Sidang Kemuncak Perbankan Asia 2014
'Ke arah Merealisasikan Abad Asia'
Kuala Lumpur, 21 Mei 2014

Ucaptama oleh

Tan Sri Dato' Sri Dr. Zeti Akhtar Aziz
Gabenor, Bank Negara Malaysia

Saya amat berbesar hati dan gembira kerana berpeluang untuk berucap pada Sidang Kemuncak Perbankan Asia pada hari ini. Sidang kemuncak ini, yang telah diadakan untuk kali ke-14, merupakan platform konstruktif yang penting bagi mengetengahkan isu-isu utama yang menentukan masa hadapan industri perkhidmatan kewangan. Bagi rantau Asia, sidang kemuncak ini sangat relevan dalam usaha untuk mengorak langkah ke arah merealisasikan Abad Asia dalam persekitaran yang amat dinamik yang sedang melalui transformasi yang ketara.

Rantau Asia terus menunjukkan daya tahan yang tinggi semasa krisis kewangan global pada tahun 2008/09 dan pada tempoh selepasnya. Rantau ini turut muncul sebagai sumber pertumbuhan global yang penting. Meskipun Asia masih jauh dalam perjalanan ke arah mencapai Abad Asia, namun dari segi pencapaian, prestasi Asia ternyata cemerlang sejak beberapa dekad kebelakangan ini. Hala tuju masa depan Asia adalah amat cerah walaupun Asia juga berdepan dengan cabaran yang ketara berikutan perubahan yang sedang membentuk semula persekitaran rantau dan global. Strategi terdahulu yang telah memberikan kejayaan kini perlu dikaji semula. Persoalan kini ialah sama ada Asia mampu mengatasi cabaran bagi merealisasikan kejayaan yang diimpikan.

Asia dari sudut pandangan global

Selama beberapa dekad, peranan Asia dalam ekonomi global telah melalui transformasi yang ketara. Perubahan ini adalah dari pelbagai aspek, bukan sahaja dari segi saiz yang bertambah tetapi juga dari sudut pengaruhnya dalam perkembangan ekonomi dan kewangan global. Asia kini merangkumi kira-kira satu pertiga ekonomi global, mencakupi 35% daripada KDNK global pada tahun 2013, iaitu pertambahan daripada 26% sejak tahun 2000. Tidak termasuk Jepun, Asia mencakupi 30% daripada KDNK dunia pada tahun 2013, iaitu peningkatan daripada 18% sejak tahun 2000. Paling ketara, Asia menyumbang 62% kepada pertumbuhan KDNK global pada tahun 2013, berbanding dengan 30% pada tahun 2000.

Asia juga mencakupi 32% daripada perdagangan dunia, meningkat daripada 25% pada tahun 2000. Selain itu, Asia kini merupakan hab global perkhidmatan teknologi maklumat dan terus mendahului sektor perkilangan, dengan lima negara di tangga teratas adalah dari negara-negara di rantau Asia[1]. Di samping aliran perdagangan, aliran masuk bersih modal swasta ke rantau Asia berpurata sebanyak USD83 bilion setahun antara tahun 2000 hingga 2010. Pasaran modal serantau di beberapa ekonomi Asia Timur telah berkembang dengan ketara, terutamanya pasaran bon yang berkembang lebih tiga belas kali sejak tahun 2001, dengan penyertaan asing yang nyata. Pada masa yang sama, Asia turut menjadi pangkalan bagi kumpulan institusi kewangan asing yang besar dan pelbagai, dan banyak daripada institusi ini sudah lama bertapak di rantau ini. Akhir sekali, penduduk seramai 3.7 bilion yang menetap di Asia merangkumi 55% daripada penduduk global. Sejajar dengan urbanisasi yang makin pesat, daripada 26 bandar raya mega di dunia pada tahun 2012, 16 terletak di Asia. Kira-kira

[1] Sumber: Cushman & Wakefield, Where in the World: Manufacturing Index 2014

45% daripada penduduk Asia kini menetap di kawasan bandar berbanding dengan 37% pada tahun 2000.

Kemajuan ekonomi dan kewangan juga diiringi oleh kemajuan sosial yang ketara, termasuk jangka hayat lebih tinggi, kadar mortaliti lebih rendah, kadar celik huruf dan tahap pendidikan yang meningkat. Menurut anggaran, Asia secara keseluruhan berjaya mengeluarkan sebanyak 430 juta penduduknya daripada kemiskinan tegar dalam tempoh lima tahun antara 2005 hingga 2010, yang mencakupi 93% daripada pengurangan kemiskinan dunia dalam tempoh tersebut.

Kisah Asia: Membina daya tahan

Kemunculan Asia sebagai sebuah rantau yang penting dalam ekonomi global bagaimanapun tidak berlaku secara kebetulan. Tumpuan Asia yang penting adalah untuk memperkukuh potensi serantau ke arah kemajuan serta meningkatkan keupayaannya untuk mengurus risiko yang berbangkit daripada persekitaran global yang lebih mencabar. Dalam tempoh yang menyusuli krisis kewangan Asia, iaitu tempoh yang secara relatif stabil, rantau ini telah mengambil peluang untuk terus melaksanakan pelarasan dan penstrukturan semula ekonomi, di samping pelaksanaan pelbagai reformasi kewangan. Pengimbangan semula ekonomi dan reformasi kewangan telah menghasilkan asas-asas yang lebih mantap, dan sistem kewangan yang kukuh dan teguh, yang ternyata merupakan faktor penting yang membantu Asia mengharungi krisis kewangan global baru-baru ini. Dengan struktur ekonomi yang lebih pelbagai, khususnya peranan permintaan dalam negeri yang meningkat sebagai sumber pertumbuhan yang penting, dengan peralihan peranan daripada sektor awam kepada swasta, di samping sistem kewangan yang lebih maju dan berdaya tahan, Asia berupaya pulih dengan cepat daripada krisis kewangan global dan lebih bersedia untuk menghadapi aliran modal yang turun naik dengan ketara ekoran peralihan dalam mudah tunai global. Sepanjang tempoh yang mencabar ini, aliran kredit sebahagian besar sistem kewangan adalah berterusan, lantas menyokong pertumbuhan ekonomi secara keseluruhan di rantau ini. Meskipun perkembangan ini menyebabkan risiko pertumbuhan kredit yang cepat dan berlebihan, sikap berjaga-jaga telah dipertingkat untuk mengelak daripada risiko ketakseimbangan kewangan yang meningkat.

Untuk memajukan lagi sistem kewangan yang lebih berdaya tahan, rejim pengawalseliaan dan pendekatan penyeliaan telah diperkukuh dengan ketara, dan amalan tadbir urus dan pengurusan risiko dalam institusi kewangan telah diperkemas. Pembangunan rangka kerja keinstitusian yang menyokong kestabilan kewangan turut dimajukan secara giat. Pada masa yang sama, usaha untuk memperdalam pasaran modal dalam negeri dan serantau telah mengurangkan kebergantungan terhadap sektor perbankan dan seterusnya mempelbagaikan sumber pembiayaan. Di beberapa bahagian di Asia, usaha ini dilengkapkan oleh reformasi yang menjurus ke arah orientasi pasaran yang lebih meluas dan liberalisasi secara beransur-ansur, termasuk menerima pakai rejim kadar pertukaran yang lebih fleksibel. Ini bertujuan untuk menggalakkan persekitaran yang lebih kompetitif dan pada masa yang sama memberikan lebih fleksibiliti untuk berubah mengikut keadaan luaran yang berubah-ubah. Pengawasan yang dipertingkat dan penghasilan rangkaian alat dasar yang lebih pelbagai termasuk alat kehematan makro telah meningkatkan keupayaan pembuat dasar untuk mengurangkan risiko dalam sektor kewangan melalui langkah pencegahan awal.

Pembuat dasar dan pemimpin perniagaan di Asia juga sudah lama menyedari manfaat daripada penyepaduan rantaian bekalan pasaran yang semakin global, serta telah melaksanakan strategi untuk memperteguh trend ini. Meskipun Asia adalah antara rantau yang paling pelbagai di dunia dari segi saiz, peringkat pembangunan, anugerah sumber, struktur ekonomi, tahap keterbukaan dan orientasi pasaran, rantau ini berjaya memanfaatkan keteguhan dan kelebihan

berbanding yang wujud di rantau ini. Ini terbukti oleh rangkaian rantaian bekalan Asia yang besar lagi menyeluruh, yang telah mendorong peningkatan yang ketara dalam perdagangan, pelaburan dan aliran kewangan dalam rantau. Oleh itu, rantau Asia bukan sahaja dapat memupuk pertumbuhan firma dalam negeri berskala kecil malah juga syarikat multinasional tempatan. Lebih daripada 150 syarikat multinasional Asia disenaraikan dalam syarikat Fortune 500 global pada tahun 2013, lantas memperteguh kepentingan rantau Asia dalam ekonomi dunia.

Cabaran dan tuntutan dalam usaha menuju ke arah Abad Asia

Meskipun reformasi serantau pada dekad kebelakangan ini berjaya memantapkan kedudukan Asia pada hari ini, namun Asia perlu meneruskan usaha ini dengan memanfaatkan asas-asas dan momentum kemajuan semasa bagi mencapai kejayaan yang lebih besar pada dekad-dekad akan datang. Untuk berada pada kedudukan yang membolehkan Asia merebut peluang secara strategik dalam persekitaran ekonomi dan kewangan global yang baharu dan berubah-ubah, Asia perlu menyahut cabaran Abad Ke-21. Berlatarkan persekitaran ini, saya akan menggariskan beberapa cabaran dan tuntutan penting yang perlu ditangani agar Asia dapat meneruskan kejayaan yang dikecapi sebelumnya dan menerajui pertumbuhan dan kestabilan Asia dengan kukuh pada masa hadapan.

Pertama, keutamaan yang perlu diberikan untuk mencapai pertumbuhan yang seimbang dan inklusif. Sepanjang dua dekad yang lalu, Asia yang sedang membangun mencatat kemajuan cemerlang dalam usaha membasmi kemiskinan bagi jutaan penduduknya. Namun, Asia pada hari ini masih mencakupi hampir dua pertiga daripada rakyat miskin dunia. Dalam usaha menetapkan hala tujunya, penting untuk Asia memastikan usaha untuk menjana pertumbuhan hendaklah seimbang dengan usaha untuk mencapai kesamarataan dan rangkuman yang lebih meluas. Meskipun pembangunan pelbagai rangkaian rantaian bekalan menyumbang kepada usaha meningkatkan potensi ekonomi negara-negara berpendapatan rendah dan sederhana, tetapi banyak lagi yang perlu dilakukan oleh Asia untuk memperteguh pemerkasaan ekonomi dan mengukuhkan lagi rangkuman. Yang penting, teknologi dan pengaturan keinstitusian baharu perlu dimanfaatkan sepenuhnya bagi memperluas jangkauan kepada seluruh lapisan masyarakat.

Satu lagi perkembangan yang mempengaruhi kesejahteraan ekonomi ialah pembangunan pembandaran yang pesat di Asia. Trend ini dijangka berterusan, dan penduduk bandar di rantau ini diunjurkan bertambah daripada 1.9 bilion pada masa ini kepada 3.3 bilion menjelang tahun 2050. Sebahagian besar penduduk bandar ini akan terdiri daripada golongan berpendapatan sederhana, dengan kelas pertengahan pada masa ini yang melebihi 500 juta orang diunjurkan melebihi 3 bilion orang menjelang tahun 2030. Perkembangan ini memberikan cabaran hebat kepada rantau Asia. Penawaran yang tidak dapat memenuhi pertumbuhan permintaan yang pesat telah menyebabkan kos sara hidup yang semakin meningkat di samping tekanan terhadap infrastruktur awam dan perumahan. Secara kolektif, jika isu-isu ini tidak ditangani, sesetengah golongan masyarakat mungkin terpinggir dan bilangan golongan miskin bandar makin meningkat, seterusnya mengakibatkan masalah sosioekonomi. Oleh itu, cabaran yang dihadapi ini adalah pelbagai dimensi. Usaha lanjut akan diperlukan untuk menambah peluang pekerjaan bagi penduduk bandar yang semakin berkembang terutamanya golongan muda, selain akses kepada perkhidmatan penting dan bermutu tinggi terutamanya penjagaan kesihatan, pendidikan dan persaraan. Di samping itu, penyediaan perumahan masyarakat dan kemudahan pengangkutan awam yang mencukupi akan dapat meningkatkan taraf hidup masyarakat bandar.

Meskipun dasar awam penting untuk menangani isu-isu ini, industri swasta juga perlu memberikan sokongan dalam usaha mencapai pertumbuhan yang benar-benar inklusif yang membawa manfaat kepada sebilangan besar penduduk. Sejurus selepas krisis kewangan global, institusi kewangan global dikecam disebabkan oleh amalan oportunis yang terlalu menitikberatkan pertumbuhan jangka pendek dan penjanaan hasil tanpa mengambil kira

tingkah laku yang bertanggungjawab dan beretika. Dalam strategi pertumbuhan serantau dan merentas sempadan lain oleh pelbagai institusi antarabangsa, organisasi sedemikian juga perlu memainkan peranan mereka untuk menyumbang kepada persekitaran ekonomi negara tuan rumah tempat mereka beroperasi. Strategi yang sejajar dengan kepentingan jangka panjang negara tersebut akan saling memperkukuh, lantas menghasilkan kestabilan sosioekonomi, dan seterusnya mewujudkan persekitaran yang stabil bagi pengendalian aktiviti perniagaan.

Kedua, kedudukan Asia perlu diperkukuh agar dapat merebut peluang daripada peningkatan produktiviti. Apabila Asia lebih maju, pertumbuhan masa hadapannya akan bergantung pada peralihan daripada pertumbuhan berasaskan tenaga kerja dan pengumpulan modal kepada pertumbuhan berasaskan peningkatan produktiviti. Ini akan melibatkan penerapan teknologi tinggi secara meluas dalam pengeluaran, pengangkutan dan pemasaran, perlindungan hak harta intelek yang berkesan, dan pembangunan ekosistem pembiayaan yang lebih teguh untuk menjadi pemangkin kepada inovasi. Sejajar dengan ini ialah keperluan untuk memberikan lebih penekanan terhadap pembangunan modal insan dan pergerakan tenaga mahir bagi memastikan tenaga kerja mempunyai kemahiran yang diperlukan, yang seterusnya akan menghasilkan penciptaan nilai yang lebih tinggi dan kapasiti untuk menghasilkan inovasi yang lebih tinggi. Kesejahteraan akan dapat dicapai apabila lebih banyak penduduk mendapat pendidikan peringkat lebih tinggi dan menjadi mahir. Oleh itu, produktiviti bukan sekadar fungsi kepada teknologi fizikal tetapi juga pembangunan tenaga mahir. Secara kolektif, elemen-elemen ini akan membentuk komponen penting bagi peningkatan produktiviti Asia dalam Abad Asia yang baharu.

Ketiga, integrasi ekonomi dan kewangan yang lebih mendalam di Asia. Meskipun Asia mencatat simpanan tertinggi di dunia, dengan beberapa negara mempunyai lebihan akaun semasa yang agak besar, Asia berdepan dengan keperluan pembiayaan yang amat tinggi untuk projek pembangunan dan pelaburannya. Pada masa ini, sebahagian besar dana Asia masih disalurkan melalui pasaran kewangan global dan kemudian disalurkan semula ke Asia. Di dalam rantau ASEAN, lebih daripada 90% aliran pelaburan portfolio merentas sempadan adalah dengan ekonomi maju di luar Asia. Integrasi kewangan serantau yang lebih mendalam akan memudahkan pengantaraan dana yang lebih cekap dan berkesan agar sekurang-kurangnya sebahagian daripada simpanan Asia yang berlebihan dapat disalurkan ke arah peluang pelaburan yang produktif di rantau ini.

Integrasi ekonomi dan kewangan di Asia penting untuk merintis jalan bagi Asia yang lebih dinamik dan berdaya saing. Ini akan membolehkan Asia memanfaatkan kelebihan berbanding dan sifat saling melengkapi yang kukuh. Manfaat selanjutnya yang boleh diraih oleh Asia adalah jelas dalam tempoh akhir-akhir ini, apabila bank-bank di Asia bertindak merapatkan jurang aktiviti pembiayaan yang dihentikan oleh sesetengah bank Eropah, dengan itu mengurangkan kesan krisis kewangan terhadap rantau ini. Integrasi ekonomi dan kewangan yang lebih mendalam turut membolehkan Asia mengumpul sumbernya untuk mencapai matlamat serantau yang dikongsi bersama, yang tidak boleh dicapai secara bersendirian oleh sesebuah negara, pada kos lebih rendah dan dengan pempelbagaian risiko yang lebih baik. Ini termasuk pembiayaan projek infrastruktur merentas sempadan dan menghasilkan penyelesaian bagi pengurusan risiko bencana – bidang yang semakin penting buat Asia berlatarkan perubahan persekitaran dan iklim yang dialami oleh rantau ini.

Keempat, usaha berterusan untuk memperteguh asas kestabilan kewangan. Apabila rantau ini menjadi lebih saling berhubung, pengukuhan daya tahan Asia perlu mengambil kira potensi kesan penularan dan kemungkinan berlakunya krisis kewangan pada peringkat serantau. Pada peringkat negara, usaha ini memerlukan komitmen yang berterusan untuk membangunkan sistem pengawalan dan penyeliaan yang mantap dan mengukuhkan pengaturan keinstitusian yang melindungi kestabilan kewangan. Pada

peringkat serantau, kemajuan ketara dicapai dalam bidang pengawasan serantau dan pengaturan penyeliaan, serta penghindaran, pengurusan dan penyelesaian krisis. Keupayaan rantau untuk bertindak balas terhadap keadaan tekanan juga dipertingkat melalui pengaturan sokongan mudah tunai rentas sempadan dan perjanjian swap mata wang pelbagai hala yang akan memberikan sokongan kepada negara yang mengambil bahagian di rantau pada tempoh tersebut. Melangkah ke hadapan, tindakan secara kolektif dan terselaras akan meningkatkan keupayaan untuk mengurus dan bertindak balas terhadap risiko yang dihadapi oleh rantau, lantas menyumbang kepada kestabilan kewangan serantau.

Kelima, amalan keseluruhan bagi ketelusan, kebertanggungjawapan, tadbir urus dan integriti yang lebih teguh perlu terus diperkukuh. Amalan yang lebih baik ini akan memperkasakan sektor awam dan swasta untuk melaksanakan reformasi dengan jayanya dan memastikan peruntukan sumber akan menyumbang kepada pertumbuhan yang mampan. Yang penting adalah untuk memastikan kebertanggungjawapan ekonomi dan kewangan yang berterusan yang sejajar dengan peningkatan pertumbuhan. Bagi rantau Asia, ini melibatkan penghasilan model perniagaan yang lebih telus, jangkaan terhadap kepimpinan yang bertanggungjawab serta sistem insentif dan pengaturan tadbir urus yang dipertingkat. Di samping itu, aktivisme pengguna dan pemegang saham juga merupakan pelengkap penting dalam usaha mengukuhkan disiplin dan berfungsi sebagai sekatan dan imbangan terhadap tingkah laku yang tidak berhemat dan tidak bertanggungjawab.

Bagi mencapai potensi sebenar Asia, bidang tumpuan selanjutnya adalah pada usaha mengurangkan jurang tadbir urus dalam perniagaan dan kerajaan, dan meningkatkan piawaian pengurusan dalam semua bidang aktiviti ekonomi. Antara contoh ini termasuk pengeluaran barangan dan perkhidmatan oleh perniagaan dan penyediaan perkhidmatan awam, seperti keselamatan, perkhidmatan penjagaan kesihatan dan pengangkutan yang mematuhi piawaian tertentu yang ketat. Pencapaiannya bukan sahaja bergantung pada penerapan amalan tadbir urus dan pengurusan terbaik tetapi juga dengan memastikan pelaksanaan dan pemantauan yang berkesan. Terdapat beberapa contoh dalam ekonomi maju, termasuk di Asia, yang menunjukkan bahawa piawaian yang tinggi ini terbukti banyak menyumbang kepada kesejahteraan ekonomi.

Keenam, Asia perlu terus berinteraksi dan terlibat sepenuhnya dalam proses antarabangsa. Banyak yang mampu disumbang oleh Asia dalam wacana dan dialog global, terutamanya dalam badan penetapan piawaian yang boleh diketengahkan oleh Asia dari perspektif pasaran sedang pesat membangun dan Asia, lantas memastikan piawaian antarabangsa mengambil kira kemungkinan akibat yang tidak disengajakan, khususnya dalam ekonomi sedang pesat membangun. Ini penting dalam usaha membina prasarana kewangan global yang lebih stabil dan selamat, yang ekonomi sedang pesat membangun perlu menjadi sebahagian daripadanya. Banyak kejayaan telah dicapai oleh Asia dengan negara-negara Asia pada masa ini mempunyai lebih banyak perwakilan dalam badan antarabangsa seperti *Group of 20* (G20) dan Lembaga Kestabilan Kewangan. Perkumpulan Asia juga telah meningkatkan penyertaan mereka dalam usaha menentukan pembangunan dalam bidang penting lain seperti piawaian perakaunan antarabangsa. Melangkah ke hadapan, usaha harus diambil untuk mengukuhkan hubungan ini dengan meningkatkan penyertaan negara-negara Asia yang lebih kecil.

Kesimpulan

Susulan bab pertama kisah pertumbuhan Asia yang gemilang, bab kedua – kebangkitan Abad Asia, memerlukan semangat kerjasama dan pemuafakatan yang serupa untuk berjaya. Iltizam yang tinggi untuk bekerjasama dan tumpuan yang jelas untuk mempertingkat

potensi jangka panjang Asia merupakan faktor utama untuk menghubungkan Asia pada hari ini dengan Asia pada Abad Asia yang baharu. Mampukah Asia mengulangi kejayaannya? Yang jelas, Asia mempunyai potensi yang besar, tetapi memerlukan kecekalan politik yang kuat, kepentingan ekonomi dan kewangan yang diselaraskan dengan matlamat yang kukuh serta terus tangkas untuk bertindak balas terhadap persekitaran yang pesat berubah.

Sama seperti ekonomi Asia yang membina jambatan yang menghubungkan masyarakat terpencil di negara-negara di Asia – memanfaatkan sumber dan mengubah kehidupan, kini Asia hendaklah membina jambatan yang saling menghubungkan ekonomi – merealisasikan potensi dan mentransformasikan Asia. Semoga persidangan ini dapat menggalakkan perbincangan, dan memantapkan penyelesaian sambil Asia mengorak langkah ke arah Abad Asia.

Sidang Kemuncak Perbankan Malaysia Ke-18 'Prospek Ekonomi Global dan Landskap Kewangan: Apakah Perubahan yang Dibuat Sejak Krisis Kewangan Global?' Kuala Lumpur, 20 Jun 2014

Ucapan Khas oleh

Dr. Sukhdave Singh
Timbalan Gabenor, Bank Negara Malaysia

Saya ingin merakamkan ucapan terima kasih kepada ASLI atas kesudian mengundang saya untuk menyampaikan ucapan pada hari ini.

Saya akan menyentuh secara ringkas mengenai keadaan ekonomi global dan implikasinya terhadap ekonomi Malaysia. Laporan mengenai perkembangan global tersebut kebanyakannya menggalakkan. Walau bagaimanapun, terdapat beberapa kebimbangan yang boleh menjejaskan kualiti dan kemampanan pertumbuhan masa depan. Isu-isu tersebut juga akan saya huraikan.

Prospek Ekonomi Global dan Landskap Kewangan yang Berubah-ubah

Selepas lima tahun melalui keadaan yang agak tidak menentu dengan kadar pertumbuhan ekonomi yang tidak stabil, ekonomi global akhirnya hampir kepada paras pertumbuhannya yang mampan. Faktor utama perkembangan ini ialah keadaan pertumbuhan yang bertambah baik dalam kebanyakan ekonomi maju (advanced economies, AE), yang paling teruk dilanda krisis. Meskipun kita terus percaya bahawa pertumbuhan dalam ekonomi maju masih lagi rendah berbanding dengan paras yang pernah dicatat sebelum ini disebabkan oleh beberapa faktor tertentu, tanda-tanda makin jelas bahawa ekonomi-ekonomi tersebut akhirnya mampu mencapai pertumbuhan yang stabil. Ini semestinya perkembangan yang baik buat ekonomi dunia.

Ekonomi sedang pesat membangun (emerging market economies, EME) pula mencatat prestasi yang secara relatif baik dalam tahun-tahun selepas krisis. Permintaan dalam negeri telah disokong oleh harga komoditi yang tinggi serta dasar fiskal dan dasar ekonomi yang mengembang. Namun, pertumbuhan ekonomi EME kini semakin perlahan. Harga komoditi yang melambung telah mulai menurun lantas menjejaskan pendapatan. Rangsangan fiskal pula telah menambah hutang kerajaan lalu menyebabkan pengembangan fiskal selanjutnya tidak dapat diteruskan. Di samping itu, persekitaran kadar faedah yang rendah telah menyebabkan hutang isi rumah meningkat. Perkembangan ini mula mengekang pertumbuhan ekonomi negara. Pengalaman ini menunjukkan wujudnya risiko dan had permintaan dalam negeri yang dipacu oleh dasar monetari yang akomodatif, kos kredit yang rendah dan rangsangan fiskal. Oleh itu, permintaan dalam negeri EME akan meningkat pada kadar yang lebih perlahan. Namun, EME masih terus menyumbang bahagian yang lebih besar kepada pertumbuhan global berbanding dengan AE. Pertumbuhan yang telah kembali pulih dalam AE yang dilanda krisis dijangka mengukuhkan permintaan luar terhadap eksport EME lantas mengurangkan kesan permintaan dalam negeri yang lebih perlahan.

Dalam kalangan ekonomi Asia, kami menjangkakan trend yang sama. Permintaan dalam negeri yang mampan, meskipun lebih rendah berbanding dengan tempoh yang lalu, akan terus menyokong pertumbuhan ekonomi. Kebimbangan yang nyata terhadap ekonomi China adalah kerana kedudukannya sebagai ekonomi kedua terbesar di dunia. Dan juga, dalam kalangan ekonomi serantau, China merupakan rakan perdagangan yang paling penting. Sehingga, jika ekonomi China merosot, kita semua akan menerima kesannya. Namun, ekonomi China akan terus berkembang dan pembuat dasarnya nampaknya komited dalam usaha ini.

Implikasi terhadap Malaysia

Malaysia sudah pasti akan meraih manfaat daripada persekitaran pertumbuhan yang lebih positif, terutamanya memandangkan pertumbuhan lebih baik yang dicatat oleh rakan perdagangan utamanya. Ekonomi Malaysia diunjurkan berkembang sebanyak 4.5 - 5.5%. Prospek ini disokong oleh pertumbuhan kukuh sebanyak 6.2% pada suku pertama 2014 dan menjadi bertambah baik berikutan keadaan permintaan luar yang lebih tinggi. Selepas meningkat sebanyak hanya 2.4% pada tahun 2013, eksport Malaysia setakat ini telah mengembang hampir 13% pada tahun 2014.

Bagi ekonomi terbuka yang kecil seperti Malaysia, dan negara-negara lain sepertinya, pengalaman menghadapi krisis dan tahun-tahun selepas krisis banyak memberi pengajaran mengenai kelemahan dan risiko apabila bersepadu dengan ekonomi global. Walau bagaimanapun, saya percaya pengalaman ini juga menyerlahkan kebergantungan kita kepada ekonomi dunia dan perlunya kita menjadi lebih bersepadu dengan ekonomi global. Izinkan saya menghuraikan isu ini dengan lebih lanjut.

Selepas berlakunya krisis, terdapat keyakinan bahawa permintaan dalam negeri akan menjadi pemacu pertumbuhan dan keyakinan ini sememangnya berasas. Pendapatan dan permintaan swasta sememangnya merupakan sebahagian komponen daripada pertumbuhan ini. Namun, terdapat juga komponen penting yang berkaitan dengan perbelanjaan awam dan pertumbuhan kredit domestik yang pantas. Akibatnya, paras hutang yang lebih tinggi dicatat oleh isi rumah dan Kerajaan. Ini jelas bukan merupakan strategi pertumbuhan yang mampan. Malah, pengalaman menunjukkan bahawa terdapat had dari segi kepantasan dan kemampanan untuk berkembang jika semata-mata bergantung pada permintaan dalam negeri. Oleh itu, melangkah ke hadapan, meskipun permintaan dalam negeri akan terus menyokong pertumbuhan, kita perlu memperkukuh integrasi kita dengan ekonomi serantau dan global, dan dengan itu, memperkukuh tahap daya saing ekonomi secara keseluruhan, jika kita ingin mencapai pertumbuhan mampan dalam jangka panjang.

Kembali kepada prospek ekonomi, kini pertumbuhan di seluruh dunia adalah lebih mampan dan perkembangan ini mula memberikan manfaat kepada Malaysia dan seterusnya mendorong pertumbuhan ekonomi Malaysia yang lebih seimbang.

Apakah faktor yang boleh menjejaskan prospek pertumbuhan yang lebih baik ini? Walaupun terdapat beberapa faktor, memandangkan masa agak terhad, saya hanya akan menyebut lima faktor.

Pertama, pemulihan pelaburan dalam AE yang perlahan selepas krisis

Kita sedia maklum bahawa pemulihan ini, yang berbeza daripada pemulihan daripada kemelesetan sebelum ini, telah diiringi oleh pelaburan yang agak perlahan, meskipun syarikat mempunyai simpanan yang banyak.

Apakah yang dibuat oleh syarikat dengan simpanan tersebut? Mereka sama ada memulangkan wang tunai tersebut kepada pemegang saham atau menggunakannya untuk merangsang harga saham menerusi belian balik saham. Akhbar *Financial Times* kelmarin melaporkan bahawa dalam tempoh tiga bulan pertama tahun ini sahaja, syarikat S&P 500 di AS mencatat perbelanjaan paling tinggi sebanyak USD241 bilion untuk membeli balik saham dan membayar dividen tunai. Meskipun langkah ini mungkin membantu mengekalkan harga saham pada tahap yang tinggi, namun ia tidak mewujudkan sumber pertumbuhan baharu. Sementara itu, perbelanjaan modal syarikat S&P 500 secara purata meningkat 3.6 peratus sahaja setahun sejak lima tahun yang lalu. Akhirnya, kuantiti dan kualiti pelaburanlah yang akan menentukan kualiti pertumbuhan masa kini dan akan datang.

Isu kedua yang dihadapi oleh ekonomi-ekonomi ini ialah pertumbuhan produktiviti masih lemah meskipun kadar pengangguran telah menurun

Berdasarkan pemahaman kita mengenai proses pemulihan, apabila permintaan meningkat, syarikat akan cuba memenuhinya dengan

menggunakan pekerja sedia ada. Produktiviti meningkat, namun apabila permintaan terus bertambah, peningkatan produktiviti pekerja yang sedia ada tidak lagi memadai dan syarikat perlu mengambil pekerja baharu untuk menambah pengeluaran. Ekoran itu, guna tenaga akan turut meningkat. Oleh itu, peningkatan produktiviti akan diikuti pertambahan guna tenaga. Kali ini, fenomena sedemikian tidak berlaku. Di AS, kadar pengangguran menurun daripada paras tertingginya sebanyak 9.8% kepada 6.3% pada bulan Mei 2014, namun produktiviti hanya meningkat 1%, kurang separuh daripada paras yang pernah dicatat dalam tahun-tahun sebelum krisis.

Beberapa faktor yang mungkin dapat menjelaskan trend ini:

- Di UK dan AS, jumlah perniagaan yang baru dimulakan didapati meningkat secara mendadak dalam tempoh selepas krisis. Satu penjelasan bagi perkembangan ini ialah semakin ramai pencari kerja yang berputus asa untuk mencari pekerjaan lalu memutuskan untuk bekerja sendiri. Jika ini benar, ia akan membantu menjelaskan penurunan pengangguran dan pertumbuhan produktiviti yang rendah. Mereka yang menceburi bidang perniagaan dianggap tidak lagi menganggur dan perniagaan baharu secara amnya tidak mempunyai produktiviti yang tinggi.

- Satu lagi penjelasannya ialah sebahagian besar daripada penurunan dalam pengangguran bukanlah kerana lebih ramai orang yang mendapat pekerjaan tetapi disebabkan oleh mereka yang keluar daripada tenaga kerja. Kadar penyertaan tenaga kerja di AS menurun daripada 66% pada tempoh sebelum krisis kepada kadar semasa 63%. Pada dasarnya, tenaga kerja semakin berkurang. Oleh itu, tiada asas untuk kita percaya bahawa penurunan pengangguran akan didahului oleh peningkatan dalam produktiviti. Satu lagi faktor yang menjejaskan produktiviti ialah hakikat bahawa kemungkinan bilangan pekerja sambilan juga meningkat – di AS, daripada 3% daripada jumlah penduduk yang bekerja, kepada 5% pada suku pertama 2014.

- Persoalan mengenai pertumbuhan produktiviti yang rendah ini sedikit sebanyak berkaitan dengan isu terdahulu, iaitu pelaburan yang rendah. Kadar pelaburan produktif merupakan penentu utama pertumbuhan dan produktiviti masa hadapan sesebuah ekonomi.

Apa pun faktornya, jika produktiviti tidak meningkat, ia boleh menjejaskan pertumbuhan upah dan pendapatan, dan seterusnya memberikan kesan kepada kekukuhan pertumbuhan ekonomi pada masa akan datang.

Isu ketiga berkaitan dengan risiko dasar

Inilah apa yang saya namakan '*monetary policy pendulum'*. Dalam tempoh selepas krisis, bank pusat di AE telah melaksanakan dasar monetari yang tidak pernah dilaksanakan sebelum ini. Saya menggunakan analogi *'pendulum'* atau bandul ini kerana semakin tinggi tahap pelaksanaan sesuatu dasar itu, semakin ketara implikasinya apabila sesuatu dasar itu ditamatkan. Terdapat risiko dalam proses mengembalikan kedudukan dasar yang keterlaluan kepada kedudukan yang wajar kerana ia boleh mengakibatkan kesan yang tidak diingini. Ini terutamanya apabila tahap risiko yang diambil semasa tempoh keadaan mudah tunai global berlebihan yang berlarutan serta disusuli oleh keperluan mendesak untuk mendapatkan pulangan. Jika keadaan ekonomi berubah dengan lebih cepat berbanding dengan apa yang dijangkakan oleh pembuat dasar pada masa ini, adakah kemungkinan menukarkan balik dasar dengan cepat dan secara menyeluruh dapat dilaksanakan dan sekiranya boleh, apakah kesan sampingan yang mungkin timbul? Keadaan ini sudah pasti tidak akan menyokong kestabilan pasaran kewangan global. Pembuat dasar dalam ekonomi-ekonomi ini juga makin menunjukkan minat untuk turut menggunakan instrumen kehematan makro bagi mengurus risiko yang meningkat dalam persekitaran kadar faedah rendah. Penggunaan instrumen sedemikian mungkin membantu ekonomi-ekonomi ini, tetapi turut berpotensi menimbulkan risiko kepada negara-negara lain di dunia. Contohnya, aliran modal mungkin lebih

banyak masuk ke dalam ekonomi sedang pesat membangun seperti Malaysia.

Krisis ini turut memberikan tekanan terhadap kedudukan fiskal kerajaan ekonomi maju dan ekonomi sedang pesat membangun. Dalam beberapa keadaan, tekanan tersebut berkait dengan usaha mengatasi kesan daripada krisis (misalnya usaha menyelamatkan bank) dan pertumbuhan KDNK yang rendah selepas krisis. Dalam keadaan lain pula, ini mencerminkan kesan daripada perbelanjaan fiskal yang tidak berhemat selama beberapa tahun. Walau apa pun sebabnya, kedudukan fiskal yang lemah bermaksud kapasiti yang berkurang untuk menyokong aktiviti ekonomi dan keupayaan yang rendah untuk menangani krisis dan kejutan pada masa hadapan. Ini juga bermaksud dasar monetari mungkin perlu melaksanakan lebih daripada apa yang mampu dicapai – suatu fenomena yang kini sedang berlaku dalam ekonomi maju.

Isu dasar yang berkaitan dengan pembaharuan struktur

Topik ini memang hangat dibincangkan pada tahun-tahun selepas krisis. Krisis rentas-Atlantik dicetuskan oleh ketidakseimbangan dan gangguan yang ketara dalam sektor ekonomi dan kewangan, yang telah wujud sejak bertahun-tahun yang lalu. Hal ini menunjukkan bahawa pembuat dasar melengah-lengahkan atau tidak menghiraukan pembaharuan yang diperlukan. Pengalaman ini sekali lagi memberikan pengajaran bahawa semakin lama ketakseimbangan sebegini tidak dihiraukan dan dibiarkan berterusan, semakin teruk akibatnya apabila berlakunya krisis.

Pembaharuan struktur sememangnya diperlukan dalam banyak ekonomi maju yang dilanda krisis. Namun pembaharuan struktur juga diperlukan di kebanyakan ekonomi sedang pesat membangun, termasuk Malaysia. Pembaharuan struktur ini diperlukan untuk memastikan pertumbuhan ekonomi berlandaskan asas-asas yang kukuh agar pertumbuhan menjadi lebih mampan dan berterusan. Walau bagaimanapun, kadar pembaharuan struktur adalah amat perlahan dan kekurangan momentum dalam kebanyakan ekonomi. Sebab utama keadaan ini berlaku lazimnya kerana didorong oleh kepentingan sendiri.

Berkaitan dengan isu ini, izinkan saya memetik kata-kata Encik Travis Kelanik, pengasas aplikasi perkhidmatan teksi *Uber*, yang menyebabkan pemandu teksi di London melancarkan mogok pada minggu lepas. Beliau dilaporkan dalam *Wall Street Journal* sebagai berkata:

"…there's so much corruption and so much cronyism in the taxi industry and so much regulatory capture that if you ask permission up front for something that is already legal, you'll never get it. There's is no upside to them."

Jelas bahawa industri teksi bukan satu-satunya industri yang mempunyai ciri-ciri ini, dan bukan juga satu-satunya yang menentang persaingan dan perubahan struktur.

Faktor lain yang menyebabkan keadaan ini adalah kerana perubahan struktur lazimnya melibatkan kesulitan dalam jangka pendek meskipun menjanjikan manfaat dalam jangka panjang. Ini dapat dilihat melalui bantahan yang berlaku dalam ekonomi yang dilanda krisis sebagai tindak balas terhadap langkah struktur yang terpaksa dilaksanakan oleh kerajaan di negara tersebut. Kesulitan jangka pendek menjadikan perubahan struktur suatu keputusan yang sukar diambil dari segi politik. Wujud golongan tertentu dalam masyarakat yang akan terjejas teruk disebabkan oleh perubahan ini dan mereka tidak akan berdiam diri. Oleh itu, keputusan untuk melaksanakan perubahan struktur memerlukan keberanian politik. Selain itu, sewaktu perubahan struktur dilaksanakan, kadar pertumbuhan ekonomi juga mungkin terjejas teruk disebabkan oleh gangguan yang timbul. Namun, seandainya Kerajaan mempunyai kedudukan fiskal yang kukuh, sebahagian daripada gangguan ini dapat dikurangkan melalui pelaksanaan dasar fiskal.

Oleh itu, dari segi prospek pertumbuhan, jika sesebuah negara melaksanakan perubahan struktur dengan serius, pertumbuhan

mungkin menurun buat sementara waktu tetapi berkemungkinan besar menghasilkan pertumbuhan jangka panjang yang lebih kukuh. Jika perubahan tidak dilaksanakan, landasan pertumbuhan bagi negara-negara yang terjejas akan menjadi rendah dan tidak stabil. Kesan sampingan daripada pertumbuhan yang tidak stabil ialah kemungkinan berlakunya perselisihan merentas sempadan yang semakin kerap.

Perkara kelima dan terakhir yang ingin saya sentuh ialah ketidaksamaan pendapatan

Topik ini telah menjadi topik perbincangan hangat pada tempoh selepas krisis. Ahli ekonomi Perancis, Thomas Piketty, telah menempa nama dengan menulis buku tentang isu ini. Sebab-sebabnya memang ketara. Pegawai kanan bank yang berpendapatan tinggi telah menyebabkan krisis dan selepas krisis, sebahagian besar daripada mereka terus memegang jawatan yang bergaji besar manakala banyak pekerja berpendapatan rendah dan sederhana pula hilang pekerjaan, mengalami penurunan mendadak dalam kebajikan ekonomi masing-masing dan banyak juga yang hilang tempat berlindung. Tambahan lagi, krisis ini turut menyerlahkan jurang pendapatan yang ketara dalam AE, serta hakikat bahawa dalam tempoh kemakmuran sebelum itu, sebahagian besar manfaat pertumbuhan hanya dinikmati oleh segolongan kecil masyarakat.

Krisis ini boleh dikatakan terus menonjolkan ketidaksamaan dalam pengagihan pendapatan (Gini-coefficient).

Cara kerajaan menangani jurang pendapatan ini bukan sahaja dilihat dari segi sosial dan politik, tetapi juga ekonomi kerana kumpulan berpendapatan rendah dan sederhana mempunyai kecenderungan mengguna sut (marginal propensity to consume) yang paling tinggi. Kegagalan menangani kadar pengangguran golongan muda yang tinggi dalam ekonomi yang dilanda krisis juga boleh mengakibatkan kesan yang berpanjangan dan menyebabkan golongan muda ini kekal berpendapatan lebih rendah, lantas menyumbang kepada ketidaksamarataan pendapatan dan pertumbuhan yang lebih lemah.

Sebagai kesimpulan, dari segi ekonomi, prospek adalah lebih baik berbanding dengan tahun-tahun sebelumnya. Walau bagaimanapun, kesan krisis masih berbekas dan akan terus dirasai. Ini akan terus melembapkan prospek ekonomi dan akan menjadi unsur kebimbangan dan cabaran buat pembuat dasar dalam usaha untuk mengemudi ekonomi global keluar daripada kancah krisis ke arah landasan pertumbuhan yang lebih kukuh dan mampan.

Syarahan Yayasan Per Jacobsson 2014
Mengurus Krisis Kewangan dalam Dunia yang Saling Berhubung: Menjangka Gelombang Mega
Basel, Switzerland, 29 Jun 2014

Ucaptama oleh

Tan Sri Dato' Sri Dr. Zeti Akhtar Aziz
Gabenor, Bank Negara Malaysia

I. Pengenalan

Saya amat berbesar hati kerana telah diundang untuk menyampaikan syarahan Yayasan Per Jacobsson kepada sidang hadirin yang amat dihormati di BIS Basel. Siri syarahan ini adalah sebagai memperingati sumbangan sepanjang hayat oleh Per Jacobsson kepada sistem kewangan antarabangsa. Selain sumbangannya yang cukup banyak, peranan beliau selaku Penasihat Ekonomi selama dua puluh lima tahun, pada tahun-tahun awal BIS juga penting untuk dikenang. Kini, kita semua sedang menikmati hasil sumbangan beliau itu. Saya amat berbesar hati atas penghormatan yang diberikan kepada saya untuk menjadi salah seorang penyampai syarahan dalam siri syarahan ini.

Syarahan ini akan memberikan tumpuan pada cabaran-cabaran baharu dalam pengurusan krisis kewangan, yang berpunca daripada peningkatan kesalinghubungan sistem kewangan negara selain semakin bersifat antarabangsa dan seterusnya bersepadu pada peringkat antarabangsa. Sepanjang kerjaya saya selama lebih tiga dekad di Bank Pusat, saya telah mempunyai pengalaman menghadapi tiga krisis kewangan besar; pertama, ketika berkhidmat di London semasa krisis Pengurusan Kadar Pertukaran (Exchange Rate Management, ERM) pada awal tahun 90-an, kedua, semasa Krisis Kewangan Asia pada lewat tahun 90-an yang saya terlibat secara langsung dalam pengurusannya, dan ketiga, semasa krisis kewangan global baru-baru ini. Daripada pengamatan saya, manifestasi krisis kewangan adalah amat dinamik dan bukan sahaja berkembang dengan perubahan landskap kewangan malah mengikut perubahan keadaan pada peringkat krisis yang berbeza. Syarahan ini akan mengenal pasti pelbagai fasa dalam perkembangan sesuatu krisis, yang menuntut penyelesaian dasar yang berbeza bagi setiap fasa. Kertas syarahan ini bertujuan untuk menunjukkan nilai ambang yang menandakan peralihan dari satu krisis ke fasa seterusnya. Ini bagi menjangka kemungkinan krisis yang seterusnya dan membolehkan pengurusan krisis yang berkesan.

Dunia terus mengalami krisis kewangan demi krisis kewangan yang penularannya kini menjangkau hingga ekonomi sedang pesat membangun dan ekonomi maju. Kos yang perlu ditanggung daripada krisis tersebut adalah amat besar lantas penyelidikan yang meluas mengenainya telah dibuat. Sebahagian besar daripada kajian mengenai krisis menumpukan pada penjelasan tentang punca krisis kewangan, iktibar yang boleh diambil, serta perbahasan mengenai penyelesaian untuk membendung dan mengurus krisis. Namun demikian, krisis kewangan tetap juga berlaku dan membawa bersamanya cabaran baharu untuk diurus. Meskipun krisis kewangan tidak mungkin dapat dielak, namun tidak mustahil untuk kita menambah baik pengurusan krisis bagi mengurangkan kos terhadap sistem kewangan dan ekonomi. Oleh itu, kertas syarahan ini mengandaikan krisis sebagai sesuatu yang ditetapkan dan menumpukan pada pengurusan krisis pada setiap peringkat perkembangannya yang berbeza.

Kajian mengenai krisis membezakan jenis krisis yang merangkumi krisis mata wang, perbankan dan hutang[1]. Bagi mengambil kira peranan dan implikasi kesalinghubungan dalam krisis kewangan, saya akan mengupas mengenai keadaan kewangan dan ekonomi dasar sebagai faktor yang menghuraikan krisis. Keadaan ini boleh dibahagikan kepada tiga kategori. Kategori pertama berkaitan dengan krisis kewangan yang dicetuskan oleh perkembangan yang tidak dijangka. Kejutan itu mungkin berkaitan dengan kewangan, ekonomi, sosial mahupun politik. Antara contohnya ialah perubahan terma perdagangan yang mendadak akibat gangguan dalam pasaran komoditi ataupun kesan penularan daripada negara lain. Faktor kedua berkaitan dengan krisis kewangan yang berpunca daripada peningkatan lebihan untuk suatu jangka masa yang panjang. Ini termasuk wujudnya peningkatan ketidakseimbangan kewangan seperti paras hutang dan tahap keberhutangan yang terlalu tinggi, pembentukan gelembung aset, atau pelaksanaan dasar yang mendorong keinginan yang tinggi dan menggalakkan harga aset atau kadar pertukaran yang tidak mencerminkan asas-asas ekonomi.

Faktor krisis kewangan yang ketiga ialah krisis yang diakibatkan oleh kelemahan struktur yang terdapat dalam sistem kewangan. Kelemahan ini mungkin wujud dalam rangka kerja undang-undang, rejim pengawalan dan penyeliaan serta sistem insentif atau dalam arkitektur kewangan antarabangsa yang tidak berkembang seiring dengan perubahan asas dalam sistem kewangan negara dan antarabangsa. Dengan perubahan masa, sistem itu mungkin tidak lagi bersesuaian dengan perkembangan semasa. Krisis kewangan mungkin juga terjadi kerana gabungan atau kesan kumulatif keadaan ini. Analisis mengenai keadaan dasar yang wujud dalam krisis kewangan adalah penting dan berguna untuk kita memahami ciri-ciri krisis dan bagaimana krisis mungkin berkembang dan seterusnya memberikan implikasi terhadap pengurusan krisis yang berkesan.

II. Kesalinghubungan dan Pengantarabangsaan

Bagi mengurus krisis kewangan di dunia hari ini, pemahaman mengenai peningkatan kesalinghubungan dalam sistem kewangan dan proses pengantarabangsaannya yang pesat adalah amat penting. Meskipun trend ini menambah peluang untuk mempelbagaikan dan seterusnya mengurangkan penumpuan risiko, fenomena ini juga dengan nyata telah meningkatkan kemungkinan risiko sistemik tersebar luas ke seluruh sistem kewangan dan juga merentas sempadan. Kesalinghubungan kewangan juga menambah saluran yang membolehkan tekanan kewangan setempat yang berlaku dalam sesebuah institusi atau satu segmen pasaran kewangan menular ke semua bahagian sistem kewangan dan ke seluruh ekonomi. Saluran utama yang membolehkan risiko sistemik tersebar telah didokumenkan dengan baik[2]. Saluran ini termasuk hubungan yang wujud antara institusi kewangan, interaksi antara pengantara kewangan dengan pasaran kewangan, serta hubungan antara sektor kewangan dengan ekonomi benar. Saluran lain adalah melalui infrastruktur pasaran dan interaksi dua hala antara sektor kewangan dengan Kerajaan.

Selain itu, dengan peningkatan integrasi antarabangsa dalam sistem kewangan, skop penularan merentas sempadan juga telah menjadi lebih meluas lantas mewujudkan dimensi serantau dan antarabangsa baharu untuk pengurusan krisis yang berkesan. Susulan globalisasi kewangan yang lebih pesat sejak dua dekad kebelakangan ini, hubungan kewangan antarabangsa menjadi punca utama krisis tersebar merentas sempadan. Kesan krisis kewangan dalam tempoh ini telah menjadi lebih menyeluruh dan tersebar luas berbanding dengan mana-mana tempoh sebelum ini. Aspek antarabangsa krisis kewangan telah menarik banyak perhatian kepada fenomena penularan antarabangsa; faktor yang mendasari penularan, saluran yang memudahkan kesan

[1] Claessens dan Kose (2013) membuat penilaian yang meluas mengenai penerangan analitis dan empirik tentang krisis kewangan yang berlainan.

[2] Arregui dll. (2013) memberikan ulasan mengenai instrumen untuk mengenal pasti dan mengukur kesalinghubungan bagi meningkatkan pemahaman mengenai saluran limpahan risiko sistemik langsung dan tidak langsung dalam sistem kewangan.

merentas sempadan, akibat kesan limpahan serta dasar yang boleh dirumuskan untuk membendung penularan sedemikian. Kajian mengenai krisis sebahagian besarnya telah menumpukan pada impak penularan ke atas keadaan mudah tunai, dedahan merentas sempadan pengantara kewangan, pergerakan serentak harga aset termasuk spread kadar faedah, dan aktiviti ekonomi merentas negara[3].

Hubungan antarabangsa juga telah meningkat dengan pesat disebabkan sebahagiannya oleh perubahan asas dalam ekonomi benar. Bukan sahaja kita melihat peningkatan dalam aliran perdagangan malah aliran ini juga dipacu kemunculan rantaian bekalan global. Sejak beberapa tahun yang lalu, sektor perniagaan membahagikan pengeluaran mereka kepada beberapa fasa khusus dengan menggunakan perkhidmatan syarikat tempatan atau antarabangsa lain atau memindahkan sebahagian daripada rantaian bekalan mereka ke negara lain. Meskipun kemajuan teknologi membolehkan rantaian bekalan global ini direalisasikan, pengurangan halangan perdagangan dan pelaburan serta usaha untuk berada lebih hampir dengan pasaran yang lebih besar memperkukuh trend ini, lantas mempertingkat hubungan ekonomi antara negara.

Bagi ekonomi sedang pesat membangun, tahap kesalinghubungan kewangan akan meningkat apabila sistem kewangan lebih maju. Pada peringkat awal perkembangan kewangan, segmen sistem kewangan dibahagikan dengan lebih jelas, dicirikan oleh originasi dan pengekalan risiko yang lebih hampir; pembezaan yang jelas antara aktiviti teras institusi kewangan yang beroperasi dalam segmen yang berbeza dan antara institusi kewangan tersebut dengan entiti yang berkaitan dengan mereka. Dedahan merentas sempadan juga lebih terhad dalam sistem yang kurang maju. Apabila pasaran kewangan menjadi lebih mendalam dan berkembang, hubungan kewangan akan turut meningkat bermula dalam ekonomi domestik, dan diikuti liberalisasi pada peringkat antarabangsa.

Apabila rangkaian kewangan menjadi lebih kompleks, pemetaan kesalinghubungan kewangan akan terus menjadi tugas yang mencabar. Rangkaian kewangan juga sangat dinamik dan berubah dengan cepat dalam jangka masa pendek untuk bertindak balas terhadap insentif pasaran. Pasaran yang tidak sempurna merumitkan lagi keupayaan untuk menjangka tindak balas peserta pasaran terhadap kejutan sistemik. Tingkah laku sebegini mungkin juga dipengaruhi oleh andaian atau tanggapan mengenai tahap saling bergantung antara institusi, pasaran kewangan dan ekonomi; atau mungkin timbul daripada penilaian semula oleh peserta pasaran terhadap asas-asas yang sedia wujud apabila berlakunya sesuatu kejutan. Ia juga mungkin disebabkan oleh tingkah laku yang tidak rasional dan berkelompok. Kesan penularan tidak langsung ini kadangkala mungkin sama penting dengan kesan penularan secara langsung.

Dalam sistem mudah suai (adaptive) yang kompleks ini, pemahaman lebih mendalam mengenai rangkaian kewangan dan manifestasi tingkah laku dalam keadaan tertekan menjadi lebih penting. Dengan rangka kerja dan instrumen yang lebih baik untuk mengenal pasti dan mengukur tahap kesalinghubungan, pemahaman kita tentang cara risiko sistemik tersebar telah meningkat dengan nyata[4]. Walau bagaimanapun, pemahaman ini masih tidak lengkap. Ini kerana sebahagian besar daripada tumpuan kajian dalam bidang ini adalah pada sektor perbankan, khususnya institusi perbankan yang penting dari segi sistemik, serta kesalinghubungannya dalam sektor kewangan dan juga dengan bahagian lain dalam sistem kewangan. Rangka kerja lain yang dibangunkan adalah berdasarkan bidang kewangan korporat yang membolehkan penilaian ke atas penyebaran risiko antara

[3] Forbes (2012) dan Forbes dll. (2013), membincangkan perkembangan faktor yang mendasari kesalingbergantungan dan penularan yang telah meningkat dengan ketara sejak beberapa tahun yang lalu, serta keberkesanan pelbagai dasar untuk mengurangkan penularan.

[4] Haldane (2009) menghuraikan tentang nilai yang diberikan oleh analisis rangkaian untuk meningkatkan pemahaman kita mengenai sistem kewangan dan krisis. Rangka kerja yang dihasilkan dengan menggunakan analisis rangkaian dan ukuran berasaskan harga pasaran telah digunakan untuk menambah ujian tekanan yang dijalankan ke atas institusi kewangan dan untuk menambah baik sistem amaran awal.

sektor dalam sistem kewangan dan juga antara sistem kewangan dengan ekonomi benar[5]. Ekoran Krisis Kewangan Global tahun 2008, beberapa ekonomi maju utama juga telah melaksanakan langkah pengawalan dan penyeliaan untuk menangani risiko sistemik akibat kesalinghubungan yang meningkat[6].

Data yang lebih baik mengenai rangkaian kewangan adalah penting untuk pemahaman lebih mendalam mengenai dinamik rangkaian berikutan sesuatu kejutan dan meningkatkan pemahaman kita mengenai bagaimana perkembangan tersebut tersebar ke seluruh sistem kewangan. Ini termasuk pemahaman mengenai saluran utama dalam rangkaian ini yang penyebaran risikonya mungkin paling besar dari segi magnitud dan kelajuan. Oleh itu, kerjasama pada peringkat negara dan antarabangsa adalah penting untuk meningkatkan ketelusan dan pengumpulan data kedudukan kewangan pengantara kewangan masing-masing. Khususnya, data yang tepat pada masanya dan lebih terperinci mengenai dedahan yang sama dan hubungan dua hala antara institusi kewangan adalah penting untuk mengukur kemungkinan kesan penyebaran ke bahagian lain sistem kewangan[7].

III. Manifestasi dan Dinamik Krisis Kewangan

Kesalinghubungan domestik dan antarabangsa yang meningkat telah mengubah manifestasi dan dinamik krisis kewangan. Meskipun dinamik setiap krisis adalah unik, krisis demi krisis yang berlaku sejak tahun 1990-an telah tersebar dengan lebih cepat dan lebih jauh daripada puncanya, disebabkan oleh laluan rangkaian kewangan yang semakin kompleks. Pemahaman dan kesedaran yang lebih mendalam mengenai rangkaian sedemikian dan laluan penularan yang berkaitan dengan bagaimana krisis boleh berlaku, adalah amat penting untuk pengurusan dan pembendungan krisis yang berkesan.

Dalam bahagian kertas syarahan ini, saya membahagikan krisis kewangan kepada lima fasa yang boleh digambarkan sebagai gelombang mega yang berturutan. Dengan memahami peringkat perkembangan krisis kewangan pada fasa yang berbeza-beza, tindak balas dasar yang sesuai dan masa yang sesuai untuk melaksanakannya akan dapat dikenal pasti. Yang paling penting ialah keupayaan menjangka gelombang seterusnya dan mengambil tindakan yang lebih ke hadapan untuk menghadapinya.

Fasa 1: Permulaan Krisis Kewangan

Fasa pertama krisis mungkin merupakan fasa yang paling sukar untuk dikenal pasti. Meskipun manifestasi dan dinamik permulaan krisis kewangan pada amnya boleh dilihat dalam pasaran kewangan, namun yang kurang jelas ialah bila kegawatan pasaran kewangan akan bertukar menjadi krisis. Pasaran kewangan memainkan peranan penting dalam proses pengantaraan yang menghubungkan unit lebihan dengan unit defisit. Keupayaan pasaran kewangan untuk menjadi pengantara dana lebihan dengan defisit, serta melaksanakan fungsi penjelasan akan terjejas pada permulaan krisis. Gangguan sebegini boleh berlaku akibat kerugian yang dialami institusi kewangan atau pelabur bagi aset yang dipegang oleh mereka atau daripada kegagalan peminjam untuk membayar pinjaman yang diberikan oleh institusi kewangan. Apabila kerugian tersebut turut dialami peserta pasaran, penghindaran risiko yang meningkat akan mengakibatkan segmentasi dalam pasaran antara bank dan pasaran pendanaan, yang seterusnya memberikan kesan kepada keadaan mudah tunai di seluruh pasaran kewangan. Pelupusan aset (asset liquidation) oleh institusi kewangan yang mengalami kerugian memburukkan lagi keadaan mudah tunai.

---

[5] Gray, Merton dan Brody (2008) telah menghasilkan rangka kerja tuntutan luar jangka pada peringkat negara bagi menggambarkan bagaimana tuntutan luar jangka sektor dalam penyata kewangan sektor masing-masing boleh dibentuk untuk menghasilkan set penunjuk masa hadapan berasaskan pasaran untuk mengukur kelemahan sektor masing-masing dalam sistem kewangan dan ekonomi.

[6] Yellen (2013) membincangkan dengan terperinci tentang pembaharuan dalam pasaran perbankan dan derivatif OTC yang bertujuan untuk mengurangkan risiko sistemik kepada sistem kewangan yang berpunca daripada kesalinghubungan yang kompleks oleh sistem kewangan.

[7] Caruana (2012) membincangkan pentingnya kerjasama antarabangsa, termasuk dalam pengumpulan dan perkongsian data, yang penting untuk memantau dan bertindak balas terhadap kelemahan disebabkan oleh peningkatan kesalinghubungan.

Bilakah masanya tekanan pasaran kewangan bertukar menjadi krisis? Dalam pasaran aset, tanda-tanda yang lazim pada peringkat awal ialah turun naik harga aset yang ketara serta kemerosotan menyeluruh dalam kualiti kredit bagi satu atau lebih kelas aset. Jualan aset secara besar-besaran dalam pasaran yang mengalami tekanan akan menekan harga, dan mewujudkan lingkaran apabila pelupusan aset mula merebak ke pasaran lain untuk menampung kerugian. Seterusnya, peserta pasaran hanya boleh membuat pelupusan pada konsesi harga yang lebih besar apabila jumlah pembeli semakin berkurang, lantas mewujudkan lagi tekanan menurun terhadap harga aset. Dalam keadaan ini, pelupusan berlaku meskipun dalam pasaran aset yang berprestasi tinggi lantas mengakibatkan penurunan harga secara menyeluruh, termasuklah merentas sempadan.

Dalam fasa krisis ini, keadaan pendanaan yang merosot dapat dilihat berlaku. Terdapat peningkatan ketidakpastian mengenai kedudukan kewangan rakan niaga yang mempunyai dedahan kepada pasaran yang terjejas atau kepada kredit. Pada peringkat ini, mudah tunai mulai berkurang dan institusi kewangan tidak berupaya untuk mengakses mudah tunai atau dana dalam pasaran kewangan. Semakin banyak institusi perbankan yang mempunyai mudah tunai akan keberatan untuk menyediakan mudah tunai itu. Kegagalan dalam pasaran antara bank juga menyekat keupayaan membentuk pasaran merentas pasaran aset yang lain. Kadar pasaran wang dan spread yang berbeza antara institusi perbankan menunjukkan tanda-tanda awal tekanan sistemik sedemikian. Tingkah laku dalam pasaran sepanjang tempoh ini berubah dengan pantas lantas menyebabkan peningkatan yang ketara tetapi tidak berterusan dalam premium mudah tunai.

Keadaan yang serupa dapat dilihat berlaku dalam pasaran pertukaran asing pada fasa awal krisis mata wang. Tekanan yang meningkat dalam pasaran mata wang pada amnya diiringi oleh ketidaktentuan yang tinggi, manakala mudah tunai yang semakin berkurang dalam pasaran mengakibatkan pelebaran spread bida-tawar yang ketara. Tekanan sebegini dalam pasaran pertukaran asing mungkin mencetuskan kejadian yang menyebabkan perubahan secara mendadak dalam tingkah laku pelabur, penghindaran risiko dan fenomena berkelompok (herd phenomenon). Maklumat yang tidak lengkap dan peningkatan ketidakpastian mendorong pelabur untuk melupuskan pemegangan aset mereka. Selain itu, peranan utama jangkaan telah menyebabkan keadaan luar biasa dalam pasaran pertukaran asing lantas memburukkan lagi keadaan yang tertekan.

Semasa krisis kewangan Asia, pergerakan harga yang ketara mula berlaku dalam pasaran aset. Di Thailand, indeks pasaran saham merosot sebanyak 37% pada tahun 1996 berikutan gangguan dalam sektor pembinaan yang mengakibatkan kejatuhan harga harta tanah yang ketara. Keadaan ini dengan cepat tersebar ke beberapa pasaran ekuiti serantau lain lalu mengakibatkan aliran keluar dan seterusnya menambah tekanan terhadap mata wang pada awal tahun 1997. Berikutan keadaan mudah tunai yang ketat, kadar pasaran wang mengalami kenaikan yang mendadak. Bulan-bulan berikutnya selepas nilai baht Thailand merudum pada 2 Julai 1997, penjualan saham secara meluas telah berlaku dalam pasaran ekuiti dan bon di seluruh Asia, dan tekanan terhadap mata wang serantau serta keadaan mudah tunai yang semakin ketat dalam pasaran wang[8]. Namun, dalam tempoh ini, kebanyakan negara di rantau ini tidak menyedari sepenuhnya bahawa perkembangan ini menandakan bermulanya krisis kewangan serantau yang besar.

Begitu juga di AS, berikutan kejatuhan harga rumah, pasaran sekuriti subprima mula mengalami kerugian yang amat besar. Kesan daripada pelupusan aset secara meluas dalam pasaran telah merebak dengan cepat ke pasaran lain. Tanda-tanda tekanan mudah tunai dicerminkan oleh peningkatan spread kadar faedah dalam pasaran antara bank[9]. Menjelang

[8] Di Malaysia, kadar pasaran wang harian meningkat daripada 7.5% kepada 40% pada bulan Julai 1997. Di Korea, kadar pasaran wang purata bulanan meningkat dengan nyata pada bulan November pada tahun itu untuk mencecah kadar tertinggi 26% pada tahun berikutnya. Di Indonesia, kadar pasaran wang meningkat daripada 16% kepada 65% dalam satu bulan antara bulan Julai hingga Ogos 1997. Di Thailand, kadar ini meningkat daripada 8% pada bulan Mac kepada 24% pada bulan September 1997.

[9] Spread TED melonjak daripada purata kira-kira 40 mata asas sebelum 7 Ogos 2007 kepada 240 mata asas menjelang 20 Ogos 2007

pertengahan tahun 2008, apabila pasaran kredit semakin terjejas, spread antara bon korporat dengan bon Perbendaharaan meningkat dengan nyata. Pergolakan pasaran kewangan pada fasa ini juga belum dikenal pasti sebagai permulaan kepada krisis kewangan yang besar. Pada tempoh ini, kebimbangan masih lagi terhadap risiko inflasi dan keperluan untuk menaikkan kadar faedah[10].

Begitu juga di Eropah, kekangan mudah tunai telah dialami pada tahun 2007 apabila krisis subprima mula berlaku[11]. Beberapa institusi perbankan utama di Eropah mengalami kerugian akibat dedahan kepada aset yang berkaitan dengan krisis subprima. Spread swap euribor-eonia, iaitu ukuran piawaian bagi tekanan pasaran antara bank, meningkat dengan ketara dan diikuti oleh peningkatan yang nyata dalam lebihan rizab apabila bank mengumpul mudah tunai dalam tempoh tersebut[12]. Pergolakan pasaran kewangan pada peringkat ini tidak dijangka berkembang menjadi krisis perbankan dan ekonomi yang buruk. Malah, pada pertengahan bulan Julai 2008, kadar faedah dinaikkan untuk menangani inflasi. Pada lewat tahun 2009, gangguan seterusnya dalam pasaran hutang kerajaan yang menyusuli tekanan fiskal di Greece dan beberapa ekonomi Eropah lain memburukkan lagi keadaan pasaran pendanaan. Meskipun kadar pasaran wang sebelum itu telah menjadi stabil, namun kedudukan kewangan institusi perbankan nyata sangat lemah. Menjelang tahun 2010, keadaan menjadi lebih buruk. Kerugian meluas yang dialami disebabkan oleh dedahan kepada hutang kerajaan yang berpunca daripada penjualan dan pelupusan sekuriti secara besar-besaran. Ini ditunjukkan oleh kadar hasil bon yang nyata lebih tinggi, kemerosotan berterusan dalam pasaran ekuiti dan keadaan pasaran wang yang lebih ketat.

Pengalaman ini menunjukkan bahawa terdapat keperluan untuk mengenal pasti nilai ambang, yang melampauinya akan menyebabkan tekanan pasaran bertukar menjadi krisis sepenuhnya. Ujian tekanan yang ketat perlu dibuat ke atas pasaran aset di bawah senario yang teruk bagi memberikan tanda-tanda awal tekanan pasaran yang ketara. Ujian tekanan ini seharusnya dapat memberikan pemahaman tentang perubahan yang mungkin berlaku dalam keadaan mudah tunai pasaran aset utama dengan mengukur trend dan turun naik harga aset utama, jumlah aktiviti dalam pasaran masing-masing di bawah senario tekanan yang mungkin berlaku, dengan mengambil kira risiko yang berkaitan dengan keadaan dasar dalam pasaran[13]. Antara risiko tersebut ialah tahap keberhutangan isi rumah dan korporat, serta pemegangan aset kewangan domestik oleh pelabur asing. Dalam pasaran wang, risiko yang berkaitan termasuk profil kematangan kedudukan mudah tunai institusi perbankan, tumpuan pendanaan dan kekuatan pengaturan pendanaan kontingensi.

Fasa 2: Sistem Kewangan yang Terjejas

Sekiranya kelas aset asas yang bermasalah dan pengagihan mudah tunai yang tidak cekap dalam pasaran tidak dapat ditangani segera dan secara sistematik, peserta pasaran kewangan akan mula menilai kembali persepsi awal mereka mengenai risiko dan penilaian aset pada skala yang lebih besar. Penghindaran risiko yang lebih meluas akan mengakibatkan perubahan pantas dalam strategi perdagangan dan pelaburan untuk mengurangkan kerugian. Apabila keadaan panik bermula, aktiviti membayar hutang dan pelupusan aset toksik secara besar-besaran akan berlaku[14]. Apabila institusi kewangan dan pelabur lain tergesa-gesa menjual aset merentas segmen lain pasaran kewangan, harga aset akan terus mengalami tekanan menurun yang ekstrem.

---

[10] Mishkin (2011) menekankan bahawa meskipun krisis kewangan bermula pada musim panas tahun 2008, mesyuarat FOMC masih membincangkan tentang perlunya menaikkan kadar faedah untuk mengawal inflasi.

[11] Penilaian tentang pengalaman Eropah pada masa ini boleh didapati dalam Heider dll. (2009) dan Lane (2009)

[12] Spread swap euribor-eonia 3 bulan, iaitu ukuran standard tekanan pasaran antara bank, meningkat kepada hampir 100 mata asas pada akhir tahun 2007 daripada purata lima mata asas sebelum ini.

[13] Semasa Krisis Kewangan Asia, Malaysia membuat penilaian ini terhadap pasaran pertukaran asing yang mengambil kira kedudukan pertukaran asing bersih institusi perbankan, tahap penyertaan bukan pemastautin dalam pasaran dalam negeri, tahap keberhutangan luaran pelbagai sektor serta turun naik paras rizab antarabangsa.

[14] Kindleberger (1973), dalam membuat tafsiran semula karya Hyman Minsky menggambarkan fenomena ini dalam pasaran kewangan semasa berlakunya krisis. Tinjauan keseluruhan penulisan kontemporari yang lain boleh didapati dalam Allen dan Gale (2009), dan Haubrich dan Lo (2013).

Memandangkan bahagian sistem kewangan yang berlainan mungkin terjejas oleh tekanan sistemik secara serentak, keadaan saling bergantung antara institusi kewangan dengan pasaran aset mungkin terus meningkat lantas menyebabkan pergerakan serentak dan keadaan tidak menentu yang ketara dalam pasaran kewangan. Model risiko umum yang digunakan institusi kewangan sedikit sebanyak menerangkan mengapa bank dan pelabur mendapati bahawa pembayaran hutang dan pengurangan aset berisiko lebih tinggi adalah langkah optimum apabila kejutan berlaku terhadap sesuatu kelas aset. Prokitaran penarafan kredit juga menambah peningkatan trend ini. Dalam fasa krisis ini, aset kewangan menjadi semakin sukar untuk dinilai berdasarkan sebarang tahap penilaian yang berwibawa. Kerugian kewangan yang direalisasi dan tidak direalisasi meningkat dengan cepat dan kelemahan kedudukan kewangan institusi menjadi lebih nyata.

Oleh itu, fasa kedua perkembangan krisis kewangan ditunjukkan oleh masalah dalam institusi kewangan dan kemungkinan kegagalan mereka. Pada ketika ini, kerugian kredit dan kerugian pasaran yang lebih tinggi telah diburukkan lagi oleh keadaan mudah tunai dan pendanaan yang lebih tidak menentu yang mempercepat peningkatan dalam ketaksolvenan. Ini diburukkan lagi oleh kemerosotan keyakinan orang ramai yang mencetuskan pengeluaran wang secara besar-besaran daripada institusi perbankan yang kukuh oleh pendeposit dan pelabur. Krisis ini kini bertukar menjadi krisis perbankan. Kesan limpahan kepada sistem kewangan di negara lain turut meningkat dengan cepat dalam tempoh ini. Tindakan membayar hutang (deleveraging) secara kolektif di seluruh dunia mengakibatkan kemerosotan beransur-ansur dalam mudah tunai global, seterusnya meningkatkan ketidaktentuan dalam pasaran kewangan domestik dan antarabangsa. Selain itu, pengurangan aktiviti kewangan oleh institusi kewangan utama yang aktif pada peringkat antarabangsa dalam pasaran yang mereka memainkan peranan penting, telah meningkatkan lagi penularan merentas sempadan.

Semasa krisis Asia dan enam bulan selepas gelombang gangguan dalam pasaran pertukaran asing, pasaran wang dan aset, berlaku masalah kewangan yang meluas[15] dan seterusnya kegagalan institusi kewangan. Di Amerika Syarikat, krisis perbankan tercetus selepas lebih kurang lapan bulan berlakunya gangguan dalam pasaran kewangan[16]. Di Eropah, institusi kewangan juga nyata menjadi lemah akibat dedahan kepada aset yang berkaitan dengan krisis subprima. Meskipun pasaran kewangan secara relatif kembali tenang sebelum tercetusnya krisis hutang Kerajaan, masalah kekurangan modal dan kesolvenan yang dialami institusi kewangan Eropah menyaksikan lebih 100 kes kegagalan sejak tahun 2008[17].

Oleh yang demikian, ujian daya maju dan ujian tekanan perlu dijalankan ke atas institusi kewangan utama pada peringkat awal krisis untuk menilai sama ada mereka menghadapi masalah kesolvenan[18]. Ujian tekanan dan analisis rangkaian digunakan secara meluas untuk menyediakan penunjuk paras nilai ambang yang boleh mempercepat masalah kewangan yang teruk dalam institusi kewangan yang mempunyai kesalinghubungan yang meluas. Semasa krisis kewangan global baru-baru ini, ujian ini hanya dijalankan apabila krisis berada pada fasa yang lebih teruk, dan ujian ini adalah untuk institusi yang sebahagian besarnya diberikan suntikan modal semula. Walau bagaimanapun, mereka menyediakan asas bagi langkah penjimatan modal untuk mengelak ketaksolvenan yang meluas dan meningkatkan keyakinan terhadap sistem kewangan.

---

[15] Sebagai sebahagian daripada program IMF, 56 buah syarikat kewangan dan 8 buah institusi perbankan komersial diarah tutup di Thailand manakala di Indonesia, 64 buah bank ditutup.

[16] Kejatuhan Bear Stems pada bulan Mac 2008 diikuti oleh kejatuhan AIG dan Reserve Primary Fund pada hari berikutnya. Menjelang tahun 2012, 465 buah bank dan ke-satuan kredit berada dalam status penerimaan. Brunnermeier (2009), Cecchetti (2009) membincangkan dengan terperinci fasa awal krisis kewangan AS. Mishkin (2011) membincangkan tentang ini dan fasa krisis yang seterusnya.

[17] Meskipun pangkalan data rasmi mengenai kegagalan bank di seluruh Eropah tidak boleh didapati, anggaran boleh dibuat dalam penerbitan Open Economics Working Group (2014).

[18] Pada Krisis Kewangan Asia, Malaysia menggunakan ujian daya maju ini untuk menilai kedudukan modal institusi kewangan, termasuk keupayaan mereka untuk mengakses mudah tunai dan menyusun semula kedudukan mudah tunai serta mengurus pengeluaran deposit mereka. Ujian daya maju ini meliputi penilaian struktur portfolio pinjaman, trend kemungkiran serta kecukupan peruntukan untuk menyerap kerugian. Ia juga meliputi penilaian prospek perniagaan pada masa hadapan dan ketersediaan tenaga mahir yang kritikal untuk melaksanakan penyusunan semula dalaman yang diperlukan serta rancangan pemulihan institusi kewangan.

Pada fasa krisis ini, dua lagi keadaan akan menunjukkan bahawa krisis kewangan yang sedang berlaku bertukar menjadi krisis ekonomi. Pertama, keadaan yang berkaitan dengan tahap masalah dalam sektor isi rumah dan sektor perniagaan, khususnya, jika sektor ini berada dalam keadaan keberhutangan yang tinggi. Kedua, keadaan yang berkaitan dengan bekalan kredit serta kemungkinan berlakunya gangguan akibat daripada hakisan modal bank. Secara umumnya, pada tempoh ini, bukti menunjukkan bahawa piawaian pemberian pinjaman yang semakin ketat, peningkatan tumpuan terhadap kutipan semula pinjaman dan pemeriksaan yang lebih teliti dikenakan terhadap kepercayaan kredit peminjam. Keadaan ini menjadi lebih buruk apabila akses kepada pasaran modal menjadi lebih sukar. Apabila keadaan paras nilai ambang ini dilangkaui, krisis kewangan mula memberikan kesan kepada ekonomi yang lebih luas dan menyebabkan krisis berlaku pada fasa yang berikutnya.

Fasa 3: Bermulanya Kelembapan Ekonomi

Krisis kewangan memasuki peringkat ketiga apabila krisis ini beralih kepada kelembapan ekonomi asas yang berubah dengan cepat menjadi krisis ekonomi. Hubungan yang kukuh antara sistem kewangan dengan ekonomi benar diteguhkan lagi oleh peningkatan dedahan sektor ekonomi kepada sistem kewangan. Gangguan pengantaraan kewangan berikutan kekangan mudah tunai dan modal, serta susulan penarikan balik kemudahan kredit kepada perniagaan dan pengguna merupakan tanda-tanda awal kesan krisis terhadap ekonomi. Kesan kekayaan yang negatif berikutan penurunan harga aset yang ketara turut menurunkan bukan sahaja nilai semasa pendapatan, malahan nilai cagaran, seterusnya mengehadkan lagi akses kepada pembiayaan. Selain itu, keadaan tekanan sektor isi rumah atau sektor perniagaan yang mempunyai keberhutangan yang tinggi akan meninggalkan kesan yang menjejaskan aktiviti perbelanjaan mereka. Syarikat yang terjejas oleh akses kepada kredit yang lebih ketat serta permintaan yang semakin lemah, akan mula mengurangkan pengeluaran dan seterusnya, mengurangkan keperluan tenaga kerja. Ini mempercepat lagi lingkaran kemelesetan ekonomi.

Merentas sempadan, fasa krisis ini tersebar menerusi saluran kewangan dan perdagangan. Meskipun kesan penularan dalam pasaran aset domestik serta penarikan balik kemudahan kredit antarabangsa adalah nyata pada tempoh ini, kesannya bertambah ketara disebabkan oleh peningkatan hubungan perdagangan dan rangkaian pengeluaran yang bertambah global. Permintaan akhir yang lebih rendah daripada ekonomi yang terjejas oleh krisis bukan sahaja melembapkan sektor eksport, malahan rantaian bekalan global yang sedia ada juga akan memberikan kesan yang mempengaruhi rangkaian ekonomi secara lebih meluas. Keadaan ekonomi yang menjadi lebih lemah pada tempoh ini akan seterusnya beralih semula ke ekonomi yang telah dilanda krisis apabila saluran perdagangan dan pelaburan merentas sempadan yang sedia ada memburukkan lagi krisis ekonomi.

Pada tempoh Krisis Kewangan Asia, kebanyakan ekonomi serantau mula mengalami penguncupan ekonomi hanya selepas enam atau tujuh bulan mengalami krisis. Penurunan KDNK adalah paling ketara pada tahun 1998, iaitu dalam julat 5.7% di Korea hingga -13.1% di Indonesia. Semasa krisis kewangan dialami ekonomi maju baru-baru ini, kelembapan ekonomi global yang berlaku secara serentak telah dialami pada lewat tahun 2008 dan awal tahun 2009. Menjelang suku keempat tahun 2008, KDNK benar di Amerika Syarikat menurun sebanyak 5.4% dan sebanyak 6.4% pada suku pertama tahun 2009. Menjelang separuh kedua tahun 2009, pengangguran mencecah paras 10%. Di Eropah, pertumbuhan mula menguncup pada separuh kedua tahun 2008. Meskipun Asia terjejas oleh kegawatan kewangan global pada masa itu, kebanyakan ekonomi di rantau Asia terus mencatat pertumbuhan dalam julat 5.1% hingga 7.3% pada tahun 2008. Walau bagaimanapun, apabila krisis itu berubah kepada krisis ekonomi, kejatuhan perdagangan dunia mengakibatkan penguncupan ekonomi dalam julat antara -4.6% hingga -1.6% pada tahun 2009. Bagi ekonomi yang kurang terbuka di rantau ini, pertumbuhan menjadi perlahan namun tidak mengalami pertumbuhan negatif.

Terdapat dua sebab yang boleh menerangkan secara relatif kesan krisis kewangan global yang kurang ketara terhadap rantau Asia. Meskipun terdapat kebenaran bahawa Asia kurang terdedah kepada aset toksik daripada pasaran kewangan yang bermasalah dalam ekonomi maju, namun aliran masuk modal secara mendadak yang kemudiannya bertukar arah adalah lebih besar dan lebih tidak menentu berbanding dengan pengalaman pada krisis kewangan Asia. Walau bagaimanapun, Asia berupaya untuk menjadi pengantara yang lebih baik bagi aliran modal yang besar dan tidak menentu ini, lantas mengurangkan kesannya terhadap sistem kewangan domestik dan ekonomi. Ini hasil daripada pembaharuan kewangan dan pembangunan pasaran kewangan yang dilaksanakan sepanjang satu dekad dan disokong oleh penstrukturan semula ekonomi untuk meningkatkan peranan permintaan dalam negeri. Oleh itu, meskipun peningkatan kesalinghubungan tidak melindungi Asia daripada kesan krisis kewangan global, namun ekonomi Asia lebih berupaya untuk menghadapi dan mengurus natijah daripada krisis kewangan global.

Fasa 4: Krisis yang berterusan

Kekurangan tindakan dasar atau campur tangan dasar yang tidak wajar pada peringkat awal krisis mungkin menyumbang kepada peningkatan krisis seterusnya hingga akhirnya melepasi paras nilai ambang, yang menyebabkan krisis akan berterusan. Ciri-ciri fasa ini meliputi keadaan apabila harga aset merosot kepada tahap paling rendah dan insiden kemungkiran oleh sektor isi rumah dan sektor perniagaan meningkat dengan nyata. Keadaan ekonomi yang semakin merosot akan beralih semula ke sektor kewangan. Institusi kewangan yang terjejas akan tersebar luas dan mengakibatkan kegagalan proses pengantaraan kewangan. Lingkaran ini menjadi proses yang saling mengukuh, dan seterusnya mengakibatkan kegagalan sistem kewangan untuk berfungsi dan krisis ekonomi menjadi lebih mendalam. Apabila berlaku penutupan dan kebankrapan yang meluas, pengangguran yang meningkat menjadi lebih ketara berikutan penguncupan ekonomi yang teruk.

Ketika krisis berada pada peringkat ini, agensi penarafan mengubah penarafan kerajaan beberapa takuk ke bawah, manakala keyakinan jatuh hingga ke tahap paling rendah. Aliran keluar modal meningkat, mencetuskan larian modal oleh pemastautin. Trend kadar pertukaran menjadi tidak menentu dan mencatat paras yang tidak munasabah. Sumber menjadi terhad, lantas mengurangkan prospek untuk sebarang fleksibiliti dasar manakala rizab antarabangsa menyusut. Pada fasa ini, pergolakan sosial bermula, pergolakan politik berlaku - lazimnya melibatkan perubahan kepimpinan. Krisis ini mencapai satu peringkat yang paling buruk. Beberapa kes krisis pada peringkat ini boleh dilihat dengan jelas semasa krisis kewangan di Asia dan Eropah.

Fasa 5: Natijah daripada Krisis Kewangan

Pemulihan ekonomi yang mula berlaku menandakan peringkat kelima dalam dinamik krisis, apabila secara amnya ekonomi menunjukkan tanda-tanda bahawa keadaan bertambah baik. Lazimnya, kekuatan pemulihan ditunjukkan oleh beberapa perkembangan. Pertama, aktiviti membayar balik hutang berkurang dan pasaran aset pulih. Kedua, pengantaraan kewangan berfungsi semula apabila kedudukan kewangan institusi kewangan bertambah baik. Ketiga, tahap ketidaktentuan pasaran kewangan yang lebih rendah dengan ketidakpastian yang menurun manakala keyakinan beransur-ansur pulih. Keempat, terdapat pemulihan aktiviti ekonomi dalam sektor yang paling terjejas. Pemulihan dalam sektor perumahan adalah amat penting memandangkan aktiviti dalam sektor ini mempunyai kesan limpahan yang ketara terhadap bahagian lain dalam ekonomi. Ia juga mewakili aset utama sektor isi rumah. Kelima, keadaan permintaan dalam negeri menjadi pulih. Status kedudukan kewangan sektor isi rumah dan sektor perniagaan merupakan faktor penting yang menyokong trend ini. Keenam, terdapat pemulihan dalam perbelanjaan pelaburan. Apabila permintaan bertambah baik, pemulihan akan menjadi lebih menyeluruh dan akan kurang bergantung pada sokongan dasar. Ketujuh ialah perkembangan dalam keadaan pasaran pekerja. Syarikat mula menambah lagi tenaga kerja mereka apabila keadaan permintaan bertambah baik. Peningkatan prospek pekerjaan terus menyokong pemulihan penggunaan swasta.

Walau bagaimanapun, proses pemulihan selepas krisis masih mudah terjejas oleh kejutan dalam negeri dan luaran yang baharu, dan risiko kemungkinan berlaku semula krisis masih wujud. Meskipun sikap optimis adalah lebih tinggi, keyakinan pasaran masih mudah dipengaruhi oleh gangguan yang tidak dijangka yang boleh menjejaskan pemulihan yang berterusan.

IV. Penyelesaian dan Pengurusan Krisis

Apakah iktibar yang boleh diambil oleh pembuat dasar dalam pengurusan krisis kewangan? Soalan ini berkaitan dengan hasil yang dicapai: Apakah yang perlu dilakukan untuk mengembalikan kestabilan dan mewujudkan pemulihan yang kekal lama? Mengapakah hasil kadangkala tidak seperti yang dijangkakan? Mengapakah kadangkala pemulihan sukar dicapai, dan tidak setimpal dengan campur tangan dasar pada skala besar? Mengapakah tempoh selepas berlakunya krisis selalunya dibelenggu pertumbuhan ekonomi yang lebih rendah dan pengangguran yang tinggi? Pembuat dasar juga ada kalanya kebingungan disebabkan oleh risiko yang berterusan daripada halangan-halangan yang terus mengubah dinamik persekitaran. Akhir sekali, mengapa kos daripada krisis berbeza dengan ketara daripada satu krisis kepada satu krisis yang lain, dan membebankan masyarakat dengan begitu ketara sekali?

Tumpuan kertas syarahan ini pada bahagian seterusnya adalah mengenai pengurusan krisis kewangan apabila krisis berlaku serta penelitian terhadap pilihan dasar yang ada dengan mengambil kira persekitaran kesalinghubungan yang lebih luas, termasuklah merentas sempadan. Meskipun krisis kewangan mungkin berbeza mengikut penyebab dasar setiap krisis tersebut dan keadaan apabila berlakunya krisis, saya akan mengemukakan beberapa prinsip panduan bagi pengurusan krisis yang boleh diambil daripada pemahaman yang lebih mendalam terhadap manifestasi dan dinamik krisis tersebut pada peringkatnya yang berbeza-beza.

- Pertama, manifestasi dan dinamik krisis kewangan yang berubah-ubah pada peringkat yang berbeza memerlukan campur tangan dasar yang berlainan. Pelarasan pelaksanaan gabungan dasar pada masa yang sesuai pada peringkat krisis yang berbeza akan memberikan kesan yang ketara terhadap hasil keseluruhan yang dicapai daripada krisis itu.

- Kedua, tindakan dasar yang bersifat antisipatori (anticipatory policy action) yang mengambil kira kemungkinan seterusnya apabila krisis bermula, merupakan langkah penting untuk mengelak daripada krisis menjadi bertambah buruk dan mengurangkan kesannya pada peringkat yang berikutnya.

- Ketiga, tumpuan tindakan dasar dalam pengurusan masalah kewangan harus melampaui keadaan dalam pasaran dan institusi kewangan yang bermasalah, kepada tindakan yang menangani keadaan keseluruhan pasaran aset yang terjejas serta peminjam yang bermasalah.

- Keempat, memberikan pengiktirafan yang lebih wajar terhadap kos yang meningkat apabila krisis berada pada peringkat yang lebih lanjut akan memberikan penilaian yang lebih seimbang dan berdasarkan maklumat yang mencukupi ke atas keseimbangan kesan daripada campur tangan dasar tertentu pada peringkat lebih awal.

- Kelima, mengambil kira keseluruhan perkembangan krisis akan menghindarkan tindak balas dasar yang tidak menyeluruh dan mendorong penyelesaian yang lebih komprehensif dan lengkap.

Ucapan saya seterusnya akan menumpukan pada prinsip utama ini.

Peringkat 1: Membendung Permulaan Krisis

Campur tangan dasar pada peringkat awal semasa permulaan krisis kewangan perlu mencapai tiga objektif: untuk mengembalikan kestabilan dalam pasaran wang jangka pendek dan memastikan akses kepada mudah tunai, untuk menstabilkan keadaan dalam pasaran aset tertentu yang menjadi titik mula kegawatan, dan untuk menangani hakisan keyakinan akibat krisis. Campur tangan dasar pada peringkat awal dalam kebanyakan krisis kewangan memang sudah amat diketahui. Lazimnya, ia meliputi penyediaan sokongan mudah tunai yang amat besar menerusi kemudahan yang berbagai-bagai, termasuklah pembelian aset berskala besar dan pengaturan swap antarabangsa yang meluas untuk meningkatkan keadaan mudah tunai global[19].

Penyediaan mudah tunai akan mengurangkan tekanan dalam pasaran pendanaan, tetapi ini mungkin bersifat sementara jika keadaan dalam pasaran aset yang bermasalah belum ditangani. Oleh itu, perhatian awal untuk memulihkan keadaan dalam pasaran aset yang bermasalah juga tidak kurang pentingnya. Dedahan sektor isi rumah, sektor perniagaan dan sektor kewangan kepada pasaran ini perlu diambil kira kerana dedahan ini akan meningkatkan penularan yang disebabkan oleh keadaan yang terus merosot. Dalam krisis kewangan yang dicetuskan oleh perkembangan dalam pasaran perumahan, tindak balas yang perlu diambil untuk menangani keadaan dalam pasaran perumahan yang bermasalah serta sektor yang mempunyai dedahan kepada pasaran itu. Mekanisme dan skim untuk penstrukturan semula pinjaman gadai janji perumahan adalah penting untuk mengelak daripada kemungkiran dan pengambilalihan aset secara meluas, sama juga dengan program dan insentif untuk menyokong pasaran perumahan.

Pemerhatian yang sama boleh dibuat terhadap tindak balas dasar ketika berlakunya aliran modal yang keluar semula berikutan penjualan aset berskala besar dalam pasaran kewangan. Campur tangan dasar meliputi usaha untuk mengelak pasaran aset yang terjejas daripada mengalami kegagalan[20]. Dalam pasaran pertukaran asing, cabaran yang paling mendesak adalah untuk memulihkan keadaan pasaran secara teratur. Meskipun operasi campur tangan boleh mempercepat penurunan yang ketara dalam rizab, kos penyusutan nilai secara mendadak tetapi tidak berterusan boleh mengakibatkan penyusutan nilai yang tidak terkawal akan menjadi lebih tinggi. Pada masa yang sama, faktor-faktor dalaman dasar yang menyumbang kepada keadaan tidak stabil dalam pasaran pertukaran asing, termasuk defisit akaun semasa yang semakin merosot, atau tahap hutang luar negeri yang tinggi atau pelaksanaan dasar kadar pertukaran yang tidak mampan, juga perlu ditangani. Ini memerlukan pemahaman yang jelas tentang pelarasan dan pembaharuan struktur oleh sektor awam dan swasta yang akan diperlukan untuk mencapai objektif ini.

Pada peringkat krisis ini, pengiktirafan terhadap kesalinghubungan antara pasaran aset yang tertekan, mata wang yang menyusut nilai dan ketidakpastian yang semakin meningkat tentang prospek pertumbuhan akan memberikan penunjuk mengenai implikasi terhadap penyata kewangan sektor perniagaan dan institusi-institusi kewangan, walaupun sebelum keadaan ini menjadi kenyataan. Langkah mewujudkan pengaturan keinstitusian dan mekanisme pada peringkat awal untuk menangani kemungkinan itu akan membolehkan tindakan pantas yang akan mengehadkan kemungkiran dan kebankrapan pada peringkat seterusnya dalam krisis ini. Pengaturan ini yang dilaksanakan terlebih dahulu untuk menyokong penstrukturan semula hutang bagi sektor yang berkenaan, juga akan mengurangkan kemerosotan yang nyata dalam penyata kewangan institusi kewangan dan mengurangkan kemungkinan ancaman sistemik kegagalan institusi yang meluas. Ia juga akan membolehkan pihak berkuasa untuk mempertimbangkan dengan teliti garis panduan dan syarat-syarat yang wajar untuk mengurangkan bahaya moral (moral hazard). Selain itu, ia boleh memberikan penilaian yang lebih lengkap tentang kos pengaturan itu berbanding dengan kos pada peringkat krisis yang lebih tinggi apabila krisis menjadi lebih teruk.

---

[19] Federal Reserve telah beberapa kali menyediakan dolar kepada bank pusat lain untuk memastikan mudah tunai dolar dalam sistem kewangan antarabangsa.

[20] Semasa krisis baru-baru ini, ini termasuk mewujudkan pengaturan bagi pembelian secara langsung, mengurangkan sekatan ke atas pembelian balik saham, dan yang lebih menimbulkan perbahasan ialah perubahan dalam klasifikasi perakaunan secara luar biasa untuk menstabilkan paras harga yang mengalami kejatuhan yang cepat.

Walaupun tahap tidak solven institusi kewangan semasa krisis pada peringkat krisis ini adalah rendah, penilaian berdasarkan tahap daya maju dan ujian tekanan akan menjadi asas untuk tindakan awal yang akan mengurangkan kesan sistemik kegagalan institusi kewangan terhadap bahagian-bahagian lain dalam sistem kewangan. Ujian tekanan institusi seluruh pasaran yang konsisten dan wajar boleh mengurangkan jurang asimetri maklumat dalam pasaran dan dengan itu menyederhanakan tindak balas pasaran yang melampau. Bank-bank boleh diwajibkan untuk mengambil tindakan awal bagi mengukuhkan penampan modal dalam usaha menghadapi keadaan pasaran yang terus merosot. Walau bagaimanapun, semasa Krisis Kewangan Asia, penutupan secara meluas institusi kewangan yang mengalami tekanan telah dibuat, sebagai sebahagian daripada program pakej penyelamat IMF untuk Thailand dan Indonesia[21]. Ini lantas mendorong kemerosotan harga aset seterusnya dan lebih banyak penyusutan mendadak dalam nilai mata wang domestik.

Tidak terdapat kesepakatan yang menyeluruh tentang dasar makroekonomi yang diperlukan pada peringkat awal krisis. Dalam keadaan dasar monetari yang diperketat, keutamaan diberikan pada usaha menangani kebimbangan inflasi yang wujud pada tempoh tersebut. Dalam beberapa kes, bagaimanapun, dasar perlu berubah arah apabila keadaan kemerosotan bertambah buruk, dan apabila berdepan dengan kemungkinan kegagalan kewangan sistemik yang meningkat dan realiti kos sebenar kepada ekonomi[22] yang tinggi. Bagi mengelak pelarasan yang drastik pada masa hadapan, dasar makroekonomi dengan itu akan mengambil manfaat daripada panduan mengenai kemungkinan yang akan datang dalam perkembangan krisis ini. Ini akan melibatkan jangkaan tekanan yang selanjutnya dalam pasaran aset, dan tekanan perbankan yang berbangkit, serta akibat negatif yang berikutnya terhadap ekonomi.

Keseimbangan yang sama perlu dinilai dalam usaha menangani aliran keluar modal. Menaikkan kadar faedah tidak selalunya dapat membendung aliran keluar modal dan menstabilkan keadaan pasaran, apabila tingkah laku pasaran yang tidak rasional wujud. Namun, Republik Turki terkecuali kerana pada bulan Januari 2014, kadar faedah yang dinaikkan dengan ketara telah berjaya memperlahankan aliran keluar. Contoh lain ialah di India yang meskipun terdapat kenaikan kadar faedah, ia telah dilengkapkan dengan langkah-langkah lain. Kedua-dua ekonomi, bagaimanapun, mengalami penurunan dalam pertumbuhan ekonomi. Apa yang diperlukan ialah pertimbangan bijak yang mengambil kira kejadian seterusnya yang mungkin berlaku dalam krisis dan keseimbangan kos terhadap pasaran, sektor kewangan dan ekonomi secara keseluruhan.

Secara kolektif, keadaan ini menekankan kepentingan pendekatan yang komprehensif pada peringkat awal, ketika gelora pasaran yang mendatang sudah berada di ambang. Yang paling ketara ialah keadaan tertekan dalam pasaran kewangan dan aset boleh berubah kepada keadaan tidak solven pada skala yang lebih luas dan ini akan dengan cepat memberikan kesan terhadap ekonomi. Tindakan khusus yang ditumpukan pada pengaturan dan mekanisme untuk pasaran dan pengantara kewangan yang bermasalah dan juga peminjam yang mengalami tekanan semasa krisis pada peringkat ini, perlu menjadi sebahagian daripada penyelesaian.

---

[21] Di Thailand, penutupan 42 syarikat kewangan telah diumumkan pada 20 Ogos 1997, manakala cukai juga dinaikkan sebagai sebahagian daripada program penjimatan fiskal. Menjelang bulan Disember 1997, bilangan syarikat kewangan yang ditutup ialah 56. Di Indonesia, program penyusunan semula IMF pada mulanya melibatkan 16 bank pada bulan November 1997.

[22] Semasa krisis Mekanisme Kadar Pertukaran Eropah (European Exchange Rate Mechanism, ERM), Bank of England pada mulanya menaikkan kadar pinjaman minimum daripada 10% kepada 12% dan seterusnya kepada 15% untuk menyokong mata wang, tetapi enam hari kemudian, kadar itu telah diturunkan kepada 9%, kerana jelas bahawa kenaikan kadar tidak menghalang spekulator dan mengekang penyusutan sterling. Di Eropah baru-baru ini, ECB pada mulanya menaikkan kadar pembiayaan semula utama sebanyak 25 mata asas pada bulan Julai 2008 daripada 4% kepada 4.25% meskipun tekanan yang baharu muncul di Amerika Syarikat, berikutan kebimbangan inflasi. Apabila krisis itu berlaku, bagaimanapun, ECB mengurangkan kadar dengan mendadak. Dalam tempoh tujuh bulan antara bulan Oktober 2008 hingga bulan Mei 2009, kadar itu dikurangkan sebanyak 325 mata asas.

Peringkat 2: Pembaikan dan Penyelesaian

Sekiranya krisis itu berterusan melampaui peringkat pertama dengan keadaan pasaran kewangan dan aset yang merosot dengan cepat, pengurusan krisis perlu menangani kedua-dua ancaman sistemik daripada kegagalan institusi kewangan yang meluas dan keadaan bermasalah yang semakin meruncing dalam sektor isi rumah dan sektor perniagaan. Selain penyusunan semula dan penyelesaian institusi kewangan yang bermasalah, pengaturan penyusunan semula hutang yang cekap yang lebih awal bagi sektor isi rumah dan sektor perniagaan pada skala yang lebih luas pada peringkat krisis ini juga adalah amat penting. Tindakan terhadap dua keadaan ini akan mengehadkan kesan berbalas (feedback loop) yang buruk daripada sektor isi rumah, sektor korporat dan sektor kewangan yang lemah kepada ekonomi benar.

Sebahagian besar tumpuan dalam pengurusan krisis kewangan yang sampai pada peringkat ini adalah dalam penyusunan semula dan penyelesaian sektor kewangan. Objektif pada peringkat ini adalah untuk meminimumkan risiko sistemik kegagalan institusi kewangan dan memudahkan penyelesaian yang cekap dengan mengeluarkan aset daripada institusi perbankan yang bermasalah, permodalan semula institusi yang berdaya maju dan pembubaran secara teratur institusi-institusi yang tidak solven. Namun, sokongan terhadap institusi kewangan yang bermasalah boleh membangkitkan isu bahaya moral. Kebimbangan seumpama ini, walaupun mempunyai kebenaran, seharusnya tidak menghalang tindakan yang akan mengelak gangguan terhadap keseluruhan operasi sistem kewangan. Pada peringkat krisis ini, keupayaan untuk mencapai penyelesaian sektor swasta sudah pun berkurang dengan ketara. Penyelesaian ini kemudiannya terletak pada usaha untuk memastikan perlindungan yang mencukupi bagi mengehadkan bahaya moral dan dengan itu mengurangkan risiko kerugian kepada dana awam. Ini mungkin termasuk memastikan bahawa bantuan kewangan hanya diberikan berdasarkan terma komersial dengan pematuhan yang ketat terhadap prinsip bahawa kerugian yang dialami akan ditanggung pertama sekali oleh pemegang saham yang sedia ada. Insentif yang dibentuk dengan wajar termasuk peruntukan untuk berkongsi kemungkinan meningkatnya nilai pemulihan berikutnya juga boleh menangani beberapa cabaran penilaian yang dihadapi. Di samping itu, perubahan perundangan mungkin juga diperlukan untuk menguruskan aset yang bermasalah dan untuk mencapai nilai pemulihan yang lebih tinggi, di samping memelihara disiplin kewangan dalam kalangan peminjam mungkir[23].

Pembaharuan pada masa ini yang diterajui oleh Lembaga Kestabilan Kewangan (Financial Stability Board) untuk merancang pemulihan semula dan penyelesaian bagi institusi perbankan global yang penting dari segi sistemik akan menyokong dengan lebih baik keupayaan pihak berkuasa untuk membubarkan institusi-institusi kewangan yang mengalami kegagalan secara teratur, sambil meminimumkan kerugian dana awam[24]. Cabaran yang besar, bagaimanapun, masih kekal berhubung dengan penyelarasan penyelesaian institusi yang tidak solven dengan operasi merentas sempadan yang luas. Meskipun terdapat beberapa kemajuan yang bermakna ke arah menambah baik proses untuk memantau, menyelia dan menyelesaikan bank-bank sistemik pada peringkat global, proses ini masih jauh daripada selesai dan usaha berterusan dalam bidang ini pada peringkat nasional dan antarabangsa akan kekal penting.

[23] Di Malaysia syarikat pengurusan aset yang ditubuhkan pada bulan Jun 1998 membezakan antara aset pinjaman yang berdaya maju dengan tidak berdaya maju. Bagi aset pinjaman yang berdaya maju, pengurusannya melibatkan penyusunan semula dan pemulihan pinjaman, sementara aset pinjaman yang tidak berdaya maju telah diuruskan melalui pengurusan peminjam dan/atau cagaran.

[24] Menurut Lembaga Kestabilan Kewangan (2011), kerja-kerja yang sedang dilaksanakan merangkumi pengenalpastian institusi kewangan yang penting dari segi sistemik dan mendapatkan rancangan penyelesaian dan pemulihan (RRP) bagi institusi-institusi ini untuk membolehkan pihak berkuasa menyelesaikan masalah institusi tersebut tanpa gangguan sistemik dan tanpa mendedahkan pembayar cukai kepada kerugian yang besar.

Peringkat 3: Menyokong Pemulihan Semula Ekonomi

Cabaran yang paling mendesak apabila krisis berubah kepada krisis ekonomi adalah untuk menyokong pemulihan ekonomi. Tempoh kelemahan ekonomi yang berpanjangan mungkin berlaku walaupun selepas keadaan mudah tunai telah kembali kepada tahap yang wajar dan apabila aliran kredit telah kembali pulih. Pertama, tindak balas makroekonomi yang padu mungkin dapat mengelak berlakunya kegagalan sistem kewangan, tetapi ini tidak akan, dengan sendirinya, menyokong pemulihan ekonomi. Dasar monetari berupaya menangani risiko ekonomi menjadi lebih perlahan, tetapi kurang berupaya untuk menangani kemungkinan ekonomi meningkat lebih tinggi. Kedua, pemulihan ekonomi juga bergantung pada keberkesanan untuk menangani keadaan dalam pasaran aset, termasuk pasaran pertukaran asing dan pembaikan penyata kewangan peminjam - iaitu sektor isi rumah dan korporat termasuk perusahaan kecil dan sederhana.

Ketiga, kelewatan dalam tindak balas dasar makroekonomi boleh mengekang pemulihan. Penilaian yang tepat mengenai kesan kegawatan dalam pasaran kewangan terhadap sistem kewangan akan memberikan tanda awal bahawa imbangan risiko telah beralih kepada pertumbuhan ekonomi yang lebih rendah. Tindak balas dasar monetari yang lewat atau tidak mencukupi juga mungkin memanjangkan keadaan permintaan yang lemah dan menyebabkan kemudaratan yang berkekalan kepada keupayaan produktif ekonomi, yang mungkin sukar untuk dipulihkan[25]. Penurunan kadar faedah yang lebih awal juga akan mengurangkan beban khidmat hutang peminjam ketika pendapatan sudah pun terjejas. Memandangkan kesan berbalas balik yang agak besar antara sektor kewangan dengan sektor benar, tindakan dasar monetari semasa bermulanya krisis dapat memainkan peranan yang penting bagi mengurangkan kesan buruk keseluruhan krisis ke atas ekonomi benar.

Semasa krisis kewangan Asia, kebanyakan ekonomi yang terjejas - yang pada mulanya menaikkan kadar faedah untuk menyokong kadar pertukaran - mula menurunkan kadar dasar kepada paras terendah hanya sepuluh bulan setelah berlakunya krisis itu. Kebanyakan pihak berkuasa melengkapkan tindakan ini dengan mengurangkan keperluan rizab berkanun semasa tempoh yang sama untuk menambah baik keadaan mudah tunai. Begitu juga, dalam ekonomi maju, dasar monetari hanya dilonggarkan dengan cepat setelah sepuluh bulan berlakunya krisis pada bulan September 2008. Dari perspektif kesalinghubungan yang lebih luas yang wujud dalam sistem kewangan serta hubung kait dengan ekonomi, pengiktirafan ke atas kejadian seterusnya yang mungkin berlaku dalam krisis itu akan mendorong tindakan bersifat antisipatori yang lebih awal yang akan mengelak tahap kemerosotan yang teruk kepada ekonomi.

Pengalaman daripada krisis yang berturutan, bagaimanapun, telah memberikan amaran terhadap kebergantungan yang berlebihan pada dasar monetari. Apa yang boleh dicapai oleh dasar monetari bukan sahaja terhad, malah kebergantungan yang berlebihan pada dasar monetari juga boleh membawa kepada akibat-akibat lain yang tidak diingini. Dasar monetari juga tidak boleh menangani isu-isu struktur, termasuk ketegaran (rigidity) ekonomi dan daya saing ekonomi. Telah diakui bahawa dasar monetari yang sangat akomodatif tidak boleh menjadi pengganti kepada pembaharuan dan pelarasan struktur yang diperlukan. Selain itu, persekitaran kadar faedah yang rendah untuk tempoh yang panjang juga boleh menyumbang ke arah pembentukan ketidakseimbangan kewangan. Oleh itu, dasar monetari yang akomodatif, perlu diperkukuh dengan usaha penyusunan semula hutang yang lebih giat untuk sektor isi rumah dan perniagaan bagi meningkatkan potensi aktiviti perbelanjaan dan pelaburan. Dasar penawaran di seluruh sektor ekonomi, termasuk dalam pasaran pekerja, juga penting untuk proses pemulihan.

[25] Satu kertas baru-baru ini oleh Reifschneider, Wascher dan Wilcox (2013) menunjukkan bahawa peranan yang dasar monetari yang lebih aktif boleh mengurangkan kedalaman dan tempoh kemelesetan yang panjang, sekali gus menghalang kemudaratan terhadap penawaran dalam ekonomi daripada menjadi berleluasa.

Langkah fiskal memainkan peranan penting menyokong ekonomi dalam negeri, dalam persekitaran perbelanjaan sektor swasta yang lemah, walaupun pada peringkat krisis ini, ruang dasar mungkin telah menjadi terhad. Walau bagaimanapun, terdapat langkah-langkah yang pelbagai yang tidak melibatkan kos yang besar. Langkah ini terdiri daripada pemberian insentif kepada firma-firma untuk mengekalkan pekerjaan dan mengurangkan pemberhentian pekerja, sehinggalah kepada insentif fiskal untuk menggalakkan penyusunan semula hutang untuk sektor korporat dan perusahaan kecil dan sederhana yang berdaya maju serta sektor isi rumah untuk menyokong pemulihan dalam perbelanjaan domestik. Di samping itu, dasar kewangan yang merangkumi skim pendanaan, kemudahan jaminan kredit dan dana khas yang ditubuhkan untuk meningkatkan akses kepada pembiayaan telah mencapai kejayaan yang amat memberangsangkan dalam usaha menyokong proses pertumbuhan.

Pada peringkat krisis ini, kesan pengagihan semula daripada krisis kewangan ini yang memberikan kesan yang tidak sama-rata kepada golongan miskin dan golongan yang mudah terjejas, perlu dikurangkan. Menurut Bank Dunia, krisis kewangan boleh menyebabkan pendapatan isi rumah miskin jatuh 10 kali lebih besar daripada isi rumah purata[26]. Walaupun pengurusan krisis kewangan tidak selalunya memberikan pertimbangan yang jelas terhadap kesan pengagihan semula daripada krisis, namun terdapat juga program-program yang sangat berjaya yang telah dilaksanakan di beberapa negara di dunia. Program-program ini terbahagi kepada empat bidang penting. Yang pertama berkaitan dengan mekanisme untuk menyusun semula pinjaman kecil, termasuk pinjaman perumahan dan perniagaan kecil. Kedua ialah pemberian wang tunai yang merupakan sebahagian daripada jaring keselamatan sosial untuk membantu isi rumah miskin membiayai barangan keperluan, pendidikan anak-anak dan program yang menyokong penjagaan kesihatan yang lebih baik. Ketiga ialah program untuk pembangunan kemahiran dan pendidikan untuk penganggur, dan untuk membangunkan kemahiran keusahawanan. Akhir sekali ialah pelaburan infrastruktur, yang mewujudkan peluang pekerjaan, di samping membina asas bagi peningkatan produktiviti masa depan.

Peringkat 4: Pemulihan daripada Kemelesetan

Apabila krisis ini mencapai peringkat ambang, dan apabila ia melepasi peringkat ini dan menyebabkan krisis berterusan, campur tangan dasar yang seterusnya akan menjadi lebih terhad. Dalam keadaan tekanan yang tinggi, keyakinan yang merosot dan pergolakan politik, memelihara kestabilan sosiopolitik dan menjalin kesepakatan nasional menjadi satu cabaran. Walaupun dalam keadaan bantuan antarabangsa telah diminta, adalah penting pada peringkat ini untuk mendapatkan sokongan bagi rancangan pemulihan ekonomi peringkat negara. Langkah-langkah sokongan jangka hayat yang telah diperkenalkan pada peringkat awal tidak lagi boleh memberikan ruang untuk bertindak. Kini tumpuan adalah untuk menangani kelemahan dasar secara beransur-ansur dan berturutan. Syarat-syarat yang terlalu ketat tidak hanya akan memburukkan lagi keadaan, tetapi akan melambatkan prospek untuk mencapai potensi pemulihan dan juga akan meningkatkan lagi kos krisis.

Walaupun kritikal untuk mengkaji semula dasar campur tangan yang diperlukan, tumpuan utama program adalah untuk menangani kelemahan asas yang dihadapi. Semasa krisis kewangan Asia, program-program IMF mengambil peluang untuk menangani semua bidang kelemahan, termasuk yang tidak berkaitan secara langsung dengan krisis. Ini memburukkan lagi krisis dan meningkatkan kos dengan ketara kepada ekonomi. Penilaian terhadap keadaan dan keseimbangan (trade-off) akan memberikan panduan untuk menyusun keutamaan. Semasa tempoh ini, langkah-langkah untuk menangani kesan pengagihan semula daripada krisis menjadi sangat penting, manakala komunikasi akan menjadi penting untuk meningkatkan pemahaman yang lebih meluas bahawa krisis pada peringkat ini kini memerlukan pelarasan segera terhadap sektor swasta dan awam yang akan menjanjikan masa depan yang lebih baik.

[26] Bank Dunia (2012) menggunakan simulasi berdasarkan data yang dikumpulkan dari Bangladesh, Mexico dan Filipina untuk menunjukkan bahawa krisis kewangan boleh menyebabkan pendapatan isi rumah miskin jatuh antara 25% hingga 50%. Sebagai perbandingan, isi rumah purata hanya akan mengalami kerugian pendapatan antara 3% hingga 5%. Isi rumah miskin merujuk kepada penduduk di bahagian persepuluh keempat hingga persepuluh ketujuh dalam pengagihan pendapatan negara masing-masing.

Peringkat 5: Urusan yang Belum Selesai Selepas Krisis

Pengurusan krisis dalam tempoh selepas krisis adalah sama penting, yang memerlukan perhatian terhadap risiko dan kelemahan yang boleh mengancam kemampanan pemulihan dan urusan yang belum selesai yang berkaitan dengan pelarasan struktur dan pembaharuan yang akan meningkatkan potensi jangka sederhana dan jangka panjang ekonomi. Dalam tempoh selepas krisis ini, negara ini belum lagi pulih sepenuhnya daripada krisis. Di samping itu, terdapat cabaran untuk memansuhkan langkah-langkah keterlaluan yang dilaksanakan semasa keadaan krisis yang gawat. Tindakan memberhentikan sistem sokongan hayat yang telah dilaksanakan pada peringkat permulaan krisis secara terlalu awal mungkin menjejaskan pemulihan, manakala pelarasan struktur yang akan menyumbang ke arah potensi pertumbuhan masa depan juga boleh melibatkan kos kepada pertumbuhan dalam tempoh terdekat. Langkah-langkah pengurusan permintaan terus menjadi penting dalam tempoh selepas krisis untuk memberikan sokongan kepada pemulihan dan menyediakan persekitaran yang diperlukan untuk pelaksanaan dasar pelarasan struktur. Dasar dan insentif lain dari segi penawaran juga perlu disasarkan bagi menggalakkan perbelanjaan penggunaan, menambah baik iklim pelaburan, dan pada masa yang sama disokong langkah-langkah yang akan menggalakkan rangkuman kewangan dan ekonomi. Pertumbuhan yang dihasilkan oleh langkah-langkah ini akan membolehkan ia lebih boleh diterima dari segi politik untuk menangani pembaharuan struktur yang lebih mencabar yang melibatkan kos kepada ekonomi.

Cabaran yang dihadapi untuk memansuhkan langkah-langkah luar biasa yang diperkenalkan pada peringkat permulaan krisis dengan jayanya adalah tidak asing kepada dasar monetari. Selepas krisis, apabila keadaan yang keterlaluan pada tempoh awal krisis tidak lagi wujud, pemansuhan yang berkesan daripada langkah-langkah bukan konvensional atau belum pernah dilaksanakan ini diperlukan untuk memastikan bahawa mereka tidak menghasilkan akibat-akibat yang tidak diingini. Objektif yang jelas bagi langkah-langkah bukan konvensional itu dan penilaian sama ada objektif-objektif ini telah dicapai membolehkan pengenalpastian penunjuk yang mengisyaratkan masa yang sesuai bagi pemansuhan dasar itu. Mengembalikan dasar kepada keadaan sewajarnya selepas tempoh krisis telah diketahui akan membawa kepada peralihan yang ketara dalam jangkaan pasaran yang boleh menyebabkan pelarasan berlebihan yang ketara dalam pasaran kewangan, sekali gus memberikan kesan kepada kekukuhan pemulihan.

Semasa berlakunya Krisis Kewangan Asia, Malaysia melaksanakan beberapa langkah yang pada masa itu dilihat sebagai langkah yang boleh menimbulkan kontroversi[27]. Malaysia mula memansuhkan langkah kawalan modal selepas enam bulan diperkenalkan kerana langkah tersebut didapati telah mencapai matlamatnya dan tidak lagi diperlukan. Kestabilan makroekonomi dan kewangan telah pulih kembali manakala keadaan ekonomi negara juga semakin pulih. Liberalisasi rejim kadar pertukaran, bagaimanapun, mengambil masa yang lebih lama. Ia dilaksanakan selepas lebih enam tahun berikutan pengukuhan dan pembangunan sistem kewangan, khususnya, pembangunan pasaran bon domestik dan liberalisasi sistem kewangan secara berperingkat yang menyediakan prasyarat bagi peralihan yang berkesan kepada rejim kadar pertukaran terapung.

Pelaksanaan program pelarasan untuk mengukuhkan keadaan kewangan asas dan potensi ekonomi mempunyai peluang terbaik untuk berjaya dalam persekitaran pasaran kewangan yang stabil, proses pengantaraan yang berfungsi dengan cekap dan pertumbuhan ekonomi yang berterusan. Agenda pelarasan dan pembaharuan struktur perlu menangani kelemahan asas dan kekurangan struktur yang ditunjukkan semasa berlakunya krisis selain

[27] Langkah-langkah kawalan modal yang dilaksanakan pada 7 September 1998 berikutan gelombang susut nilai mata wang yang mendadak dalam tempoh lapan belas bulan. Langkah ini bertujuan untuk berfungsi sebagai pemutus litar kepada penyusutan mendadak selanjutnya dalam mata wang. Sehari selepas itu, berikutan penambahan nilai mata wang, kadar pertukaran ditetapkan berbanding dengan dolar AS.

untuk mengukuhkan potensi ekonomi. Oleh itu, pembaharuan perlu melangkaui sektor kewangan hingga kepada isu-isu berkaitan dengan daya saing dan struktur ekonomi, serta reformasi pendidikan dan kesihatan. Akhir sekali, undang-undang dan institusi baharu mungkin perlu diwujudkan dalam ekonomi yang telah berubah dan lebih terhubung kait, manakala institusi yang telah terlalu lama beroperasi, mungkin perlu dibubarkan.

Pada peringkat ini, risiko dan kelemahan yang boleh mengancam kesinambungan proses pemulihan juga penting untuk dikenal pasti. Sebagai sebahagian daripada rangka kerja pengurusan risiko negara, matriks penunjuk risiko dan kelemahan ini akan memberikan pemahaman berhubung dengan urusan yang belum selesai dalam pengurusan krisis. Memandangkan risiko sistemik kepada sistem kewangan dan ekonomi yang bersifat dinamik, rangka kerja analisis rangkaian, termasuk analisis tuntutan luar jangka yang lebih luas, boleh memperjelas risiko-risiko ini agar tindakan yang berkesan dapat diambil. Akhir sekali, usaha membina semula penampan dasar secara beransur-ansur yang telah digunakan semasa krisis akan membantu persediaan pengurusan kejutan pada masa depan.

V. Krisis Kewangan dan Cabaran Tadbir Urus

Kesalinghubungan yang lebih meluas dalam sistem kewangan negara, hubungan timbal balik yang lebih kukuh antara sektor kewangan dengan ekonomi dan saluran baharu yang boleh memindahkan risiko kesemuanya merupakan cabaran tadbir urus yang besar bagi pengurusan krisis kewangan. Pengantarabangsaan sistem kewangan negara menambah satu lagi dimensi global kepada cabaran tadbir urus dalam pengurusan krisis. Oleh itu, pengaturan tadbir urus yang sedia ada perlu dikaji semula bagi mencerminkan realiti baharu pengurusan krisis dalam persekitaran ini. Pengurusan krisis tidak lagi terhad kepada sesuatu pihak berkuasa atau sebuah negara, tetapi memerlukan usaha secara bersama oleh pelbagai agensi dan pihak berkuasa dalam negara dan merentas negara lain. Ciri baharu yang penting dalam rangka pengaturan tadbir urus yang berpunca daripada hubungan yang meningkat dalam dunia menuntut keperluan bagi kerjasama, usaha sama dan penyelarasan yang lebih berkesan dalam sesebuah negara dan merentas sempadan.

Izinkan saya menjelaskan lima isu penting yang akan dihadapi oleh Bank-bank Pusat apabila mempertimbangkan pengaturan tadbir urus yang baharu. Yang pertama berkaitan dengan keperluan untuk menjalin hubungan yang berkesan dengan agensi lain, termasuk kerajaan, dan pada masa yang sama mengelak daripada berkompromi dalam tindakan yang mungkin diambil. Antara alasan yang kerap kali diberikan ialah realiti politik yang perlu diambil kira. Kedua, berkaitan dengan cabaran pengurusan sempadan. Bank Pusat mungkin dikehendaki bertindak lebih daripada mandat yang diperuntukkan dalam perundangan sama ada kerana kekangan yang dialami oleh pihak berkuasa lain atau kurang jelas dan pemahaman mengenai peranan penting mereka dalam dinamik krisis.

Yang ketiga berkaitan dengan kemungkinan terhakisnya autonomi dan kebebasan Bank Pusat dalam pengaturan tadbir urus bersepadu tersebut. Ini boleh timbul apabila pengaturan penyelarasan melibatkan kos fiskal, seperti penstrukturan semula dan pembubaran institusi kewangan. Sering kali ditetapkan bahawa proses membuat keputusan harus diterajui kerajaan. Keempat, berkaitan dengan keperluan untuk mengambil tindakan pantas semasa krisis. Pengaturan tadbir urus merentas agensi yang kompleks mungkin menyebabkan kelewatan atau tolak ansur yang mungkin tidak menghasilkan keputusan yang diingini. Akhir sekali dan yang kelima berkaitan dengan langkah memastikan komunikasi yang konsisten dan berkesan ketika wujudnya keadaan yang amat tidak menentu dan apabila cabaran menjadi lebih sengit disebabkan oleh aliran maklumat yang cepat daripada sumber pasaran alternatif mengenai perkembangan yang berlaku semasa krisis.

Pengaturan tadbir urus yang jelas akan meningkatkan potensi untuk pengurusan krisis yang berkesan. Pengaturan tersebut perlu diwujudkan pada tiga peringkat: peringkat Bank Pusat, peringkat negara merentas agensi, dan peringkat serantau dan antarabangsa. Yang menjadi teras kepada pengaturan ini ialah satu rangka kerja yang dipersetujui untuk proses membuat keputusan, yang menjelaskan tanggungjawab dan kebertanggungjawaban pihak berkuasa yang berbeza, hubungan antara agensi serta prosedur dan protokol yang perlu dipatuhi semasa krisis.

Meskipun sudah terdapat jawatankuasa di Bank Pusat untuk mengurus mandat kestabilan monetari dan kewangan, satu kumpulan khusus untuk pengurusan krisis adalah penting untuk menyokong penyaluran maklumat yang cekap dan terselaras serta memantau pelaksanaan langkah-langkah terhadap krisis daripada bahagian berlainan di Bank. Untuk tujuan ini, perlu ada kejelasan mengenai matlamat yang hendak dicapai oleh kumpulan khusus ini. Ini akan memberikan fokus strategik sambil menyediakan keupayaan untuk menggembleng sumber utama di seluruh organisasi bagi menyokong tindakan pantas. Kumpulan ini adalah sama seperti kumpulan khusus untuk kesinambungan urusan yang sedia ada dalam kebanyakan Bank Pusat. Tanggungjawab kumpulan pengurusan krisis akan meliputi penyaluran maklumat yang diperlukan, penyelarasan diagnosis serta penilaian risiko dan pilihan dasar, membuat penilaian terhadap penentuan masa bagi tindak balas dasar dan memastikan pelaksanaan yang berkesan. Kumpulan ini juga bertanggungjawab menyelaraskan komunikasi berkaitan krisis serta mengadakan perbincangan dan interaksi dengan pasaran, pihak industri dan sektor ekonomi.

Dalam kebanyakan ekonomi sedang pesat membangun, Bank-bank Pusat pada amnya mempunyai mandat yang lebih luas, termasuk pembinaan institusi. Bank Pusat dikehendaki menubuhkan institusi dan menyediakan pengaturan yang menyokong sistem kewangan agar dapat berfungsi dengan berkesan. Ini mungkin termasuk menubuhkan institusi yang mempunyai peranan dalam pengurusan dan tindak balas terhadap sesuatu krisis[28]. Tambahan lagi, bukan semua saluran transmisi risiko dalam sistem kewangan di bawah kawalan dan pengaruh Bank Pusat secara langsung. Instrumen dasar untuk bertindak balas terhadap risiko kepada kestabilan kewangan diletakkan di bawah kawalah pelbagai agensi. Oleh itu, institusi dan pengaturan perlu berubah untuk mengambil kira implikasi kesalinghubungan yang lebih meluas. Kerjasama dalam kalangan institusi dan agensi kerajaan, dalam usaha mengawasi risiko dan melaksanakan langkah-langkah semasa krisis, menjadi semakin penting.

Bank-bank Pusat di negara lain menangani isu ini dengan cara yang berbeza, termasuk melalui penubuhan jawatankuasa kestabilan kewangan atau majlis yang mempunyai perwakilan yang lebih luas[29], dan melalui perjanjian kerjasama yang lebih formal antara pihak berkuasa. Bagi penyelarasan dasar pengurusan ekonomi semasa krisis, majlis peringkat negara telah ditubuhkan dan dipengerusikan oleh pemimpin politik untuk memusatkan proses membuat keputusan dan memastikan jentera kerajaan akan membantu pengurusan ekonomi yang cekap.

Sama pentingnya dalam pengaturan tadbir urus bagi pengurusan krisis pada peringkat Bank Pusat dan peringkat negara ialah pengaturan bagi komunikasi. Satu rangka kerja analitis yang mengambil kira kesan krisis yang berbeza terhadap kumpulan pihak berkepentingan yang berlainan akan memberikan panduan mengenai ciri komunikasi serta interaksi dan perbincangan yang diperlukan. Analisis serta interaksi dan perbincangan yang kerap dengan pihak berkepentingan adalah sangat penting untuk meningkatkan pemahaman mereka mengenai dinamik keadaan yang berlaku dan memahami dasar yang dilaksanakan semasa krisis. Ini

[28] Contoh institusi seperti itu termasuk syarikat jaminan kredit, syarikat jaminan deposit dan syarikat pengurusan aset, dan semasa tempoh krisis, mekanisme untuk penyusunan semula dan penyelesaian hutang atau bagi memperkenalkan skim khas untuk sektor-sektor khusus.

[29] Di Amerika Syarikat, suruhanjaya tersebut dipengerusikan oleh Setiausaha Perbendaharaan, manakala di Australia, Gabenor merupakan pengerusi suruhanjaya.

juga akan menambah baik keupayaan untuk pengurusan konflik dalam tempoh tersebut[30]. Rangka kerja sedemikian memperincikan rangkaian pihak berkepentingan dan mengenal pasti hubungan utama dan kekukuhan hubungan tersebut dengan bahagian sistem kewangan dan ekonomi yang berbeza, dan seterusnya dapat menjadi asas penting dalam pembentukan dan penentuan keutamaan strategi komunikasi.

Pada peringkat antarabangsa, jangkauan global kesan limpahan krisis tahun 2007-2008 telah menyerlahkan kepentingan dimensi antarabangsa dalam pengaturan penyelarasan dan kerjasama dari segi tindak balas dasar serta perkongsian dan pertukaran maklumat[31]. Tahap kesalinghubungan yang tinggi merentas sistem kewangan juga memberikan keutamaan kepada kepentingan pengaturan kerjasama dan penyelarasan seperti itu untuk menjadi lebih terangkum. Badan-badan keinstitusian, seperti Bank for International Settlements (BIS) dan pelbagai Jawatankuasanya, telah menyediakan platform penting untuk perkongsian dan pertukaran maklumat dalam kalangan sebilangan besar Bank Pusat. Sementara itu, penubuhan G20 dan Lembaga Kestabilan Kewangan (Financial Stability Board, FSB) telah memperkukuh dan memperluas kerjasama dalam kalangan Menteri Kewangan, Bank Pusat, pihak berkuasa, badan penetapan piawaian serta agensi multilateral. Baru-baru ini, Lembaga Kestabilan Kewangan juga telah memperluas jangkauan globalnya melalui enam kumpulan serantau yang dibentuk pada tahun 2012.

Terdapat kemajuan yang nyata dalam usaha mewujudkan pengaturan tadbir urus serantau bagi menangani risiko kestabilan kewangan. Dengan mengambil iktibar daripada pengalaman Krisis Kewangan Asia, Bank Pusat negara Asia Timur Pasifik telah bersama-sama membangunkan rangka kerja bersepadu bagi Pengurusan dan Penyelesaian Krisis yang menggariskan pengaturan kerjasama dan penyelarasan untuk menangani kesan krisis kewangan merentas sempadan. Rangka kerja ini memperincikan protokol amaran dan pengaktifannya, pengaturan bagi penilaian risiko yang baru timbul dan risiko yang akan menjejaskan kestabilan kewangan serantau serta pengaturan operasi untuk membuat keputusan semasa berlakunya krisis. Rangka kerja ini disokong oleh jawatankuasa monetari dan kestabilan kewangan serantau yang ditubuhkan pada tahun 2006. Di Eropah, kemajuan dalam Mekanisme Penyeliaan Tunggal dan Arahan Penyelesaian[32] mempunyai matlamat yang sama, tetapi cabarannya adalah untuk mencapai matlamat ini ketika krisis sedang berlaku.

VI: Tindak Balas Antarabangsa dan Serantau

Tindak balas global terhadap krisis kewangan telah berubah dengan ketara sejak beberapa dekad yang lalu. Pada awalnya, krisis kewangan hanya terhad dalam sistem kewangan negara dan pada amnya diuruskan pada peringkat negara. Menjelang tahun 1990-an, krisis kewangan lebih bersifat serantau seperti ditunjukkan oleh krisis kewangan di Amerika Latin, Eropah dan Asia. Walau bagaimanapun, krisis kewangan ini masih diuruskan sendiri oleh setiap negara yang mengalami krisis. Tindak balas global dalam tempoh ini melibatkan agensi multilateral yang menangani secara langsung ekonomi yang dilanda krisis, tanpa sebarang penyelarasan dasar merentas negara walaupun sudah ada kesalinghubungan dan penularan yang nyata.

Krisis Ekonomi Maju baru-baru ini bercirikan dimensi antarabangsa dengan tindak balas dasar yang bersifat antarabangsa. Penurunan kadar faedah yang diselaraskan, penyediaan bantuan mudah tunai dalam dolar AS oleh beberapa bank pusat utama, dan pengembangan fiskal secara bersepadu oleh banyak negara telah mengubah arus kemelesetan global. Krisis ini juga mendorong suatu proses antarabangsa untuk merombak asas rangka kerja pengawalan dan penyeliaan yang bertujuan mengurangkan kemungkinan krisis dan kesan krisis kewangan

[30] Pendekatan ini diterima pakai dengan teliti oleh pihak berkepentingan tempatan semasa Krisis Kewangan Asia pada tahun 1998. Walaupun keadaan ketidakpastian yang tinggi dan pelaksanaan dasar-dasar yang tidak konvensional, Malaysia tidak mengalami penghijrahan modal. Baru-baru ini Henisz (2014) telah menerima pakai rangka kerja seperti ini untuk memberikan pandangan tentang strategi penglibatan pihak berkepentingan untuk menjana hasil yang boleh menambah nilai.

[31] Trichet (2013) mengkaji evolusi tadbir urus global serta menilai prestasinya.

[32] Mekanisme Penyelesaian Tunggal, Pemulihan Semula dan Arahan Penyelesaian Bank dan Arahan Skim Jaminan Deposit, yang diusulkan oleh Suruhanjaya Eropah pada bulan Jun 2012, telah diluluskan dan diterima pakai oleh Parlimen Eropah pada 15 April 2014.

pada masa hadapan. Penubuhan Lembaga Kestabilan Kewangan (Financial Stability Board, FSB) pada tahun 2009, bersama-sama penambahbaikan Jawatankuasa Basel Penyeliaan Perbankan, juga telah menjadi teras utama dalam usaha pembaharuan kewangan global. Pembaharuan ini sebahagian besarnya bertujuan mengukuhkan rangka kerja penyeliaan dan penyelesaian bagi institusi kewangan yang penting dari segi sistemik. Penekanan juga diberikan terhadap usaha meningkatkan kerjasama dalam bidang pengawasan dan penilaian risiko yang mengambil kira implikasi kesalinghubungan yang meningkat dalam sistem kewangan global.

Usaha kerjasama antarabangsa menghadapi tiga cabaran utama dalam pengurusan krisis. Pertama, pihak berkuasa negara perlu mengutamakan kepentingan negara tersebut meskipun perkembangan negara dan tindakan dasar boleh memberikan kesan global yang meluas. Rangka kerja penyelesaian negara, contohnya, akan menghasilkan penyelesaian yang memberikan kesan kepada kestabilan kewangan negara lain. Kedua, kesalinghubungan dan hubungan antarabangsa adalah kurang difahami dan dihayati. Ketiga, berkaitan dengan kepimpinan yang diperlukan untuk mewujudkan kesepakatan serantau dan antarabangsa dalam persekitaran yang dibentuk oleh pelbagai latar belakang, ideologi dan persepsi.

Dimensi global krisis telah menyebabkan tindak balas yang nyata oleh organisasi multilateral. Setakat ini, tindak balas tersebut tertumpu pada usaha meningkatkan keberkesanan keupayaan pengawasan risiko dan penyediaan jaring keselamatan kewangan. Kini, lebih penekanan diberikan pada pengawasan global dan rangka kerja ujian tekanan ke atas penilaian risiko kewangan makro dan risiko sistemik, termasuk kesan limpahan penularan di dalam dan luar negeri. Tumpuan FSAP dan perbincangan Artikel IV oleh IMF kini lebih sejajar dengan pendekatan ini. Kemudahan mudah tunai juga telah ditambah[33]. Walau bagaimanapun, masih belum banyak kemajuan dicapai dalam pembangunan mekanisme penyusunan semula hutang kerajaan yang merupakan keperluan penting untuk menangani kesan krisis hutang kerajaan. Usaha membina kesepakatan untuk mencapai matlamat ini tidak begitu berjaya kerana penyelesaian ini akan memberikan kesan kepada kedaulatan negara. Penyusunan semula hutang ini akan mengelak kemungkiran yang mungkin mempunyai implikasi yang lebih meluas pada peringkat global dan serantau.

Usaha kerjasama serantau juga telah dipergiat terutamanya di rantau yang telah menjadi lebih bersepadu dan utuh. Di Eropah, satu inisiatif penting ialah pengaturan jaring keselamatan kewangan melalui Mekanisme Kestabilan Eropah (European Stability Mechanism, ESM) yang merupakan pengaturan serantau terbesar yang sedia ada. Di Asia, jaring keselamatan kewangan serantau, iaitu Multilateralisasi Inisiatif Chiang Mai, diwujudkan selepas Krisis Kewangan Asia. Inisiatif ini kini merupakan jaring keselamatan kewangan serantau kedua terbesar di dunia, dan disokong oleh mekanisme pengawasan serantau untuk menilai tahap risiko yang dihadapi rantau ini. Rangka kerja pengurusan krisis serantau yang bersepadu juga telah diwujudkan.

Meskipun tindak balas antarabangsa dan serantau ini banyak membantu menangani krisis, sistem monetari antarabangsa yang lebih mantap masih diperlukan. Pembaharuan sistem monetari antarabangsa yang sedang dilaksanakan akan kekal sebagai satu cabaran. Tambahan lagi, apabila sesuatu krisis itu melangkaui krisis mudah tunai, maka sumber yang diperuntukkan dalam pengaturan jaring keselamatan kewangan antarabangsa yang sedia ada mungkin tidak mencukupi. Agensi pelbagai hala perlu mengiktiraf peranan kumpulan serantau sebagai pelengkap untuk mencapai matlamat yang sama. Interaksi dengan institusi pelbagai hala ini perlu secara relatif berasaskan kekuatan rantau masing-masing dan juga kekukuhan agensi pelbagai hala tersebut. Untuk mendapat manfaat maksimum daripada peranan pelengkap kumpulan serantau, kerjasama boleh berdasarkan tumpuan kepakaran, pengalaman dan asas pengetahuan di sesebuah rantau itu. Skop yang lebih besar bagi kerjasama serantau dan antarabangsa ini boleh mengukuhkan tindak balas antarabangsa dan serantau yang sedia ada.

[33] Kemudahan Awasan (Precautionary) dan Mudah Tunai telah diperkenalkan pada bulan November 2011, yang bertujuan untuk menyediakan mudah tunai kepada semua negara yang terjejas oleh kejutan penularan, walaupun negara-negara yang mempunyai asas ekonomi yang kukuh. Di samping itu, IMF juga, melalui program kerjasama dengan European Commission dan European Central Bank, memberikan sokongan kepada beberapa negara yang bermasalah.

VII: Kesimpulan

Dasar dan pembaharuan yang menyusuli krisis kewangan demi krisis kewangan telah menyumbang dengan nyata ke arah mengukuhkan daya tahan sistem kewangan dan ekonomi di seluruh dunia. Krisis kewangan, bagaimanapun, tetap akan terus berlaku pada masa hadapan. Usaha kita tidak akan memadai untuk menghalang gelombang mega yang akan datang. Tambahan lagi, gelombang seterusnya yang akan melanda Malaysia kemungkinan tidak sama dengan apa yang dialami sebelum ini. Manifestasi sebenar krisis kewangan masa depan akan berbeza dalam keadaan perubahan landskap kewangan kita yang luas dan pesat. Yang boleh dijadikan iktibar ialah pencegahan krisis meskipun penting tidak akan memadai. Pembuat dasar perlu bersedia untuk mengurus dan menyelesaikan krisis kewangan tersebut dengan berkesan.

Memetik kata-kata Mark Twain, *"Sejarah tidak akan berulang sekali lagi, tetapi persamaannya tetap ada"* [34]. Oleh itu, yang penting ialah iktibar yang boleh diambil untuk pengurusan krisis kewangan yang berkesan. Dengan menyedari peningkatan kesalinghubungan di dunia, pada peringkat negara dan antarabangsa, bersama-sama dengan pemahaman mengenai manifestasi dan dinamik krisis kewangan yang berkembang dari satu peringkat ke peringkat yang lain, pembuat dasar akan berupaya menjangka kemungkinan yang bakal berlaku dalam perkembangan krisis seterusnya. Ini dapat mengatasi kelemahan yang mungkin timbul dalam diagnosis yang memberikan tumpuan pada mana-mana tempoh tertentu atau pada aspek khusus krisis semasa perkembangannya. Ini juga akan mengelak tindak balas dasar yang reaktif terhadap keadaan yang berlaku dan membolehkan penyelesaian dasar yang bersifat awalan dan pandangan ke hadapan yang akan lebih berupaya untuk membendung krisis pada peringkat awal. Jika krisis kewangan tidak boleh dielak, pencegahan awal dalam pengurusan kesan sistemiknya akan meningkatkan potensi untuk mengurangkan kos dan seterusnya tahap kegawatan krisis tersebut.

Perspektif dan pendekatan kepada penggubalan dasar dalam keadaan ini perlu berubah seiring dengan perubahan persekitaran. Bank Pusat perlu berubah untuk menjadi organisasi yang berdaya tahan yang akan melaksanakan mandatnya dengan cara terbaik dalam persekitaran baharu ini. Ini memerlukan pengaturan institusi dan tadbir urus yang baharu dengan keupayaan baharu dalam pengurusan krisis, dalam dunia yang terus menjadi amat tidak stabil. Kita akan menghadapi cabaran besar dan kita perlu berhati-hati semasa tempoh yang tenang sebelum krisis melanda. Kuasa perubahan yang melanda dan peralihan pesat yang berlaku akan terus menjadi cabaran buat kita. Ini juga akan menjadi cabaran kepada agensi lain dalam sektor awam dan swasta. Bank Pusat, bagaimanapun, tidak boleh hanya mengeluh kerana pihak lain tidak memainkan peranan mereka. Bank Pusat perlu menggunakan pengaruhnya untuk mencapai kesepakatan mengenai tindakan bersama yang diperlukan untuk mendapatkan hasil yang dikehendaki. Lebih banyak interaksi dan perbincangan dan kerjasama yang berkesan yang disokong pengaturan tadbir urus yang perlu diwujudkan - dalam keadaan biasa, dan juga terutamanya, semasa krisis. Integrasi antarabangsa yang semakin pesat dan kesan dasar yang merentas sempadan juga mewujudkan pertimbangan baharu terhadap pengaturan tadbir urus global semasa.

Sering kali dinyatakan bahawa perkembangan krisis lebih mudah difahami dan lebih jelas hanya selepas berlakunya krisis. Sesungguhnya, pengalaman menghadapi krisis telah menunjukkan bahawa tahap ketidakpastian yang wujud tatkala krisis melanda tidak boleh dipandang ringan. Walaupun ketika maklumat yang tepat pada masanya adalah terhad, terdapat tekanan yang mendesak pembuat dasar untuk bertindak balas dengan pantas dan tegas. Pembuat dasar yang menerajui pengurusan krisis perlu mempunyai keberanian, kecekalan dan keyakinan dalam usaha ini. Oleh itu, harapan ikhlas saya agar pemikiran saya dalam penulisan syarahan ini, mengenai manifestasi dan dinamik krisis kewangan dan pilihan dasar ketika berlakunya krisis, akan menggalakkan perbincangan yang berterusan, yang penting untuk memberikan panduan kepada kita bagi mengurus krisis kewangan dengan berkesan.

[34] Petikan boleh dirujuk dalam novel Mark Twain, "The Gilded Age: A Tale of Today", yang diterbitkan pada tahun 1873.

Rujukan

Allen, Franklin, and Douglas Gale (2009), "Understanding Financial Crises (Clarendon Lectures in Finance)", Oxford University Press

Arregui, Nicolas, Mohamed Norat, Antonio Pancorbo, Jodi G. Scarlata, Eija Holttinen, Fabiana Melo, Jay Surti, Christopher Wilson, Rodolfo Wehrhahn, and Mamoru Yanase (2013), "Addressing Interconnectedness: Concepts and Prudential Tools", IMF Working Paper 13/199, International Monetary Fund

Bilal Habib, Ambar Narayan,Sergio Oliveri, and Carolina Sanchez (2010), "The Impact of the Financial Crisis on Poverty and Income Distribution: Insights from Simulations in Selected Countries", World Bank

Bloom, Nicholas (2009), "The Impact of Uncertainty Shocks." Econometrica 77.3: 623-685.

Carrière-Swallow, Yan, and Luis Felipe Céspedes (2013), "The Impact of UncertaintyShocks in Emerging Economies." Journal of International Economics 90.2: 316-325.

Caruana, Jaime (2012), "Interconnectedness and the importance of international data- sharing", ucapan yang disampaikan di persidangan mengenai sistem monetari antarabangsa 3rd Swiss National Bank-International Monetary Fund, Zurich

Claessens, Stijn and M Ayhan Kose (2013), "Financial Crises: Explanations, Types, and Implications", IMF Working Paper 13/28, International Monetary Fund

Coeurdacier, Nicolas, Hélène Rey and Pablo Winant (2013), "Financial Integration and Growth in a Risky World", Manuskrip, London Business School and

Douglas Alexander (2010), "The Impact of the Economic Crisis on the World's Poorest Countries", Global Policy Volume 1 Issue 1, January 2010 p.1

Forbes, Kristin J. (2012), "The "Big C": Identifying and Mitigating Contagion", kertas yang disediakan untuk Simposium Jackson Hole 2012 oleh Federal Reserve Bank of Kansas City

Forbes, Kristin J., Jeffrey Frankel and Charles Engel (2012), "The Global Financial Crises", Journal of International Economics 88 (2, Nov), hlm. 215-436

Geithner, Timothy (2014), "Stress Tests: Reflections on Financial Crises", Random House.

Giannetti, Mariassunta (2002), "Financial Crisis and Incomplete Information", kertas yang dibentangkan di Third Joint Central Bank Research Conference on Risk Measurement and Systemic Risk, Bank for International Settlements, Basel

Gray, Dale F., Robert C. Merton, and Zvi Bodie (2008), "New Framework for Measuring and Managing Macrofinancial Risk and Financial Stability." Harvard Business School Working Paper, No. 09-015, Harvard University

Haldane, Andrew (2009), "Rethinking the financial network", ucapan di Financial Student Association, Amsterdam

Haubrich, Joseph G., and Andrew W. Lo (Eds) (2013), "Quantifying Systemic Risk", National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press

Heider, Florian; et. al. (2009). "Liquidity Hoarding and Interbank Market Spreads: The Role of Counterparty Risk" ECB Working Paper Series, No. 1126

Henisz, Witold (2014), "Corporate Diplomacy: Building Reputations and Relationships with External Stakeholders", Greenleafs.

Hurd, Michael D. and Susann Rohwedder (2010), "Effects of Financial Crisis and Great Depression on American Households", NBER Working Paper No. 16407

Kindleberger, Charles (1973), "Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises", Wiley

Koo, Richard C (2011), "The holy grail of macroeconomics: lessons from Japans great recession", Wiley

Lane, Philip (2012), "The European Sovereign Debt Crisis", Journal of Economic Perspective, Winter.

Mishkin, Frederic S. (2011). "Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis." Journal of Economic Perspectives, 25(1): 49-70.

Obstfeld, Maurice (2009), "International Finance and Growth in Developing Countries: What Have We Learned?" NBER Working Paper No. 14691

OECD (2011), "Taxation and Employment", OECD

Phu Huynh, Steven Kapsos, Kee Beom Kim, and Gyorgy Sziraczki (2010) "Impacts of Current Global Economic Crisis on Asia's Labour Market", Asian Development Bank Institute

Rey, Hélène (2013), "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", Kertas pembentangan untuk Federal Reserve Bank of Kansas Jackson Hole Symposium, Ogos, Forthcoming in proceedings

Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff, (2009), "The Aftermath of Financial Crises", NBER Working Paper No. 14656

Singh, S., Tng and Loo (2012), "Labour Market Dynamics in Asia during the Recent Financial Crisis" Kertas Persidangan Bank of England

Shambaugh, Jay (2012), "The Euro's Three Crises", Brookings Papers on Economic Activity, Spring.

Trichet, Jean-Claude (2013), "Central Banking in the Crisis: Concept convergence and open questions on unconventional monetary policy", Syarahan Yayasan Per Jacobsson

United Nations (2014), "Voices of the Vulnerable", United Nations.

Yellen, Janet (2013), "Interconnectedness and Systemic Risk: Lessons from the Financial Crisis and Policy Implications", ucapan yang disampaikan di American Economic Association/American Finance Association Joint Luncheon, California.