Mengendalikan Kitaran Ekonomi: Interaksi antara Dasar Monetari dengan Dasar Fiskal

Pengenalan

Impak pandemik COVID-19 tidak sama dengan mana-mana kejutan ekonomi yang dialami sebelum ini. Banyak negara mengenakan sekatan pergerakan yang ketat semasa menghadapi pandemik, yang memberikan kesan pada pendapatan dan pertumbuhan secara langsung. Sebagai tindak balas, bank-bank pusat dan pihak berkuasa fiskal pantas melaksanakan dasar monetari dan dasar fiskal yang mengembang (*expansionary*). Di sesetengah negara, skala rangsangan dasar mencecah tahap yang tidak pernah dicapai sebelum itu. Bank-bank pusat mengurangkan kadar dasar dan kebanyakan pengurangan tersebut merupakan pengurangan ke paras yang terendah pernah dicatatkan. Keadaan ini lantas menyebabkan median kadar dasar global jatuh daripada 1.5% pada tahun 2019 kepada 0.1% pada tahun 2021. Banyak kerajaan memulakan program perbelanjaan dan pindahan yang besar, lalu menyebabkan median global defisit fiskal yang lebih besar, iaitu daripada -0.9% daripada KDNK kepada -5.1% daripada KDNK pada tempoh yang sama (BIS, 2023). Keadaan ini mengakibatkan peningkatan hutang negara[1] manakala dasar monetari menghampiri had bawah efektifnya. Beberapa negara, khususnya negara-negara maju, terpaksa melaksanakan langkah-langkah dasar luar kelaziman seperti pelonggaran kuantitatif dan skim pendanaan untuk pemberian pinjaman bagi memberikan sokongan lanjut kepada pemulihan ekonomi.

Meskipun tindakan dasar yang terselaras telah menampung kemerosotan ekonomi dan menyokong pemulihan, langkah pengembalian dasar ke paras yang wajar telah menghadapi cabaran. Hal ini berlatarkan keadaan inflasi yang tinggi serta persekitaran pemulihan ekonomi yang tidak sekata dan bantahan awam terhadap pengetatan dasar. Menjelang akhir tahun 2022, kebanyakan bank pusat di negara sedang pesat membangun telah mengembalikan kadar dasar ke tahap sebelum krisis. Walau bagaimanapun, negara yang mengalami inflasi yang semakin tinggi dan berlarutan terpaksa melaksanakan kenaikan kadar yang lebih agresif.[2] Khususnya bagi negara maju, hal ini kebanyakannya disumbangkan oleh aktiviti penggunaan yang kukuh didorong oleh pengumpulan simpanan berlebihan semasa pandemik dan dirangsang oleh sokongan fiskal yang besar (BIS, 2023).[3] Usaha untuk menamatkan sokongan berkaitan pandemik juga menghadapi cabaran akibat kenaikan secara serentak bagi harga tenaga dan harga makanan global. Contohnya, sokongan bersasar untuk segmen mudah terjejas perlu disediakan bagi mengurangkan kesan daripada harga komoditi global yang tinggi, khususnya mereka yang masih terjejas teruk oleh kesan krisis pandemik.[4] Hal ini seterusnya menyebabkan peningkatan hutang negara yang sudahpun mencecah tahap tertinggi dalam sejarah (IMF, 2022).

Interaksi antara dasar monetari dengan dasar fiskal adalah kompleks berikutan pengaruh dan impak masing-masing khususnya terhadap inflasi, hutang dan pertumbuhan ekonomi. Pandemik COVID-19 telah menyerlahkan kepentingan dasar yang koheren tanpa mengabaikan objektif dan mandat dasar. Rencana ini meneliti peranan dasar-dasar makroekonomi kitaran, iaitu dasar monetari dan dasar fiskal, dari segi kesamaan dan perbezaan, sinergi dan risiko interaksi tersebut, serta implikasi interaksi ini terhadap dasar-dasar struktur dan kestabilan kewangan. Rencana ini turut mengambil iktibar daripada pengalaman Malaysia dan disimpulkan dengan maklumat penting untuk mengendalikan interaksi antara dua dasar ini pada masa hadapan.

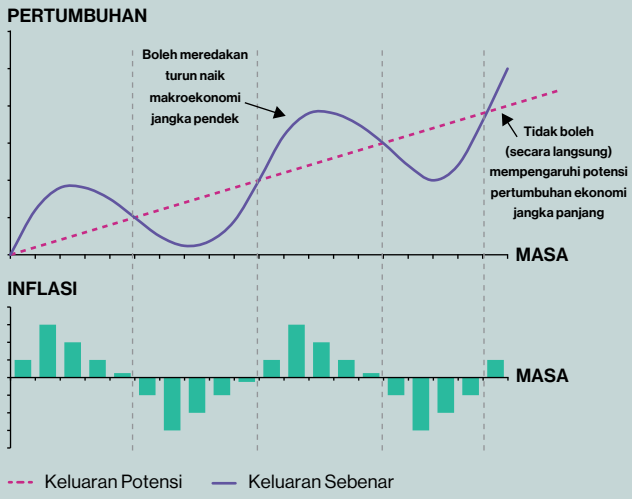
---

1 Hutang negara peringkat global telah meningkat daripada 84.9% daripada KDNK pada tahun 2019 kepada 92.4% daripada KDNK pada tahun 2022 (IMF Global Debt Monitor 2023).
2 Hal ini merangkumi negara maju seperti Amerika Syarikat dan Kesatuan Eropah serta negara sedang pesat membangun di Amerika Latin.
3 Selain permintaan berlebihan, faktor-faktor berkaitan bekalan seperti gangguan rantaian bekalan, sesakan logistik dan kekurangan pekerja menyumbang kepada tekanan inflasi. Konflik di Ukraine memburukkan lagi keadaan bekalan kerana harga tenaga menjadi lebih tinggi dan industri penting seperti utiliti dan pengangkutan telah terjejas (WEF, 2022).
4 Lebih 700 langkah telah dilaksanakan berkaitan hasil (contohnya pengurangan kadar eksais) dan perbelanjaan (contohnya subsidi dan pindahan tunai), langkah-langkah bawah garisan (*below-the-line*) (contohnya pinjaman atau jaminan kepada syarikat tenaga milik kerajaan) dan langkah-langkah bukan fiskal (contohnya sekatan eksport) (IMF, 2022b).

Sinergi daripada interaksi dasar monetari dan dasar fiskal

Perumus dasar menggunakan dasar yang berbeza untuk mencapai pelbagai objektif makroekonomi seperti dasar struktur[5] dan dasar makroekonomi. Rencana ini memberikan tumpuan pada dasar makroekonomi sahaja, iaitu dasar monetari dan dasar fiskal. Meskipun dasar monetari mempunyai kesan yang terhad pada pertumbuhan jangka panjang, kesan dasar fiskal adalah berbeza kerana cukai dan perbelanjaan kerajaan boleh memberikan kesan pada potensi pertumbuhan.[6] Walau bagaimanapun, kedua-dua dasar ini berkesan khususnya dalam menguruskan turun naik makroekonomi jangka pendek apabila dilaksanakan secara kitaran berbalas (Gambar Rajah 1). Oleh itu, pelaksanaan dasar monetari dan dasar fiskal yang koheren adalah amat penting bagi mengelakkan kerugian yang besar berikutan kitaran kepesatan-kemerosotan (*boom-bust cycles*) yang ketara.

Gambar Rajah 1: Peranan Dasar Monetari dan Fiskal



Sumber: Berdasarkan Erokhin et al. (2023)

- **Dasar monetari:** Secara amnya, alat dasar monetari dapat dikategorikan sebagai konvensional atau tidak konvensional. Alat dasar konvensional seperti pelarasan kadar dasar (contohnya Kadar Dasar Semalaman (Overnight Policy Rate, OPR) di Malaysia) berfungsi dengan mempengaruhi kadar faedah jangka pendek berdasarkan prospek dan imbangan risiko kepada pertumbuhan dan inflasi. Selain itu, alat dasar tidak konvensional seperti program pembelian aset berskala besar (contohnya pelonggaran kuantitatif (*quantitative easing*, QE)) juga pernah digunakan di negara-negara lain. Penggunaan alat dasar tidak konvensional ini lebih meluas di beberapa negara maju yang telah kehabisan ruang untuk melaraskan alat dasar konvensional dan menghadapi isu berhubung dengan had bawah efektif (*effective lower bound*) atau had bawah sifar (*zero lower bound*)[7] (BNM, 2021). Hal ini melibatkan pembelian aset kewangan berskala besar untuk merendahkan kadar hasil bon kerajaan jangka panjang dan kadar faedah lain (juga dikenali sebagai 'melandaikan keluk kadar hasil'). Langkah ini seterusnya mengurangkan kos peminjaman bagi isi rumah dan syarikat korporat (Bank of England, 2022).

- **Dasar fiskal:** Memainkan peranan kitaran berbalas sebagai 'penstabil automatik' dan menerusi 'perbelanjaan budi bicara'. Penstabil automatik ialah ciri fiskal yang diterapkan dalam rangka dasar pencukaian dan perbelanjaan. Sebagai contoh, kutipan cukai kerajaan akan berkurang (disebabkan oleh pendapatan isi rumah dan perniagaan yang lebih kecil) dan meningkatkan perbelanjaan (disebabkan oleh kenaikan tuntutan keselamatan sosial) semasa kemerosotan ekonomi. Selain menjadi penstabil automatik, kerajaan juga boleh mempengaruhi permintaan agregat dengan

[5] Dasar struktur seperti dasar industri, dasar pendidikan dan dasar pekerja dilaksanakan untuk memenuhi objektif jangka lebih panjang, contohnya untuk meningkatkan keluaran potensi ekonomi.
[6] Meskipun langkah-langkah cukai dan perbelanjaan kerajaan boleh memberikan kesan jangka panjang contohnya menerusi penyediaan atau ketiadaan galakan untuk aktiviti atau sektor tertentu, rencana ini memberikan tumpuan pada penggunaan dasar kitaran berbalas jangka pendek sahaja.
[7] Had bawah efektif dicirikan oleh satu tahap yang apabila kadar dasar dikurangkan sehingga di bawah tahap tersebut, hal ini akan menyebabkan kesan negatif bersih kepada ekonomi. Simptom kesan negatif bersih yang lazimnya disebut termasuk penguncupan dalam aktiviti pemberian pinjaman dan kegiatan ekonomi (Brunnermeier dan Koby, 2019).

menggunakan perbelanjaan 'budi bicara' yang berbentuk mengikut kitaran atau menongkah kitaran. Melalui kaedah menongkah kitaran, kerajaan boleh meningkatkan perbelanjaan budi bicara semasa kemelesetan ekonomi atau mengurangkannya semasa kepesatan ekonomi (van den Noord, 2000). Contoh perbelanjaan budi bicara termasuk langkah-langkah seperti pemberian tunai, subsidi upah serta insentif dan pelepasan cukai untuk mengurangkan kerosakan ekonomi (*economic scarring*) semasa kemelesetan.

Dalam melaksanakan peranan kitaran berbalas, dasar monetari dan dasar fiskal berinteraksi melalui dua cara penting dengan pelbagai implikasi:

- **Saluran transmisi:** Tindakan dasar fiskal boleh memberikan kesan pada transmisi dasar monetari melalui terbitan instrumen hutang kerajaan untuk membiayai defisit fiskal. Lebih khusus lagi, terbitan bon kerajaan yang berlebihan boleh mewujudkan gangguan dalam pasaran kewangan dengan cara menaikkan kadar hasil. Hal ini boleh mengakibatkan pulangan yang lebih tinggi bagi aset 'bebas risiko' ini, lantas berkemungkinan mencetuskan peruntukan semula modal daripada aset yang lebih berisiko. Selain itu, keadaan ini akan mengakibatkan kadar faedah yang lebih tinggi berbanding dengan kadar yang sepatutnya bagi keadaan ekonomi yang sedia ada. Secara alternatifnya, terbitan bon kerajaan yang berlebihan juga boleh menyebabkan meningkatnya kadar hasil bagi aset yang lebih berisiko, lantas meningkatkan kos bagi sektor swasta untuk mendapatkan pembiayaan. Keadaan ini dipanggil kesan pengetepian (*crowding-out effect*).[8] Dasar monetari pula boleh memberikan kesan pada kewangan kerajaan dalam beberapa cara. Perubahan pada kadar dasar bank pusat mempengaruhi peminjaman baharu oleh kerajaan, lantas memberikan kesan pada kos peminjaman dan keupayaan membayar balik hutang yang dihadapi oleh pihak berkuasa fiskal (BIS, 2023). Kedua, perubahan ini boleh mencetuskan kesan pengganda fiskal yang lebih besar apabila beroperasi pada had bawah efektif (ECB, 2021).[9] Kedua-dua dasar ini semakin berkait melalui penyata kedudukan kewangan yang berkait rapat, berpunca daripada operasi pasaran terbuka bank pusat yang lazim (iaitu pembelian bon kerajaan dalam pasaran sekunder) dan pemberian keuntungan berikutan operasi bank pusat (BIS, 2023).

- **Pertumbuhan dan inflasi:** Bergantung pada punca asas dan keadaan awal, kesan terhadap pertumbuhan dan inflasi yang disebabkan oleh satu dasar mungkin memerlukan pelarasan pada pendirian dasar yang satu lagi. Dalam senario inflasi tinggi dan pertumbuhan rendah, pengembangan dasar fiskal yang berlebihan boleh menyebabkan perlunya tindak balas dasar monetari yang lebih ketat untuk membendung inflasi, lantas berpotensi menidakkan kesan terhadap pertumbuhan yang dihasratkan oleh dasar fiskal. Sebaliknya, inflasi lebih tinggi yang dicetuskan oleh dasar monetari yang longgar boleh mempengaruhi baki fiskal secara positif menerusi rangsangan hasil cukai dan memperluas ruang dasar fiskal dengan mengurangkan nilai hutang kerajaan (Amaglobeli dll., 2023). Berdasarkan pengalaman negara maju secara umum, perbelanjaan kerajaan yang progresif dan dasar-dasar agihan semula dapat membalikkan penurunan kadar faedah natural,[10] seterusnya meningkatkan ruang dasar monetari bagi bank-bank pusat yang terkekang oleh had bawah efektif.[11]

[8] Dalam keadaan tertentu, iaitu apabila hilangnya keyakinan terhadap pihak berkuasa fiskal, kadar faedah boleh naik secara mendadak dan mencetuskan penjualan (*sell-offs*) dalam pasaran kewangan, lalu mengakibatkan volatiliti yang meningkat.

[9] Pada had bawah, perbelanjaan kerajaan yang lebih tinggi menyebabkan jangkaan inflasi meningkat dan seterusnya menurunkan kadar faedah benar. Hal ini merangsang perbelanjaan swasta lantas menyebabkan kesan pengganda yang lebih besar (Christiano dll., 2011).

[10] Tahap kadar faedah yang tidak merangsang mahupun mengekang pertumbuhan ekonomi. Penurunan kadar faedah natural yang disebabkan oleh lebihan simpanan global (Bernanke, 2005) mencadangkan bahawa dasar-dasar yang bermatlamat mengurangkan simpanan agregat boleh mewujudkan permintaan agregat yang lebih tinggi dan seterusnya menyokong kenaikan kadar faedah natural menerusi tekanan inflasi (Michau, 2020).

[11] Hal ini berlaku melalui penstabil automatik dan pencukaian progresif yang memberikan perlindungan yang lebih baik daripada kejutan agregat atau idiosinkratik terhadap ejen ekonomi, lantas mengurangkan keperluan untuk simpanan berjaga-jaga. Kesannya, pengurangan jumlah simpanan akan menaikkan kadar faedah neutral (ECB, 2021).

Jadual 1: Olahan Fakta Tentang Dasar Monetari dan Dasar Fiskal

	DASAR MONETARI	DASAR FISKAL BUDI BICARA[12]
Takrifan	Melibatkan penggunaan instrumen dasar (cth. kadar faedah, operasi mudah tunai, dll) oleh bank pusat untuk menguruskan inflasi dan menyokong kegiatan aktiviti ekonomi (cth. pertumbuhan atau guna tenaga)	Merujuk penggunaan perbelanjaan kerajaan, pencukaian dan pinjaman untuk mempengaruhi tahap permintaan agregat, menggalakkan pertumbuhan, dan memenuhi pelbagai objektif sosioekonomi
PERSAMAAN		
Orientasi	Alat kitaran berbalas (*counter-cyclical*) yang memberikan kesan pada permintaan agregat	
Tempoh masa	Tumpuan pada kesan jangka pendek dengan tempoh 12–36 bulan, namun kesan pengganda fiskal (*fiscal multiplier*) boleh bertahan lebih lama[13]	
Kesan pengagihan	Kesan pengagihan yang meluas ke atas pendapatan dan kekayaan; Dasar fiskal dapat mengagihkan sumber antara sektor dengan segmen manakala dasar monetari dapat mengagihkan sumber antara penyimpan dengan peminjam	
PERBEZAAN		
Objektif	Untuk mengawal inflasi dan/atau pertumbuhan dengan mempengaruhi permintaan agregat	Mempengaruhi permintaan agregat dan memastikan kestabilan dalam bekalan agregat ke arah mencapai matlamat makroekonomi (cth. pertumbuhan mampan, guna tenaga dan kestabilan harga)
Mekanisme transmisi	Berfungsi melalui saluran kadar faedah, harga aset, kredit, kadar pertukaran mata wang dan jangkaan	Berfungsi melalui saluran penggunaan dan pelaburan
Kesan	Secara amnya, alat dasar yang memberikan kesan meluas	Alat dasar yang dapat memberikan kesan meluas atau kesan yang disasarkan kepada sektor atau segmen tertentu

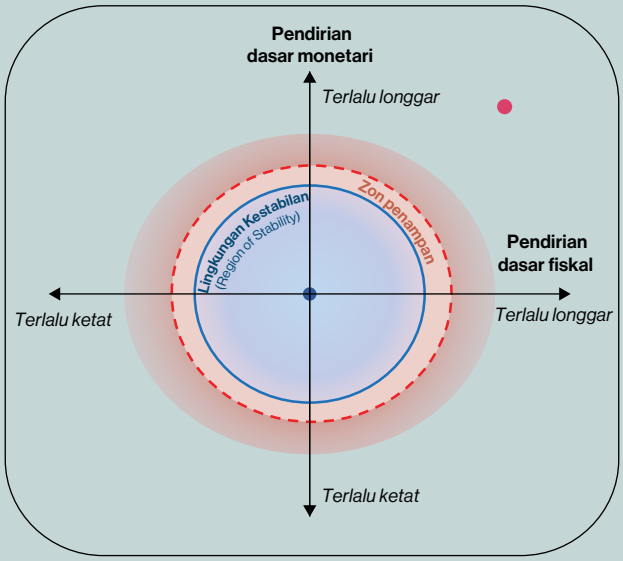
Sumber: Kompilasi kakitangan daripada Dong, Wei dll. (2021), Hopper (2018) dan Kopcke dll. (2006)

Interaksi antara dasar monetari dengan dasar fiskal mewujudkan cabaran dalam mengendalikan landskap dasar bagi bank pusat dan kerajaan. Dalam konteks analisis dasar, 'Lingkungan Kestabilan' (Region of Stability, ROS) menyediakan rangka kerja untuk memahami cara dasar-dasar makroekonomi berbeza mempengaruhi antara satu sama lain serta bagaimana interaksi kedua-dua dasar ini boleh menimbulkan risiko terhadap ekonomi (BIS, 2023). Paling penting untuk ditekankan ialah sempadan ROS. Jika dasar monetari dan dasar fiskal dilaksanakan melangkaui sempadan ROS, hal ini menimbulkan risiko terhadap kestabilan makroekonomi (Gambar Rajah 2). Sempadan ini berubah-ubah susulan pengaruh faktor-faktor seperti perubahan struktur ekonomi (contohnya penuaan penduduk) yang boleh mengubah sempadan tersebut, serta gabungan pilihan dasar (contohnya defisit fiskal yang terus tinggi) yang memberikan tekanan pada sempadan itu. Pada masa yang sama, kadar dasar yang terlalu rendah secara berpanjangan juga boleh mewujudkan ketidakseimbangan kewangan dan menggalakkan pengambilan hutang yang berlebihan dalam ekonomi. Oleh itu, risiko daripada interaksi dasar mungkin timbul yang menjejaskan keupayaan untuk mencapai objektif dasar masing-masing serta mengancam kestabilan makroekonomi secara keseluruhan. Hal ini menegaskan keperluan untuk kewaspadaan dalam perumusan dasar serta pendekatan yang teguh dalam menyediakan penampan dasar yang mencukupi. Yang penting, hal ini menekankan bahawa dasar monetari dan dasar fiskal tidak boleh dilaksanakan secara bersendirian lantas memerlukan pengurusan interaksi yang berkesan bagi memastikan hasil yang optimum.

[12] Yang ketara, jenis dasar fiskal yang berbeza boleh memberikan kesan pada permintaan dan bekalan agregat. Walau bagaimanapun, penstabilan makroekonomi berkait terutamanya dengan pengaruhnya terhadap permintaan agregat. Dasar fiskal yang matlamatnya melangkaui penstabilan makroekonomi jangka pendek dirujuk sebagai pembaharuan struktur.

[13] Kesan pengganda fiskal boleh bertahan sehingga beberapa tahun berdasarkan kontingensi negara (contohnya kekangan kitaran ekonomi dan mudah tunai) dan jenis instrumen (contohnya langkah-langkah hasil dan perbelanjaan) (Office for Budget Responsibility, 2013).

Gambar Rajah 2: Interaksi Dasar Monetari-Dasar Fiskal dan Implikasi Terhadap Makroekonomi



● **Beroperasi dalam Lingkungan Kestabilan (*Region of Stability*):** Gabungan dasar monetari dan dasar fiskal yang konsisten dengan kestabilan makroekonomi

● **Beroperasi di luar Lingkungan Kestabilan:** Dicirikan oleh dasar yang tidak diselaraskan dengan baik terhadap keadaan makroekonomi semasa yang mengakibatkan implikasi buruk terhadap kestabilan kewangan & pembaharuan struktur

▶ **Faktor-faktor yang mempengaruhi sempadan Lingkungan Kestabilan:**

- Asas-asas makroekonomi
- Pembaharuan struktur
- Kemampanan trajektori dasar– iaitu pendirian kedua-dua dasar tidak terlalu longgar atau ketat

▶ **Zon penampan:** 'Margin keselamatan' melindungi daripada ketidakstabilan makroekonomi

Faktor yang mempengaruhi zon penampan:

- Dasar kehematan makro
- Keyakinan orang awam

Sumber: Diadaptasi daripada BIS (2023)

Memahami dan mengurangkan risiko daripada interaksi dasar monetari dan dasar fiskal

Tahap interaksi yang tinggi antara dasar monetari dengan dasar fiskal mewujudkan risiko 'dominasi fiskal'. Keadaan ini berlaku apabila keputusan dasar monetari terlalu tertakluk pada pertimbangan fiskal (Agur dll., 2022), khususnya berhubung dengan risiko-risiko berkaitan hutang negara. Yang penting, kebimbangan mengenai dominasi fiskal boleh berlaku secara halus tanpa pengaruh secara langsung daripada pihak berkuasa fiskal. Hal ini terjadi apabila tahap hutang kerajaan yang sangat tinggi memberikan cabaran kepada bank pusat sekiranya perlu menaikkan kadar dasar, kerana kenaikan ini boleh mengakibatkan ketidakstabilan kewangan dan menjejaskan ekonomi benar. Sebagai contoh, Heinemann dan Kemper (2021) membahaskan bahawa keadaan ini berlaku pada ahli-ahli individu ECB Governing Council, yang termasuk para gabenor bank-bank pusat nasional (*national central banks*, NCB) kawasan euro dan ahli lembaga pengarah ECB. Perbahasan menunjukkan bahawa terdapat korelasi positif antara tahap pendirian setiap ahli yang berhati-hati (*dovishness*)[14] dengan paras keberhutangan negara anggota masing-masing.[15] Kebimbangan yang sama

[14] Merujuk tindakan mengutamakan dasar monetari yang lebih akomodatif atau yang mengembang seiring dengan tahap toleransi yang lebih tinggi terhadap inflasi. Lazimnya tindakan ini dicirikan oleh kecenderungan untuk kadar faedah yang lebih rendah. Dapatan daripada Heinemann dan Kempel (2021) menunjukkan bahawa individu daripada negara anggota yang mempunyai tahap hutang yang tinggi akan lebih cenderung untuk menyokong pendirian dasar monetari yang lebih akomodatif.

[15] Transmission Protection Instrument (TPI) yang diperkenalkan pada bulan Julai 2022 telah dikemukakan sebagai contoh kemungkinan dominasi fiskal secara halus oleh Leeper (2023), kerana TPI membenarkan ECB membeli tambahan bon negara sebagai tindak balas terhadap peningkatan kadar hasil yang 'tidak wajar'. Langkah ini boleh dianggap sebagai percubaan mempengaruhi kadar hasil bon negara-negara euro yang mempunyai paras hutang yang tinggi. Meskipun tidak pernah diaktifkan, TPI berfungsi sebagai penghalang terhadap peningkatan spread kerajaan yang tidak teratur dan tidak wajar serta memastikan transmisi dasar monetari yang berkesan di seluruh kawasan euro (Schnabel, 2023).

dibangkitkan tentang bank-bank pusat di Jepun dan Amerika Syarikat semasa pandemik disebabkan oleh pertimbangan tentang mudah tunai dan kesolvenan negara berikutan paras hutang kerajaan yang tinggi (Bordo dan Levy, 2021).

Selain dominasi fiskal, campur tangan langsung dan pembiayaan defisit kerajaan oleh bank pusat merupakan keadaan lebih ekstrem yang memberikan kesan nyata terhadap pelaksanaan dasar monetari. Campur tangan langsung melibatkan campur tangan politik secara langsung dalam keputusan dasar monetari, lantas menjejaskan kebebasan bank pusat. Misalnya, tekanan politik terhadap Federal Reserve untuk mengekalkan kadar faedah yang rendah sepanjang pertengahan 1960-an disebut sebagai faktor penyumbang kepada Great Inflation (Meltzer, 2003).[16] Sebaliknya, pembiayaan defisit fiskal secara langsung oleh bank pusat boleh berlaku melalui pemberian pinjaman terus kepada kerajaan atau pembelian langsung bon kerajaan oleh bank pusat tersebut (yakni penjanaan wang untuk menguruskan hutang) (Tobias dll., 2021). Hasilnya ialah peningkatan yang kekal dan berterusan dalam bekalan wang, dan akhirnya membawa kepada risiko inflasi melampau (*hyperinflation*) seperti yang terjadi di Zimbabwe pada awal abad ke-21 (Hooley dll., 2021).

Interaksi dasar monetari dan dasar fiskal juga boleh menimbulkan implikasi terhadap kestabilan kewangan. Berikutan interaksi dasar monetari dan dasar fiskal yang terkait menerusi terbitan sekuriti hutang kerajaan dalam pasaran kewangan, amalan yang tidak konsisten pada mana-mana dasar boleh menyumbang kepada ketidakstabilan sektor kewangan. Keadaan ini diserlahkan oleh krisis *gilt* pada tahun 2022 di United Kingdom (UK). Ciri pakej fiskal tanpa dana yang diumumkan oleh Chancellor of the Exchequer UK menimbulkan kebimbangan tentang hutang kerajaan yang semakin meningkat dan risiko tekanan inflasi. Impak seterusnya pada pasaran, khususnya pada kumpulan wang pencen UK, memaksa Bank of England untuk membalikkan program pengurangan penyata kedudukan kewangannya. Kesannya, Bank of England terpaksa melaksanakan pembelian *gilt* sementara dan bersasar bagi mengembalikan pasaran kewangan kepada keadaan teratur (Leeper, 2023). Kes ini memberikan gambaran tentang kesalinghubungan dasar makroekonomi yang berlainan serta menyerlahkan kepentingan koheren dasar.

Tambahan lagi, interaksi dasar monetari dan dasar fiskal juga boleh mempengaruhi prospek pembaharuan struktur. Sebagai contoh, kewangan kerajaan yang teguh akan memudahkan pelaksanaan pembaharuan yang lebih berkesan. Keadaan ini didorong oleh ruang dasar yang lebih tersedia untuk membiayai langkah-langkah mitigasi dan peralihan untuk menampung kesan terhadap golongan yang akan terjejas oleh pembaharuan tersebut (IMF, 2004; Tompson, 2009). Gabungan pembaharuan dengan insentif fiskal (contohnya potongan atau kredit cukai) pula mampu memudahkan malahan mempercepat pembaharuan dengan mengurangkan kos peralihan dan meringankan beban sosial. Namun, pembaharuan ini memerlukan sokongan fiskal yang bersasar, mempunyai had masa dan bergantung pada komitmen terhadap pembaharuan besar lain (Banerji dll., 2017).

Secara keseluruhan, pemahaman tentang risiko yang berpunca daripada interaksi antara dasar monetari dengan dasar fiskal adalah amat penting. Pelaksanaan dasar dalam Lingkungan Kestabilan mencegah bebanan yang berlebihan terhadap satu-satu dasar dalam penstabilan makro, mengurangkan potensi ketidakseimbangan dan mengelakkan daripada terhalangnya keberkesanan dasar monetari mahupun dasar fiskal. Kejayaan pelaksanaan dalam Lingkungan Kestabilan bergantung pada dua faktor yang sangat penting:

- **Amalan dasar:** Dasar monetari perlu memberikan tumpuan pada mandat kestabilan harga dalam usaha menyokong objektif makroekonomi lain iaitu mengekalkan pertumbuhan dan kestabilan kewangan. Dasar fiskal harus mengutamakan kehematan, menggunakan ruang fiskal apabila perlu dan membina semula penampan bagi memastikan kemampanan hutang jangka panjang. Bagi kedua-dua dasar, kedudukan pendirian dasar yang 'neutral'[17] adalah sangat penting untuk memastikan pelaksanaan dasar dapat memainkan peranan kitaran berbalas yang berkesan.[18]

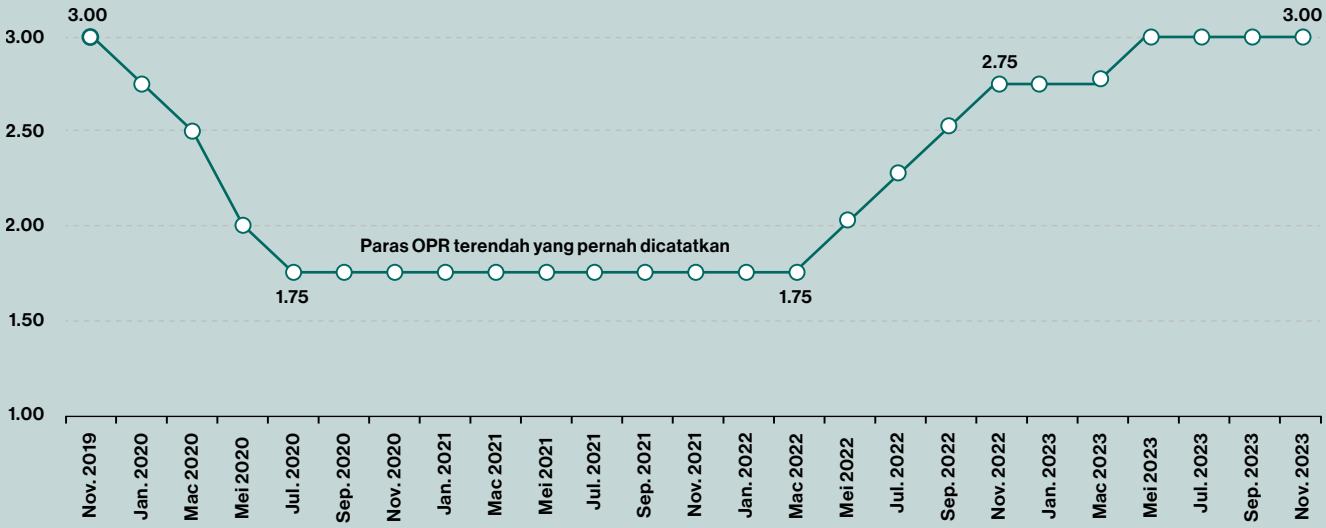
- **Rangka kerja institusi:** Rangka kerja perundangan yang ditakrifkan dengan baik melindungi kebebasan institusi dan operasi serta pada masa yang sama menetapkan pengaturan institusi yang memudahkan libat urus antara bank pusat dengan pihak berkuasa fiskal.

[16] Merujuk tempoh antara tahun 1965 hingga 1982 di Amerika Syarikat yang dicirikan oleh inflasi yang tinggi hingga mencecah 15%.
[17] Merujuk pendirian dasar yang tidak bersifat pengembangan (iaitu menyokong) ataupun penguncupan (iaitu melembapkan) terhadap ekonomi.
[18] Bagi dasar fiskal, baki primer terlaras kitaran (iaitu baki fiskal tolak komponen kitaran dan bayaran faedah, terlaras untuk jurang keluaran) menunjukkan penggunaan cukai dan perbelanjaan 'budi bicara' sebagai pengembangan atau penguncupan (Fedelino dll., 2009).

Pengalaman Malaysia

Interaksi antara dasar monetari dengan dasar fiskal di Malaysia tertumpu terutamanya pada bidang penstabilan makroekonomi, pengurusan hutang dan pembangunan ekonomi. Kemelesetan yang dicetuskan oleh pandemik baru-baru ini mewujudkan sebilangan cabaran yang unik dan tidak pernah berlaku sebelum ini kepada negara dan memberikan pelbagai kes penggunaan mengenai pengendalian alat dasar dalam Lingkungan Kestabilan. Sama seperti pengalaman peringkat global, Malaysia bertindak balas terhadap pandemik menerusi campur tangan dasar monetari dan fiskal yang lebih besar, yang meningkatkan interaksi antara dua dasar ini. Pada mulanya, Bank Negara Malaysia (BNM) mengurangkan OPR sebanyak 125 mata asas, daripada 3.00% kepada kadar terendah yang pernah dicatatkan iaitu 1.75% antara bulan Januari hingga Julai 2020 (Rajah 1). Tindakan ini diambil bagi memberikan sokongan kepada kegiatan ekonomi semasa tempoh kelembapan ekonomi yang tidak pernah berlaku sebelum itu disebabkan oleh sekatan pergerakan. Langkah ini disokong oleh sejumlah dasar kestabilan kewangan untuk menyuntik mudah tunai, memudahkan aktiviti pengantaraan dan mengurangkan tekanan aliran tunai dalam kalangan peminjam.[19] Tindak balas fiskal juga agak besar dan meluas, iaitu terdiri daripada lapan pakej rangsangan dan bantuan berjumlah RM530 bilion bagi langkah-langkah fiskal dan bukan fiskal.[20]

Rajah 1: Kadar Dasar Semalaman (OPR, %)



Sumber: Bank Negara Malaysia

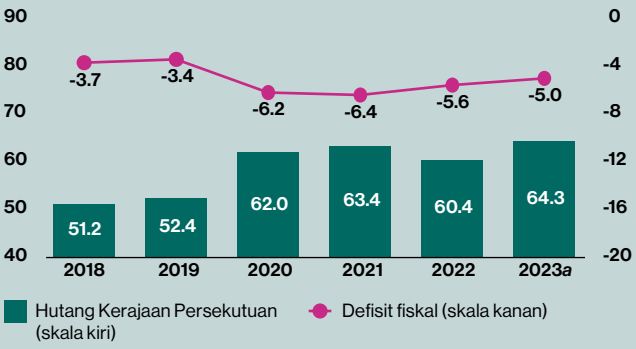
Apabila ekonomi mulai pulih, BNM menggunakan pendekatan beransur-ansur dan terkawal untuk mengembalikan kadar dasar monetari ke paras yang wajar dengan menaikkan OPR secara beransur-ansur sejak bulan Mei 2022 dan kembali ke paras sebelum pandemik iaitu 3.00% pada bulan Mei 2023. Seiring dengan pendekatan ini, langkah-langkah kestabilan kewangan beralih daripada bantuan bayaran balik pinjaman secara umum kepada bantuan yang lebih bersasar. Secara selari, peningkatan besar hutang kerajaan daripada 52.4% daripada KDNK pada tahun 2019 kepada 64.3% daripada KDNK pada tahun 2023 memerlukan pelaksanaan pendirian dasar fiskal yang kurang mengembang. Hal ini dicerminkan dalam konsolidasi fiskal secara beransur-ansur daripada -6.4% daripada KDNK pada tahun 2021 kepada -5% daripada KDNK pada tahun 2023 (Rajah 2). Rangka Kerja Fiskal Jangka Sederhana (Medium-Term Fiscal Framework, MTFF) 2024 memperkukuh komitmen ini dengan sasaran baki fiskal purata sebanyak -3.5% daripada KDNK antara tahun 2024 hingga 2026. Selain itu, Akta Kewangan Awam dan Tanggungjawab Fiskal

[19] Langkah-langkah ini termasuk membenarkan bank-bank beroperasi di bawah nisbah perlindungan mudah tunai sebanyak 100% buat sementara, mengurangkan Keperluan Rizab Berkanun (Statutory Reserve Requirement, SRR) daripada 3% kepada 2% dan memberikan moratorium bayaran balik pinjaman selama enam bulan secara automatik. Selain itu, institusi kewangan dibenarkan untuk menggunakan Sekuriti Kerajaan Malaysia (Malaysian Government Securities, MGS) dan Terbitan Pelaburan Kerajaan Malaysia (Malaysian Government Investment Issues, MGII) buat sementara bagi mematuhi nisbah keperluan rizab berkanun.

[20] Langkah-langkah ini sebahagiannya dibiayai oleh penubuhan Kumpulan Wang COVID-19 di bawah Rang Undang-Undang Langkah-Langkah Sementara Bagi Pembiayaan Kerajaan (Penyakit Koronavirus 2019 (COVID-19)) 2020. Langkah-langkah penting termasuk pengeluaran simpanan KWSP, pindahan tunai (contohnya Bantuan Prihatin Nasional dan Bantuan Khas COVID-19), program subsidi upah (*wage subsidy programme*, WSP) dan pelaksanaan projek-projek berskala kecil (Kementerian Kewangan, 2022).

(The Public Finance and Fiscal Responsibility Act, FRA)[21] yang diluluskan baru-baru ini mengenakan had maksimum hutang kerajaan persekutuan pada 60% daripada KDNK bagi memastikan kemampanan hutang. Pada masa hadapan, kejayaan pelaksanaan pendekatan subsidi yang lebih bersasar akan memberikan sokongan lanjut pada usaha konsolidasi fiskal. Kesemua set tindakan dasar ini telah dibuktikan koheren, kerana pendirian pengembangan fiskal secara berlebihan mungkin akan memerlukan pendirian dasar monetari yang berbentuk penguncupan bagi membendung tekanan inflasi, lantas berpotensi menidakkan impak yang dihasratkan terhadap pertumbuhan. Yang penting, gabungan dasar ini menyokong pemulihan ekonomi yang kukuh dan berkesudahan dengan pertumbuhan KDNK benar yang mantap pada tahun 2022 dan 2023, masing-masing sebanyak 8.4% dan 3.7%. Inflasi pula menurun daripada paras tertingginya iaitu sebanyak 4.7% pada bulan Ogos 2022 kepada 1.5% pada bulan Disember 2023.

Rajah 2: Hutang Kerajaan Persekutuan dan Defisit Fiskal (% daripada KDNK)



a Awalan

Sumber: Kementerian Kewangan Malaysia dan Bank Negara Malaysia

Dua elemen penting menjadi panduan pendekatan BNM dalam usaha memainkan peranan kitaran berbalasnya serta menguruskan risiko interaksi yang ketara semasa pandemik, iaitu kejelasan mandat dan rangka kerja institusi yang mantap. Pertama, Akta Bank Negara Malaysia (2009) menetapkan mandat BNM serta mentadbir urus hubungan BNM dengan Kerajaan. Yang penting, Akta tersebut menetapkan matlamat utama bagi menggalakkan kestabilan monetari dan kewangan yang kondusif untuk pertumbuhan ekonomi Malaysia yang mampan serta pada masa yang sama memberikan khidmat nasihat tentang hal ehwal ekonomi dan kestabilan kewangan kepada Kerajaan.[22] Kedua, terdapat dua perlindungan utama dalam Akta ini bagi memastikan penyampaian mandat secara berkesan. Akta ini[23] secara formal menjamin kebebasan BNM untuk melaksanakan dasar monetari, yang penting untuk memastikan kestabilan monetari.[24] Akta ini[25] juga mengenakan had yang ketat terhadap keupayaan BNM untuk memberikan pembiayaan kepada Kerajaan, yang ditakrifkan oleh parameter khusus dari segi tempoh, had dan keadaan yang mengizinkan.

Pengaturan institusi yang teguh memudahkan libat urus dan penyelarasan dasar antara BNM dengan Kerajaan. Sebagai ahli platform dasar peringkat kebangsaan seperti Majlis Tindakan Ekonomi Negara (MTEN) dan Jawatankuasa Dasar Fiskal (Fiscal Policy Committee, FPC), BNM memainkan peranan proaktif melalui khidmat nasihat dasar untuk pelbagai isu ekonomi yang merangkumi pengurusan makroekonomi, cabaran struktur serta pembaharuan fiskal. Hal ini diperkukuh dengan penyertaan BNM dalam pelbagai platform peringkat kerja yang khas. Penyertaan ini khususnya membolehkan BNM memberikan pandangan secara konsisten berhubung dengan prospek ekonomi dan risiko-risiko yang baru muncul dalam ekonomi global dan dalam negeri.

[21] Akta ini memperkenalkan empat peraturan fiskal: tahap tertinggi defisit fiskal sebanyak -3% daripada KDNK; had hutang kerajaan persekutuan sebanyak 60% daripada KDNK; mengehadkan jaminan kerajaan pada 25% daripada KDNK; dan perbelanjaan pembangunan tahunan minimum sebanyak 3% daripada KDNK.
[22] Merujuk Seksyen 5 dan 70 Akta Bank Negara Malaysia 2009.
[23] Merujuk Seksyen 22 Akta Bank Negara Malaysia 2009.
[24] Arnone dll. (2009) mengetengahkan manfaat bank-bank pusat yang berautonomi dan diberikan kuasa oleh Akta Bank Pusat berhubung dengan hasil dasar seperti inflasi.
[25] Merujuk Seksyen 71 Akta Bank Negara Malaysia 2009.

Secara amnya, aturan perundangan dan institusi di Malaysia memudahkan tindak balas dasar monetari dan dasar fiskal yang koheren serta pada masa yang sama mengurangkan risiko interaksi monetari-fiskal yang tidak wajar atau berlebihan. Namun begitu, risiko yang boleh timbul dalam interaksi antara dua dasar ini perlu diuruskan secara proaktif. Contohnya ialah usaha konsolidasi fiskal yang proaktif oleh Kerajaan kerana paras hutang kerajaan yang tidak mampan mampu menimbulkan komplikasi pada pertimbangan dasar monetari untuk bertindak balas terhadap tekanan inflasi yang semakin meningkat. Risiko-risiko ini seterusnya boleh mengakibatkan ketidakstabilan pasaran kewangan dan secara tidak sengaja mewujudkan dominasi fiskal secara halus, yang menghalang kestabilan makroekonomi dan pertumbuhan mampan untuk jangka masa panjang. Oleh itu, kewaspadaan yang berterusan dan penambahbaikan alat dasar kekal menjadi keutamaan terpenting.

Bagi terus melindungi keberkesanan serta interaksi dasar monetari dan fiskal, beberapa langkah boleh dipertimbangkan, yang termasuk:

Dasar monetari:

- **Pemahaman yang lebih mendalam tentang perubahan struktur dalam ekonomi:** Usaha untuk memahami secara mendalam peralihan struktur yang sedang dan akan berlaku, sama ada berpunca daripada krisis pandemik ataupun trend mega ekonomi semasa (contohnya penuaan penduduk, pendigitalan dan perubahan iklim), terus menjadi sebahagian daripada agenda BNM. Pemahaman ini akan membolehkan BNM melaksanakan dasar monetari secara berkesan bagi memastikan kestabilan harga yang konsisten dengan pembangunan mampan. Paling penting ialah pemahaman yang mendalam tentang evolusi dinamik inflasi dan mekanisme transmisi dasar monetari berikutan peralihan struktur ini. Kajian akan ditumpukan pada bidang-bidang ini.

Dasar fiskal:

- **Keselarasan dengan penunjuk ekonomi yang kukuh:** Komitmen terhadap pelaksanaan dasar fiskal yang dipertingkatkan menerusi sasaran defisit fiskal ke arah Baki Primer Penstabilan Hutang (Debt Stabilising Primary Balance, DSPB)[26] dan Baki Primer Terlaras Kitaran (Cyclically Adjusted Primary Balance, CAPB) akan mengekalkan kemampanan fiskal dan merangsang keberkesanannya sebagai alat kitaran berbalas. Akta Kewangan Awam dan Tanggungjawab Fiskal merupakan asas untuk usaha ini dan akan mengurangkan kecenderungan prokitaran dan pada masa yang sama memastikan kemampanan hutang.

- **Pembaharuan dasar fiskal yang teguh:** Bagi jangka pendek, usaha konsolidasi juga perlu disokong oleh pembaharuan hasil dan perbelanjaan. Sokongan ini termasuk langkah-langkah untuk memperluas dan mempelbagaikan asas hasil serta mengutamakan item perbelanjaan yang mempunyai kesan pengganda yang besar.[27]

Akhir sekali, pembaharuan struktur memainkan peranan yang begitu penting untuk mengurangkan risiko yang berpunca daripada interaksi monetari-fiskal. Pembaharuan ini memperluas Lingkungan Kestabilan lantas menyokong kekukuhan dan daya tahan makroekonomi. Bidang pembaharuan penting termasuk meningkatkan potensi pertumbuhan ekonomi, memastikan tenaga kerja bersedia untuk masa hadapan, beralih kepada ekonomi rendah karbon, memastikan keberkesanan perlindungan sosial serta membina daya tahan fiskal dengan memperluas asas hasil dan mengoptimumkan perbelanjaan menerusi tumpuan pada perbelanjaan pengganda besar. Pembaharuan sedemikian mengembangkan Lingkungan Kestabilan dengan merangsang potensi pertumbuhan dan meminimumkan volatiliti, lantas mengurangkan tekanan terhadap dasar monetari dan dasar fiskal untuk menyokong kegiatan ekonomi. Pengumuman beberapa pelan induk utama ekonomi negara[28] baru-baru ini serta pembaharuan pada sistem perlindungan sosial[29] merupakan langkah-langkah yang tepat. Pelan-pelan induk adalah mustahak untuk mengukuhkan jentera pertumbuhan

[26] Merujuk baki primer (iaitu baki fiskal tolak bayaran faedah). Apabila paras ini dicapai, nisbah hutang kerajaan daripada KDNK mula menurun.
[27] Anggaran empirikal pengganda fiskal menunjukkan bahawa perbelanjaan berhubung dengan bekalan dan perkhidmatan serta aset tetap memaparkan kesan pengganda terbesar (Lau dll., 2022).
[28] Merujuk Pelan Induk Perindustrian Baharu (National Industrial Masterplan, NIMP) dan Pelan Hala Tuju Peralihan Negara Nasional (National Energy Transition Roadmap, NETR).
[29] Dasar-dasar ini, yang terdiri daripada jaringan keselamatan sosial, insurans sosial dan dasar pasaran pekerja aktif (active labour market policies, ALMP), menyediakan tahap minimum perlindungan sosial, mengurangkan risiko kitaran hayat dan mempertingkatkan peluang ekonomi. Hal ini akan disokong oleh pembaharuan menyeluruh seperti pangkalan data berpusat (iaitu Pangkalan Data Utama (PADU)).

mampan dengan merangsang inovasi dan produktiviti, sementara sistem perlindungan sosial menyediakan daya tahan terhadap kejutan ekonomi. Oleh itu, sangat mustahak untuk pelan-pelan induk ini dan langkah-langkah pembaharuan struktur lain dilaksanakan dengan mantap dan bersungguh-sungguh.

Kesimpulan dan langkah selanjutnya

Peningkatan interaksi antara dasar monetari dengan dasar fiskal tidak semestinya menjejaskan ekonomi. Walau bagaimanapun, dasar yang diamalkan secara tidak berhemat boleh menyukarkan keupayaan keseluruhan sesebuah negara untuk beroperasi dalam Lingkungan Kestabilan. Pengalaman Malaysia baru-baru ini semasa pandemik menunjukkan bahawa kedua-dua dasar dilaksanakan dengan baik dalam Lingkungan Kestabilan. Meskipun begitu, diakui bahawa landskap selepas pandemik memaparkan kemungkinan kelemahan masa hadapan dalam bentuk peningkatan risiko fiskal yang disebabkan oleh paras hutang yang tinggi serta peralihan yang lebih kekal dalam struktur ekonomi.

Oleh itu, penyediaan penampan dasar monetari dan dasar fiskal secara proaktif pada masa hadapan adalah sangat penting bagi mengurangkan potensi risiko-risiko ini. Pihak berkuasa monetari dan fiskal perlu turut berwaspada dalam memperteguh kit alatan pengawasan untuk memahami evolusi ekonomi dengan lebih baik. Bagi dasar monetari, perkara yang perlu diuruskan segera adalah untuk memastikan risiko kestabilan harga dibendung. Bagi dasar fiskal, penting supaya risiko-risiko yang berpunca daripada penggunaan fiskal yang meluas semasa pandemik dikurangkan secara beransur-ansur. Pegangan yang teguh terhadap pelan konsolidasi fiskal yang sedang berlangsung akan menjadi keutamaan dan akan menyokong kemampanan hutang mengikut peredaran masa. Kesemua langkah ini secara keseluruhan akan memastikan kesediaan kedua-dua dasar untuk memainkan peranan kitaran berbalas secara berkesan dan koheren serta memperkukuh kestabilan makroekonomi dengan cara yang mampan.