Keadaan Monetari dan Kewangan pada Tahun 2016

51 Keadaan Monetari dan Kewangan Antarabangsa
54 Keadaan Monetari dan Kewangan Domestik
63 *Rencana: Turun Naik dan Terputusnya Perkaitan Kadar Pertukaran dengan Asas-asas Ekonomi: Struktur atau Kitaran?*

Keadaan Monetari dan Kewangan pada Tahun 2016

KEADAAN MONETARI DAN KEWANGAN ANTARABANGSA

Pasaran kewangan global kekal tidak menentu pada tahun 2016

Keadaan tidak menentu pasaran kewangan global berterusan pada tahun 2016. Keadaan ini disebabkan oleh pertumbuhan global yang lembap dan inflasi yang rendah, dasar monetari ekonomi maju yang berbeza-beza, pengukuhan dolar Amerika Syarikat (AS) dan harga komoditi global yang rendah. Peserta pasaran menjadi lebih sensitif terhadap perkembangan "pengambilan risiko" ("risk-on") dan "penghindaran risiko" ("risk-off"). Sentimen pelabur dipengaruhi oleh beberapa faktor risiko utama yang berlaku pada tahun 2016. Walaupun faktor kebimbangan terhadap pertumbuhan dan turun naik pasaran kewangan Republik Rakyat China (RR China), serta hala tuju dasar monetari AS dan perkembangan harga komoditi terus menjadi penyebab utama turun naik pasaran, perkembangan politik di UK dan AS adalah di luar jangkaan pasaran. Ketidakpastian berhubung dengan perkembangan ini telah menyebabkan pelarasan yang nyata terhadap kadar pertukaran asing global serta harga ekuiti dan bon.

Pada dua bulan pertama 2016, pasaran kewangan global mengalami tempoh turun naik yang ketara akibat sentimen pelabur yang semakin merosot. Ini berikutan risiko makroekonomi yang meningkat dan harga komoditi dunia yang terus menurun. Kebimbangan pasaran tertumpu pada momentum pertumbuhan global yang semakin perlahan, khususnya di RR China, berikutan pengumuman data ekonomi yang semakin lemah pada awal tahun 2016[1]. Pasaran ekuiti China juga menjadi tumpuan apabila Indeks Komposit Shanghai jatuh sekitar 10% pada minggu dagangan pertama tahun 2016 dan seterusnya mencetuskan pemutus litar (circuit breaker) yang menghentikan dagangan untuk dua hari dan menyebabkan kebimbangan pasaran[2]. Keadaan ini menular ke pasaran saham global yang mendorong penjualan yang ketara dan mengakibatkan indeks pasaran saham utama jatuh pada purata kira-kira 5%. Trend harga minyak mentah dunia juga terus menurun dan mencatat paras paling rendah pada USD28 setong pada pertengahan bulan Januari - paras terendah dalam tempoh 12 tahun kebelakangan, di tengah-tengah prospek permintaan global yang lebih lemah dan lebihan bekalan akibat peningkatan inventori global dan penarikan balik sekatan antarabangsa. Akibatnya, arus penjualan dalam pasaran kewangan global telah meningkat, terutamanya dari negara-negara pengeksport komoditi.

Meskipun tahun 2016 bermula dengan keadaan yang tidak menentu, persekitaran penghindaran risiko beransur-ansur pulih berikutan jangkaan sokongan monetari seterusnya dalam ekonomi maju utama dan pemulihan harga minyak mentah dunia. Bank pusat dalam ekonomi maju utama meneruskan dasar monetari yang lebih akomodatif. Ini dilaksanakan melalui penurunan kadar faedah dasar dan juga program pembelian aset yang lebih pesat bagi menyediakan mudah tunai tambahan kepada pasaran[3]. Langkah tambahan yang telah diambil oleh beberapa bank pusat dalam ekonomi maju untuk melaksanakan dasar monetari yang

[1] Pada bulan Januari, pertumbuhan KDNK RR China pada tahun 2015 dilaporkan menjadi perlahan kepada 6.9%, kadar pertumbuhan terendah dalam tempoh 25 tahun. Data perkilangan juga dilaporkan lebih lemah, dengan Indeks Pengurus Pembelian *(*Purchasing Managers Index - PMI*)* rasmi menunjukkan sektor perkilangan RR China terus menguncup.

[2] Pemutus litar pasaran saham RR China dilaksanakan pada 1 Januari dan dicetuskan pada dua peringkat. Jika indeks ekuiti meningkat atau menurun 5%, dagangan ditangguhkan selama 15 minit. Jika indeks berubah 7%, dagangan bagi baki waktu dagangan hari itu akan dihentikan.

[3] Contohnya, European Central Bank (ECB) menambah program pembelian asetnya pada bulan Mac dan mula membeli bon korporat pada bulan Jun; manakala Bank of England (BOE) menurunkan kadar faedah ke paras paling rendah dalam sejarah, iaitu 0.25% dan menambah program pembelian asetnya pada bulan Ogos.

lebih akomodatif. Bank of Japan (BOJ) mula melaksanakan kadar faedah negatif, manakala European Central Bank (ECB) terus menurunkan kadar dasarnya kepada paras yang lebih negatif. Kadar faedah jangka pendek yang rendah atau negatif, bersama-sama penurunan premium terma (term premium)[4], telah mengakibatkan banyak kadar hasil bon kerajaan dalam ekonomi maju didagangkan pada kadar negatif. Hal ini sekali lagi menyebabkan bertambahnya aktiviti pada peringkat global untuk mencari pulangan. Kesanggupan mengambil risiko oleh pelabur global, terutamanya dalam pasaran sedang pesat membangun, bertambah baik apabila harga minyak pulih dalam tempoh yang singkat, mencecah paras melebihi USD50 setong pada bulan Jun. Ini berikutan gangguan terhadap pengeluaran minyak mentah global dan meningkatnya jangkaan pengurangan pengeluaran minyak mentah pada masa hadapan[5]. Berikutan itu, aliran modal kembali masuk ke pasaran ekonomi sedang pesat membangun menyebabkan penilaian yang lebih tinggi terhadap aset kewangan. Indeks Morgan Stanley Capital International (MSCI) Pasaran Sedang Pesat Membangun meningkat 22%, manakala kadar hasil bon kerajaan dalam pasaran sedang pesat membangun menurun pada purata kira-kira 70 mata asas[6].

Meskipun sentimen risiko pada amnya bertambah baik dalam tempoh tersebut, pasaran kewangan global tetap terdedah kepada perubahan sentimen yang mendadak. Berikutan itu, trend positif dalam pasaran bon dan ekuiti global dalam tempoh tersebut terganggu oleh jangkaan yang berubah-ubah terhadap hala tuju dasar monetari AS dan peristiwa geopolitik. Yang nyata, dua kejadian risiko hujung atau *tail-risk* yang jarang-jarang berlaku telah menyebabkan sentimen pelabur merosot secara mendadak. Pertama, keputusan referendum EU oleh UK (Brexit) pada bulan Jun menyebabkan kenaikan mendadak untuk tempoh sementara dan penentuan semula harga aset kewangan global yang ketara. Walau bagaimanapun, kesan *Brexit* hanya sementara kerana pasaran kembali tenang berikutan respons pantas bank pusat dan keadaan pasaran yang kembali ke paras wajar selepas reaksi awal tersebut[7].

Kedua, keputusan pilihan raya presiden AS sekali lagi menyebabkan ketidaktentuan yang ketara sejak bulan November. Pengimbangan semula pelaburan portfolio global berlaku secara besar-besaran ke arah aset dolar AS, khususnya pasaran ekuiti. Ini disebabkan oleh jangkaan bahawa kadar faedah AS akan kembali semula ke paras yang wajar dalam masa yang lebih pantas berikutan kemungkinan pelaksanaan dasar ekonomi yang menyokong pertumbuhan dan meningkatkan inflasi. Permintaan yang lebih kukuh terhadap aset dalam dolar AS menyebabkan nilai dolar AS meningkat. Selepas pilihan raya presiden AS, indeks dolar AS meningkat sebanyak 3.8% dari November hingga Disember 2016. Kesan pengimbangan semula portfolio global ternyata amat ketara dalam pasaran sedang pesat membangun. Pelupusan pelaburan portfolio ini menyebabkan susut nilai yang mendadak di antara 1.8% hingga 12.2% berbanding dolar AS dalam tempoh dua bulan. Aliran keluar modal daripada pasaran sedang pesat membangun juga menyebabkan peningkatan ketara dalam kadar hasil bon dan kemerosotan ketara dalam harga ekuiti. Langkah Federal Reserve (Fed) AS yang akhirnya menaikkan kadar faedah pada bulan Disember memperkukuh trend ini. Pada dua bulan terakhir 2016, aliran keluar modal daripada pasaran sedang pesat membangun berjumlah USD 26.8 bilion, Indeks MSCI jatuh 5% dan kadar hasil bon kerajaan dalam pasaran sedang pesat membangun meningkat pada purata kira-kira 30 mata asas.

Tahun 2016 juga menyaksikan pelonggaran dasar monetari yang berterusan oleh kebanyakan bank pusat. Salah satu kesan utama daripada keadaan kadar faedah yang rendah dan negatif dalam tempoh yang berpanjangan ialah peningkatan aktiviti untuk mencari pulangan dan kegiatan pelaburan spekulatif. Dengan kadar faedah kekal rendah untuk suatu tempoh yang agak panjang, penentuan harga risiko yang tidak setimpal (under-pricing of risk) oleh pasaran menjadi bertambah nyata. Pada tahun 2016, tanda-tanda penentuan harga risiko yang tidak setimpal telah dilihat dalam pasaran bon global seperti

[4] Premium terma ialah pampasan yang dituntut pelabur untuk risiko yang diambil untuk memegang bon jangka lebih panjang, khususnya risiko kadar faedah yang lebih tinggi pada masa hadapan. Premium terma yang menurun menunjukkan persepsi pelabur mengenai risiko kadar faedah yang lebih rendah.

[5] Brent pulih daripada paras harga terendahnya pada USD28 setong pada pertengahan bulan Januari, dan harga meningkat kira-kira 80% melebihi USD50 setong pada bulan Jun.

[6] Bagi tempoh Mac – Oktober 2016.

[7] Sebaik selepas *Brexit*, kenyataan dikeluarkan oleh BOE, ECB dan Fed yang memberi jaminan sokongan mudah tunai dan keadaan pasaran yang terkawal.

Rajah 2.1

Indeks Pasaran Sedang Pesat Membangun MSCI



Sumber: Bloomberg

Rajah 2.2

Indeks Dolar AS



Sumber: Bloomberg

diperlihatkan oleh premium terma global yang jatuh ke paras terendah dalam sejarah dan menjadi sangat negatif. Bersama-sama jangkaan bahawa kadar faedah jangka pendek akan menjadi lebih rendah, kadar hasil bon kerajaan dalam ekonomi maju menjadi semakin negatif lantas mendorong pelabur mencari aset yang dapat menjana pulangan positif dalam pasaran sedang pesat membangun. Menjelang bulan Julai 2016, jumlah bon terkumpul dalam ekonomi maju yang didagangkan pada kadar faedah negatif dilaporkan melebihi USD10 trilion[8]. Oleh itu, pelabur meneroka pelaburan aset alternatif, termasuk harta tanah, infrastruktur, ekuiti persendirian dan dana lindung nilai dalam usaha mencari pulangan yang lebih tinggi. Dedahan pelabur institusi yang lebih tinggi kepada pelaburan aset alternatif boleh meningkatkan risiko kesolvenan sekiranya berlaku kejutan kewangan dalam pasaran[9]. Tahap amalan penentuan harga risiko yang tidak setimpal dan pengambilan risiko boleh menyumbang kepada pelarasan lebih besar dan lebih pantas dalam premium terma dan kadar hasil bon global. Ini boleh berlaku apabila arah aliran pengambilan risiko bertukar dan meninggalkan implikasi kepada pasaran sedang pesat membangun. Tanda-tanda perkara ini berlaku dapat dilihat semasa dua bulan terakhir 2016 apabila premium terma bertukar positif secara mendadak apabila pasaran menjangkakan kadar faedah AS akan naik. Ini merupakan antara faktor utama yang mencetuskan turun naik pasaran kewangan dalam ekonomi sedang pesat membangun. Penentuan semula harga risiko yang begitu ketara bermula sejak bulan November dan berlaku serentak dengan aliran keluar modal yang besar dan susut nilai kadar pertukaran pasaran-pasaran sedang pesat membangun. Memandangkan premium terma masih pada paras yang rendah, penentuan semula harga selanjutnya boleh mengakibatkan turun naik yang lebih ketara pada masa akan datang.

Rajah 2.3

Premium Terma Perbendaharaan AS 10 tahun



Sumber: Federal Reserve Bank of New York

Melangkah ke hadapan, persekitaran yang tidak pasti dan tidak menentu dijangka akan berterusan lantas mewujudkan cabaran kepada pasaran kewangan global. Cabaran itu dijangka lebih nyata bagi pasaran sedang pesat membangun. Kesemua faktor yang mempengaruhi pasaran kewangan global pada tahun 2016 akan berterusan hingga tahun 2017. Ini boleh menyumbang kepada perubahan berselang-seli antara kitaran pelaburan pengambilan risiko dengan penghindaran risiko. Sehingga kini, pasaran sedang pesat membangun masih menunjukkan daya tahan terhadap ketidaktentuan yang semakin meningkat. Namun begitu, pasaran ini akan terus terdedah kepada faktor luaran yang mempengaruhi keadaan monetari dan kewangan global.

[8] Sumber: BIS Quarterly Review, September 2016.
[9] Sumber: Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds 2015 (OECD).

KEADAAN MONETARI DAN KEWANGAN DOMESTIK

Turun naik ringgit masih ketara disebabkan perkembangan luaran

Pada tahun 2016, prestasi ringgit serta kebanyakan mata wang utama dan serantau terus menerima kesan berikutan aliran dana portfolio yang berubah-ubah. Sebahagian besar daripada prestasi ringgit dan mata wang pasaran sedang pesat membangun dipengaruhi oleh ketidakpastian yang berterusan dalam persekitaran ekonomi dan dasar global, serta perkembangan geopolitik yang menyebabkan perubahan tindakan "pengambilan risiko" dan "penghindaran risiko" dalam pasaran kewangan global. Sentimen yang berubah-ubah ini ditunjukkan dalam dua fasa perkembangan ringgit yang ketara. Pada empat bulan pertama 2016, ringgit pada amnya menunjukkan trend pengukuhan berbanding dengan dolar AS disebabkan oleh aliran masuk portfolio yang berterusan. Aliran masuk ini dipacu terutamanya oleh jangkaan penangguhan penyelarasan kadar faedah AS ke paras yang wajar dan lanjutan pelonggaran dasar monetari oleh ekonomi maju utama. Walau bagaimanapun, sejak 1 Mei hingga akhir tahun, ringgit dan kebanyakan mata wang serantau menghadapi tekanan susut nilai yang ketara disebabkan tindakan pelabur yang melupuskan pemegangan aset kewangan mereka di rantau ini berikutan pengukuhan dolar AS dan perubahan landskap geopolitik.

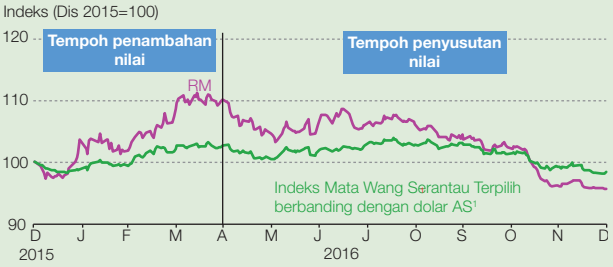
Walaupun pasaran kewangan global turun naik pada awal bulan Januari, tempoh antara 1 Januari hingga 30 April menyaksikan aliran portfolio ke dalam kebanyakan ekonomi serantau, termasuk ke pasaran kewangan Malaysia. Kadar faedah yang rendah atau negatif dalam kebanyakan ekonomi utama dan jangkaan bahawa penyelarasan kadar faedah AS ke paras yang wajar pada awal tahun 2016 akan berlaku secara lebih perlahan telah menyebabkan kegiatan mencari pulangan di seluruh dunia oleh pelabur global muncul kembali. Penyiaran data ekonomi yang lebih baik daripada jangkaan oleh RR China pada bulan April juga mengukuhkan sentimen pelabur global. Di dalam negeri, minat yang lebih mendalam terhadap aset kewangan Malaysia sebahagiannya juga mencerminkan prospek yang bertambah baik bagi negara pengeksport komoditi berikutan pemulihan ketara dalam harga minyak mentah dunia antara pertengahan Januari hingga Jun. Tambahan lagi, sentimen dalam negeri menjadi positif berikutan komitmen Kerajaan untuk terus mengekalkan sasaran defisit fiskal semasa pengubahsuaian Bajet tahun 2016. Penyiaran data ekonomi yang positif bagi suku keempat 2015 juga telah meningkatkan permintaan terhadap aset kewangan Malaysia kukuh. Berlatarkan perkembangan ini, Malaysia mencatat aliran masuk portfolio dan ringgit menambah nilai berbanding dengan dolar AS sebanyak 9.9% antara 1 Januari hingga 30 April. Ringgit mencapai nilai tertinggi tahun 2016 pada kadar RM3.865 berbanding dengan dolar AS pada bulan April. Untuk jangka masa tempoh ini, kenaikan nilai ringgit berbanding dengan dolar AS adalah yang terkukuh dalam kalangan mata wang serantau.

Walau bagaimanapun, sentimen mula berubah selepas itu dan ringgit, serta beberapa mata wang serantau menyusut nilai berbanding dengan dolar AS. Semenjak bulan Mei, nilai mata wang serantau telah dipengaruhi terutamanya oleh perkembangan ekonomi negara maju, dan bukannya oleh faktor khusus serantau atau sesebuah negara. Perkembangan ini berterusan berikutan pengukuhan ketara dolar AS disebabkan jangkaan bahawa kadar faedah AS akan terus meningkat. Dalam tempoh ini, penyiaran data ekonomi AS yang menggalakkan dan penyebaran kenyataan positif yang dikeluarkan oleh Federal Open Market Committee (FOMC) menyumbang kepada jangkaan yang kadar faedah akan terus meningkat sebelum akhir tahun 2016. Perkembangan ini telah menjejaskan sentimen pelabur dan mengurangkan permintaan terhadap aset pasaran sedang pesat membangun lantas memberikan kesan kepada prestasi nilai mata wang pasaran sedang pesat membangun. Pada masa yang sama, mata wang kebanyakan negara pengeksport komoditi, termasuk Malaysia, juga terjejas akibat turun naik berterusan dalam harga minyak mentah dunia sepanjang tempoh ini. Peningkatan ketidakpastian yang berpunca daripada perkembangan geopolitik susulan keputusan *Brexit* juga telah memburukkan lagi keadaan turun naik dan tekanan susut nilai terhadap kebanyakan mata wang pasaran sedang pesat membangun. Kekuatan dolar AS terus diperkukuh oleh jangkaan bahawa usaha penyelarasan kadar faedah AS ke paras yang wajar pada tahun 2017 akan dilaksanakan dengan lebih cepat berikutan jangkaan bahawa dasar pengembangan akan dilaksanakan selepas keputusan pilihan raya presiden AS. Bagi Malaysia, ketidakpastian ini telah menyebabkan aliran modal bertukar arah dalam tempoh itu, dengan aliran keluar modal menjadi lebih pesat pada bulan November hingga awal Disember. Perkembangan ini telah

mengimbangi keuntungan daripada pengukuhan nilai ringgit yang berlaku pada empat bulan pertama tahun ini.

Rajah 2.4

Kadar Pertukaran Ringgit Malaysia (RM) dan Mata Wang Serantau Terpilih Berbanding dengan Dolar AS (USD)



[1] Mata wang serantau: renminbi China, rupiah Indonesia, won Korea, peso Filipina, dolar Singapura, dolar Taiwan Baharu dan baht Thailand. Setiap mata wang bewajaran seimbang.

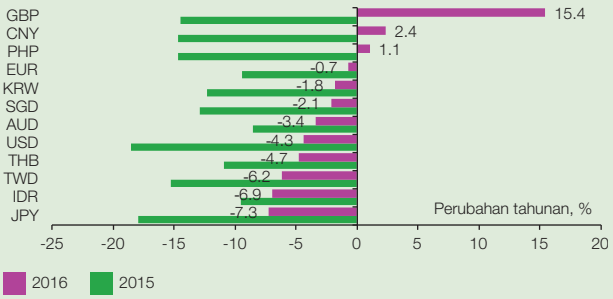
Nota: Peningkatan indeks menunjukkan penambahan nilai ringgit atau mata wang serantau terpilih berbanding dengan dolar AS.

Sumber: Bank Negara Malaysia

Pada tahun 2016, ringgit menyusut nilai sebanyak 4.3% dan mencatat kadar RM4.486 berbanding dengan dolar AS pada akhir tahun. Ringgit juga menyusut nilai berbanding dengan euro (-0.7%), dolar Australia (-3.4%) dan yen Jepun (-7.3%), tetapi meningkat berbanding dengan paun British (15.4%). Berbanding dengan mata wang serantau, ringgit pada amnya lebih lemah. Walau bagaimanapun, kadar pertukaran efektif nominal (nominal effective exchange rate, NEER) ringgit, yang mengukur prestasi ringgit berbanding dengan mata wang rakan perdagangan utama Malaysia, secara relatif kekal stabil dengan susut nilai sebanyak 1.9%.

Rajah 2.5

Ringkasan Prestasi Ringgit Malaysia (RM) Berbanding dengan Mata Wang Utama dan Serantau



Nota: (+) menunjukkan penambahan nilai ringgit berbanding dengan mata wang asing.

Sumber: Bank Negara Malaysia

Meskipun ringgit terjejas oleh kejutan luaran yang turut sama memberikan kesan kepada mata wang serantau pada tahun 2016, turun naik kadar pertukaran ringgit diburukkan lagi oleh kegiatan spekulasi dalam pasaran kontrak hadapan tanpa serahan (non-deliverable forward, NDF) luar pesisir. Ini terjadi khususnya pada bulan November selepas keputusan pilihan raya presiden AS. Memandangkan ketidakpastian berhubung pilihan raya itu meningkat, spekulasi dalam pasaran NDF menyebabkan terputusnya perkaitan (disconnect) yang nyata antara penentuan harga kadar pertukaran ringgit di luar pesisir dengan penentuan harga di dalam negeri. Dalam tempoh ini, kesamaran mengenai mekanisme penentuan harga dalam pasaran NDF menular ke dalam pasaran pertukaran asing domestik, lantas mengganggu proses penentuan harga dalam negeri. Ciri spekulatif pasaran NDF luar pesisir yang menyebabkan terputusnya perkaitan antara kadar pertukaran dengan asas-asas ekonomi dalam negeri merupakan faktor utama di sebalik ketidakjajaran dan turun naik kadar pertukaran (Lihat rencana 'Turun Naik dan Terputusnya Perkaitan Kadar Pertukaran dengan Asas-asas Ekonomi: Struktur atau Kitaran?').

Ringgit juga terdedah kepada turun naik yang lebih ketara disebabkan oleh penawaran dan permintaan yang tidak seimbang dalam pasaran pertukaran asing domestik. Sebagai negara pengeksport bersih, akaun semasa Malaysia mencatat lebihan sejak tahun 1998. Namun, apabila hasil eksport tersebut tidak ditukarkan kepada ringgit, ia melemahkan permintaan terhadap ringgit. Pada masa yang sama, apabila syarikat Malaysia melabur dengan lebih banyak di luar negeri, permintaan terhadap mata wang asing meningkat. Hal ini menyebabkan pasaran pertukaran asing menjadi lebih tidak seimbang. Ketidakseimbangan asas ini menjadikan ringgit mudah terjejas oleh perkembangan yang mendadak dalam aliran pelaburan portfolio pelabur bukan pemastautin lantas menyebabkan penyusutan nilai ringgit berlaku lebih kerap daripada biasa dan melebihi paras lazimnya sebagai tindak balas kepada perkembangan global. Campur tangan dasar diperlukan untuk membetulkan ketidakseimbangan ini. Jawatankuasa Pasaran Kewangan (Financial Markets Committee, FMC) bersama-sama Bank Negara Malaysia telah memperkenalkan beberapa langkah untuk memperdalam dan memperluas pasaran pertukaran asing domestik. Ini termasuk menggalakkan lindung nilai pertukaran asing dalam pasaran pertukaran asing domestik. Satu lagi langkah yang diambil ialah menetapkan syarat supaya hasil eksport dalam mata wang asing ditukarkan kepada ringgit.

Langkah ini akan menangani isu ketidakseimbangan sekiranya hasil eksport dimasukkan dalam jumlah yang banyak ke dalam akaun mata wang asing di pasaran luar pesisir. Aliran masuk kembali hasil eksport dalam mata wang asing ke pasaran domestik seterusnya akan menambahkan mudah tunai mata wang asing di pasaran dalam negeri. Langkah-langkah ini merupakan sebahagian daripada satu siri inisiatif pembangunan pasaran untuk mencapai matlamat pasaran pertukaran asing Malaysia yang lebih canggih, cair, mendalam, telus dan berfungsi dengan baik.

Melangkah ke hadapan, keadaan tidak menentu ini dijangka berlanjutan memandangkan ketidakpastian yang berterusan terhadap pertumbuhan global, dasar monetari global dan harga komoditi dunia. Dengan ekonomi dunia berdepan kenyataan bahawa peralihan geopolitik global akan berlaku, pasaran kewangan global juga akan terus melalui episod pelarasan yang ketara. Dalam hal ini, adalah penting bagi pembuat dasar untuk mempunyai akses kepada pelbagai jenis alat dasar untuk menguruskan risiko yang akan dihadapi. Bagi Malaysia, pembuat dasar akan terus memberikan tumpuan pada usaha memastikan pasaran kewangan dan pertukaran asing domestik adalah sejajar dengan perkembangan ekonomi Malaysia.

Kadar faedah menurun pada tahun 2016, mencerminkan keputusan dasar utama oleh Bank

Kadar faedah domestik lebih rendah pada tahun 2016, dengan kadar antara bank, kadar pinjaman runcit dan kadar deposit tetap menunjukkan trend menurun sepanjang tahun 2016. Trend penurunan ini berlaku dalam suasana persaingan yang stabil untuk mendapatkan pendanaan secara berterusan di samping mencerminkan langkah-langkah dasar utama oleh Bank. Ini termasuk pengurangan Keperluan Rizab Berkanun (Statutory Reserve Requirement, SRR) pada bulan Februari 2016 dan penurunan Kadar Dasar Semalaman (Overnight Policy Rate, OPR) pada bulan Julai 2016.

Pada awal tahun 2016, kadar antara bank bagi tempoh lebih daripada sebulan, mencerminkan kenaikan kos dana berikutan persaingan untuk memperoleh pendanaan yang stabil dan pengagihan mudah tunai yang tidak sekata antarabank. Sebagai sebahagian daripada usaha menyeluruh Bank untuk memastikan mudah tunai sistem kewangan domestik mencukupi dan pasaran kewangan domestik berfungsi dengan teratur, SRR dikurangkan daripada 4.00% kepada 3.50% berkuat kuasa 1 Februari 2016. Pengurangan SRR ini menyebabkan suntikan mudah tunai yang besar ke dalam sistem perbankan, yang telah membantu melegakan keadaan pasaran antara bank. Sehubungan dengan itu, kadar antara bank bagi tempoh 1 bulan dan lebih menjadi sederhana pada separuh pertama tahun 2016. Pada bulan Jun 2016, kadar purata antara bank untuk tempoh 3 bulan turun 21 mata asas, manakala KLIBOR 3 bulan merosot 19 mata asas.

Kadar pinjaman runcit dan kadar deposit tetap secara relatif stabil pada separuh pertama tahun 2016. Kadar asas (base rate, BR) purata berwajaran bagi bank perdagangan stabil dalam julat 3.78% - 3.83% dan pada masa yang sama, kadar pinjaman purata (average lending rate, ALR) berwajaran bagi pinjaman terkumpul juga kekal stabil dalam tempoh ini. Kadar deposit tetap disebut purata bagi bank perdagangan untuk tempoh 1 hingga 12 bulan juga stabil, dalam julat 3.08% - 3.31% pada separuh pertama tahun 2016.

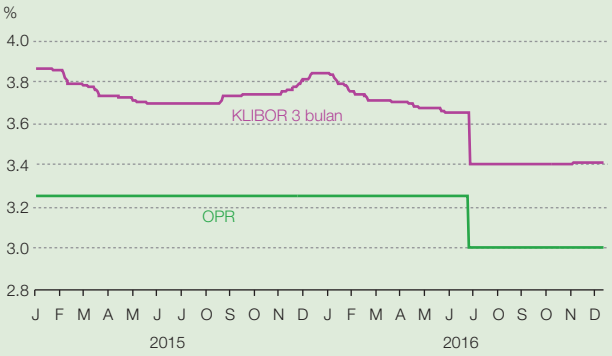
Pada separuh kedua tahun 2016, perkembangan dalam kadar faedah domestik sebahagian besarnya didorong oleh penurunan OPR pada 13 Julai 2016. Dari 1 hingga 12 Julai, kadar antara bank semalaman purata (average overnight interbank rate, AOIR) diniagakan dalam julat 3.05% - 3.19%. Ekoran penurunan OPR, AOIR lebih rendah dan menjadi stabil dalam julat lebih kecil antara 2.81% - 3.00%. Kadar antara bank bagi tempoh yang lebih panjang juga menurun selaras dengan penurunan OPR. KLIBOR 3 bulan jatuh 25 mata asas sehari selepas penurunan OPR. Pada tahun 2016, KLIBOR 3 bulan menurun 43 mata asas.

Perubahan OPR juga memberikan kesan kepada kadar pinjaman runcit dan kadar deposit tetap. BR purata berwajaran bagi bank perdagangan menurun 22 mata asas pada bulan Ogos 2016, dengan semakan ke bawah terhadap BR oleh kebanyakan bank sebanyak antara 20 - 25 mata asas, sebagai tindakbalas kepada penurunan OPR. Menjelang akhir tahun 2016, BR purata berwajaran mencatat paras paling rendah sejak diperkenalkan pada bulan Januari 2015 (Disember 2016: 3.61%; Januari 2016: 3.78%; Januari 2015: 3.81%). Pada masa yang sama, ALR berwajaran bagi pinjaman terkumpul menurun 21 mata asas pada separuh kedua tahun 2016, daripada 5.42% pada bulan Jun 2016 kepada 5.21% pada bulan Disember 2016.

Selain itu, kadar deposit tetap disebut bagi 1 hingga 12 bulan bagi bank perdagangan jatuh 18 mata asas secara purata pada bulan Julai 2016 berikutan penurunan OPR. Menjelang akhir tahun 2016, kadar ini berada dalam julat yang lebih rendah, iaitu antara 2.86% - 3.06%. Selaras dengan penurunan kadar deposit tetap, kos dana bank secara beransur-ansur menunjukkan trend menurun pada separuh kedua tahun 2016.

Rajah 2.6

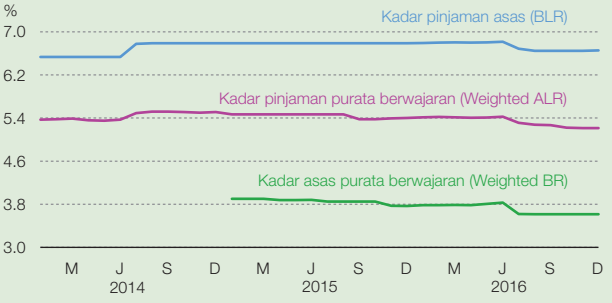
Kadar Polisi dan Kadar Pasaran Antara Bank



Sumber: Bank Negara Malaysia dan Bloomberg

Rajah 2.7

Kadar Pinjaman Bank Perdagangan (pada akhir tempoh)



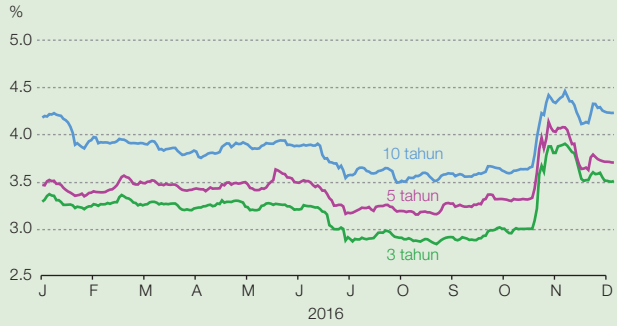
Sumber: Bank Negara Malaysia

Kadar hasil MGS meningkat menjelang akhir tahun 2016, selaras dengan perkembangan pasaran bon global

Pada tahun 2016, kadar hasil Sekuriti Kerajaan Malaysia (Malaysian Government Securities, MGS) banyak didorong oleh faktor luaran. Kadar hasil MGS 3 tahun, 5 tahun dan 10 tahun, masing-masing meningkat 24, 23 dan 4 mata asas.

Rajah 2.8

Kadar Hasil Sekuriti Kerajaan Malaysia



Sumber: Bank Negara Malaysia

Pada sepuluh bulan pertama 2016, kadar hasil disokong oleh gabungan beberapa faktor yang menyumbang kepada permintaan yang lebih tinggi terhadap bon domestik. Ini termasuk jangkaan pertumbuhan global dan juga inflasi yang rendah, rangsangan monetari yang berterusan dan kadar hasil bon kerajaan yang negatif dalam ekonomi maju. Kemasukan Terbitan Pelaburan Kerajaan Malaysia (MGII) ke dalam Indeks Bon Kerajaan JP Morgan – Pasaran Sedang Pesat Membangun (GBI-EM), yang diumumkan pada bulan Ogos, juga menyumbang kepada peningkatan permintaan terhadap bon Kerajaan Malaysia, lantas menambah tekanan menurun ke atas kadar hasil bon Kerajaan. Dalam tempoh ini, pemegangan bon Kerajaan[10] oleh bukan pemastautin meningkat RM41.1 bilion kepada RM214.8 bilion pada akhir bulan Oktober 2016. Bahagian pemegangan bukan pemastautin adalah sebanyak 34% daripada jumlah bon Kerajaan terkumpul (2015: 30%). Berikutan itu, kadar hasil MGS 3 tahun, 5 tahun dan 10 tahun, masing-masing jatuh 27, 16 dan 57 mata asas. Penurunan kadar hasil juga sebahagiannya dicerminkan oleh penurunan OPR pada bulan Julai 2016.

Trend menurun dalam kadar hasil MGS bertukar arah bermula bulan November, berikutan keputusan pilihan raya presiden AS yang telah menyebabkan turun naik dalam pasaran bon global. Jangkaan bahawa dasar menyokong pertumbuhan akan dilaksanakan di AS, yang mungkin meningkatkan pendapatan korporat AS, telah menyebabkan pengimbangan semula pelaburan portfolio oleh pelabur bukan pemastautin ke arah pasaran ekuiti AS. Hal ini mendorong penjualan yang agak besar dalam pasaran bon kerajaan global, termasuk di Malaysia.

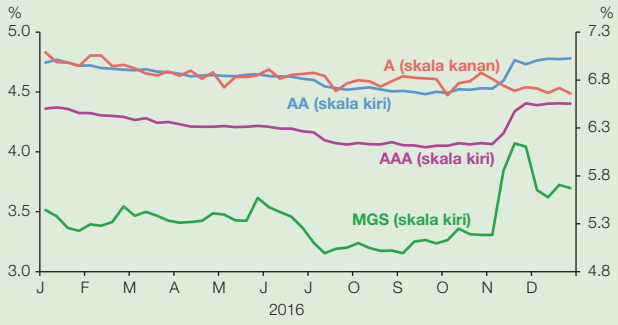
[10] Merujuk Sekuriti Kerajaan Malaysia (MGS), Terbitan Pelaburan Kerajaan Malaysia (MGII) dan Sukuk Perumahan Kerajaan (SPK).

Kadar hasil MGS 3 tahun, 5 tahun dan 10 tahun masing-masing meningkat 50, 39 dan 61 mata asas dalam tempoh yang sama. Walaupun terdapat jumlah aliran keluar bukan pemastautin yang agak besar daripada pasaran bon domestik, aliran keluar ini tidak mengimbangi sepenuhnya aliran masuk pada sepuluh bulan pertama tahun 2016. Pada tahun 2016, aliran masuk portfolio bukan pemastautin untuk pembelian bon Kerajaan Malaysia berjumlah RM16.2 bilion.

Dalam pasaran bon korporat, kadar hasil pada amnya lebih rendah, mencerminkan persekitaran kadar hasil yang lebih rendah dalam pasaran bon Kerajaan serta penurunan OPR. Meskipun terdapat pelarasan menaik terhadap kadar hasil bon Kerajaan pada bulan November, kesannya ke atas kadar hasil bon korporat[11] secara relatif terkawal disebabkan oleh pemegangan bon korporat yang rendah dan stabil oleh bukan pemastautin serta permintaan yang berterusan daripada pelabur domestik. Bagi tahun 2016, kadar hasil bon korporat dengan penarafan AAA dan AA dengan tempoh matang 5 tahun meningkat sedikit, masing-masing sebanyak 3.4 dan 4.8 mata asas. Kadar hasil bon korporat yang secara relatif stabil telah memastikan aktiviti pemerolehan dana dalam pasaran bon korporat terus menyokong keperluan pembiayaan ekonomi. Terbitan bon korporat baharu berjumlah RM137.3 bilion pada tahun 2016 (2015: RM128.8 bilion)[12] dengan sejumlah besar terbitan yang diperoleh adalah untuk membiayai projek infrastruktur dan aktiviti pembiayaan semula. Keadaan mudah tunai dan kredit dalam pasaran bon korporat juga terus kukuh pada tahun 2016, seperti ditunjukkan oleh jumlah urus niaga yang lebih tinggi sebanyak RM159.5 bilion (2015: RM114.5 bilion).

Rajah 2.9

Kadar Hasil Sekuriti Kerajaan Malaysia 5 tahun dan Kadar Hasil Bon Korporat 5 tahun



Sumber: Bank Negara Malaysia

[11] Bahagian pemegangan pelabur bukan pemastautin dalam bon korporat kekal dalam julat 2 - 3% sepanjang tiga tahun yang lepas.

[12] Merujuk sekuriti yang dikeluarkan di Malaysia oleh syarikat tempatan dan syarikat asing, sama ada sekuriti jangka pendek, jangka sederhana atau jangka panjang dalam prinsip Konvensional atau Islam.

Pasaran ekuiti domestik merosot dalam keadaan ketidakpastian pasaran yang lebih ketara

Pada tahun 2016, Indeks Komposit Kuala Lumpur FTSE Bursa Malaysia (FBM KLCI) merosot 3.0% (2015: -3.9%) dan ditutup pada 1641.73 mata, dalam keadaan ketidakpastian pasaran yang lebih ketara dan sentimen pelabur yang lembap.

Pada awal tahun 2016, pasaran ekuiti domestik terjejas oleh sentimen negatif yang timbul akibat kemerosotan harga minyak mentah dunia dan kesan limpahan daripada pergolakan pasaran saham RR China yang mengherotkan pasaran ekuiti global. Indeks FBM KLCI mencatat paras terendah pada tahun 2016, pada 1,600.92 mata pada 21 Januari 2016. Walau bagaimanapun, pasaran ekuiti global meningkat kemudian, disokong oleh sentimen positif berikutan pemulihan harga minyak mentah dunia hasil daripada jangkaan bahawa pengeluaran minyak akan dikurangkan pada masa hadapan. Peningkatan berterusan dalam FBM KLCI disokong oleh aliran masuk semula dana portfolio pelabur bukan pemastautin dalam keadaan sentimen yang bertambah baik yang didorong terutamanya oleh jangkaan penangguhan penyelarasan kadar faedah AS ke paras yang wajar. Indeks tersebut melonjak ke paras tertingginya pada tahun 2016 kepada 1727.99 mata pada 15 April 2016.

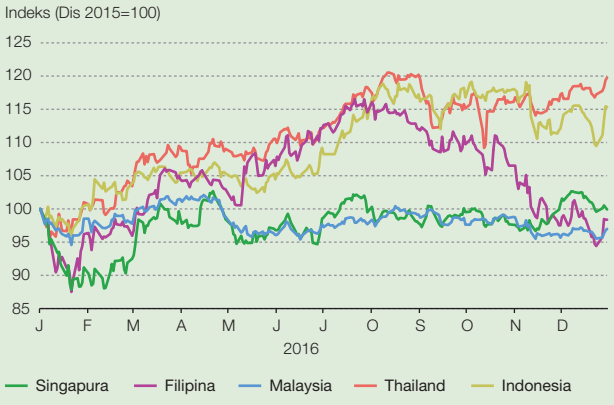
Dalam tempoh selanjutnya, prestasi pasaran terjejas dicerminkan oleh beberapa tempoh turun naik yang berselang-seli, berpunca daripada perkembangan luaran. Jangkaan pasaran yang berubah-ubah sepanjang tahun terhadap penyelarasan kadar faedah AS ke paras yang wajar, menjadi faktor penting yang mempengaruhi permintaan terhadap ekuiti serantau. Dua kejadian risiko hujung, iaitu keputusan *Brexit* pada bulan Jun dan pilihan raya presiden AS pada bulan November, menyebabkan pelabur global menyeimbangkan semula portfolio mereka, yang seterusnya mengurangkan pemegangan ekuiti dalam pasaran sedang pesat membangun. Walaupun kesan *Brexit* terhadap

pasaran ekuiti domestik hanya sementara, namun ketidakpastian yang telah meningkat berikutan keputusan pilihan raya presiden AS berterusan sehingga akhir tahun. Bagi seluruh tahun 2016, pelabur bukan pemastautin mengurangkan pemegangan ekuiti domestik mereka sebanyak RM3.2 bilion (2015: -RM19.7 bilion).

Selain cabaran-cabaran luaran tersebut, FBM KLCI juga terjejas sebahagiannya oleh pendapatan korporat yang lebih rendah, khususnya dalam sektor *minyak dan gas* serta *harta tanah*. Selain itu, pengimbangan semula Indeks MSCI yang mengurangkan wajaran Malaysia daripada 3.25% kepada 2.92% berkuat kuasa 1 Jun 2016, turut menambah tekanan menurun terhadap indeks ini.

Rajah 2.10

Indeks Ekuiti Serantau



Sumber: Bloomberg

Rajah 2.11

FBM KLCI dan Turun Naik Pulangan KLCI[1]



[1]Merujuk kepada pusingan sisihan piawai 90 hari bagi pulangan harian.

Sumber: Pengiraan Bank Negara Malaysia

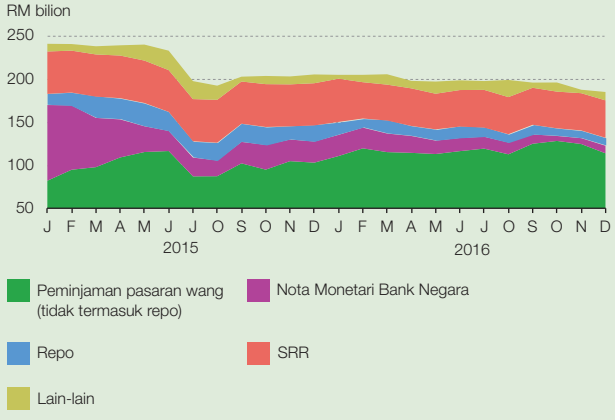
Keadaan mudah tunai keseluruhan kekal stabil dengan pertumbuhan M3 naik sedikit

Pada tahun 2016, mudah tunai sistem perbankan lebih daripada mencukupi meskipun terdapat turun naik pasaran kewangan dan pasaran pertukaran asing domestik. Pada peringkat sistem, agregat mudah tunai terkumpul di Bank Negara Malaysia adalah lebih daripada mencukupi dan stabil sepanjang tahun. Pada peringkat institusi, kebanyakan institusi perbankan terus mengekalkan kedudukan lebihan mudah tunai.

Operasi Bank pada tahun 2016 tertumpu pada usaha untuk mengekalkan kestabilan pasaran wang antara bank. Sebagai sebahagian daripada usaha menyeluruh untuk memastikan mudah tunai sistem kewangan domestik adalah mencukupi, Bank telah mengurangkan nisbah SRR daripada 4.00% kepada 3.50%, berkuat kuasa 1 Februari 2016. Berikutan itu, mudah tunai dalam seluruh sistem perbankan bertambah lalu menyebabkan aktiviti pemberian pinjaman antara bank meningkat. Hal ini membolehkan Bank mengurangkan penggunaan operasi monetari, termasuk kemudahan repo berbalik, untuk menyediakan mudah tunai kepada sistem perbankan. Menjelang akhir tahun 2016, komposisi instrumen monetari yang digunakan untuk menyerap lebihan mudah tunai juga diselaraskan untuk memberikan fleksibiliti yang lebih kepada bank dalam menguruskan kedudukan mudah tunai mereka. Tempoh bagi instrumen yang digunakan untuk menyerap lebihan mudah tunai telah beralih ke arah tempoh matang yang lebih pendek. Ini lantas membolehkan dana yang dipinjamkan kepada Bank akan matang secara lebih

Rajah 2.12

Mudah Tunai Ringgit Terkumpul di Bank Negara Malaysia (pada akhir tempoh)



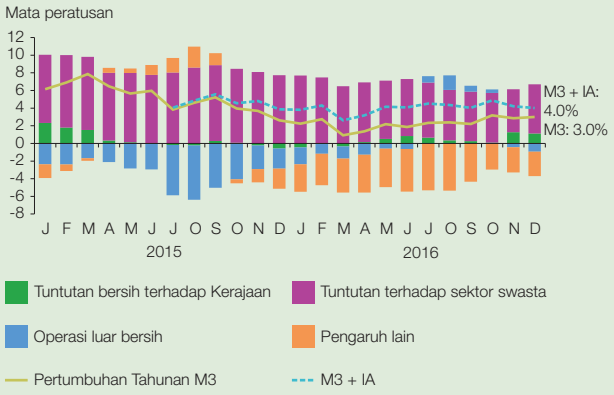
Sumber: Bank Negara Malaysia

kerap hingga membolehkan bank-bank bersedia untuk menghadapi pengeluaran dana secara tiba-tiba yang berpunca daripada aliran keluar.

Mudah tunai sektor swasta, seperti yang diukur oleh wang secara luas (M3), mencatat kadar pertumbuhan tahunan 3.0% pada tahun 2016 (2015: 2.6%). Kadar perkembangan M3 disokong oleh pengeluaran kredit yang berterusan oleh bank untuk perniagaan dan isi rumah. Namun, perkembangan M3 diimbangi oleh aliran keluar asing bersih. Pertumbuhan M3 juga diimbangi kesan pengelasan semula dan peningkatan dalam Akaun Pelaburan Islam, seperti ditunjukkan oleh penguncupan dalam 'pengaruh lain'. Jika mengambil kira kesan pengelasan semula, pertumbuhan M3 lebih tinggi pada 4.0% tahun ini. Sementara itu, jumlah deposit dalam sistem perbankan[13] mencatat kadar pertumbuhan tahunan 2.0% pada tahun 2016, berbanding dengan 2.3% pada tahun 2015. Ini disebabkan terutamanya oleh pengurangan jumlah deposit yang disimpan oleh perniagaan (2016: -2.3%, 2015: 0.9%). Sementara itu, jumlah deposit isi rumah terus meningkat 5.1% (2015: 5.3%).

Rajah 2.13

Sumbangan kepada Pertumbuhan M3

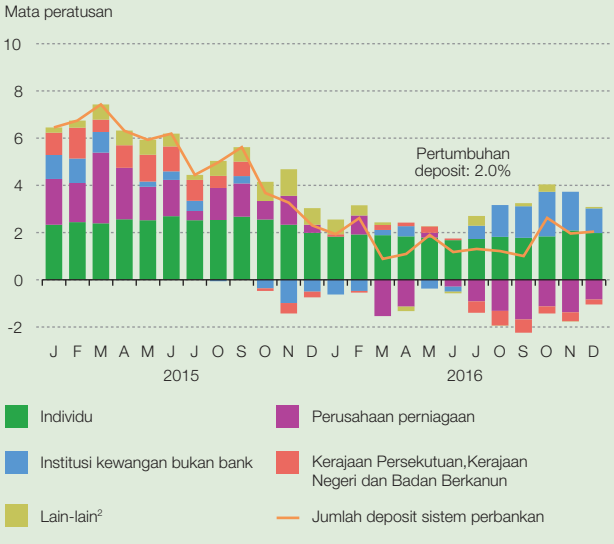


Nota: Mulai bulan Julai 2015, penyusunan M3 telah diselaraskan untuk tidak mengambil kira Akaun Pelaburan Islam (Islamic Investment Account, IA) disebabkan oleh pengelasan semula data. Ini dicerminkan sebagai sumbangan negatif melalui pengaruh lain. Garis titik mewakili pertumbuhan M3 sekiranya pengelasan semula ini tidak dilaksanakan.

Sumber: Bank Negara Malaysia

Rajah 2.14

Sumbangan kepada Deposit Sistem Perbankan[1] Pertumbuhan Mengikut Penyimpan



[1] Tidak termasuk deposit antara bank domestik.
[2] Termasuk entiti domestik lain dan entiti asing.

Sumber: Bank Negara Malaysia

Pembiayaan kepada sektor swasta adalah sejajar dengan kegiatan ekonomi

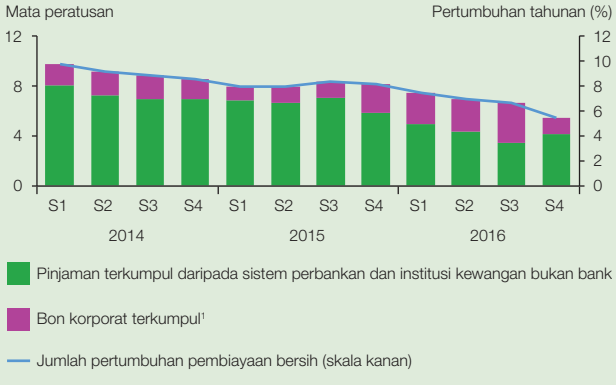
Meskipun berlatarkan persekitaran yang masih tidak menentu, pengantaraan kewangan domestik terus berfungsi tanpa gangguan sepanjang tahun. Pembiayaan bersih melalui sistem perbankan, institusi kewangan bukan bank[14] dan pasaran bon korporat meningkat 5.5% pada tahun 2016 (2015: 8.2%). Kadar pertumbuhan pembiayaan bersih yang lebih sederhana pada tahun ini adalah sejajar dengan kegiatan ekonomi, mencerminkan terutamanya kadar pertumbuhan pinjaman terkumpul[15] yang lebih rendah (2016: 5.3%; 2015: 7.5%). Pembiayaan melalui pasaran bon korporat kekal kukuh, namun dari segi pertumbuhan tahunan, jumlah nilai bon korporat terkumpul pada akhir Disember lebih rendah pada 6.1% tahun ini (2015: 10.7%). Hal ini disebabkan terutamanya oleh asas lebih tinggi pada bulan Disember 2015 berikutan terbitan besar sekali sahaja oleh beberapa syarikat.

Pinjaman perniagaan terkumpul[16] meningkat dengan lebih perlahan pada kadar 4.8% (2015: 7.7%), didorong jumlah pinjaman yang sederhana dalam sektor *perlombongan dan kuari*; *perdagangan borong dan*

[13] Tidak termasuk deposit oleh bank.
[14] Institusi kewangan bukan bank terdiri daripada institusi kewangan pembangunan (IKP), Lembaga Pembiayaan Perumahan Sektor Awam (dahulunya Bahagian Pinjaman Perumahan Perbendaharaan), syarikat insurans dan syarikat broker saham, dan lain-lain.
[15] Termasuk pinjaman terkumpul yang diberikan oleh sistem perbankan dan institusi kewangan bukan bank.
[16] Termasuk pinjaman terkumpul perusahaan awam (PE), tetapi tidak termasuk pinjaman terkumpul institusi kewangan domestik, institusi kewangan bukan bank domestik, Kerajaan, entiti domestik lain, dan entiti asing dengan sistem perbankan dan IKP.

Rajah 2.15

Jumlah Pembiayaan Bersih kepada Sektor Swasta Melalui Bank, Institusi Kewangan Bukan Bank dan Bon Korporat



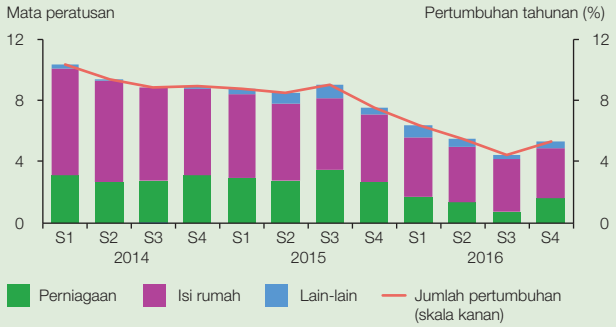
[1] Tidak termasuk terbitan oleh Cagamas dan bukan pemastautin.

Sumber: Bank Negara Malaysia

runcit, *restoran dan hotel; elektrik, gas dan bekalan air* dan *pertanian*. Pertumbuhan kredit yang sederhana kepada perniagaan mencerminkan aktiviti ekonomi yang lebih perlahan walaupun tiada bukti jelas bahawa akses kepada pembiayaan telah diketatkan secara meluas. Semua segmen perniagaan mencatat kadar kelulusan pinjaman yang stabil. Pertumbuhan pinjaman perniagaan terkumpul yang lebih perlahan sebahagiannya turut disebabkan oleh jumlah pembayaran balik sekali sahaja yang besar oleh beberapa syarikat. Jika ditolak pembayaran balik ini, pertumbuhan tahunan pinjaman perniagaan terkumpul akan menjadi lebih tinggi. Pertumbuhan pembiayaan kepada PKS kekal kukuh pada 9.0% pada akhir Disember 2016. Paras pengeluaran pinjaman kepada perniagaan, termasuk PKS, juga

Rajah 2.16

Pinjaman Terkumpul Mengikut Peminjam[1]

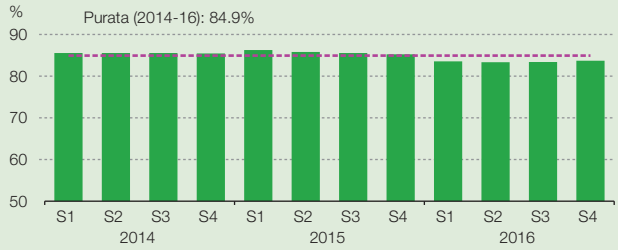


[1] Terdiri daripada pinjaman terkumpul sistem perbankan dan institusi kewangan bukan bank.

Sumber: Bank Negara Malaysia

Rajah 2.17

Kadar Kelulusan Pinjaman Sistem Perbankan kepada Perniagaan[1]



[1] Sistem perbankan sahaja

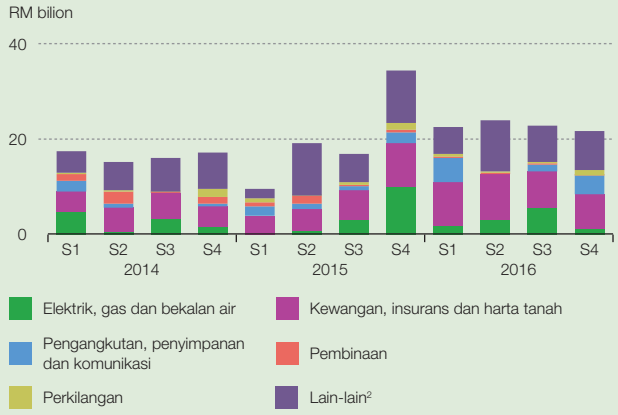
Sumber: Bank Negara Malaysia

mampan (purata bulanan 2016: RM58.7 bilion; 2015: RM59.0 bilion) dengan jumlah pinjaman yang lebih besar diberikan kepada sektor *pengangkutan, penyimpanan dan komunikasi; pertanian; pembinaan* dan *harta tanah.*

Permintaan perniagaan terhadap pendanaan daripada pasaran modal terus kukuh dengan pasaran bon menjadi sumber utama pembiayaan sektor swasta. Terbitan bon korporat baharu[17] berjumlah RM91.1 bilion pada tahun 2016 (2015: RM79.9 bilion) dengan terbitan terutamanya oleh sektor *kewangan, insurans dan harta tanah; infrastruktur* dan *elektrik, gas dan bekalan air.* Sejumlah besar terbitan yang diperoleh adalah untuk membiayai projek infrastruktur dan

Rajah 2.18

Terbitan Kasar Bon Korporat Mengikut Sektor[1]



[1] Tidak termasuk terbitan dari institusi kewangan, Cagamas dan bukan pemastautin.
[2] Termasuk sektor *infrastruktur, perdagangan borong dan runcit, restoran dan hotel* dan *perlombongan dan kuari.*

Sumber: Bank Negara Malaysia

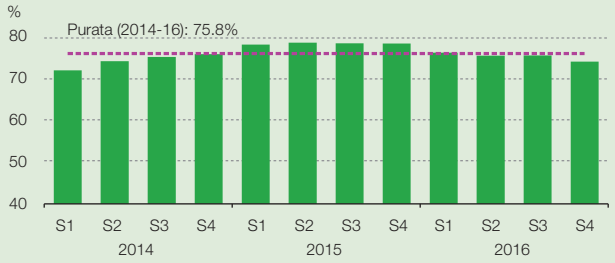
[17] Tidak termasuk dana yang diperoleh institusi kewangan, Cagamas dan bukan pemastautin.

aktiviti pembiayaan semula. Pembiayaan melalui pasaran ekuiti[18], bagaimanapun, lebih rendah sebanyak RM7.0 bilion pada tahun 2016 (2015: RM11.3 bilion) berikutan ketidakpastian dalam persekitaran pasaran global yang telah menjejaskan sentimen pasaran dalam negeri.

Hutang isi rumah[19] terus meningkat walaupun lebih sederhana pada kadar 5.4% pada tahun 2016 (2015: 7.3%). Hal ini disebabkan oleh pertumbuhan permintaan dalam negeri yang sederhana, dan sebahagiannya oleh langkah awalan kehematan makro dan mikro yang dilaksanakan oleh Bank untuk memastikan paras hutang isi rumah kekal pada tahap yang berhemat. Pertumbuhan kebanyakan jenis pinjaman lebih sederhana, khususnya pinjaman untuk *pembelian harta bukan kediaman; pembelian sekuriti* dan *pembelian kereta penumpang*. Pertumbuhan *pinjaman harta kediaman* yang mencakupi 50.0% daripada jumlah hutang isi rumah, juga meningkat secara sederhana pada kadar 9.1% pada tahun 2016 (2015: 11.0%). Walau bagaimanapun, peminjam yang mampu membayar balik hutang terus mendapat akses kepada pembiayaan harta kediaman, disokong oleh kadar kelulusan yang stabil meliputi semua segmen harga rumah.

Rajah 2.19

Kadar Kelulusan Pinjaman Sistem Perbankan kepada Isi Rumah untuk Pembelian Harta Kediaman[1]



[1] Sistem Perbankan sahaja.

Sumber: Bank Negara Malaysia

[18] Tidak termasuk terbitan institusi kewangan dan bukan pemastautin.

[19] Terdiri daripada pinjaman isi rumah terkumpul yang diberikan oleh bank dan institusi kewangan bukan bank. Institusi kewangan bukan bank terdiri daripada dua institusi kewangan pembangunan, Lembaga Pembiayaan Perumahan Sektor Awam, syarikat insurans dan broker saham, dan lain-lain.

Turun Naik dan Terputusnya Perkaitan Kadar Pertukaran dengan Asas-asas Ekonomi: Struktur atau Kitaran?

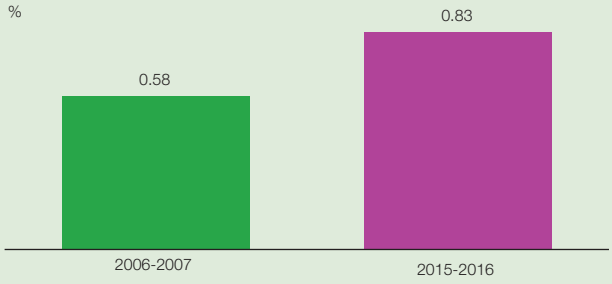
Oleh Ng Jiale, Syed Akmal Shafiq Syed Haris dan Sim Wee Haw

Pengenalan

Dalam beberapa tahun kebelakangan ini, mata wang pasaran sedang pesat membangun mengalami turun naik yang ketara dalam keadaan kadar pertukaran yang tidak menentu, terutamanya selepas krisis kewangan di negara-negara maju (Rajah 1). Turun naik ini semakin berterusan dan ketara, sehingga tahap yang menyebabkan beberapa episod terputusnya perkaitan kadar pertukaran, iaitu situasi yang menggambarkan penyimpangan yang berpanjangan antara pergerakan kadar pertukaran dengan asas-asas ekonomi (exchange rate disconnect). Keadaan terputusnya perkaitan kadar pertukaran ini mencerminkan interaksi antara pertembungan faktor-faktor yang telah membentuk landskap monetari global dalam beberapa tahun kebelakangan ini. Beberapa pendorong turun naik yang besar dalam kadar pertukaran adalah bersifat kitaran. Ini sebahagiannya disebabkan oleh kitaran sentimen pengambilan risiko ("risk-on") dan penghindaran risiko ("risk-off") akibat perubahan jangkaan pelabur terhadap prospek pertumbuhan global, hala tuju dasar dan perkembangan geopolitik. Walau bagaimanapun, anggapan bahawa semua turun naik ini berpunca daripada perkembangan dan ketidakpastian kitaran global seolah-olah menunjukkan gelombang dan bukannya arus yang menjadi asas perkembangan itu kerana pasaran pertukaran asing global telah berkembang dari segi struktur sejak beberapa tahun yang lalu. Rencana ini melihat perubahan struktur dalam pasaran pertukaran asing global dan kesan daripada perubahan dalam landskap ini terhadap turun naik kadar pertukaran, serta implikasi penting terhadap ekonomi sedang pesat membangun terbuka yang kecil.

Rajah 1

Purata Turun Naik Intrahari Mata Wang Pasaran Sedang Pesat Membangun Berbanding dengan Dolar AS



Nota: Turun naik intrahari diukur menggunakan jurang antara nilai kadar pertukaran mata wang yang tinggi dengan yang rendah ketika hari tersebut. Pasaran sedang pesat membangun termasuk Malaysia, Indonesia, Korea, Singapura, Thailand, China Taipei, India, Filipina, RR China, Mexico, Brazil, Colombia dan Afrika Selatan.

Sumber: Bloomberg

Perubahan struktur pasaran kewangan global telah mengakibatkan turun naik kadar pertukaran yang lebih ketara dan terputusnya perkaitan kadar pertukaran dengan asas-asas ekonomi dalam tempoh yang berpanjangan

Sebahagian besar daripada punca peningkatan turun naik kadar pertukaran dalam beberapa tahun kebelakangan ini boleh dikaitkan dengan faktor kitaran seperti pengenalan dasar monetari bukan konvensional yang belum pernah dilaksanakan sebelum ini oleh negara maju utama dalam tahun-tahun selepas krisis. Selain itu, turun naik kadar pertukaran juga dikaitkan dengan perkembangan global yang telah menyebabkan perubahan sentimen pasaran kewangan global. Evolusi struktur

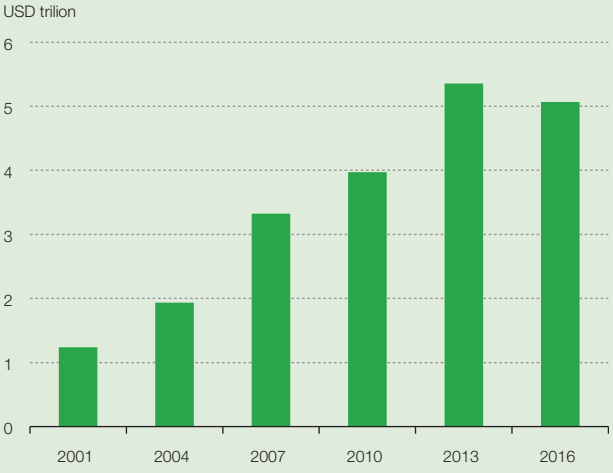
pasaran pertukaran asing global mungkin telah memburukkan lagi tahap dan keadaan turun naik kadar pertukaran yang berterusan. Pasaran semakin berkembang dari segi saiz dan melangkaui pertumbuhan aktiviti ekonomi asas. Pada masa yang sama, peserta pasaran dan tingkah laku mereka juga menunjukkan perubahan yang sejajar dengan pasaran yang semakin kompleks. Perkembangan struktur ini, bersama-sama ketegaran struktur seperti pergantungan yang berterusan kepada dolar Amerika Syarikat (AS), berkemungkinan menyumbang kepada turun naik yang lebih ketara dalam kadar pertukaran.

A. Pasaran pertukaran asing global yang lebih besar dan kompleks

Meskipun terdapat pengawalseliaan kewangan yang lebih ketat dan kelembapan ekonomi dan perdagangan dunia yang berpanjangan (secular slowdown), pasaran pertukaran asing global secara keseluruhan masih merupakan pasaran kewangan terbesar di dunia. Ekoran daripada aktiviti globalisasi selama beberapa tahun, serta pemansuhan pengawalseliaan (deregulation) dan pertumbuhan perkhidmatan kewangan, saiz pasaran pertukaran asing global tidak mungkin mengecil dalam tempoh terdekat. Walaupun laporan terkini daripada BIS Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Over-The-Counter (OTC) Derivatives Market Activity menunjukkan sedikit pengurangan dalam jumlah perdagangan pertukaran asing global, pasaran tersebut terus berkembang lebih daripada empat kali dalam tempoh 15 tahun yang lalu (Rajah 2). Sebahagian besar daripada kenaikan dalam hasil jualan (turnover) pertukaran asing ini dipacu oleh aktiviti perdagangan 'institusi kewangan lain' yang bertambah giat. 'Institusi' ini termasuk bank yang lebih kecil, dana bersama, dana pasaran wang, syarikat insurans, dana pencen, dana lindung nilai, dana mata wang, bank pusat, dan lain-lain (Rajah 3). Hasil jualan yang meningkat didorong oleh aktiviti yang lebih giat oleh pedagang yang aktif dan kerap menjalankan urus niaga (high-frequency traders) dan bank lebih kecil serta kemunculan pelabur runcit (individu dan institusi lebih kecil).

Rajah 2

Jumlah Hasil Jualan Pertukaran Asing



Nota: Diselaraskan bagi pengiraan dua kali antara peniaga tempatan dengan peniaga merentas sempadan, pada asas 'bersih-bersih'.

Sumber: Bank for International Settlements (BIS)

Rajah 3

Jumlah Hasil Jualan Pertukaran Asing Global oleh Pihak Lain yang Berkenaan



Nota: Diselaraskan bagi pengiraan dua kali antara peniaga tempatan dengan peniaga merentas sempadan, pada asas 'bersih-bersih'.

Sumber: Bank for International Settlements (BIS)

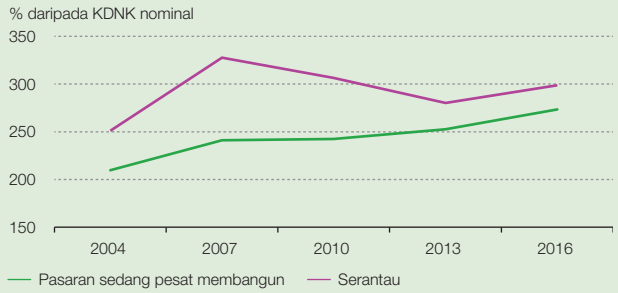
Satu perubahan struktur penting yang menyebabkan peningkatan perdagangan pertukaran asing ialah bertambahnya dagangan secara elektronik dan algoritma, yang mengurangkan kos urus niaga dengan ketara dan meningkatkan mudah tunai pasaran. Walaupun perubahan ini telah memperdalam pasaran pertukaran asing, perubahan ini secara tidak langsung juga telah mendedahkan pasaran kepada tingkah laku yang lebih bersifat spekulatif dan turun naik yang lebih besar. Hal ini jelas berlaku khususnya semasa episod ketidakpastian yang nyata, apabila pedagang cenderung menunjukkan tingkah laku berkelompok (herd behaviour), lantas membawa kepada pengurangan mudah tunai yang boleh mengakibatkan perubahan harga yang mendadak dan seterusnya mengakibatkan keadaan turun naik kadar pertukaran yang tinggi.

B. Perdagangan pertukaran asing global melangkaui aliran ekonomi benar

Dalam beberapa tahun yang lalu, apabila aliran kewangan global melangkaui aliran perdagangan, hasil jualan pertukaran asing mata wang serantau juga telah meningkat jauh melebihi aktiviti ekonomi benar[1] (Rajah 4 dan 5). Ini menunjukkan bahawa peranan permintaan asas terhadap mata wang yang dipacu oleh perdagangan global menjadi kurang penting dalam menentukan kadar pertukaran. Kini, pergerakan kadar pertukaran lebih terdedah kepada aliran kewangan, yang sebahagian besarnya dipacu oleh pelabur portfolio dan pedagang mata wang, yang lazimnya mudah berubah fikiran. Oleh itu, sebahagian besar daripada perdagangan pertukaran asing telah bertindak balas kepada perubahan sentimen pelabur dan faktor luaran, lalu menyebabkan turun naik kadar pertukaran menjadi lebih ketara.

Rajah 4

Hasil Jualan Pertukaran Asing/KDNK

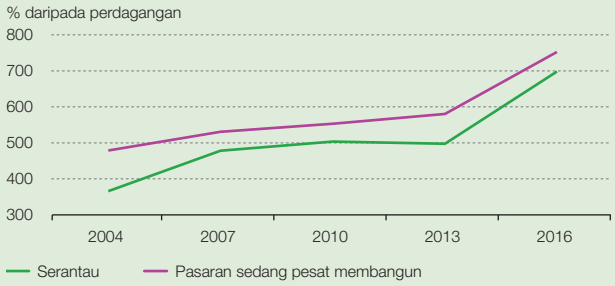


Nota: Negara serantau termasuk Malaysia, Indonesia, Korea, Singapura, Thailand, China Taipei, India, Filipina dan RR China manakala pasaran sedang pesat membangun termasuk Mexico, Brazil, Colombia, Afrika Selatan dan negara serantau. Data 2016 hanya sehingga suku ketiga.

Sumber: Bank for International Settlements (BIS) dan Bloomberg

Rajah 5

Hasil Jualan Pertukaran Asing/Perdagangan



Nota: Negara serantau termasuk Malaysia, Indonesia, Korea, Singapura, Thailand, China Taipei, India, Filipina dan RR China manakala pasaran sedang pesat membangun termasuk Mexico, Brazil, Colombia, Afrika Selatan dan negara serantau. Data 2016 hanya sehingga suku ketiga.

Sumber: Bank for International Settlements (BIS) dan Bloomberg

C. Persekitaran kadar faedah rendah yang berpanjangan dan tahap mudah tunai yang tinggi dalam sistem kewangan global

Sembilan tahun selepas krisis kewangan di negara maju, kadar dasar di bank pusat utama kekal menghampiri sifar, dengan langkah pelonggaran kuantitatif masih diteruskan. Malah, kadar dasar bagi sesetengah bank pusat telah menjadi negatif. Walaupun kadar faedah yang rendah dan persekitaran mudah tunai yang tinggi pada mulanya dianggap bersifat sementara dan dilihat sebagai suatu kitaran, terdapat pandangan yang menyatakan bahawa selepas sembilan tahun berlalu, keadaan ini pada dasarnya telah mengubah tingkah laku pasaran. Tingkah laku global untuk mendapatkan hasil menjadi semakin mendasar (entrenched) dan struktural. Apabila Federal Reserve AS mula mengembalikan kadar faedah AS ke paras yang wajar, tingkah laku tersebut mula berubah arah. Namun, kadar faedah akan kekal rendah. Haluan dasar monetari yang mencapah (diverging) antara AS dengan ekonomi maju lain juga akan terus menyebabkan aliran modal berubah dan turun naik yang ketara dalam mata wang pasaran sedang pesat membangun. Hakikatnya ialah kejutan ekonomi, kewangan dan geopolitik pada masa hadapan akan menjadi perkara lazim dalam keadaan insentif berterusan untuk mendapatkan aset yang menjana pulangan yang lebih tinggi. Ini akan menyebabkan perubahan yang berterusan antara aliran masuk modal untuk mendapatkan hasil yang besar disusuli dengan kebalikan yang mendadak lantas mengakibatkan mata wang pasaran sedang pesat membangun lebih mudah terjejas kepada turun naik dan susut nilai yang melebihi paras lazim (overshooting).

[1] Ini juga berlaku pada peringkat global. Hasil jualan pertukaran asing telah meningkat lebih daripada aktiviti ekonomi benar, sama ada dari segi ukuran KDNK, hasil jualan ekuiti atau aliran perdagangan kasar (The USD4 trillion question: What explains FX growth since the 2007 survey, BIS 2010).

D. Kebergantungan yang berterusan kepada dolar AS

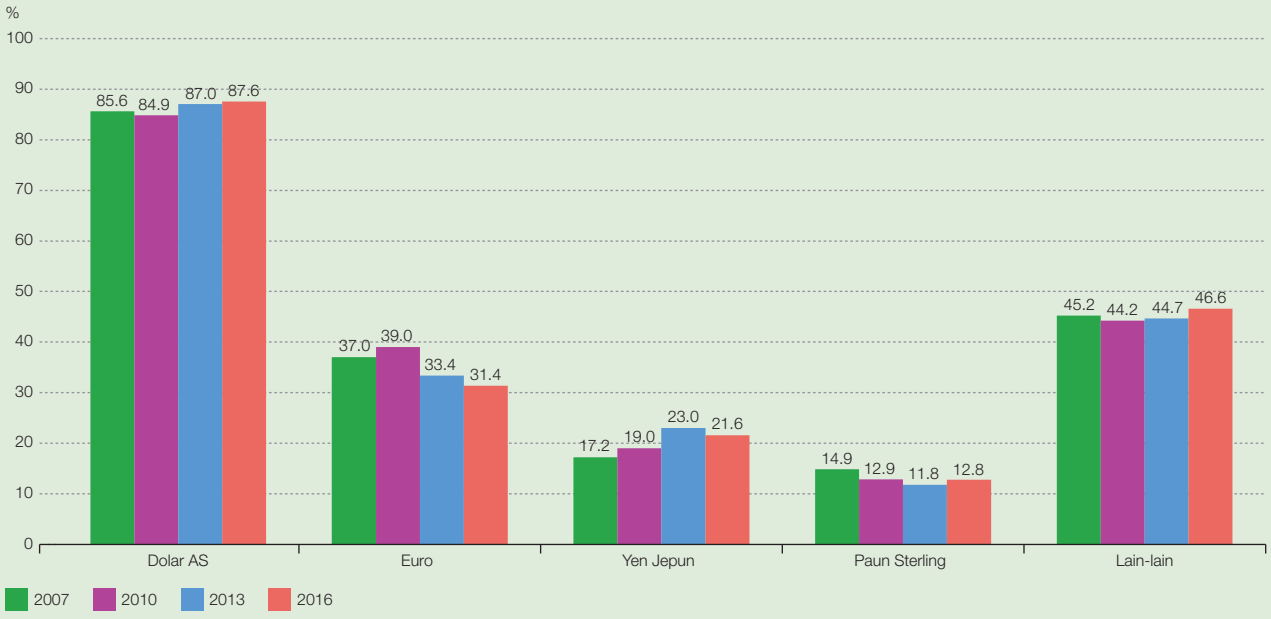
Walaupun terdapat usaha yang gigih pada peringkat global untuk menggalakkan peralihan daripada dolar AS sebagai mata wang rizab global yang utama, kenyataannya ialah dolar AS terus menambah bahagian pasarannya dari segi hasil jualan pada tahun 2016 (Rajah 6). Apabila dolar AS terus mendominasi pasaran kewangan global, kelemahan atau kekuatan dolar AS secara relatif terus memacu aliran kewangan antarabangsa. Disebabkan pentingnya dolar AS, pelabur cenderung untuk bertindak balas terhadap perkembangan yang boleh mempengaruhi mata wang itu dan bukannya atas kekukuhan ekonomi domestik masing-masing. Hasilnya, pergerakan kadar pertukaran mencerminkan perkembangan ekonomi dan dasar di AS dan bukannya asas-asas ekonomi negara tempat pelabur global melabur.

E. Tingkah laku pelabur yang berubah-ubah dalam keadaan pengurus aset yang bertambah

Tahun-tahun kebelakangan ini turut menyaksikan pertambahan bilangan pengurus aset dalam pasaran kewangan global. Syarikat pengurusan aset (asset management companies, AMC) sehingga kini tidak tertakluk pada rejim pengawalseliaan yang sama yang dikenakan terhadap bank berikutan krisis kewangan global[2,3]. Didorong oleh tekanan kedudukan kewangan pelabur asal (dana pencen dan syarikat insurans), tingkah laku AMC boleh menyebabkan turun naik yang ketara dalam pasaran kewangan dan pertukaran asing global. Model perniagaan AMC yang besar boleh menambahkan turun naik dan meningkatkan korelasi pasaran aset memandangkan pandangan mereka boleh mempengaruhi keputusan perniagaan pelabur lain yang lebih kecil. Selain itu, alat pengurusan risiko yang lazim digunakan dalam kalangan AMC juga boleh menjana hasil perdagangan yang serupa.

Rajah 6

Bahagian Jualan Harian Purata Mata Wang Utama Terpilih dalam Pasaran Pertukaran Asing Global



Nota: Memandangkan dua mata wang terlibat dalam setiap transaksi, jumlah bahagian setiap mata wang ialah 200%.

Sumber: Bank for International Settlements (BIS)

[2] Aset di bawah Pengurusan (Assets under Management, AUM) oleh 500 AMC terbesar telah meningkat dengan pantas sebanyak sekali ganda daripada USD35 trilion pada tahun 2002 kepada USD70 trilion pada tahun 2012. Industri ini didominasi terutamanya oleh beberapa peserta besar, dengan bahagian 20 AMC terbesar mencakupi kira-kira 40% daripada jumlah AUM 500 AMC terbesar pada tahun 2012.

[3] Industri pengurusan aset termasuk pelbagai instrumen pelaburan (seperti dana bersama, dana dagangan bursa, dana pasaran wang, dana ekuiti swasta, dan dana lindung nilai) dan syarikat pengurusan masing-masing (IMF Global Financial Stability Report, April 2015).

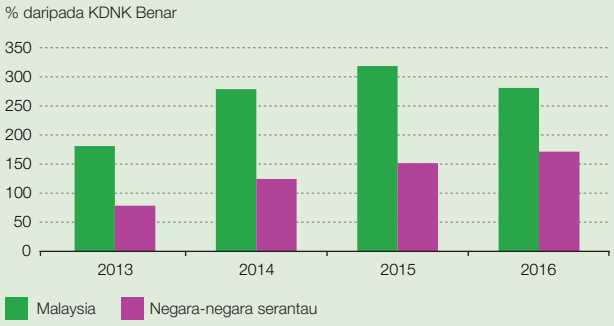
Pelaburan AMC dalam aset pasaran sedang pesat membangun melalui indeks penanda aras juga menampakkan kemungkinan kelemahan yang akan berlaku. Strategi pengimbangan semula yang sederhana (misalnya komposisi negara dan wajaran) boleh menyebabkan pelarasan portfolio yang besar, yang boleh meningkatkan turun naik pasaran ekonomi sedang pesat membangun dengan nyata. Tingkah laku berkelompok AMC ini biasanya boleh menyebabkan pengurus dana tidak menumpukan perhatian terhadap asas-asas aset dan menyebabkan turun naik yang ketara dalam pasaran pertukaran asing, khususnya apabila mudah tunai pasaran adalah rendah.

F. Peningkatan spekulasi dalam pasaran kontrak hadapan tanpa serahan (non-deliverable forward, NDF)

Pasaran NDF, khususnya bagi mata wang yang tidak boleh didagangkan pada peringkat antarabangsa, telah lama wujud. Pasaran NDF muncul dan menjadi semakin penting dalam rejim dasar yang bercirikan sekatan terhadap penyertaan asing dalam pasaran pertukaran asing domestik dan serahan luar pesisir. Lazimnya, pelabur akan menggunakan pasaran NDF untuk memintas dagangan pasaran dalam negeri bagi tujuan perlindungan nilai dan spekulasi. Walaupun pasaran NDF adalah kabur, tidak menentu dan tidak dikawal selia, saiznya terus berkembang[4]. Hasil jualan dalam kalangan enam mata wang yang mempunyai pasaran NDF terbesar di dunia[5] meningkat pada kadar lebih cepat sebanyak 8.7% antara tahun 2013 hingga 2016. Enam mata wang ini mencakupi dua pertiga daripada jumlah keseluruhan NDF. Ekonomi sedang pesat membangun yang kecil dan terbuka menghadapi risiko besar kerana saiz jumlah dagangan NDF boleh melangkaui dan menguasai faktor-faktor lain dengan mudah dalam menentukan kadar pertukaran (Rajah 7). Walaupun pasaran NDF ini menyediakan suatu ruang kepada sebilangan peserta untuk melindung nilai dedahan mata wang, namun pasaran terdedah kepada tingkah laku spekulatif, terutamanya semasa tempoh ketidakpastian pasaran. Malah, kajian menunjukkan bahawa 60-80% daripada dagangan NDF bersifat spekulatif[6]. Kegiatan spekulasi dalam pasaran NDF boleh menyebabkan herotan besar dalam proses penentuan harga pasaran pertukaran asing domestik dalam ekonomi sedang pesat membangun. Ini seterusnya boleh menyebabkan terputusnya perkaitan yang ketara antara pergerakan kadar pertukaran dengan aktiviti ekonomi benar di pasaran dalam negeri. Bagi Malaysia, hal ini paling jelas kelihatan apabila kadar NDF ringgit luar pesisir menyimpang dengan ketara daripada kadar dalam negeri selepas pilihan raya presiden AS (Rajah 8). Hal ini juga menyokong usaha Bank Negara Malaysia untuk memperkukuh dasar melarang ringgit didagangkan pada peringkat antarabangsa dan menumpukan pada usaha memindahkan urus niaga yang berkaitan dengan ringgit kembali ke pasaran dalam negeri.

Rajah 7

Jumlah Urus Niaga Kontrak Hadapan Tanpa Serahan (NDF)/KDNK

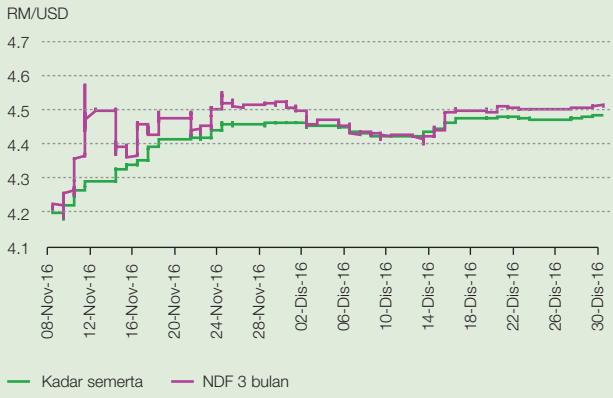


Nota: Negara-negara serantau termasuk Indonesia, Korea, China Taipei, India dan Filipina. Jumlah NDF hanya merujuk mata wang serantau berbanding dengan dolar AS.

Sumber: Bloomberg dan Haver Analytics

Rajah 8

Harga Intrahari Ringgit dalam Pasaran Luar Pesisir dan Pasaran Dalam Negeri



Sumber: Bloomberg

[4] Laporan BIS Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and OTC Derivatives Market Activity menunjukkan bahawa hasil jualan NDF dalam dolar berkembang 5.3% antara April 2013 hingga April 2016.

[5] BIS mendedahkan bahawa enam mata wang terutama yang didagangkan dalam pasaran NDF dari segi hasil jualan ialah renminbi China, won Korea, rupee India, dolar Taiwan Baharu, real Brazil, dan ruble Rusia.

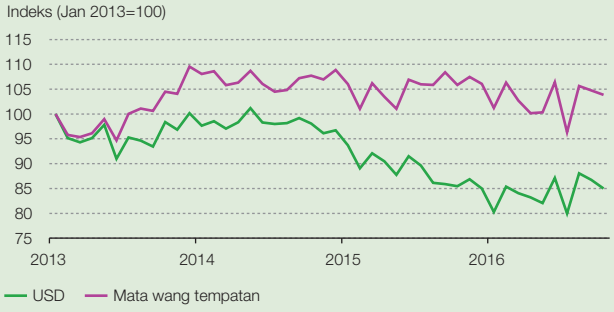
[6] Federal Reserve Bank of New York 'An Overview of Non-Deliverable Foreign Exchange Forward Markets' (Mei 2005).

Kesan limpahan negatif terhadap ekonomi benar berikutan ketidakstabilan pasaran pertukaran asing

Teori daripada buku teks biasanya menyatakan bahawa susut nilai kadar pertukaran seharusnya menyokong eksport dan seterusnya perdagangan kerana kadar pertukaran yang lebih lemah meningkatkan daya saing eksport. Walau bagaimanapun, pengalaman negara serantau baru-baru ini menunjukkan bahawa sokongan kadar pertukaran yang lebih lemah dalam merangsang daya saing eksport agak terhad. Meskipun terdapat susut nilai yang besar dalam beberapa tahun kebelakangan ini, eksport ekonomi serantau tidak mencatat peningkatan yang ketara. Di Asia, walaupun susut nilai berbanding dengan dolar AS secara purata ialah 13% antara September 2014 hingga Oktober 2016, manfaatnya hanya dapat dirasai dalam bentuk keuntungan pertukaran. Dalam tempoh yang sama, eksport serantau dalam nilai dolar AS menguncup 13.2%, tetapi hanya merosot 1% dalam nilai mata wang tempatan. Hal ini disokong oleh kadar pertukaran yang menguntungkan dan bukannya permintaan yang lebih kukuh (Rajah 9). Selain permintaan global yang rendah dan tidak sekata berikutan perdagangan global yang lemah, dolar AS yang lebih kukuh berbanding dengan kebanyakan mata wang juga menunjukkan bahawa susut nilai efektif bagi mana-mana mata wang adalah terhad. Pada masa yang sama, rantaian bekalan global menunjukkan bahawa kebanyakan eksport mengandungi komponen import dan oleh itu kosnya meningkat apabila mata wang domestik menjadi lebih lemah.

Rajah 9

Eksport Nominal Ekonomi Serantau dalam Dolar AS dan Mata Wang Tempatan



Nota: Pelarasan bermusim eksport nominal negara serantau (Malaysia, Indonesia, Thailand, Korea dan Filipina) dalam USD dan mata wang tempatan. Data sehingga Oktober 2016 sahaja.

Sumber: CEIC

Walaupun kebanyakan ekonomi Asia berada dalam kedudukan yang lebih baik untuk menangani susut nilai dan turun naik kadar pertukaran yang melampau, terputusnya perkaitan kadar pertukaran yang berpanjangan lambat laun boleh melimpah kepada ekonomi benar. Kesan limpahan ini boleh dilihat dalam pelbagai bentuk. Ini termasuk inflasi yang lebih tinggi kerana kelemahan mata wang yang berlarutan mendesak pengeluar untuk memindahkan kos yang lebih tinggi kepada pengguna, di samping kemungkinan tekanan hutang luar dan pertukaran asing, sentimen yang lemah dalam kalangan isi rumah dan perniagaan, dan juga kitaran ganas daripada jangkaan sendiri yang menjadi kenyataan (self-fulfilling expectations).

Cabaran semakin meningkat kepada pembuat dasar untuk menyeimbangkan kos dengan manfaat kadar pertukaran yang fleksibel

Apabila turun naik kadar pertukaran menjadi semakin ketara dan berpanjangan, pembuat dasar perlu menyeimbangkan antara manfaat membenarkan kadar pertukaran yang fleksibel untuk bertindak sebagai penyerap kejutan ekonomi, dengan kos yang mungkin ditanggung kerana membenarkan pelarasan ketara dalam kadar pertukaran. Walaupun kadar pertukaran yang fleksibel bermanfaat dalam keadaan yang normal, pembuat dasar hendaklah kekal pragmatik,

terutamanya semasa tempoh ketidakpastian yang tinggi. Bank pusat sebagai pengawal selia, berperanan untuk menangani ketidakseimbangan struktur[7] yang boleh membawa kepada herotan yang tidak wajar dalam pasaran pertukaran asing domestik. Pembetulan ketidakseimbangan ini akan memastikan pergerakan kadar pertukaran kekal teratur untuk menyokong perdagangan, perniagaan dan pelabur sebenar. Hal ini penting khususnya bagi ekonomi yang kecil dan terbuka, yang kadar pertukarannya amat penting sebagai penentu harga. Bagi Malaysia, falsafah yang dipegang bagi perkembangan pasaran kewangan dan dasar kadar pertukaran tetap tidak berubah, yakni kesemuanya perlu mencerminkan realiti sebenar ekonomi Malaysia.

[7] Salah satu daripada ketidakseimbangan ini ialah permintaan dan penawaran yang tidak sekata bagi mata wang asing dalam pasaran pertukaran asing domestik. Ini disebabkan oleh jumlah hasil eksport yang sangat banyak diletakkan di pasaran luar pesisir. Pengumuman langkah-langkah baru-baru ini yang menghendaki hasil eksport dalam mata wang asing ditukarkan kepada ringgit akan membantu menangani ketidakseimbangan ini.