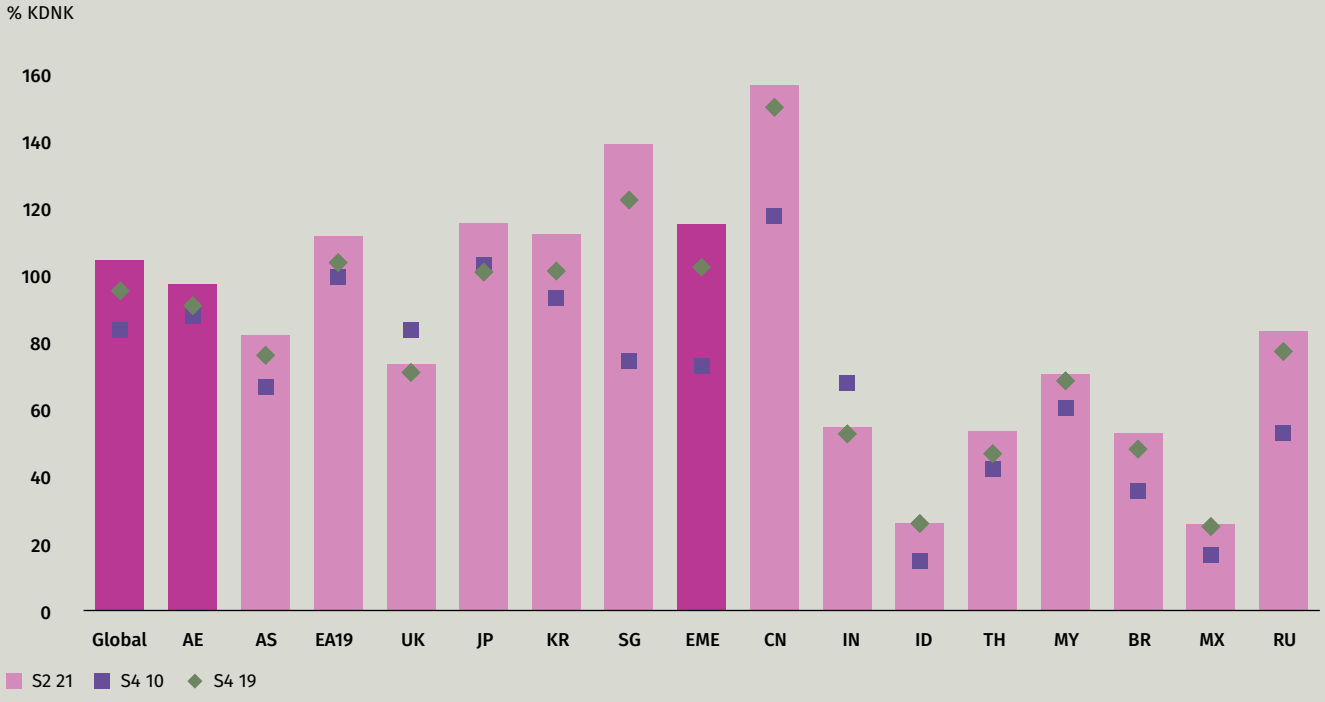
Prospek Pemulihan Ekonomi Global: Iktibar dari Perspektif Kedudukan Kewangan Korporat

Pengenalan

Sejak penularan pandemik COVID-19, sekatan pergerakan telah menjadi salah satu tindak balas dasar untuk menguruskan risiko penjagaan kesihatan pada peringkat global. Hal ini amat ketara pada fasa awal pandemik. Kejutan penawaran yang timbul, berserta keadaan permintaan yang lemah, menyebabkan syarikat terpaksa beroperasi dalam keadaan yang sangat tidak menentu dan sering kali tidak mampu menjana hasil. Bagi syarikat yang terjejas teruk, pembiayaan hutang membantu mengharungi tempoh apabila hasil dan aliran tunai terjejas (Rajah 1). Tahap akomodasi monetari yang agresif dan sokongan fiskal yang besar memberikan bantuan tambahan kepada syarikat-syarikat. Walau bagaimanapun, apabila pandemik bergerak melepasi fasa yang meruncing (*acute phase*), pembuat dasar perlu mengimbangi antara membantu syarikat yang boleh berdaya maju dalam keadaan kurang ekstrem, tetapi pada masa yang sama tidak menyekat kedinamikan korporat yang penting ke arah pertumbuhan ekonomi pada masa depan, dengan melindungi perniagaan yang tidak berdaya maju, atau syarikat *zombie* (Banerjee dan Hofmann, 2020). Kewujudan syarikat *zombie* telah dikaitkan dengan perkembangan ekonomi yang lembap di Jepun pada tahun 1990-an dan kawasan euro selepas Krisis Kewangan Global (Global Financial Crisis, GFC) (Acharya dll., 2021a; Banerjee dan Hofmann, 2020; Hoshi dan Kashyap, 2015). Rencana ini akan mencakupi tiga isu utama menggunakan kajian sedia ada. Pertama, rencana ini akan meneliti kesan hutang korporat yang tinggi. Kedua, rencana ini meninjau pengalaman krisis di Jepun dan kawasan euro untuk mengambil beberapa iktibar yang berguna bagi mengelakkan pemulihan ekonomi yang perlahan dan berpanjangan. Ketiga, rencana ini diakhiri dengan membincangkan imperatif dasar penting bagi memastikan landasan pemulihan yang mampan daripada pandemik.

Rajah 1: Hutang Korporat dalam Ekonomi Terpilih



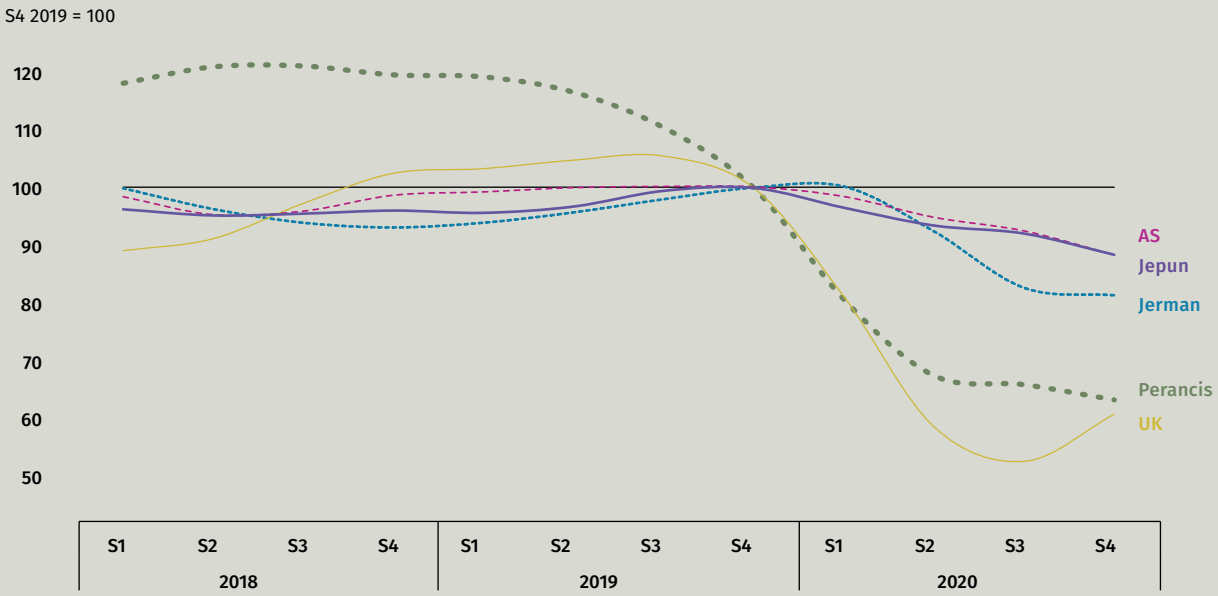
Nota: Hutang merujuk pinjaman dan sekuriti hutang syarikat bukan kewangan.

Sumber: Pangkalan Data Kredit Bank for International Settlements (BIS)

Mengapakah Hutang Korporat yang Tinggi Menjadi Satu Kebimbangan?[1]

Hutang korporat pada peringkat global sudah pun berada pada paras yang tinggi pada permulaan pandemik (Roulet, 2020). Berikutan itu, kejutan penawaran dan permintaan yang besar sepanjang dua tahun lalu telah menambah kebimbangan bahawa kemuflisan syarikat akan melonjak, terutamanya jika ekonomi tidak pulih. Meskipun demikian, kemuflisan berskala besar seperti itu belum lagi berlaku (Rajah 2). Risiko ini dikurangkan oleh bantuan ekonomi dan kewangan yang besar daripada kerajaan dan bank pusat, yang memastikan keadaan pembiayaan yang menggalakkan dan pemulihan keadaan permintaan (OECD, 2021b). Namun demikian, paras hutang korporat yang tinggi kekal menjadi kebimbangan dalam fasa pemulihan ekonomi semasa.

Rajah 2: Syarikat yang Muflis dalam Ekonomi Terpilih



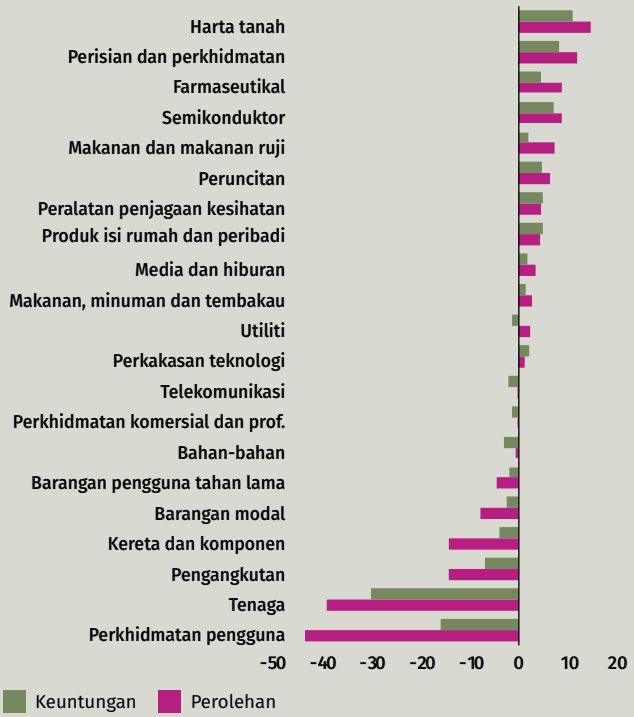
Sumber: OECD Timely Indicators of Entrepreneurship

Pertama, syarikat yang mempunyai paras hutang yang sangat tinggi cenderung untuk mengurangkan pelaburan selepas krisis ekonomi (Kalemli-Özcan dll., 2019; Barbiero dll., 2020). Hal ini kerana syarikat-syarikat tersebut memberikan tumpuan pada pengurangan hutang dan bukannya melabur dalam keupayaan baharu dan inovasi. Sungguhpun begitu, perkara ini tidak terjadi semasa pandemik. Sebaliknya, peningkatan paras hutang adalah sepadan dengan peningkatan dalam pelaburan jangka pendek dan pelaburan tetap (OECD, 2021b). AS ialah contoh yang baik; pelaburan dalam peralatan dan harta intelek meningkat semula dengan kukuh pada tahun 2021, manakala pelaburan struktur[2] kekal lemah. Perkara ini mungkin disebabkan oleh permintaan yang lebih tinggi untuk barangan dan perkhidmatan tertentu sepanjang tempoh pandemik (Rajah 3 dan 4), seperti perkhidmatan komunikasi dan digital serta peralatan. Pemulihan dalam pelaburan juga disokong oleh dasar monetari yang lebih longgar. Sebaliknya, pelaburan dalam sektor yang teruk terjejas, seperti tenaga, produk berkaitan sumber (bahan-bahan) dan pengangkutan (industri), merosot. Hal ini mencerminkan kesan buruk pandemik yang tidak setara dalam industri perkhidmatan yang berhubung rapat dengan pelanggan dan yang bergantung pada pelancongan. Penutupan syarikat dan pergerakan yang terhad secara umum juga mengurangkan permintaan terhadap tenaga dan bahan api, yang menjejaskan industri utiliti dan tenaga.

[1] Hutang korporat yang tinggi juga dipengaruhi oleh rejim cukai korporat. Perbelanjaan faedah boleh ditolak daripada keuntungan boleh cukai. Oleh itu, kadar cukai korporat yang lebih tinggi boleh menggalakkan syarikat, termasuk syarikat yang kukuh, untuk mengumpul lebih banyak hutang (Graham, 2006; Feld dll., 2013). Walau bagaimanapun, risiko daripada cukai korporat yang tinggi tidak dibincangkan dalam rencana ini.

[2] Struktur merujuk modal fizikal yang dibina di lokasi tempat modal tersebut akan digunakan serta mempunyai jangka hayat ekonomi yang panjang seperti bangunan pejabat dan gudang (Bureau of Economic Analysis, 2018).

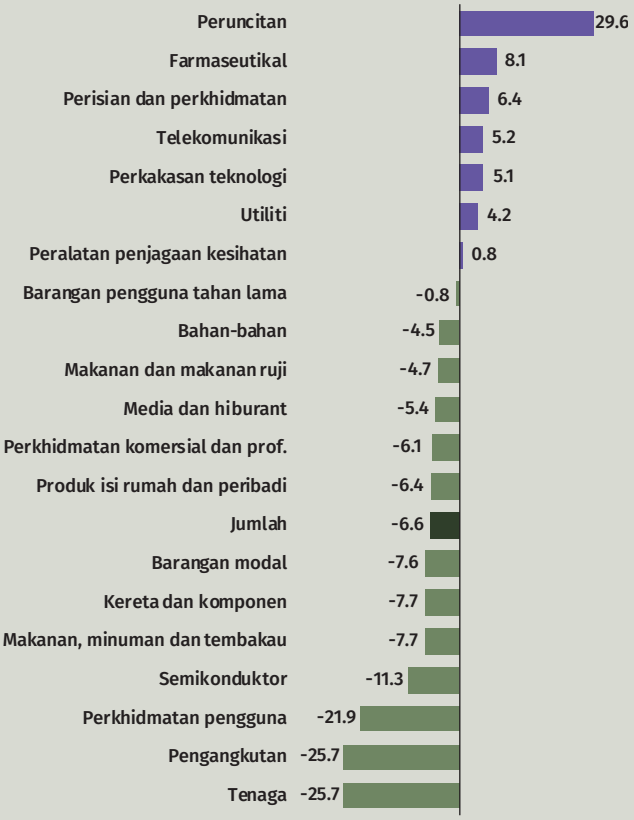
Rajah 3: Perubahan dalam Perolehan dan Keuntungan antara TK2019 dengan TK2020 Mengikut Industri (%)



Nota: Rajah ini diterbitkan dalam OECD Economic Outlook (Volume 2021 Issue 1). Keuntungan diukur menggunakan perolehan sebelum faedah, cukai, susut nilai dan pelunasan (EBITDA). Keputusan dilaporkan untuk firma median bagi setiap penunjuk dan diberikan wajaran mengikut saiz aset firma pada tahun 2019. Analisis adalah berdasarkan data peringkat firma yang disediakan oleh S&P Capital IQ. Sampel meliputi 55,000 syarikat bukan kewangan awam dan swasta yang beroperasi di negara OECD dan ekonomi sedang pesat membangun utama (bukan OECD), dan bagi akaun Tahun Kewangan 2020 yang tersedia. Jumlah firma yang diambil kira adalah agak besar dan secara kolektif mewakili hutang korporat sebanyak USD25 trilion. Firma median dalam sampel itu mempunyai perolehan sebanyak USD30 juta pada tahun 2019 dan aset sejumlah USD35 juta. Sebanyak 10% daripada firma berada dalam ekonomi sedang pesat membangun.

Sumber: S&P Capital IQ dan pengiraan OECD, seperti yang dinyatakan dalam OECD (2021a)

Rajah 4: Perubahan dalam Perbelanjaan Modal Mengikut Industri (%)



Nota: Rajah ini diterbitkan dalam OECD Economic Outlook (Volume 2021 Issue 1). Bar menunjukkan perubahan dalam perbelanjaan modal agregat untuk setiap industri. Sampel firma adalah sama seperti dalam Rajah 3. Menurut OECD (2021a), peningkatan pelaburan dalam industri runcit hampir sepenuhnya didorong oleh sektor "internet dan pemasaran runcit secara langsung", dan khususnya, Amazon.

Sumber: S&P Capital IQ dan pengiraan OECD, seperti yang dinyatakan dalam OECD (2021a).

Punca kebimbangan kedua berkaitan dengan hutang syarikat yang tinggi ialah kualiti kredit hutang yang semakin merosot. Roulet (2020) mendapati bahawa bahagian hutang kualiti kredit rendah telah meningkat antara tahun 2004 hingga 2019, terutamanya di AS dan ekonomi sedang pesat membangun (*emerging market economies*, EME), kecuali China.[3] OECD (2021a) menganggarkan kira-kira 30%[4] bon korporat bukan kewangan pada peringkat global dinilai sebagai 'spekulatif'[5] dan oleh itu dianggap 'berisiko'. Profil hutang 'berisiko' dalam kalangan peminjam korporat berbeza-beza mengikut sektor, menjejaskan terutamanya sektor tenaga dan utiliti (Rajah 5). Yang penting untuk diberi perhatian, dapatan ini kebanyakannya merangkumi syarikat-syarikat awam yang besar. Maklumat kewangan kekal terhad bagi perusahaan kecil dan sederhana (PKS), yang telah terjejas akibat pandemik secara tidak setara (Chetty dll., 2020) dan mencakupi bahagian hutang yang besar dalam

[3] Roulet (2020) menggunakan data daripada 4,670 buah syarikat dalam ekonomi maju (*advanced economies*, AE) dan 3,691 buah syarikat dalam ekonomi sedang pesat membangun (EME). Dapatan ini menekankan kemerosotan kualiti kredit firma AS yang besar sejak tahun 2015. Paras hutang syarikat berisiko hampir sama dengan paras hutang pada tahun 2007, sebelum bermulanya Krisis Kewangan Global (GFC). EME lain, terutamanya Amerika Latin, Eropah Timur, negara Timur Tengah dan Afrika, merekodkan paras hutang berisiko tertinggi. Trend kemerosotan kualiti hutang korporat adalah lebih sederhana di Eropah yang Lebih Maju, Jepun, dan China.

[4] Data tersebut meliputi 2,800 buah syarikat korporat bukan kewangan awam dan swasta yang beroperasi di negara-negara OECD dan ekonomi sedang pesat membangun utama (bukan OECD) dengan penarafan pengeluar S&P yang aktif.

[5] 'Spekulatif' merujuk paras risiko kredit yang tinggi atau kemungkiran telah berlaku.

industri perkhidmatan yang berhubung rapat dengan pelanggan. Risiko kesolvenan kekal membimbangkan dengan kadar faedah yang dijangka meningkat. Hal ini terutamanya jika pemulihan dalam sektor yang paling teruk terjejas adalah perlahan dan berpanjangan. Keadaan ini boleh mencetuskan penurunan penarafan (untuk syarikat sederhana dan besar) dan kemungkiran berikutan kos pembiayaan yang semakin meningkat.

Rajah 5: Hutang 'Berisiko' Mengikut Subsektor (% bahagian)



Nota: Rajah ini diterbitkan dalam OECD Economic Outlook (Volume 2021 Issue 1). OECD mengira hutang 'berisiko' sebagai jumlah hutang dalam firma yang diberikan penarafan spekulatif[6] atau BBB[7] untuk tahun 2019. Data tersebut meliputi subset sampel 2,800 syarikat bukan kewangan awam dan swasta yang beroperasi di negara OECD dan ekonomi sedang pesat membangun utama (bukan OECD) yang mempunyai penarafan penerbit S&P yang aktif. Sampel meliputi terutamanya firma tersenarai awam yang besar yang diperbadankan di ekonomi maju tetapi juga termasuk firma swasta (30%) dan/atau firma dalam ekonomi sedang pesat membangun (13%).

Sumber: S&P Capital IQ dan pengiraan OECD, seperti yang dinyatakan dalam OECD (2021a)

Ketiga, hutang korporat yang tinggi bersama-sama dengan produktiviti yang lebih rendah boleh menunjukkan tanda-tanda semakin banyak syarikat yang menjadi syarikat *zombie* (Caballero dll., 2008). Syarikat *zombie* boleh ditakrifkan sebagai syarikat yang mempunyai perolehan yang tidak mencukupi untuk menampung kos faedah pinjaman (Rajah 6) dan bergantung pada kredit yang murah untuk bertahan[8] (Acharya dll., 2020). Bank-bank yang tidak kukuh lebih berkemungkinan untuk membiayai syarikat *zombie*, kerana kedudukan kewangan mereka yang lemah menyebabkan kurangnya ruang untuk menyerap kerugian daripada kemungkiran syarikat *zombie* jika hal itu berlaku (Andrews dan Petroulakis, 2017). Hal ini kemudiannya mendorong bank untuk menangguhkan pengiktirafan kerugian dengan melanjutkan hutang. Berdasarkan sampel daripada 14 ekonomi maju, bahagian

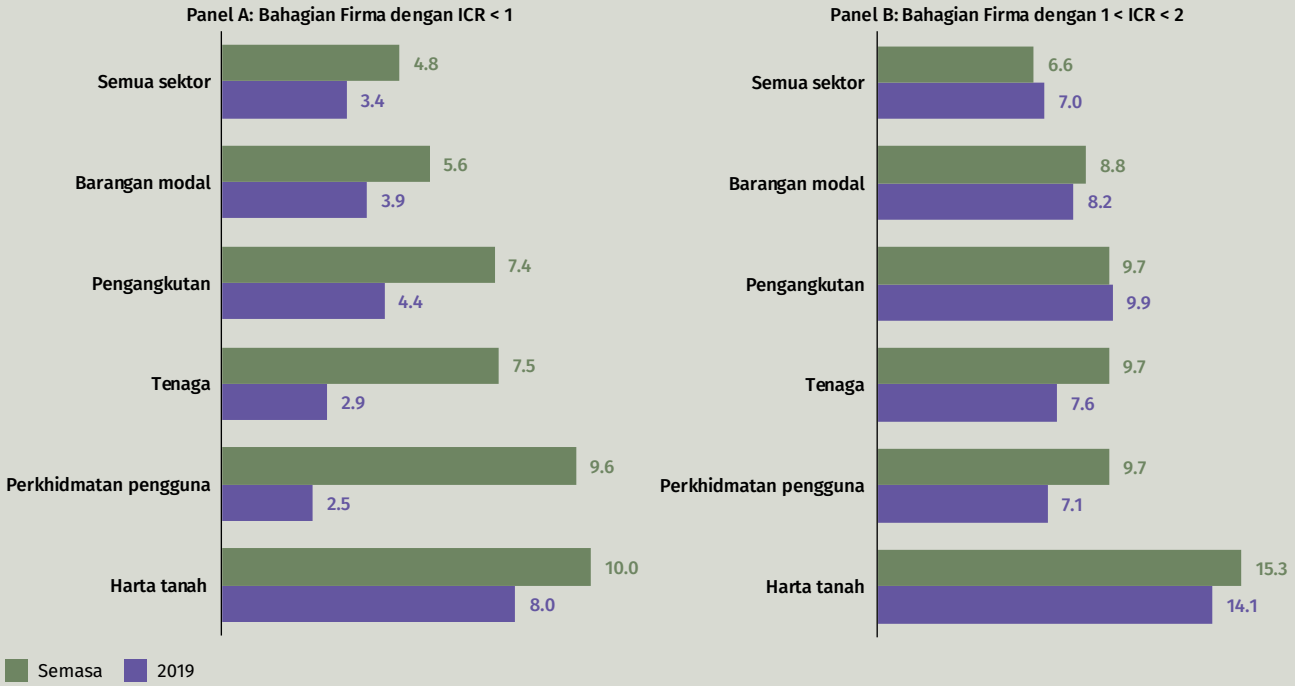
[6] 'Spekulatif' merujuk paras risiko kredit yang tinggi atau kemungkiran telah berlaku.

[7] Meskipun dengan takrifan OECD, diakui bahawa syarikat BBB mungkin tidak secara lazimnya dikelaskan sebagai 'berisiko' kerana secara teknikal masih dalam gred 'Pelaburan'. Gred 'Pelaburan' menunjukkan risiko kredit yang rendah sehingga sederhana.

[8] Kebanyakan kajian mengaitkan syarikat *zombie* dengan pembiayaan bank. Walau bagaimanapun, syarikat *zombie* juga boleh dibiayai melalui terbitan ekuiti (Banerjee dan Hoffman, 2020). Denis dan McKeon (2020) mendapati bahawa syarikat AS yang mempunyai aliran tunai bersih negatif sering menggunakan pembiayaan ekuiti, melalui penempatan persendirian disebabkan oleh kos terbitan tetap yang lebih rendah, untuk menampung kekurangan aliran tunai semasa dan seterusnya. Lu dll. (2020) menyatakan bahawa syarikat *zombie* di China sering disokong oleh pasaran ekuiti dan pembiayaan tidak formal, sebahagian besarnya menerusi kredit perdagangan.

syarikat *zombie* telah meningkat daripada sekitar 4% pada lewat tahun 1980-an kepada 15% pada tahun 2017 (Banerjee dan Hoffman, 2020). Kajian yang sama menganggarkan bahawa satu perempat daripada syarikat *zombie* cenderung untuk meninggalkan industri, manakala 60% berjaya keluar daripada status syarikat *zombie* seiring dengan peredaran masa (pertengahan tahun 1980-an hingga 2017). Namun demikian, syarikat *zombie* yang pulih lazimnya menunjukkan prestasi yang kurang memberangsangkan berbanding dengan syarikat bukan *zombie*, dan lebih berkemungkinan untuk kembali kepada status *zombie*. Hal ini berlaku kerana keuntungan dalam kalangan syarikat *zombie* yang lebih lemah menjadikan mereka kurang berupaya untuk mengharungi kegawatan ekonomi berbanding dengan syarikat bukan *zombie*. Kajian yang lebih terkini menunjukkan bilangan syarikat *zombie* kekal terbendung di Perancis (Cros dll., 2021) dan AS (Favara dll., 2021) bagi tahun 2020. Hal ini mungkin disebabkan oleh magnitud sokongan fiskal yang besar sepanjang tempoh ini. Meskipun begitu, sokongan kewangan yang banyak, dalam bentuk kadar faedah yang rendah dan bantuan bayaran balik pinjaman telah menyebabkan kebimbangan terhadap peningkatan bilangan syarikat yang bertukar menjadi syarikat *zombie* apabila pandemik berlarutan (Acharya dll., 2020).

Rajah 6: Bahagian Firma Lebih Besar berdasarkan Nisbah Perlindungan Faedah (ICR)



Nota: Rajah ini diterbitkan dalam OECD Economic Outlook (Volume 2021 Issue 2). OECD menganalisis 28,000 firma dalam pangkalan data S&P yang ICR, nisbah antara perolehan sebelum faedah, cukai, susut nilai dan pelunasan (EBITDA) serta jumlah perbelanjaan faedah untuk tahun 2020 atau 2021, adalah tersedia (ICR semasa). Sampel meliputi syarikat awam dan swasta bukan kewangan sederhana dan besar yang beroperasi di negara OECD dan ekonomi sedang pesat membangun bukan OECD utama. ICR di bawah 1 mencadangkan keuntungan tidak mencukupi untuk membayar perbelanjaan faedah.

Sumber: S&P Capital IQ dan pengiraan OECD, seperti yang dinyatakan dalam OECD (2021b)

Kewujudan syarikat *zombie* boleh memberikan implikasi negatif kepada pertumbuhan dan inflasi, secara langsung dan tidak langsung (dengan menjejaskan syarikat bukan *zombie*). Pertama, syarikat *zombie* lazimnya lebih kecil, kurang produktif dan kurang melabur (Banerjee dan Hofmann, 2020). Peningkatan 1 mata peratusan dalam bahagian syarikat *zombie* adalah setara dengan penurunan 0.1 mata peratusan dalam pertumbuhan produktiviti[9] ekonomi.[10] Kedua, kemunculan syarikat *zombie* mewujudkan lebihan kapasiti pengeluaran, lantas memberikan tekanan menurun kepada harga (Acharya dll., 2020). Kredit bersubsidi membolehkan syarikat *zombie* terus menghasilkan keluaran walaupun kurang berdaya maju. Hasilnya, penawaran tidak

[9] Diwakili oleh Produktiviti Faktor Keseluruhan (TFP).
[10] Dikira berdasarkan data peringkat syarikat dari 14 negara - Australia, Belgium, Kanada, Switzerland, Jerman, Denmark, Sepanyol, Perancis, UK, Itali, Jepun, Belanda, Sweden, dan AS (Banerjee dan Hoffman, 2020).

dapat diselaraskan dengan penurunan permintaan semasa berlakunya krisis, lantas menekan inflasi secara artifisial. Sebagai contoh, inflasi di Eropah dianggarkan lebih tinggi sebanyak 0.4 mata peratusan antara tahun 2012 hingga 2016 jika pembiayaan kepada syarikat-syarikat *zombie* tidak meningkat. Ketiga, syarikat *zombie* mengetepikan (*crowd out*) pertumbuhan dalam kalangan syarikat bukan *zombie* dengan mengganggu persaingan dalam ekonomi (Caballero dll., 2008; Banerjee dan Hofmann, 2020). Selain menekan harga bagi produk mereka, syarikat *zombie* juga menaikkan upah dengan mengekalkan pekerja yang tidak produktif. Hal ini menyebabkan kesan limpahan kepada syarikat bukan *zombie* kerana harga yang rendah secara artifisial juga dapat mengecilkan margin syarikat yang kukuh, seterusnya menjejaskan pelaburan dan kemasukan baharu syarikat bukan *zombie*. Kenaikan sebanyak 1 mata peratusan dalam bahagian syarikat *zombie* adalah setara dengan penurunan 0.5 mata peratusan dalam pelaburan oleh syarikat bukan *zombie*.[11] Kesan pengetepian ini juga berlaku melalui peruntukan sumber yang tidak betul (contohnya, kredit dan bantuan kerajaan) kepada syarikat *zombie*. Kewujudan syarikat *zombie* menghalang aliran sumber kepada syarikat yang lebih produktif serta menjejaskan pertumbuhan dan kelangsungan syarikat bukan *zombie*. Secara ringkas, syarikat *zombie* memberikan kesan jangka panjang kepada ekonomi kerana mereka bukan sahaja kurang produktif tetapi juga menghalang pertumbuhan syarikat yang kukuh.

Iktibar daripada Krisis Lalu

Dalam bahagian ini, Bank mengambil iktibar daripada krisis lalu dalam usaha mengelakkan pemulihan yang perlahan dan berpanjangan. Bank merujuk episod di Jepun dan kawasan euro, yang mencakupi letusan gelembung harga aset (tahun 1989 hingga 1992) dan krisis perbankan (tahun 1997) di Jepun serta Krisis Kewangan Global 2008 (GFC 2008) dan krisis hutang kerajaan di kawasan euro (tahun 2010 hingga 2012). Krisis-krisis ini berbeza berbanding dengan pandemik, tetapi kebimbangan mengenai peningkatan bilangan syarikat yang bertukar menjadi syarikat *zombie* memberikan titik persamaan. Pemberian pinjaman *zombie*, yang diburukkan lagi oleh permodalan semula bank yang perlahan, didapati menjadi antara sebab utama di sebalik pertumbuhan ekonomi yang lembap di Jepun dan kawasan euro (Hoshi dan Kashyap, 2015). Tindak balas dasar yang tidak mencukupi dan kekurangan pembaharuan struktur juga menyumbang kepada pertumbuhan lembap yang berpanjangan. Hal ini secara tidak langsung menyebabkan pewujudan lebih banyak syarikat *zombie*, yang cenderung untuk muncul semasa tempoh kemerosotan (Banerjee dan Hoffman, 2020). Hal ini berkemungkinan boleh dijelaskan melalui dua kesan kemerosotan ekonomi, iaitu perolehan lebih rendah yang menjejaskan keupayaan syarikat untuk menbayar hutang, manakala pergantungan terhadap hutang yang meningkat[12] boleh menjejaskan produktiviti masa hadapan[13].

(i) Tindak Balas Dasar yang Tertangguh dan Tidak Mencukupi
Semasa GFC, dasar monetari telah dilonggarkan di Jepun, AS dan kawasan euro. Walau bagaimanapun, perbezaan kelajuan dan magnitud pelonggaran itu boleh menjelaskan kesan yang berbeza-beza terhadap pertumbuhan dan inflasi di ketiga-tiga negara (Hoshi dan Kashyap, 2015). Khususnya, AS bertindak secara relatif lebih pantas. Federal Open Market Committee (FOMC) mengurangkan kadar dasar kepada sifar dan menggunakan alat dasar monetari yang tidak konvensional, iaitu pelonggaran kuantitatif dan pendirian dasar monetari akan datang (*forward guidance*). Hasilnya, AS secara relatif pulih dengan pantas dan mengelakkan deflasi. Sebaliknya, kawasan euro dan Jepun mengalami pemulihan yang tertangguh dan deflasi atau inflasi yang rendah. Kebimbangan terhadap harga-upah komoditi yang tidak terkawal pada permulaan GFC di kawasan euro (Kang, Ligthart dan Mody, 2016; Hetzel, 2016) dan kadar faedah yang sedia rendah di Jepun (Shirakawa, 2008) merupakan antara faktor penyebab yang boleh menjelaskan perbezaan dalam kelajuan dan kesan tindak balas dasar berbanding dengan AS.[14] Pengalaman ekonomi-ekonomi ini

[11] Dikira berdasarkan data peringkat syarikat dari 14 negara - Australia, Belgium, Kanada, Switzerland, Jerman, Denmark, Sepanyol, Perancis, UK, Itali, Jepun, Belanda, Sweden, dan AS (Banerjee dan Hoffman, 2020).
[12] Syarikat meminjam untuk mengekalkan operasi semasa tempoh kemerosotan.
[13] Seperti yang dijelaskan pada bahagian sebelum ini, syarikat yang mempunyai banyak hutang cenderung untuk mengurangkan pelaburan selepas krisis ekonomi (Kalemli-Özcan dll., 2019; Barbiero dll., 2020). Bagi membaiki kedudukan kewangan mereka, syarikat memberikan tumpuan pada pengurangan hutang dan bukannya melabur semula dalam kapasiti baharu dan inisiatif inovasi.
[14] Sebelum GFC, kadar faedah Jepun berada pada kedudukan yang rendah dan tidak berkesan untuk merangsang kegiatan ekonomi (iaitu perangkap mudah tunai) (Akram, 2016). Dalam persekitaran ini, alat dasar lain, seperti fiskal, terpaksa digunakan untuk memulihkan permintaan (Akram, 2016). Terdapat juga kebimbangan berhubung dengan pemotongan kadar selanjutnya yang menghampiri sifar akan mewujudkan gangguan pasaran, dengan mengekalkan peminjam berkualiti rendah, termasuk syarikat-syarikat *zombie* (Hoshi, 2013; Acharya et al., 2021a).

menyerlahkan dilema dasar yang lebih luas. Kadar faedah yang rendah mengurangkan kesan jangka pendek krisis dan dengan itu membendung kebangkitan syarikat-syarikat *zombie,* yang cenderung untuk muncul semasa tempoh kemerosotan. Walau bagaimanapun, mengekalkan kadar yang terlalu rendah untuk tempoh yang terlalu lama akan memanjangkan hayat syarikat *zombie*. Hal ini boleh menjejaskan produktiviti jangka panjang, lantas menyebabkan pertumbuhan ekonomi yang lembap.

Sokongan fiskal di Jepun berikutan penurunan harga aset pada awal tahun 1990-an juga tidak mencukupi untuk mengimbangi kemerosotan awal (Hoshi dan Kashyap, 2015; Posen, 1988). Menurut Posen (1998), hanya satu pertiga daripada langkah-langkah fiskal asal yang diumumkan telah dilaksanakan. Hanya pada tahun 1995, kerajaan memperkenalkan pakej fiskal lebih besar, yang menghasilkan prestasi pertumbuhan yang lebih baik (Hoshi dan Kashyap, 2015). Walau bagaimanapun, penarikan balik langkah-langkah ini sejurus sebelum Krisis Kewangan Asia menyebabkan Jepun kembali mengalami kemelesetan menjelang akhir tahun 1997. Selain itu, Jepun menghadapi pengurangan pulangan untuk pelaburan awamnya menjelang awal tahun 1990-an, lantas mengehadkan impak perbelanjaan fiskalnya (Doi dan Ihori, 2009).[15] Sementara itu, kekurangan sokongan fiskal di kawasan euro semasa GFC berpunca daripada ruang fiskal yang terhad (Hoshi dan Kashyap, 2015; Lachman, 2012). Selain itu, kekurangan kesatuan fiskal menghalang sokongan yang lebih seragam merentas Negara Anggota (Member States) yang berbeza. Kekurangan sokongan fiskal ini menjejaskan keupayaan bank-bank untuk memperoleh modal melalui pendanaan swasta, yang dibincangkan lebih lanjut dalam perenggan seterusnya. Hal ini berbeza dengan AS, yang memperkenalkan Troubled Asset Relief Programme (TARP) untuk menstabilkan sistem kewangannya.[16]

(ii) Kekurangan Pembaharuan Struktur

Pertumbuhan yang lemah selepas krisis juga disebabkan oleh kekurangan pembaharuan struktur untuk meningkatkan produktiviti jangka panjang dan potensi pertumbuhan KDNK (Hoshi dan Kashyap, 2015). Hal ini termasuk kekurangan pembaharuan di Jepun untuk menangani ketegaran dalam pasaran pekerja[17] yang menghalang peruntukan semula tenaga kerja yang cekap kepada sektor yang lebih produktif dalam jangka panjang. Ketegaran pasaran pekerja ini juga memanjangkan hayat syarikat-syarikat *zombie*, bukannya memudahkan proses keluar dan masuk syarikat baharu secara semula jadi selepas krisis. Di kawasan euro, beban cukai yang tinggi dan manfaat pengangguran yang secara relatif tinggi juga menyebabkan pasaran pekerja yang tidak fleksibel (IMF, 2013a; IMF, 2013b; IMF, 2013c; IMF 2014). Selain itu, persaingan pada peringkat syarikat yang lemah menyumbang kepada kos input yang lebih tinggi manakala penyatuan fiskal kerajaan, yang masih dalam pelaksanaan, menyebabkan ruang untuk sokongan fiskal semasa krisis berkurang (Lachman, 2012). Kelembapan dalam peruntukan semula tenaga kerja antara sektor dan penggunaan teknologi baharu menyebabkan produktiviti dan pertumbuhan ekonomi lemah (Kollman dll., 2016). Perlu diketahui bahawa berbeza daripada Perancis, Sepanyol dan Itali, Jerman lebih berjaya dalam usaha melaksanakan pembaharuan pasaran pekerja (Deutsche Welle, 2003). Jerman mengurangkan kos pengambilan pekerja dengan menurunkan premium untuk sistem penjagaan kesihatan kebangsaannya dan mengehadkan tempoh manfaat pengangguran. Perkhidmatan penempatan pekerjaan juga dipertingkatkan dengan pendekatan tidak berpusat dan peningkatan nisbah kaunselor kepada pencari kerja.

(iii) Pemulihan Kedudukan Kewangan Bank yang Tertangguh

Usaha untuk menyuntik semula modal bank-bank Jepun dan Eropah tidak berjaya, lantas menyebabkan pengesanan pinjaman lapuk dan pemulihan kedudukan kewangan dalam kalangan banknya yang lebih

[15] Doi dan Ihori (2009, Bab 3) mendapati produktiviti marginal pelaburan awam merosot menjelang awal tahun 1990-an, terutamanya untuk industri pengangkutan, berkaitan pertanian, kawalan banjir dan pemuliharaan hutan.

[16] TARP ialah dana bernilai USD700 bilion yang diwujudkan semasa GFC 2008. Dana ini membolehkan pembelian ekuiti atau modal korporat atau institusi kewangan, dan terdiri daripada lima program untuk menstabilkan bank, menyokong industri automotif, memulakan kembali aliran kredit kepada perniagaan kecil dan pengguna, mencegah perampasan yang boleh dielakkan, dan melabur dalam American International Group (AIG). (US Treasury, diakses dalam talian melalui https://home.treasury.gov/data/troubled-assets-relief-program/about-tarp pada 3 Februari 2022).

[17] Sistem guna tenaga seumur hidup Jepun, yang dikenali sebagai Subsidi untuk Pelarasan Guna Tenaga (Subsidy for Employment Adjustment), telah diwujudkan pada tahun 1975 untuk mengelakkan pertindihan dengan melaksanakan pemberian cuti daripada bertugas, memindahkan pekerja ke syarikat berkaitan, dan latihan semula dalaman (Hoshi dan Kashyap, 2015). Pemberian subsidi kepada syarikat untuk mengekalkan guna tenaga membantu meminimumkan kehilangan pekerjaan semasa krisis tetapi mungkin menghalang peruntukan semula pekerja kepada sektor atau firma yang lebih produktif.

perlahan (Collignon, 2012; Hoshi dan Kashyap, 2015). Di Jepun, hal ini didorong oleh kebimbangan tentang bantahan orang ramai terhadap kerajaan yang menyelamatkan bank-bank menggunakan dana awam. Di kawasan euro, wujud juga keengganan dalam kalangan negara yang lebih kukuh untuk menyelamatkan bank-bank di negara-negara anggota yang lebih lemah. Salah satu implikasi buruk kekurangan modal dalam sektor perbankan ialah kredit tidak diperuntukkan dengan betul (Peek dan Rosengren, 2005). Khususnya, hal ini mendorong bank-bank untuk melanjutkan peminjaman kepada syarikat yang mungkin tidak berdaya maju dan bukannya mengelaskan pinjaman sebagai pinjaman tidak berbayar (*evergreening*[18] *of loans*).[19] Hal ini membolehkan bank mengelak daripada mengiktiraf kerugian yang akan memburukkan lagi kedudukan kewangan mereka. Keadaan ini mengekalkan syarikat-syarikat *zombie* dan bukannya membenarkan kemusnahan kreatif berlaku secara semula jadi serta mengurangkan aliran kredit kepada syarikat yang lebih produktif. Kalemli-Özcan dll. (2019) mendapati bahawa syarikat yang mempunyai hutang yang tinggi menyebabkan pelaburan korporat yang tertekan di Eropah selepas krisis. Kesannya adalah paling ketara bagi syarikat yang mempunyai peminjaman jangka pendek yang besar, mencerminkan risiko pelanjutan (*rollover risk*) yang lebih tinggi, dan mempunyai kaitan kepada bank-bank yang lemah. Kesannya juga adalah lebih ketara di negara-negara anggota pinggiran euro, seperti Greece, Ireland, Itali, Sepanyol dan Portugal, dengan dedahan yang tinggi kepada hutang kerajaan dalam negeri.

Imperatif Dasar

Semasa ekonomi global mengalami pemulihan dalam keadaan pandemik, beberapa implikasi dasar boleh diambil daripada iktibar yang ditawarkan oleh krisis lalu.

(i) Sokongan yang Tepat Pada Masanya, Secara Langsung dan Berkadar
Sokongan dasar perlu tepat pada masanya, secara langsung dan berkadar dengan saiz kejutan ekonomi. Semasa pandemik, kebanyakan negara memenuhi syarat ini kerana mereka mengambil tindakan pantas dan agresif untuk menyokong isi rumah dan syarikat, terutamanya semasa sekatan pergerakan (OECD, 2022). Kini, setelah kita melepasi fasa krisis yang meruncing, dan dengan keadaan permintaan yang bertambah baik serta inflasi yang tinggi, kita berhadapan dengan cabaran yang berbeza. Yang penting, cabaran ini termasuk merangka landasan pendirian dasar untuk kembali ke paras yang wajar. Jika dikekalkan terlalu lama, dasar yang akomodatif, termasuk kadar faedah yang rendah dan toleransi pengawalseliaan yang tinggi, boleh mengakibatkan peningkatan syarikat-syarikat *zombie* dan menjejaskan produktiviti jangka panjang (Acharya dll., 2021a). Pembuat dasar perlu mempertimbangkan dengan teliti keseimbangan antara keuntungan jangka pendek dan jangka panjang untuk pemulihan yang lebih mampan. Apabila pemulihan ekonomi semakin kukuh, sokongan kerajaan selanjutnya boleh diberikan bergantung pada syarat daya maju syarikat (Banerjee dan Hofmann, 2020). Hal ini boleh disokong oleh tumpuan pada keuntungan syarikat sebelum pandemik dan prospeknya selepas pandemik.

(ii) Pembaharuan Struktur adalah Penting untuk Meningkatkan Daya Tahan
Melangkaui langkah-langkah jangka pendek, pembaharuan struktur penting untuk menangani kelemahan jangka panjang dan meningkatkan keupayaan ekonomi untuk mengharungi kemerosotan. Pembaharuan ini boleh mencakupi pelaburan dalam pendigitalan semasa era selepas pandemik. Langkah-langkah juga harus diambil untuk memudahkan pergerakan tenaga kerja yang cekap ke syarikat atau sektor yang sedang berkembang. Walaupun skim pengekalan pekerjaan telah menyokong lebih 50 juta pekerjaan di

[18] Terdapat garis panduan terkini untuk memantau pengendalian hutang lapuk oleh bank. Walau bagaimanapun, masih terdapat ruang untuk berlakunya penyalahgunaan dan amalan *evergreening*. Sebagai contoh, bank-bank di Eropah boleh menyelesaikan pinjaman lapuk dengan merundingkan semula syarat pembayaran, jika mereka merasakan bayaran balik masih dapat dilakukan (European Banking Authority, 2015). Namun, terdapat kes penyalahgunaan yang melibatkan bank-bank berunding semula semata-mata dengan tujuan mengelakkan penurunan nilai (pengurangan nilai aset), dan bukannya mengelaskan pinjaman sebagai pinjaman lapuk (Fredriksson dan Frykström, 2019). Tindakan ini menyebabkan pemberian kredit yang berterusan kepada syarikat-syarikat *zombie*.

[19] Caballero dll. (2008) menunjukkan bahawa amalan *evergreening*, yang dianggarkan mengikut bahagian pelanggan bank yang menerima kredit bersubsidi, meningkat dengan ketara di Jepun daripada sekitar 5% syarikat pada awal tahun 1990-an kepada kira-kira 30% pada akhir tahun 1990-an. Acharya dll. (2019 dan 2021b) mendapati bahawa bank yang kurang modal di Eropah meningkatkan bekalan kredit kepada syarikat-syarikat *zombie* sambil mengurangkan pemberian pinjaman kepada syarikat-syarikat bukan *zombie*, berbanding dengan bank yang mempunyai modal yang lebih kukuh selepas GFC dan semasa krisis hutang kerajaan. Sebagai contoh, pertumbuhan kredit kepada syarikat *zombie* daripada bank yang kurang modal meningkat sebanyak 2 mata peratusan di Portugal, berikutan peningkatan keperluan modal yang tidak dijangka (Blattner dll., 2019).

seluruh dunia semasa pandemik, fasa pemulihan kini perlu memberikan tumpuan pada usaha melindungi pekerjaan yang berdaya maju, tanpa menghalang peruntukan semula (OECD, 2020). Sebagai contoh, pelan ekonomi lima tahun terkini Malaysia menekankan keperluan untuk mewujudkan pekerjaan berkualiti tinggi dan meningkatkan khidmat pemadanan pekerjaan, bersama-sama dengan usaha untuk meningkatkan kemahiran dan latihan semula (Unit Perancang Ekonomi, 2021). Langkah-langkah ini bukan sahaja menyasarkan golongan yang diberhentikan kerja semasa pandemik tetapi juga golongan yang berpotensi kehilangan pekerjaan disebabkan oleh automasi.

Dari segi menangani syarikat-syarikat *zombie*, pembuat dasar perlu mengukuhkan undang-undang insolvensi untuk membolehkan syarikat tidak berdaya maju meninggalkan industri dengan lebih mudah serta penstrukturan semula syarikat berdaya maju berjalan dengan lebih lancar (Andrews dll., 2017). Pengurangan pergeseran dalam proses kemuflisan korporat, seperti mengurangkan masa pemprosesan dan kos peribadi kepada usahawan, boleh mempercepat peruntukan semula sumber. Bagi syarikat yang masih berdaya maju, usaha memudahkan penstrukturan semula yang lancar akan membantu mereka menyesuaikan diri dengan cepat dalam persekitaran baharu. Hal ini termasuk membolehkan akses berterusan kepada kredit atau sumber pembiayaan yang lebih pelbagai dan mengurangkan kerenah birokrasi. Sebagai contoh, Norway meluluskan akta sementara ('Restructuring Act') semasa pandemik untuk membantu syarikat yang masih berdaya maju berunding dengan pemiutang mereka mengenai pembayaran melalui rangka kerja undang-undang yang lebih fleksibel (Arntzen de Besche, 2020). Akta ini membolehkan syarikat memulakan rundingan lebih awal dengan proses yang lebih mudah.[20] Bagi Malaysia, platform penyelesaian hutang di luar mahkamah seperti Jawatankuasa Penstrukturan Semula Hutang Korporat (Corporate Debt Restructuring Committee, CDRC) dan Skim Penyelesaian Hutang Kecil (Small Debt Resolution Scheme, SDRS) membolehkan syarikat berdaya maju membuat penstrukturan semula tanpa perlu melalui tindakan undang-undang yang panjang, mahal dan rumit (Bank Negara Malaysia, 2021a). Platform ini terus dipertingkat bagi membolehkan lebih banyak syarikat mendapat manfaat.[21] Syarikat berdaya maju yang menghadapi kesukaran memenuhi obligasi hutang juga boleh menggunakan mekanisme penyelamat yang dipersetujui oleh mahkamah di bawah Akta Syarikat 2016 (Companies Act 2016, CA 2016).[22]

(iii) Mengekalkan Bank yang Bermodal Kukuh adalah Penting untuk Kestabilan Makroekonomi dan Kewangan

Semasa sektor kewangan lemah, dasar monetari yang akomodatif perlu diiringi oleh program permodalan semula bank bersasar (Acharya dll., 2020). Hal ini membantu memulihkan kedudukan kewangan bank-bank. Hal ini sangat penting kerana syarikat *zombie* lazimnya dibiayai oleh bank yang kurang kukuh (Andrews dan Petroulakis, 2017).[23] Kedudukan modal bank telah bertambah kukuh disebabkan oleh pembaharuan selepas GFC (Bank for International Settlements, 2021; Financial Stability Board, 2021) seiring dengan pengukuhan pelan penyelesaian dan pemulihan untuk bank dalam tempoh kesukaran. Langkah ini menyediakan penampan kitaran balas yang sangat penting, yang boleh dimanfaatkan oleh bank-bank semasa kelembapan ekonomi. Hasilnya, sebahagian besar bank-bank kekal berdaya tahan lantas mengelak daripada perlunya permodalan semula berskala besar semasa pandemik. Keadaan ini membolehkan bank mengurangkan, dan bukannya meningkatkan, kesan kejutan ekonomi semasa kemuncak pandemik. Sebagai contoh, bank-bank di Malaysia dapat memberikan bantuan bayaran balik hutang kepada isi rumah dan perniagaan yang terjejas, dan pada masa yang sama mengekalkan aktiviti pemberian pinjaman (Bank Negara Malaysia, 2021b).

---

[20] Sebagai contoh, mahkamah boleh memilih untuk tidak melantik jawatankuasa pemiutang jika perniagaan penghutang bersaiz kecil atau jika kes itu boleh ditangani oleh ketua jawatankuasa penyusunan semula sahaja (Arntzen de Besche, 2020). Tindakan ini mengurangkan bilangan lapisan yang terlibat dalam proses penstrukturan semula dan seterusnya menjimatkan masa.

[21] Pada tahun 2017, kriteria kemasukan CDRC diperluaskan dengan mengurangkan nilai ambang hutang minimum daripada RM30 juta pada tahun 2010 kepada RM10 juta. Pada bulan September 2020, SDRS telah dirangkumkan di dalam Agensi Kaunseling dan Pengurusan Kredit (AKPK) bagi menggunakan saluran dalam talian AKPK yang telah bertapak lantas mewujudkan platform sehenti tentang penstrukturan semula hutang secara menyeluruh bagi menjangkau lebih banyak perusahaan mikro, kecil dan sederhana (PMKS) (Bank Negara Malaysia, 2021a).

[22] CA 2016 telah memperkenalkan dua mekanisme penyelamat baharu iaitu Corporate Voluntary Arrangement (CVA) dan Judicial Management (JM), selain Scheme of Arrangement (SOA) yang digunakan secara meluas (Bank Negara Malaysia, 2021a).

[23] Oleh itu, mengurangkan kos persendirian kepada bank berkaitan yang membiarkan syarikat *zombie* mungkir dan menyelesaikan pinjaman tidak dibayar (*non-performing loans*, NPL) dengan pantas boleh menyekat amalan *evergeening* oleh bank-bank (Andrews dan Petroulakis, 2017).

Kesimpulan

Sejak paras terendahnya pada tahun 2020, pertumbuhan global telah kembali pulih dengan pantas pada tahun 2021, dibantu oleh bantuan ekonomi dan kewangan berskala besar. Walau bagaimanapun, landasan di hadapan masih penuh berliku. Masih terdapat risiko yang boleh menjejaskan prospek pemulihan daripada pandemik ini. Rencana ini menyerlahkan risiko yang berpunca daripada hutang korporat yang tinggi, memandangkan banyak syarikat terpaksa meningkatkan leveraj untuk mengekalkan operasi mereka semasa pandemik. Jika tidak ditangani, hutang tinggi yang dipegang oleh syarikat tidak berdaya maju (*zombie*) boleh menjejaskan produktiviti jangka panjang. Iktibar dasar yang diambil daripada episod krisis terpilih menunjukkan bahawa matlamat utamanya adalah untuk mencapai keseimbangan antara keperluan jangka pendek dengan jangka panjang. Apabila negara melepasi fasa pandemik yang meruncing, pembaharuan jangka lebih panjang untuk menangani kelemahan ekonomi dan memastikan kekukuhan sistem perbankan menjadi penting.

Rujukan

Acharya, V. V., Borchert, L., Jager, M., & Steffen, S. (2021b). Kicking the Can Down the Road: Government Interventions in the European Banking Sector. The Review of Financial Studies, 34(9), 4090–4131. doi:10.1093/rfs/hhab002

Acharya, V. V., Crosignani, M., Eisert, T., & Eufinger, C. (2020). Zombie Credit and (Dis-)Inflation: Evidence from Europe. NBER Working Paper. doi:10.3386/w27158

Acharya, V. V., Eisert, T., Eufinger, C., & Hirsch, C. (2019). Whatever It Takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy. The Review of Financial Studies. doi:10.1093/rfs/hhz005

Acharya, V., Lenzu, S., & Wang, O. (2021a). Zombie lending and policy traps. VoxEU. Retrieved from https://voxeu.org/article/zombie-lending-and-policy-traps

Akram, T. (2016). Japan's Liquidity Trap. Levy Economics Institute Working Paper Series. doi:http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2753107

Andrews, D., & Petroulakis, F. (2017). Breaking the Shackles: Zombie Firms, Weak Banks and Depressed Restructuring in Europe. ECD Economics Department Working Papers, 1433. doi:https://doi.org/10.1787/0815ce0c-en.

Andrews, D., McGowan, M. A., & Millot, V. (2017). Confronting the zombies: Policies for productivity revival. OECD Economic Policy Papers, 21. doi:https://doi.org/10.1787/f14fd801-en.

Arntzen de Besche. (2020). Norwegian parliament passes temporary restructuring act to aid businesses facing bankruptcy due to Covid-19. Arntzen de Besche. Retrieved from https://www.adeb.no/aktuelt/aktuelt/norwegian-parliament-passes-temporary-restructuring-act-to-aid-businesses-facing-bankruptcy-due-to-covid-19/

Banerjee, R. N., & Hofmann, B. (2018). The rise of zombie firms: causes and consequences. BIS Quarterly Review(September 2018), 67-78. Retrieved from https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1809g.pdf

Banerjee, R. N., Hofmann, & Boris. (2020). Corporate Zombies: Anatomy and Life Cycle. BIS Working Papers, 882. Retrieved from https://www.bis.org/publ/work882.pdf

Bank for International Settlements. (2021). Early lessons from the COVID-19 pandemic on the Basel reforms. Bank for International Settlements. Retrieved from https://www.bis.org/bcbs/publ/d521.pdf

Bank Negara Malaysia. (2021a, March 31). Debt Resolution Mechanisms for Viable Businesses Facing Temporary Financial Distress. Financial Stabilty Review - Second Half 2020, pp. 17-19. Retrieved from https://www.bnm.gov.my/documents/20124/3026574/fsr2020h2_en_book.pdf

Bank Negara Malaysia. (2021b). Financial Stability Review, First Half 2021. Kuala Lumpur. Retrieved from https://www.bnm.gov.my/documents/20124/4782528/fsr2021h1_en_book.pdf

Barbiero, F., Popov, A., & Wolskic, M. (2020). Debt overhang, global growth opportunities, and investment. Journal of Banking & Finance, 120(November 2020). doi:https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2020.105950

Blattner, L., Farinha, L., & Rebelo, F. (2019). When Losses Turn into Loans: The Cost of Undercapitalized Banks. ECB Working Paper Series. Retrieved from https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2228~6fb5146f92.en.pdf

Bureau of Economic Analysis. (2018). Retrieved 3 1, 2022, from https://www.bea.gov/help/glossary/structures

Caballero, R. J., Hoshi, T., Kashyap, & K., A. (2008). Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan. American Economic Review, 98(5), 1943-1977. doi:10.1257/aer.98.5.1943

Cette, G., Fernald, J., & Mojon, B. (2016). The Pre-Great Recession Slowdown in Productivity. European Economic Review, 88, 3-20.

Chetty, R., Friedman, J. N., Hendren, N., Stepner, M., & Team, T. O. (2020). The Economic Impacts of COVID-19: Evidence from a New Public Database Built Using Private Sector Data. NBER Working Paper Series, 27431. doi:10.3386/w27431

Collignon, S. (2012). Europe's Debt Crisis, Coordination Failure, and International Effects. ADBI Working Paper Series, 370. Retrieved from https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156225/adbi-wp370.pdf

Cros, M., Epaulard, A., & Martin, P. (2021). Will Schumpeter Catch Covid-19? CEPR Discussion Paper, DP15834. Retrieved from https://ssrn.com/abstract=3795217

Denis, D. J., & McKeon, S. B. (2020). Persistent Negative Cash Flows, Staged Financing, and the Stockpiling of Cash Balances. Journal of Financial Economics, 142(1), 293-313. doi:https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.04.038

Deutsche Welle. (2003). A Quick Guide To 'Agenda 2010'. DW. Retrieved 2 3, 2022, from https://www.dw.com/en/a-quick-guide-to-agenda-2010/a-988374

Doi, T., & Ihori, T. (2009). The Public Sector in Japan: Past Developments and Future Prospects. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing.

Economic Planning Unit. (2021). Twelfth Malaysia Plan. Kuala Lumpur: Percetakan Nasional Malaysia Berhad. Retrieved from https://rmke12.epu.gov.my/file/download/2021092722_twelfth_malaysia_plan.pdf?%20%20%20

How Has It Changed? (pp. 83-104). Singapore: World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd.

Hoshi, T., & Kashyap, A. K. (2011). Why did Japan Stop Growing? National Institute for Research Advancement. Retrieved from https://www.nira.or.jp/pdf/1002english_report.pdf

Hoshi, T., & Kashyap, A. K. (2015). Will the U.S. and Europe Avoid a Lost Decade? Lessons from Japan's Postcrisis Experience. IMF Economic Review, 63(1), 110-163. Retrieved from http://www.jstor.org/stable/24738077

International Monetary Fund. (2013a). France: Staff Report for the 2013 Article IV Consultation. Washington D. C.

International Monetary Fund. (2013b). Italy: Staff Report for the 2013 Article IV Consultation. Washington D. C.

International Monetary Fund. (2013c). Spain: Staff Report for the 2013 Article IV Consultation. Washington D. C.

International Monetary Fund. (2014). Euro Area Policies: Staff Report for the 2014 Article IV Consultation With Member Countries. Washington D. C.

Kalemli-Özcan, S., Laeven, L. A., & Moreno, D. (2019). Debt overhang, rollover risk, and corporate investment: Evidence from the European crisis. ECB Working Paper Series, 2241(February 2019). Retrieved from https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2241~cbea165b30.en.pdf

Kang, D. W., Ligthart, N., & Mody, A. (2016, January 19). The ECB and the Fed: A Comparative Narrative. Retrieved from voxeu.org: https://voxeu.org/article/ecb-and-fed-comparative-narrative#_ftnref2

Kollmann, R., Pataracchia, B., Raciborski, R., Ratto, M., Roeger, W., & Vogel, L. (2016). The post-crisis slump in the Euro Area and the US: Evidence from an estimated three-region DSGE model. European Economic Review, 88, 21-41. doi:https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2016.03.003.

Krebs, T., & Scheffel, M. (2013). German labour reforms: Unpopular success. VoxEU. Retrieved from https://voxeu.org/article/german-labour-reforms-unpopular-success#:~:text=An%20unpopular%20success&text=Specifically%2C%20we%20find%20that%20the,Germany%20by%201.4%20percentage%20points.&text=Thus%2C%20our%20analysis%20suggests%20that,by%20almost%20three%

Lachman, D. (2013, Spring/Summer). Lessons from Europe's Debt Crisis for the United States. Cato Journal, 33(2), 233-243.

Lu, L., Li, X., & Qian, Z. (2020). Monetary Policy, Financial Development and The Financing of Zombie Firms: Evidence from China. Economic and Political Studies, 8(2), 141-164. doi:10.1080/20954816.2020.1730542

OECD. (2020). Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond. OECD. Retrieved from https://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/job-retention-schemes-during-the-covid-19-lockdown-and-beyond-0853ba1d/#section-d1e1994

OECD. (2021a). OECD Economic Outlook, Volume 2021 Issue 1. OECD. Paris: OECD Publishing. doi:https://doi.org/10.1787/edfbca02-en

OECD. (2021b). OECD Economic Outlook, Volume 2021 Issue 2. OECD. Paris: OECD Publishing. doi:https://doi.org/10.1787/66c5ac2c-en

OECD. (2022). First lessons from government evaluations of COVID-19 responses: A synthesis. OECD. Retrieved from https://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/first-lessons-from-government-evaluations-of-covid-19-responses-a-synthesis-483507d6/#section-d1e2528

Peek, J., & Rosengren, E. S. (2005). Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan. American Economic Review, 95(4), 1144-1166. Retrieved from https://www.aeaweb.org/articles/pdf/doi/10.1257/0002828054825691

Posen, A. (1998). Restoring Japan's Economic Growth. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics.

Roulet, C. (2020). Corporate Debt Stress Testing: A Global Analysis of Non-financial Corporations. OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pension, 46. doi:https://doi.org/10.1787/788a0c77-en.

Shirakawa, M. (2008). Gendai no Kin'yu Seisaku: Riron to Jissai [Modern Monetary Policy in Theory and Practice: Central Banking and Financial Markets] (in Japanese). Tokyo: Nihon Keizai Shinbun Shuppan Sha.

Yahya, A. (2020). Applying lessons in economic history to resolve the crisis arising from the coronavirus outbreak. The Edge. Retrieved from https://www.theedgemarkets.com/article/my-say-applying-lessons-economic-history-resolve-crisis-arising-coronavirus-outbreak