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

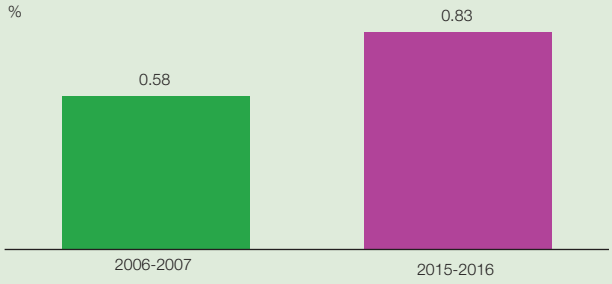
Oleh Ng Jiale, Syed Akmal Shafiq Syed Haris dan Sim Wee Haw

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

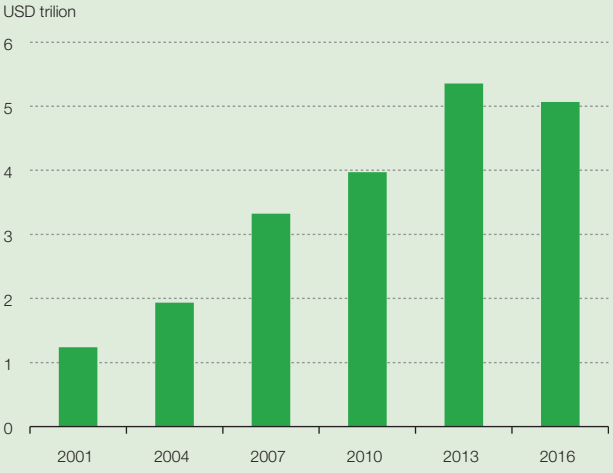
pasaran pertukaran asing global mungkin telah memburukkan lagi tahap dan keadaan turun naik kadar pertukaran yang berterusan. Pasaran semakin berkembang dari segi saiz dan melangkaui pertumbuhan aktiviti ekonomi asas. Pada masa yang sama, peserta pasaran dan tingkah laku mereka juga menunjukkan perubahan 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)

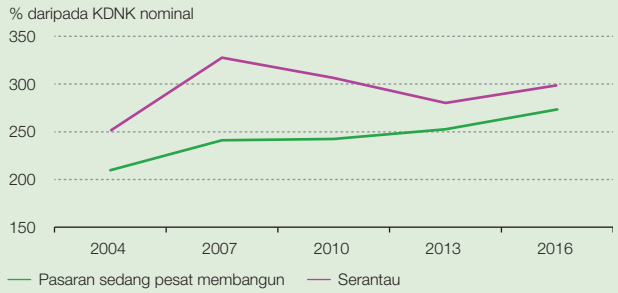
Satu perubahan struktur penting yang menyebabkan peningkatan perdagangan pertukaran asing ialah bertambahnya dagangan secara elektronik dan algoritma, yang mengurangkan kos urus niaga dengan ketara dan meningkatkan mudah tunai pasaran. Walaupun perubahan ini telah memperdalam pasaran pertukaran asing, 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

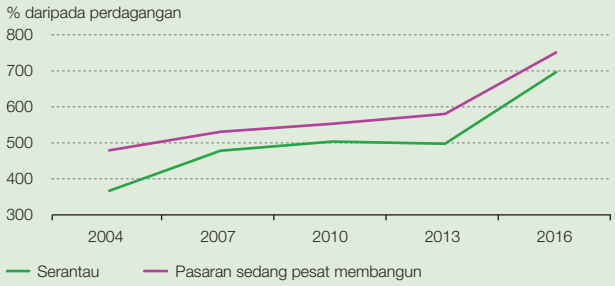


Nota: Negara serantau termasuk Malaysia, Indonesia, Korea, Singapura, Thailand, China Taipei, India, Filipina dan RR China manakala pasaran sedang pesat membangun termasuk Mexico, Brazil, Colombia, Afrika Selatan dan negara serantau. Data 2016 hanya sehingga suku ketiga.

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

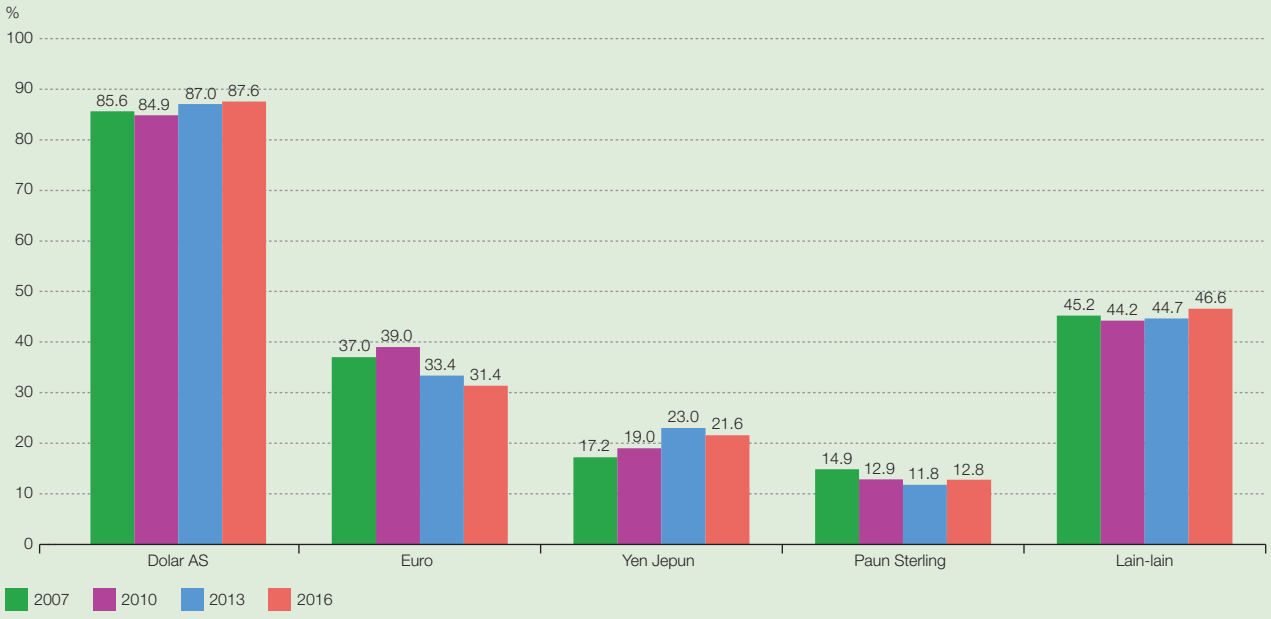
Walaupun terdapat usaha yang gigih pada peringkat global untuk menggalakkan peralihan daripada dolar AS sebagai mata wang rizab global yang utama, kenyataannya ialah dolar AS terus menambah bahagian pasarannya dari segi hasil jualan pada tahun 2016 (Rajah 6). Apabila dolar AS terus mendominasi pasaran 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).

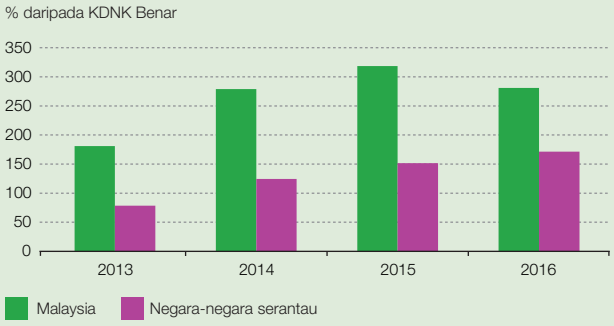
Pelaburan AMC dalam aset pasaran sedang pesat membangun melalui indeks penanda aras juga menampakkan kemungkinan kelemahan yang akan berlaku. Strategi pengimbangan semula yang sederhana (misalnya komposisi negara dan wajaran) boleh menyebabkan pelarasan portfolio yang besar, yang boleh meningkatkan turun 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

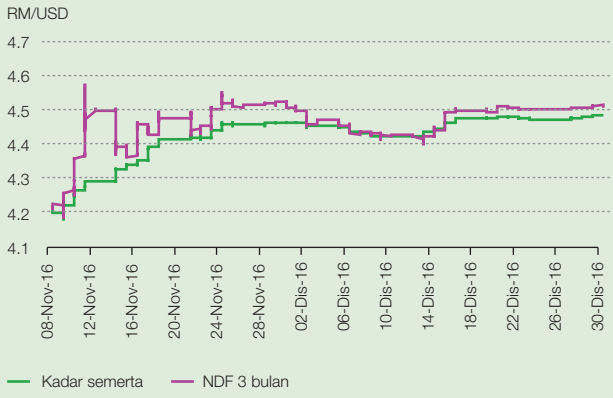


Nota: Negara-negara serantau termasuk Indonesia, Korea, China Taipei, India dan Filipina. Jumlah NDF hanya merujuk mata wang serantau berbanding dengan dolar AS.

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.

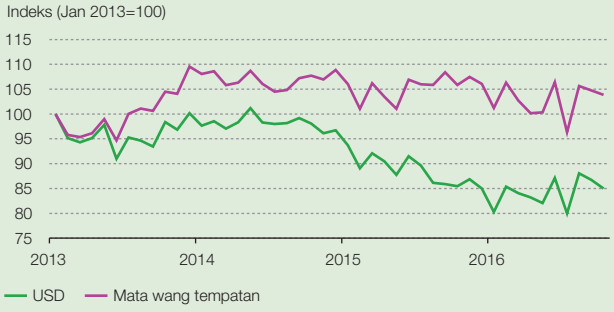
[6] Federal Reserve Bank of New York 'An Overview of Non-Deliverable Foreign Exchange Forward Markets' (Mei 2005).

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.