2012

# KEADAAN MONETARI DAN KEWANGAN

II


**49** Keadaan Monetari dan Kewangan Antarabangsa

**53** Keadaan Monetari Dan Kewangan Dalam Negeri

***54*** *Rencana: Ledakan Harga Komoditi: Adakah Ciri Pasaran Kewangan (Financialisation) dalam Pasaran Komoditi Merupakan Satu Faktor?*

***65*** *Rencana: Gerak Balas Keluk Kadar Hasil Sekuriti Kerajaan Malaysia terhadap Pergerakan Kadar Hasil Bon Kerajaan di Luar Negeri*

**71** Pembiayaan Ekonomi

## KEADAAN MONETARI DAN KEWANGAN ANTARABANGSA

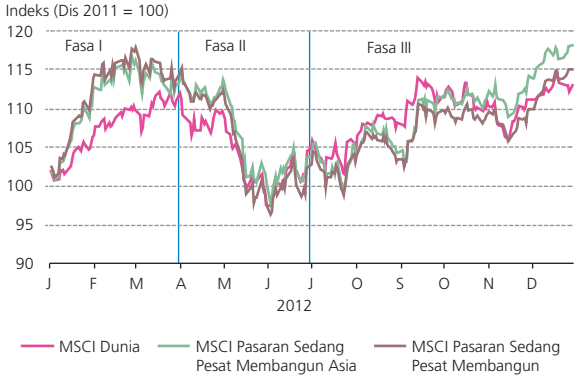
Pasaran kewangan global terus dipengaruhi oleh ketidakpastian yang berterusan akibat daripada persekitaran global yang mencabar. Sentimen pelabur antarabangsa pada tahun 2012 didorong oleh kebimbangan terhadap krisis hutang kerajaan yang berpanjangan dan isu-isu fiskal dalam beberapa ekonomi maju di tengah-tengah pemulihan global yang lemah, di samping keadaan monetari yang longgar dan persekitaran kadar faedah yang rendah. Ekonomi sedang pesat membangun kekal berdaya tahan, disokong oleh permintaan dalam negeri yang mampan, walaupun terjejas oleh lonjakan masuk dan pertukaran arah aliran modal berikutan keterbukaan dan integrasi kewangan yang lebih meluas dengan pasaran kewangan global. Pelonggaran monetari yang ketara dalam ekonomi maju menambahkan magnitud turun naik dalam pasaran kewangan ekonomi sedang pesat membangun.

Krisis hutang kerajaan yang berpanjangan serta keadaan fiskal dalam beberapa ekonomi maju terus mempengaruhi keadaan kewangan global

Sepanjang tahun 2012, perkembangan dalam keadaan monetari dan kewangan antarabangsa secara umumnya melalui tiga fasa yang berbeza. Pada suku pertama tahun 2012, pemulihan yang berterusan dicapai setelah pergolakan pasaran dialami pada separuh kedua tahun 2011. Walau bagaimanapun, keyakinan terhadap pasaran kewangan global menurun pada suku kedua tahun itu berikutan kebimbangan terhadap situasi ekonomi, perbankan dan politik yang muncul semula di kawasan euro, bersama-sama dengan prospek pemulihan global yang lemah. Keadaan pasaran pulih pada separuh kedua tahun itu setelah negara-negara Eropah yang bermasalah menerima pendanaan yang diperlukan, manakala pembuat dasar dalam ekonomi maju menjanjikan pelonggaran dasar monetari selanjutnya.

**Rajah 2.1**

**Indeks Pasaran Ekuiti Terpilih**



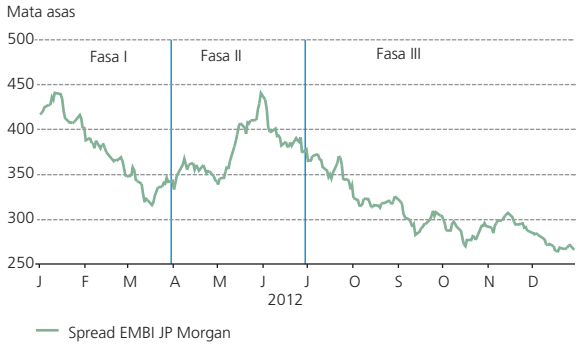

Sumber: Bloomberg

Pada permulaan tahun 2012, pasaran kewangan global terus pulih daripada ketidakstabilan pasaran yang dialami pada separuh kedua tahun sebelumnya. Sentimen positif dalam pasaran kewangan global telah disokong oleh tiga faktor utama. Pertama, pada bulan Januari, Federal Reserve AS melanjutkan janjinya untuk mengekalkan kadar faedah yang rendah sehingga lewat tahun 2014, menunjukkan jangkaannya bahawa pengangguran akan berterusan dan inflasi akan berada di bawah sasaran jangka panjang sekurang-kurangnya sehingga tahun 2014[1]. Kedua, kebimbangan terhadap kemelut hutang di kawasan euro telah berkurang buat sementara waktu berikutan kejayaan kerajaan Greece mendapatkan pakej kewangan kedua berjumlah €130 bilion dan hapus kira hutang sektor swasta sebanyak €107 bilion pada bulan Februari. Ketiga, European Central Bank (ECB) menyediakan mudah tunai tambahan berjumlah €529.5 bilion menerusi Operasi Pembiayaan Semula Jangka Panjang yang kedua (Long-Term Refinancing Operation, LTRO2) selama 36 bulan, yang disertai oleh 800 bank kawasan euro[2]. Hasilnya, pasaran kewangan

[1] Siaran akhbar pernyataan Federal Open Market Committee, 25 Januari 2012.
[2] Sidang akhbar ECB, 8 Mac 2012.

**Rajah 2.2**

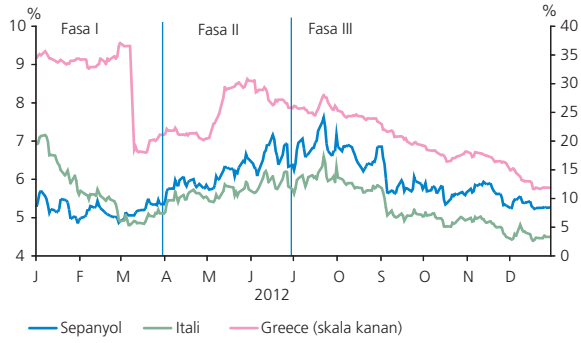
**Spread Indeks Bon Pasaran Sedang Pesat Membangun (EMBI) JP Morgan**




Sumber: Bloomberg

**Rajah 2.3**

**Kadar Hasil 10 Tahun Hutang Kerajaan Eropah Terpilih**




Sumber: Bloomberg

global bertambah baik pada suku pertama dengan indeks MSCI World meningkat sebanyak 10.9%, manakala penunjuk-penunjuk turun naik seperti Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX) dan Merrill Lynch Option Volatility Estimate (MOVE) juga mencatat trend menurun.

Dengan sentimen global bertambah baik, minat pelabur terhadap ekonomi sedang pesat membangun turut meningkat semula berikutan perbezaan kadar faedah yang menggalakkan serta asas-asas makroekonomi yang secara relatif lebih kukuh berbanding dengan ekonomi maju. Mudah tunai global tambahan hasil daripada peningkatan dalam kedudukan kewangan ekonomi maju yang dilanda krisis, telah menyebabkan aliran masuk bersih yang kukuh kira-kira USD42.3 bilion[3] ke dalam ekonomi sedang pesat membangun pada suku pertama. Ekoran perkembangan ini, indeks Pasaran Sedang Pesat Membangun MSCI (MSCI Emerging Markets index) meningkat sebanyak 13.6% apabila pasaran ekuiti serantau meningkat sebanyak 4% kepada 17%. Kadar spread Indeks Bon Pasaran Sedang Pesat Membangun JP Morgan (JP Morgan Emerging Markets Bond Index, EMBI) antara bon pasaran sedang pesat membangun dengan Sekuriti Perbendaharaan AS juga menjadi lebih kecil sebanyak 84.8 mata asas, didorong oleh permintaan yang kukuh terhadap bon dalam pasaran sedang pesat membangun.

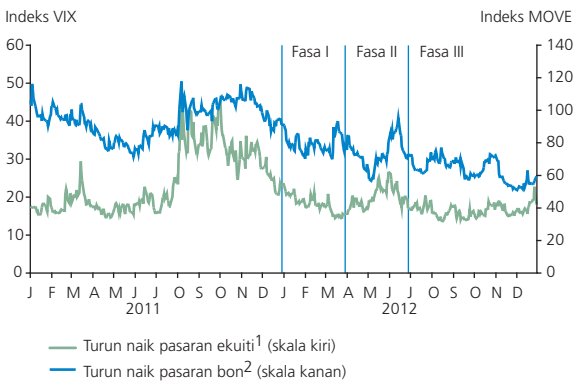
Meskipun terdapat keyakinan terhadap pasaran kewangan global, namun kelemahan struktur dalam ekonomi maju terus menjejaskan kadar pemulihan global. Tabung Kewangan Antarabangsa (International Monetary Fund, IMF), dalam laporan World Economic Outlook Update (WEO) Januari 2012, menurunkan anggaran pertumbuhan globalnya bagi tahun 2012 daripada 4% kepada 3.3%. Inflasi dalam ekonomi maju dan ekonomi sedang pesat membangun dijangka rendah lantaran pertumbuhan global yang lembap serta harga komoditi yang semakin menurun. Walaupun harga minyak dijangka secara relatif kekal tidak berubah pada tahun 2012, harga komoditi bukan minyak dijangka menurun sebanyak 14% disebabkan oleh permintaan global yang lemah dan keadaan penawaran yang bertambah baik.

Pada suku kedua tahun 2012, kebimbangan terhadap krisis hutang kerajaan di Eropah muncul semula berikutan ketidakpastian terhadap keadaan politik di Greece, dan prestasi sistem perbankan di Sepanyol yang terus merosot. Di Greece, parlimennya yang "tergantung" pada bulan Mei, telah mencetuskan kebimbangan sama ada negara itu akan dapat memenuhi syarat-syarat yang ditetapkan dalam dua pakej kewangannya yang terdahulu. Spekulasi Greece dikatakan mungkin keluar daripada euro tersebar luas, sekali gus menjejaskan integriti kesatuan monetari itu. Pada masa yang sama, kedudukan sistem perbankan di Sepanyol terus merosot, lantas meningkatkan keraguan terhadap keupayaan pihak berkuasa untuk menyokong sistem perbankan dan ekonomi dalam negeri. Pada bulan Mei, penarafan beberapa bank Sepanyol telah diturunkan oleh Standard & Poor's, dan Bankia, pemberi pinjaman gadai janji terbesar di negara itu, telah dimiliknegarakan. Sentimen mula bertambah buruk apabila keadaan menjadi semakin jelas bahawa dasar monetari sahaja tidak memadai untuk

[3] Sumber: Emerging Porfolio Fund Research (EPFR) Global.

**Rajah 2.4**

**Turun Naik Pasaran Kewangan Global**




Nota: [1]Merujuk kepada Indeks VIX
[2]Merujuk kepada Indeks MOVE

Sumber: Bloomberg

menyelesaikan isu-isu asas dalam ekonomi kawasan euro[4]. Kebimbangan pasaran telah dicerminkan oleh peningkatan ketara kadar hasil bon kerajaan bagi Greece, Portugal, Sepanyol dan Itali. Kadar hasil hutang kerajaan untuk 10 tahun di Greece, khususnya, meningkat sebanyak 1,025.7 mata asas, iaitu kadar peningkatan yang belum pernah dicatat sebelum ini. Sementara itu, Portugal, Sepanyol dan Itali pula mengalami kenaikan kadar hasil yang ketara masing-masing sebanyak 92.7 mata asas, 82.7 mata asas dan 46.1 mata asas menjelang akhir bulan Mei.

Spekulasi mengenai sejauh mana agensi penarafan antarabangsa akan menurunkan penarafan kredit negara-negara Eropah dan bank-bank dalam ekonomi maju terpilih juga menjadi sumber ketidakpastian. Pada bulan Februari, Moody's mengumumkan kajian semula penarafan bagi beberapa bank di AS dan Eropah. Walau bagaimanapun, para pelabur terus tidak pasti terhadap magnitud penurunan penarafan yang bakal berlaku itu.

Gabungan perkembangan ini telah menyebabkan penurunan dalam pasaran kewangan di seluruh dunia. Pada akhir bulan Mac hingga awal bulan Jun, indeks MSCI World menurun sebanyak 12.3% dan turun naik mencapai kemuncaknya bagi tahun 2012, walaupun turun naik tersebut masih lebih rendah berbanding dengan turun naik yang dialami pada separuh kedua tahun 2011.

4 Sumber: BIS Quarterly Review, Jun 2012.

Peningkatan dalam krisis hutang Eropah di tengah-tengah kewujudan tanda-tanda awal pemulihan yang lebih lemah di AS dan pertumbuhan yang sederhana di RR China telah menambah ketidakpastian terhadap kadar pemulihan ekonomi global. Kebimbangan yang meningkat berikutan pemulihan global yang lemah mendorong para pelabur untuk memperlahankan kadar pengumpulan aset kewangan pasaran sedang pesat membangun atau melupuskan sebahagian daripada pegangan mereka. Hasilnya, pasaran ekuiti ekonomi sedang pesat membangun mencatat jumlah aliran keluar modal bersih kira-kira sebanyak USD11.7 bilion[5]. Walau bagaimanapun, pasaran bon dalam ekonomi sedang pesat membangun terus mengalami aliran masuk berterusan, disokong oleh asas-asas ekonomi sedang pesat membangun yang lebih kukuh. Oleh itu, pasaran bon dalam ekonomi sedang pesat membangun terus menerima aliran masuk modal bersih sebanyak USD10.2 bilion, walaupun lebih rendah berbanding sebanyak USD19 bilion yang diterima pada suku pertama[6]. Namun, penghindaran risiko yang ketara menyebabkan terdapatnya aliran modal bersih keluar daripada pasaran sedang pesat membangun pada suku kedua.

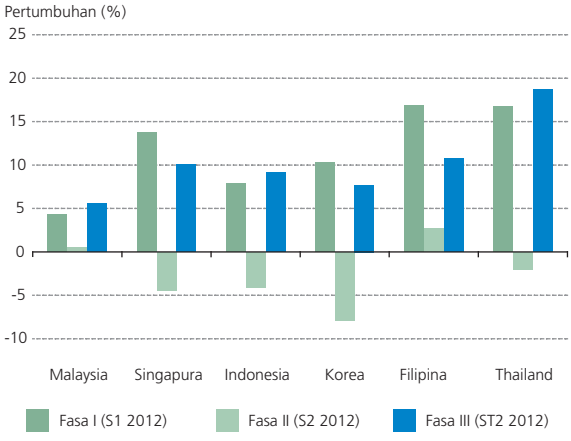
Pada separuh tahun kedua, pelonggaran dasar monetari selanjutnya pada peringkat global serta sentimen yang bertambah baik mendorong prestasi yang lebih kukuh dalam pasaran kewangan

Menjelang separuh tahun kedua, sentimen mula pulih apabila perkembangan di Eropah mula menunjukkan sedikit tanda-tanda penyelesaian. Di Greece, parti-parti politik yang menyokong langkah penjimatan berjaya membentuk kerajaan campuran dengan majoriti mudah selepas pilihan raya kedua negara itu. Selain itu, sidang kemuncak EU yang diadakan pada akhir bulan Jun melonggarkan keperluan bagi akses kepada

5 Dari akhir bulan Mac hingga akhir bulan Jun
6 Data aliran modal dalam perenggan diperoleh daripada EPFR Global yang merupakan anggaran.

**Rajah 2.5**

**Prestasi Indeks Ekuiti Serantau Terpilih**




Sumber: Bloomberg

bantuan kewangan. Negara yang memohon bantuan tidak lagi tertakluk kepada pengawasan bersama Suruhanjaya Eropah, IMF, dan ECB, dan bantuan boleh terus diberikan kepada bank dan bukannya melalui kerajaan. Ini bermakna bahawa bantuan kewangan pada masa hadapan boleh dirunding dan dikeluarkan dengan lebih cepat dan fleksibel. Di samping itu, agensi penarafan antarabangsa mengumumkan tahap penarafan bagi negara dan bank tertentu akan diturunkan. Pada bulan Jun, Moody's telah menurunkan penarafan kerajaan Sepanyol daripada A3 kepada Baa3, iaitu penarafan pelaburan yang paling rendah. Pada minggu selepas itu, agensi penarafan kredit itu turut menurunkan penarafan 15 bank utama AS dan Eropah serta meletakkan Jerman, Belanda dan Luxembourg pada prospek penarafan negatif disebabkan oleh kemungkinan berlakunya penularan daripada krisis hutang kerajaan Eropah. Pengumuman ini mengurangkan ketidakpastian yang telah wujud tentang tahap penurunan penarafan yang akan dibuat.

Tambahan pula, janji dan tindakan susulan oleh bank pusat dalam ekonomi maju dan ekonomi sedang pesat membangun untuk melonggarkan dasar monetari telah menyebabkan prestasi menjadi lebih kukuh dalam pasaran kewangan global. Federal Reserve AS dan ECB mengumumkan buat pertama kalinya pada bulan Julai bahawa langkah pelonggaran monetari yang seterusnya akan dilaksanakan. Pada bulan September, Federal Reserve AS melancarkan program pembelian bon terbuka bagi sekuriti bersandarkan gadai janji dengan jumlah sebanyak USD40 bilion sebulan, di samping meneruskan janjinya untuk mengekalkan kadar faedah yang rendah sehingga pertengahan tahun 2015. Pada masa yang sama, ECB mengumumkan program Outright Monetary Transaction dan dalam program ini, bank pusat itu akan membuat pembelian tanpa had bon kerajaan daripada negara anggota yang bermasalah yang memohon bantuan. Peningkatan risiko pertumbuhan akan menjadi lebih perlahan juga mendorong beberapa bank pusat serantau untuk mengurangkan kadar dasar mereka.

Pelbagai langkah pelonggaran oleh bank-bank pusat di seluruh dunia telah memperbaharui keyakinan pasaran dan memberikan sokongan kepada pasaran kewangan global untuk mengekalkan trend menaik sehingga akhir tahun itu. Keyakinan terhadap prospek ekonomi sedang pesat membangun berikutan daya tahan permintaan dalam negeri bagi kebanyakan ekonomi tersebut menyebabkan aliran masuk bersih sebanyak USD76.1bilion[7] pada separuh tahun kedua. Hasilnya, pasaran ekuiti serantau meningkat sebanyak 5% hingga 18%, manakala spread JP Morgan EMBI menurun sebanyak 108.4 mata asas.

Walaupun pelonggaran monetari dan inisiatif dasar lain dalam ekonomi maju meningkatkan sentimen pasaran kewangan global, sentimen pelabur terus tidak menentu terhadap perkembangan-perkembangan baharu. Walaupun langkah-langkah oleh pembuat dasar di Eropah telah memberikan sedikit kelegaan kepada pasaran kewangan antarabangsa, fasa seterusnya untuk melaksanakan langkah-langkah yang diumumkan terus kritikal dalam mengekalkan keyakinan pelabur. Walaupun ekonomi sedang pesat membangun secara keseluruhannya berdaya tahan untuk menguruskan tidaktentuan pasaran kewangan global, namun cabaran masih berterusan. Dengan ketidakpastian dan tempoh pelonggaran dasar monetari yang berlanjutan kekal sebagai ciri landskap ekonomi dan kewangan global, daya tahan pasaran kewangan dalam ekonomi sedang pesat membangun akan terus diuji oleh perkembangan dalam ekonomi maju dan peralihan sentimen pelabur.

[7] Sumber: Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) Global.

## KEADAAN MONETARI DAN KEWANGAN DALAM NEGERI

**Kadar Pertukaran**

Kadar pertukaran ringgit sepanjang tahun 2012 didorong oleh aliran dua hala perdagangan, pelaburan langsung dan dana portfolio, yang mencerminkan gabungan faktor luar dan dalam negeri. Sejajar dengan perkembangan dalam pasaran kewangan antarabangsa, pergerakan ringgit pada tahun tersebut melalui tiga fasa berbeza. Dari bulan Januari hingga awal bulan Mac, ringgit bertambah kukuh disebabkan oleh aliran masuk portfolio, yang didorong terutamanya oleh keyakinan tentang prospek pertumbuhan Asia dalam keadaan persekitaran kadar faedah yang rendah dalam ekonomi maju. Namun, antara bulan Mac hingga Jun, ketidakpastian yang meningkat menyebabkan pelupusan pemegangan asset kewangan di rantau ini, lantas mengakibatkan penyusutan nilai mata wang serantau termasuk ringgit. Dari bulan Julai hingga Disember, dana portfolio mengalir masuk serta ringgit menambah nilai disebabkan keyakinan yang timbul semula tentang prospek ekonomi global. Ringgit mengakhiri tahun 2012 pada RM3.0583 bagi satu dolar AS, iaitu penambahan nilai sebanyak 3.9%.

Perkembangan ringgit didorong oleh aliran dua hala perdagangan, pelaburan langsung dan dana portfolio sepanjang tahun

Ringgit menambah nilai sebanyak 6.0% dari bulan Januari hingga awal bulan Mac. Ekonomi Malaysia memperlihatkan kekukuhan asas yang berterusan dalam keadaan prospek serantau yang secara amnya positif. Faktor ini, bersama dengan jangkaan bahawa persekitaran kadar faedah rendah akan berpanjangan dalam ekonomi maju menyebabkan pelabur antarabangsa bertumpu pada aset kewangan serantau. Oleh itu, Malaysia mencatat aliran masuk portfolio bersih sebanyak RM25.3 bilion pada suku pertama. Berlatarkan persekitaran ini, ringgit mencecah RM2.9900 pada 1 Mac 2012, paras intrahari paling kukuh sejak bulan September 2011.

Trend penambahan nilai ringgit dan mata wang serantau lain terganggu pada tempoh bulan Mac hingga Jun. Perkembangan ini disebabkan oleh ketidakpastian terhadap krisis hutang kerajaan di Eropah yang muncul semula, dan kebimbangan terhadap pemulihan ekonomi AS yang makin perlahan serta ekonomi RR China yang lebih sederhana, yang kesemua faktor ini telah menimbulkan kebimbangan terhadap prospek pertumbuhan ekonomi global dan serantau. Oleh itu, pelabur antarabangsa melupuskan pemegangan aset pasaran sedang pesat membangun. Ketidakpastian global yang meningkat turut mendorong aktiviti lindung nilai yang lebih giat oleh pengeksport tempatan, seperti yang dicerminkan oleh penumpuan penjualan hadapan yang lebih besar oleh pengeksport tempatan dalam tempoh pemegangan 3-6 bulan.

Aliran masuk portfolio meningkat semula pada separuh tahun kedua. Jangkaan pelonggaran dasar monetari selanjutnya di AS dan seterusnya pelaksanaan dasar itu bersama-sama dengan jangkaan kemajuan dalam usaha menyelesaikan krisis hutang kerajaan Eropah, menyebabkan pelabur yakin semula terhadap prospek pertumbuhan global dan juga seterusnya prospek pertumbuhan serantau. Perkembangan ini kemudiannya menyebabkan peningkatan permintaan terhadap aset kewangan serantau. Pengumuman data ekonomi yang positif untuk Malaysia pada tempoh itu memberikan rangsangan tambahan kepada pengukuhan ringgit selanjutnya. Oleh itu, ringgit menambah nilai sebanyak 4.3% berbanding dengan dolar AS pada tempoh itu.

Berbanding dengan mata wang utama lain, ringgit menambah nilai berbanding dengan yen Jepun (15.2%) dan euro (1.7%), tetapi menyusut nilai berbanding dengan paun sterling (-0.9%). Prestasi ringgit berbanding dengan mata wang serantau bercampur-campur. Ringgit menambah nilai berbanding dengan baht Thailand (0.2%), renminbi China (2.5%) dan rupiah Indonesia (9.2%), tetapi menyusut nilai berbanding dengan mata wang serantau lain antara 2.4% sehingga 4.2%. Bagi tahun 2012 secara keseluruhan, Kadar Pertukaran Efektif Nominal (Nominal Effective Exchange Rate, NEER) ringgit, iaitu pengukur prestasi ringgit berbanding dengan mata wang rakan perdagangan utama Malaysia, menambah nilai sebanyak 3.0%.

## Ledakan Harga Komoditi: Adakah Ciri Pasaran Kewangan (Financialisation) dalam Pasaran Komoditi Merupakan Satu Faktor?

### Pengenalan

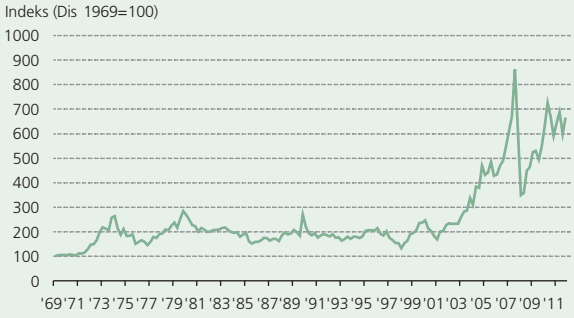
Setelah beberapa dekad mencapai kestabilan secara relatif, harga komoditi global melonjak naik sejak sedekad yang lalu dan mengalami turun naik yang agak ketara sejak itu (Rajah 1). Perubahan yang jelas ini telah menimbulkan banyak perdebatan dan pendapat yang berbeza-beza tentang pemacu harga komoditi. Sejak dari dahulu, pemacu utama harga komoditi ialah perubahan asas dalam faktor permintaan dan penawaran global. Kejutan dalam jangka pendek, seperti gangguan bekalan secara tiba-tiba yang menyebabkan kekurangan bekalan di seluruh dunia, juga kadangkala mempengaruhi harga komoditi. Faktor-faktor ini masih penting sehingga kini. Namun, peningkatan dan turun naik dalam harga komoditi sejak beberapa tahun kebelakangan ini serta perkembangan pesat instrumen kewangan yang diindeks kepada harga komoditi telah mencetuskan persoalan tentang peranan yang dimainkan oleh peserta pasaran kewangan dalam penentuan harga komoditi. Rencana ini meneliti kedua-dua pandangan tersebut dan memanfaatkan hasil kajian sedia ada untuk memberikan sedikit sebanyak huraian yang lebih mendalam tentang sejauh mana pasaran komoditi yang semakin bercirikan pasaran kewangan, menerusi penghasilan produk kewangan berdasarkan komoditi, mempengaruhi trend harga komoditi akhir-akhir ini.

### Peranan keadaan permintaan dan penawaran dalam memacu harga komoditi

Ada kesepakatan bahawa sejak dari dahulu, faktor asas seperti perubahan dalam keadaan permintaan dan penawaran global merupakan pemacu penting bagi harga komoditi. Peningkatan harga komoditi global sejak kebelakangan ini, khususnya antara tahun 2004 hingga 2008, juga tidak berbeza.

**Rajah 1**

**Harga Komoditi Global**




Sumber: S&P GSCI Spot Index, Bloomberg

Setelah melalui tempoh pertumbuhan ekonomi dunia yang kukuh serta berterusan, penggunaan minyak global meningkat dengan lebih cepat antara tahun 2001 hingga 2007 berbanding dengan dekad-dekad sebelumnya[1]. Sebahagian besar peningkatan ini boleh dikaitkan dengan permintaan yang semakin meningkat daripada ekonomi sedang pesat membangun (terutamanya RR China dan India), apabila gabungan peningkatan pendapatan dan pertambahan penduduk yang stabil mendorong pertumbuhan aktiviti ekonomi. Penggunaan tenaga dan makanan dalam ekonomi sedang pesat membangun telah mencatat peningkatan yang stabil sejak tahun 1996, masing-masing pada kadar tahunan 3.0% dan 1.7%[2]. Penggunaan tenaga dan makanan di RR China sahaja masing-masing berkembang pada kadar 7.1% dan 1.8% dalam tempoh yang sama. Sebaliknya, penggunaan tenaga dalam ekonomi maju menurun sebanyak 0.1%, manakala penggunaan makanan meningkat pada kadar sederhana iaitu 0.8% dalam tempoh ini[3] (Rajah 2 dan 3).

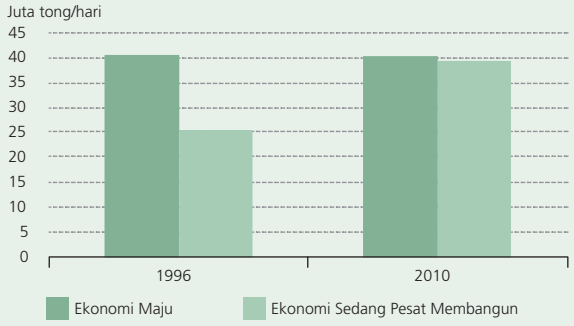
[1] Menurut European Central Bank (2010), pertumbuhan purata tahunan bagi penggunaan minyak global sekitar 27% antara tahun 2001 hingga 2007, berbanding dengan 19% antara 1991-2000 dan 2% antara 1980-1990.

[2] British Petroleum Statistical Review, FAO, OECD, dan pengiraan Bank Negara Malaysia (Ekonomi sedang pesat membangun merangkumi Brazil, RR China, India, Persekutuan Rusia, Bangladesh, Indonesia, Iran, Iraq, Kazakhstan, Republik Korea, Myanmar, Pakistan, Filipina, Arab Saudi, Thailand, Turkey, Vietnam, Mesir, Afrika Selatan, Ethiopia, Nigeria, Mexico, Argentina, Chile, Colombia, Peru, Venezuela, Serbia, Ukraine).

[3] British Petroleum Statistical Review, FAO, OECD, dan pengiraan Bank Negara Malaysia (Ekonomi maju merangkumi Australia, Kanada, Kesatuan Eropah, Jepun dan AS).

**Rajah 2**

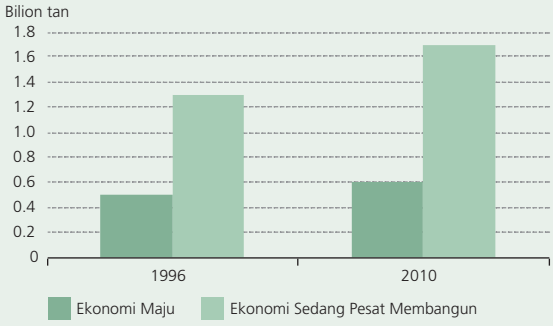
**Penggunaan Tenaga (Minyak Mentah) Global**




Sumber: British Petroleum Statistical Review

**Rajah 3**

**Penggunaan Makanan (Bijirin) Global**




Sumber: Pertubuhan Makanan dan Pertanian Pertubuhan Bangsa- Bangsa Bersatu (FAO), Pertubuhan Kerjasama dan Pembangunan Ekonomi (OECD)

Permintaan terhadap input pertanian untuk pengeluaran biobahan api merupakan satu lagi faktor penting. Subsidi yang diperkenalkan untuk pengeluaran biobahan api, terutamanya di Australia, Kanada, RR China, Kesatuan Eropah dan Amerika Syarikat (AS) antara tahun 2006-2009 menyebabkan peralihan sesetengah komoditi makanan kepada penghasilan biobahan api. Oleh itu, sebahagian besar penggunaan global bagi beberapa komoditi makanan – 20% daripada tebu, 9% daripada minyak sayuran dan bijirin kasar, serta 4% daripada bit gula[4] – adalah untuk menghasilkan biobahan api. Malah, di bawah undang-undang AS, 40% daripada tuaian jagung mesti digunakan untuk membuat biobahan api[5]. Peningkatan dalam penghasilan biobahan api ini turut mewujudkan tekanan ke atas harga produk pertanian yang tidak digunakan dalam pengeluaran biobahan api, kerana lebih banyak tanah pertanian diubah suai untuk menghasilkan tanaman yang diperlukan bagi pengeluaran biobahan api.

**Rajah 4**

**Permintaan dan Penawaran Minyak Dunia**




Sumber: Energy Information Administration (EIA) AS

Kesan daripada peningkatan permintaan terhadap harga komoditi didapati lebih ketara kerana penawaran tidak dapat menampung permintaan tersebut. Contohnya, kenaikan harga komoditi global yang mendadak berlaku semasa bekalan minyak global semakin terhad. Pengeluaran minyak dunia mula lembap antara tahun 2004 hingga 2009, sebahagian besarnya kerana kekangan geologi di beberapa negara besar pengeluar minyak bukan OPEC. Oleh itu, terdapat pandangan bahawa penurunan secara tiba-tiba dalam pengeluaran minyak mentah dunia sepanjang tempoh ini menyumbang kepada kenaikan harga minyak yang ketara[6] (Rajah 4).

Gangguan bekalan jangka pendek yang tidak dijangka ekoran masalah sosiopolitik dan berkaitan cuaca turut menyebabkan lonjakan harga sepanjang sedekad yang lalu. Sebagai contoh, faktor iklim merupakan penyumbang utama kepada kenaikan harga komoditi pertanian antara tahun 2007 hingga 2010. Pada tahun 2008, Australia, yang merupakan pembekal gandum yang penting di dunia telah mengalami kemarau, lantas menyebabkan kekurangan bekalan gandum dalam pasaran yang

[4] Laporan Dasar tentang Turun Naik Harga dalam Pasaran Makanan dan Pertanian yang disumbangkan oleh FAO, IFAD, IMF, OECD, UNCTAD, WFD, Bank Dunia, WTO, IFPRI dan HLTF PBB.
[5] Akta Kebebasan dan Keselamatan Tenaga 2007.
[6] Kaufmann (2011), European Central Bank (2010).

sememangnya tidak mencukupi dan seterusnya mengakibatkan kenaikan harga yang ketara[7]. Baru-baru ini, pada tahun 2010, kemarau dan kebakaran yang cepat merebak di Persekutuan Rusia telah memusnahkan satu perlima tanaman di Rusia dan mengakibatkan pengeluaran gandum tahunannya menurun sebanyak 25 juta tan. Akibatnya, harga gandum mengalami kenaikan yang mendadak, daripada USD5 bagi setiap busyel pada bulan Ogos 2010 kepada paras tertinggi USD9 setiap busyel pada bulan Februari 2011. Penurunan dalam bekalan dan kenaikan harga ini menjadi lebih ketara apabila pada bulan Ogos 2010, Rusia memutuskan untuk menyekat eksport bijirin dalam bulan-bulan seterusnya pada tahun itu.

**Pengaruh pedagang bukan komersial terhadap pasaran komoditi yang semakin meningkat**
Meskipun tidak diragui bahawa sebahagian besar trend jangka panjang harga komoditi adalah berpunca daripada perubahan asas dalam permintaan dan penawaran komoditi global, terdapat tanda-tanda bahawa peserta pasaran kewangan semakin berpengaruh terhadap pasaran komoditi, berbanding dengan pedagang komersial yang tradisional.

**Pertama, dana yang diperuntukkan untuk derivatif komoditi telah meningkat dengan ketara sejak tahun 2004.** Minat pedagang bukan komersial[8] yang kian meningkat dalam pasaran komoditi telah menyebabkan kenaikan lebih enam kali ganda dalam kontrak hadapan dan kontrak opsyen terkumpul di bursa komoditi, daripada kira-kira 10 juta kontrak pada tahun 1999 kepada lebih 60 juta kontrak pada tahun 2011[9]. Persekitaran kadar faedah yang rendah, yang mendorong pelabur untuk mencari pulangan yang lebih tinggi dalam kelas aset bukan tradisional, dan inovasi kewangan yang membolehkan jumlah pelabur yang lebih banyak didedahkan kepada pasaran komoditi, dikatakan menjadi faktor di sebalik kenaikan ini dan daya penarik komoditi sebagai pelaburan alternatif.

**Kedua, pelaburan indeks mencatat pertumbuhan yang tidak pernah berlaku sebelum ini[10].** Faktor utama di sebalik aliran masuk pelaburan kewangan ke dalam pasaran komoditi baru-baru ini ialah kemunculan pelabur indeks komoditi. Peningkatan dalam pelaburan indeks adalah cukup besar, dengan anggaran aset yang diperuntukkan kepada strategi perdagangan indeks komoditi meningkat daripada USD15 bilion pada tahun 2003 kepada USD210 bilion pada tahun 2012[11]. Secara kolektif, para pelabur indeks ini membentuk sebahagian besar peserta bukan komersial dalam pasaran komoditi. Motivasi mereka yang tersendiri dan strategi pelaburan mereka yang khusus[12], yang ada kalanya mungkin berbeza daripada asas yang mendasari komoditi, ditambah pula dengan pelaburan mereka yang tinggi, telah mendorong ramai pemerhati pasaran membuat kesimpulan bahawa penyertaan pelabur indeks boleh memberikan pengaruh yang besar terhadap pergerakan harga komoditi.

---

[7] Bekalan gandum memang sedia terhad ekoran kemarau berterusan di Australia pada tahun 2006 dan 2007, serta fros yang merosakkan tanaman di AS pada pertengahan tahun 2007.

[8] Ejen dalam pasaran komoditi lazimnya dikategorikan kepada pedagang komersial dan bukan komersial. Commodity Futures Trading Commission (CFTC) AS mentakrifkan pedagang komersial ialah mereka yang menghasilkan atau menggunakan komoditi fizikal, manakala pedagang bukan komersial ialah pembeli kontrak hadapan komoditi yang tidak beroperasi dalam pasaran fizikal dan tiada pendedahan kepada harga komoditi fizikal. Pedagang bukan komersial merangkumi bukan sahaja spekulator yang boleh membeli dan menjual kontrak hadapan komoditi berdasarkan pandangan mereka, tetapi juga pelabur indeks yang memegang kedudukan niaga hadapan komoditi secara pasif sebagai satu komponen portfolio yang pelbagai.

[9] Bank for International Settlements (2011).

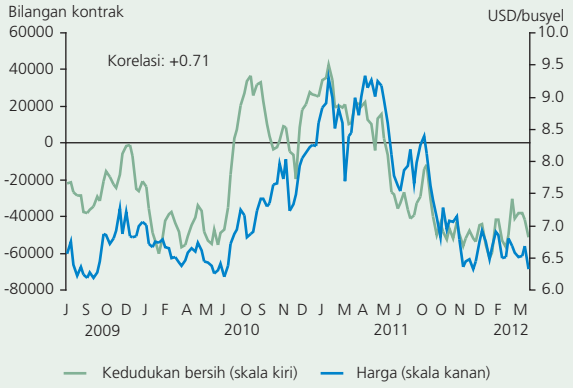
[10] Pelaburan indeks tidak berbeza daripada dana bersama, iaitu dana yang dilaburkan dalam indeks komoditi digunakan untuk membeli kumpulan komoditi yang ditetapkan oleh indeks. Oleh itu, pelabur indeks hanya mempunyai kedudukan belian (panjang) dalam pasaran komoditi.

[11] CFTC AS Index Investing Data.

[12] Oleh sebab motivasi mereka untuk memegang komoditi sebagai sebahagian daripada strategi pempelbagaian, pelabur indeks boleh terus mengekalkan pemegangan komoditi mereka tanpa mengambil kira keadaan pasaran atau pergerakan harga. Ini menghasilkan permintaan artifisial dalam pasaran. Sebaliknya, jika pelabur memutuskan untuk menarik balik pelaburan disebabkan faktor yang tidak berkaitan dengan asas komoditi, pengurus dalam indeks tersebut tiada pilihan lain dan terpaksa menjual pegangan mereka tanpa mengambil kira prospek komoditi yang berkenaan. Di samping itu, ketegaran dalam wajaran yang berkait dengan setiap komoditi dalam sesuatu indeks mungkin memerlukan pembelian dan penjualan sesetengah komoditi untuk mengekalkan peruntukan asal. Sekali lagi, urus niaga tersebut tidak semestinya mencerminkan faktor asas yang mempengaruhi komoditi dalam indeks.

**Rajah 5**

**Kedudukan Spekulatif Bersih Kontrak Hadapan Gandum dan Kesan pada Harga**




Sumber: Commodity Futures Trading Commission (CFTC) AS

**Rajah 6**

**Kedudukan Spekulatif Bersih Kontrak Hadapan Jagung dan Kesan pada Harga**




Sumber: Commodity Futures Trading Commission (CFTC) AS

**Ketiga, jumlah dagangan bukan komersial (spekulator dan pelabur indeks) melebihi dagangan komoditi komersial.** Pada masa ini, urus niaga pasaran kewangan melebihi perdagangan sebenar komoditi fizikal. Laporan terkini[13] menunjukkan bahawa dagangan bukan komersial kini mencakupi sekurang-kurangnya 64% daripada semua kedudukan dagangan minyak yang direkodkan. Pada masa lalu, kedudukan bukan komersial dalam perdagangan minyak lazimnya hanya mencakupi 30% daripada jumlah dagangan[14].

**Keempat, terdapat pergerakan bersama yang kukuh antara aktiviti belian dan jualan bersih spekulatif dalam pasaran hadapan komoditi dengan harga komoditi.** Kedudukan spekulatif bersih bagi kontrak hadapan komoditi, yang mengambil kira pesanan 'belian' dan 'jualan' pedagang bukan komersial, sedikit sebanyak mencerminkan sentimen dan pandangan pelabur tentang masa hadapan[15]. Tahap pergerakan bersama yang tinggi antara kedudukan spekulatif bersih dengan harga spot komoditi memberikan sedikit penunjuk tentang pengaruh spekulator terhadap pergerakan harga komoditi (Rajah 5 dan 6).

**Kelima, pergerakan bersama antara indeks komoditi global dengan indeks ekuiti semakin meningkat.** Sebelum tahun 2004, tidak ada korelasi yang dapat dilihat dalam pergerakan pasaran komoditi dan ekuiti. Harga komoditi lazimnya dipengaruhi oleh asas yang mendasari setiap komoditi, manakala pasaran ekuiti lebih mudah dipengaruhi oleh perubahan dalam kesanggupan pelabur untuk mengambil risiko. Namun, sejak tahun 2004, penyertaan pelabur kewangan yang semakin bertambah menyebabkan pasaran komoditi global menjadi lebih peka terhadap pengimbangan semula portfolio oleh pelabur kewangan. Ini menyebabkan pergerakan dalam harga komoditi lebih berkorelasi dengan harga dalam pasaran aset lain, termasuk pasaran ekuiti. Antara tahun 2006 hingga 2012, korelasi antara indeks komoditi[16] dengan indeks ekuiti[17] meningkat dengan ketara, daripada hampir sifar pada tahun 2004 kepada 0.6 pada tahun 2012[18].

[13] CFTC AS Commitment of Traders Report 2012.
[14] Hall (2010).
[15] Lazimnya, dalam pasaran komoditi, terdapat pembeli dan penjual kontrak hadapan bagi komoditi yang sama. Pesanan pembeli dan penjual, apabila "dikira bersih", akan menjadi kedudukan spekulatif bersih. Pesanan belian yang lebih banyak berbanding dengan pesanan jualan akan mewujudkan kedudukan panjang spekulatif bersih, manakala pesanan jualan yang melebihi pesanan belian akan menghasilkan kedudukan pendek spekulatif bersih.
[16] S&P GSCI Spot Index.
[17] S&P 500.
[18] Pengiraan Bank Negara Malaysia.

**Tahap pengaruh pasaran komoditi yang bercirikan pasaran kewangan**

Memandangkan makin ramai yang bersetuju bahawa faktor asas dan faktor kewangan memainkan peranan dalam pergerakan harga komoditi, penyelidikan dan kajian kini mula beralih kepada penilaian kepentingan setiap faktor tersebut secara relatif. Kajian sedia ada menyimpulkan secara umum bahawa, walaupun permintaan global terus mempengaruhi trend harga komoditi untuk jangka panjang, namun aliran pelaburan spekulatif ke dalam pasaran komoditi telah meningkatkan lagi pergerakan harga komoditi[19]. Meskipun terdapat pelbagai kategori peserta kewangan dalam pasaran komoditi dan pelbagai metodologi digunakan, bukti kajian menunjukkan bahawa, setelah mempertimbangkan semua perkara, faktor asas dilihat lebih penting dalam menerangkan trend harga komoditi. Walau bagaimanapun, pasaran komoditi yang bercirikan kewangan boleh dan telah meningkatkan magnitud kitaran turun naik (boom-bust cycle) bagi harga komoditi dalam jangka pendek. Secara lebih khusus, pelbagai kajian mendapati bahawa aktiviti spekulatif meningkatkan lagi pergerakan harga komoditi sebanyak 15% - 28% (Jadual 1).

**Jadual 1**

**Ringkasan Kajian Yang Telah Cuba Menyatakan Kuantiti Kesan Aktiviti Spekulatif dalam Pasaran Komoditi**

| Kajian | Kesan (%) |
|---|---|
| Gilbert (2009) | ~15 |
| Van der Molen (2009) | 26.8 |
| Khan (2009) | 19-28* |
| United Nations Conference on Trade and Development (2011) | 20-25 |
| Pollin dan Heintz (2011) | 26.5* |
| Davies (2011) | 25* |
| Lombardi dan Robays (2011) | 15 |
| Lenzner (2012) | 22* |
| Juvenal dan Petrella (2012) | ~15 |

* Termasuk pengiraan Bank Negara Malaysia

**Kesimpulan**

Peningkatan yang cepat dan turun naik yang mendadak harga komoditi sejak beberapa tahun kebelakangan ini telah menyebabkan penilaian semula faktor pemacu harga komoditi. Meskipun aktiviti komoditi yang bercirikan pasaran kewangan diakui semakin berperanan dalam memacu harga komoditi, kepentingannya berbanding dengan faktor asas masih lagi menjadi tanda tanya. Yang pasti, kesan yang dibawa oleh pedagang bukan komersial ke atas pergerakan harga komoditi global serta dinamik di sebaliknya perlu difahami dengan lebih mendalam. Satu bidang penyelidikan yang menarik dan agak kurang diselidiki ialah hubungan antara dasar monetari dengan harga komoditi. Antara persoalan utama ialah sejauh mana dasar monetari global yang amat longgar sejak beberapa tahun kebelakangan ini telah menyumbang kepada komoditi bercirikan pasaran kewangan dan seterusnya turun naik harga komoditi, kesan terhadap harga makanan global dan bekalan untuk penggunaan manusia, serta keberkesanan dasar monetari menangani inflasi yang berkait dengan penawaran, terutamanya dalam ekonomi sedang pesat membangun yang bersifat sangat terbuka.

[19] Walaupun sesetengah kajian menganggap aktiviti spekulatif berpunca daripada kesemua pelabur bukan komersial dan mengukur kesan tersebut secara keseluruhan, kajian lain mengasingkan pedagang bukan komersial untuk membezakan kesan yang diakibatkan oleh pelabur indeks sahaja, oleh sebab strategi pelaburan mereka yang berbeza dan jumlah pelaburan mereka yang besar.

**Rujukan**


Bank for International Settlements (2011), Quarterly Review.

Davies, G. (2011), 'Fundamentals and Speculation in Commodity Markets', Financial Times.

European Central Bank (2010), Monthly Bulletin.

Flassbeck, H., Bicchetti, D., Mayer, J. dan Rietzler, K. (2011), 'Price Formation in Financialised Commodity Markets: The Role of Information', UNCTAD.

Gilbert, C.L. (2009), 'Speculative Influences on Commodity Prices 2006 – 2008', CIFREM dan Department of Economics, University of Trento, Italy.

Hall, K. (2012), 'Once again, speculators behind sharply rising oil and gasoline prices', McClatchy.

Juvenal, L. dan Petrella, I. (2012), 'Speculation in the Oil Market', Working Paper 2011-027C, Federal Reserve Bank of St Louis.

Kaufmann R.K. (2011), 'The Role of Market Fundamentals and Speculation in Recent Price Changes for Crude Oil', Energy Policy, 39(1): m.s. 105-115.

Khan, M. S. (2009), 'The 2008 Oil Price Bubble', Policy Brief, Peterson Institute for International Economics.

Lenzner, R. (2012), 'Speculation in Crude Oil Adds $23.39 To The Price Per Barrel', Forbes.

Lombardi, M. J. dan Van Robays, I. (2011), 'Do Financial Investors Destabilise Oil Price?', Working Paper Series No. 1346, European Central Bank.

Pollin, R. dan Heintz, J. (2011), 'How Wall Street Speculation is Driving Up Gasoline Prices Today', Political Economy Research Institute University of Massachusetts, Amherst.

Van der Molen, M. (2009), 'Speculators Invading the Commodity Markets: A Case Study of Coffee', Unpublished, University of Utrecht.

**Rajah 2.6**

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




[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.

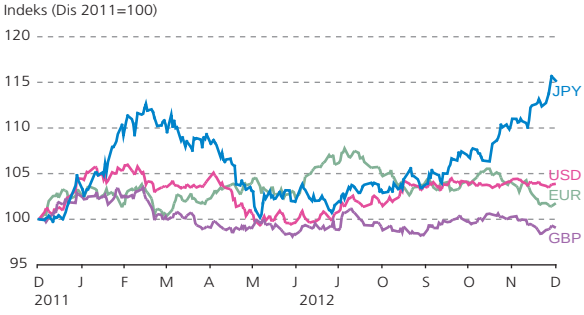
Nota: Peningkatan indeks menunjukkan penambahan nilai ringgit atau mata wang serantau terpilih berbanding dengan dolar AS

Sumber: Bank Negara Malaysia

Sentimen yang lebih baik terhadap ringgit pada separuh tahun kedua menyebabkan permintaan terhadap perlindungan nilai menurun. Aktiviti hadapan pertukaran asing merosot sebanyak 21% pada tempoh ini berbanding dengan separuh tahun pertama. Selain itu, sentimen yang makin menggalakkan turut menambah mudah tunai dolar AS dalam pasaran domestik. Penunjuk kepada peningkatan mudah tunai ini ialah mata swap mata wang bersilang USD/RM 5 tahun, yang menunjukkan kos memperoleh dolar AS dalam pasaran pertukaran asing

**Rajah 2.7**

**Kadar Pertukaran Ringgit Malaysia (RM) Berbanding dengan Mata Wang Utama**

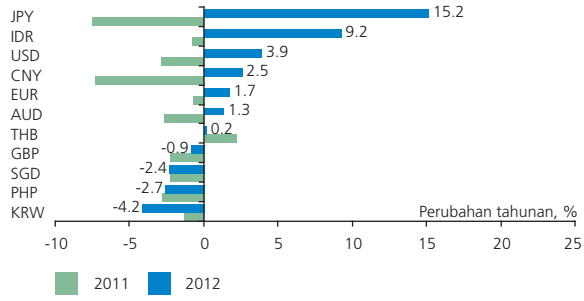



Nota: Peningkatan indeks menunjukkan penambahan nilai ringgit berbanding dengan mata wang berkenaan

Sumber: Bank Negara Malaysia

**Rajah 2.8**

**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

domestik, menurun daripada 145 mata asas pada bulan Jun kepada 125 mata asas pada bulan Disember.

Aliran perdagangan dan pelaburan dua hala yang lebih seimbang menyumbang kepada pasaran pertukaran asing Malaysia yang berfungsi dengan teratur, meskipun terdapat turun naik yang ketara dalam pasaran mata wang antarabangsa. Peningkatan sebanyak 34% dalam aliran masuk kasar pada tahun 2012 adalah sejajar dengan peningkatan 39% dalam aliran keluar kasar. Oleh itu, kedudukan rizab antarabangsa Bank secara relatif kekal stabil pada tahun itu, dengan kadar pertukaran sebahagian besarnya ditentukan oleh keadaan pasaran.

### Kadar faedah, kadar hasil bon dan harga ekuiti

Selepas menaikkan kadar faedah pada tahun 2010 dan 2011, Jawatankuasa Dasar Monetari (Monetary Policy Committee, MPC) mengekalkan Kadar Dasar Semalaman (Overnight Policy Rate, OPR) pada 3.00% sepanjang tahun 2012. Oleh itu, keadaan monetari dalam negeri terus menyokong aktiviti ekonomi, dan dalam pada itu meminimumkan risiko ketidakseimbangan kewangan.

Mencerminkan paras OPR yang tidak berubah, kadar pasaran wang secara relatif kekal stabil sepanjang tahun 2012. Kadar antara bank semalaman purata (average overnight interbank rate, AOIR) diurusniagakan pada kadar yang hampir dengan OPR, dalam julat 2.89-3.00%,

manakala kadar antara bank bagi tempoh jangka pendek lain juga secara relatif tidak berubah. Walau bagaimanapun, kadar pasaran wang jangka sederhana dipengaruhi oleh jangkaan pasaran bagi perubahan OPR. Pada separuh tahun pertama, Kadar Tawaran Antara Bank Kuala Lumpur (Kuala Lumpur Interbank Offered Rate, KLIBOR) dan kadar bagi swap kadar faedah (interest rate swap, IRS) menjadi sederhana sedikit kerana pasaran menjangkakan pelaksanaan langkah dasar monetari berikutan peningkatan risiko pertumbuhan ekonomi dalam negeri akan menjadi lebih rendah dalam keadaan pertumbuhan global yang lebih perlahan. Namun, kadar faedah pasaran kembali pada paras yang wajar pada separuh tahun kedua apabila peserta pasaran mengubah jangkaan kadar faedah mereka disebabkan oleh daya tahan ekonomi dalam negeri.

Kadar faedah kekal stabil pada tahun 2012, mencerminkan pendirian dasar monetari yang menggalakkan pertumbuhan ekonomi secara seimbang dan mampan

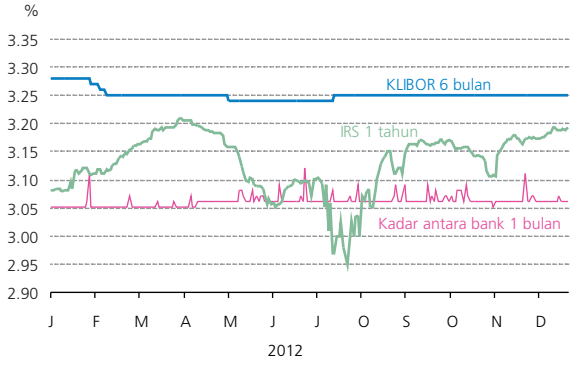
Kadar pinjaman runcit juga secara relatif stabil pada tahun 2012. Kadar pinjaman tanda aras, seperti yang diukur oleh kadar pinjaman asas (base lending rate, BLR) purata bank perdagangan, kekal pada 6.53%. Pada masa yang sama, kadar pinjaman purata (average lending rate, ALR) berwajaran bagi jumlah pinjaman terkumpul mencatat penurunan secara beransur-ansur sebanyak 14 mata asas, ke paras 5.52% pada akhir tahun. Ini mencerminkan pinjaman lama, yang diikat sebelum krisis kewangan tahun 2008 apabila OPR dan kos pinjaman adalah lebih tinggi, yang matang secara beransur-ansur, dan penambahan pinjaman baharu pada kadar yang secara relatif lebih rendah.

Perniagaan dan isi rumah terus mendapat manfaat daripada kadar faedah yang rendah sepanjang tahun 2012. Kadar pinjaman runcit yang rendah disebabkan oleh tiga faktor. Pertama, kos dana kekal rendah disebabkan oleh pendirian dasar monetari yang stabil. Kedua, dengan permintaan dalam negeri dan pertumbuhan pendapatan yang berterusan, profil kredit peminjam pada amnya terus kukuh seperti yang dibuktikan oleh bahagian kemungkiran pinjaman yang rendah, lantas menghalang peningkatan premium risiko kredit. Ketiga, peningkatan persekitaran yang kompetitif telah menyebabkan margin yang dikenakan terhadap pinjaman kekal pada paras yang rendah.

Kadar deposit bank perdagangan stabil sepanjang tahun. Pada akhir bulan Disember 2012, kadar purata deposit tetap yang disebut oleh bank perdagangan bagi tempoh 1 hingga 12 bulan masing-masing adalah antara 2.90% hingga 3.15%. Pendeposit terus diberikan kadar pulangan benar positif yang meningkat, sebahagiannya disebabkan oleh trend inflasi yang menurun sepanjang tahun.

**Rajah 2.9**

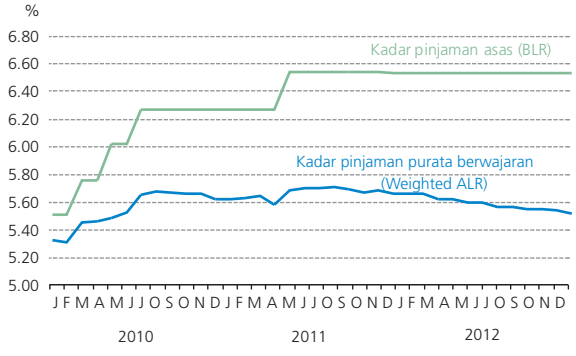
**Kadar Pasaran Wang dan Kewangan**




Sumber: Bank Negara Malaysia dan Bloomberg

**Rajah 2.10**

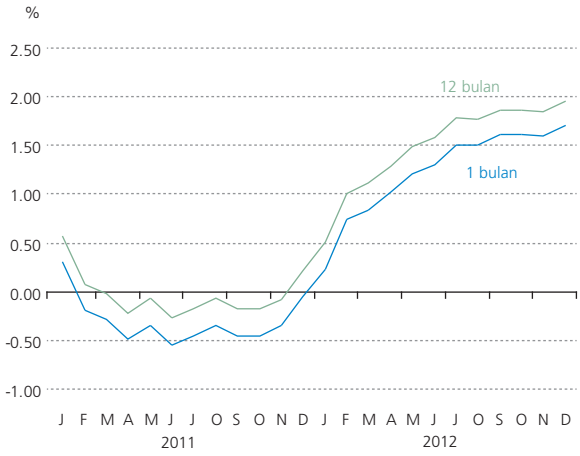
**Kadar Pinjaman Bank Perdagangan (pada akhir tempoh)**




Sumber: Bank Negara Malaysia

**Rajah 2.11**

**Kadar Deposit Tetap Benar**




Sumber: Bank Negara Malaysia

**Rajah 2.12**

**Kadar Hasil Sekuriti Kerajaan Malaysia**




Sumber: Bank Negara Malaysia

Pergerakan kadar hasil Sekuriti Kerajaan Malaysia (Malaysian Government Securities, MGS) pada tahun 2012 sebahagian besarnya dipengaruhi oleh gabungan faktor luaran dan dalam negeri. Jangkaan pasaran bagi OPR yang lebih rendah berikutan kebimbangan tentang pertumbuhan global lebih perlahan dan implikasinya terhadap ekonomi dalam negeri, bersama-sama dengan permintaan terhadap MGS yang meningkat daripada bukan pemastautin, telah mengekalkan kadar hasil yang rendah. Namun, pertukaran arah jangkaan pasaran yang lebih awal bagi penurunan kadar dasar, ditambah pula dengan lelongan bon kerajaan yang lebih besar, telah menyebabkan tekanan menaik terhadap kadar hasil pada tahun itu.

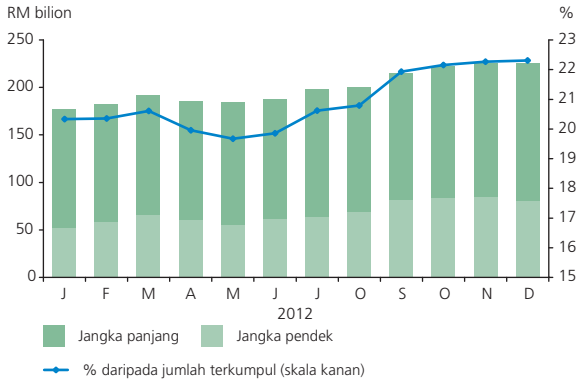
## Kadar hasil MGS sebahagian besarnya dipengaruhi oleh gabungan faktor luar dan dalam negeri

Kadar hasil MGS pada tahun 2012 bermula dengan trend menurun kerana pasaran menjangka berlakunya penurunan kadar dasar. Kadar hasil MGS 1 tahun menurun kepada paras paling rendah dalam satu tahun iaitu 2.76% pada bulan Februari, jauh lebih rendah berbanding dengan kadar OPR pada 3.00%. Walau bagaimanapun, kadar hasil meningkat pada bulan Mac dengan kadar hasil MGS 1 tahun meningkat sebanyak 19 mata asas berikutan pertukaran arah jangkaan pasaran terhadap OPR. Meskipun kebimbangan muncul semula selepas itu terhadap krisis hutang kerajaan Eropah dan prospek pemulihan global yang lemah, pemegangan MGS oleh bukan pemastautin meningkat sebanyak RM10.9 bilion dari bulan April hingga Julai, didorong oleh asas-asas ekonomi dalam negeri yang kukuh. Ini menyumbang kepada trend menurun kadar hasil MGS bagi semua tempoh matang. Trend ini terhenti pada bulan Ogos dan September, kerana lelongan bon kerajaan dalam jumlah yang besar pada tempoh tersebut menyebabkan pergerakan menaik dalam kadar hasil. Menjelang akhir tahun, kadar hasil secara umumnya stabil kecuali penurunan sementara pada bulan Oktober susulan pengumuman langkah pelonggaran kuantitatif selanjutnya oleh Federal Reserve AS. Secara keseluruhan, keluk kadar hasil MGS tanda aras mendatar pada tahun 2012, ekoran gabungan peningkatan kadar hasil jangka pendek sebanyak 3 hingga 19 mata asas dan penurunan kadar hasil MGS 10 tahun sebanyak 20 mata asas.

Berlandaskan asas-asas makroekonomi Malaysia yang kukuh, bon Kerajaan Malaysia terus menjadi tumpuan dalam kalangan pelabur antarabangsa. Aliran masuk bukan pemastautin yang mampan ke dalam pasaran MGS menyebabkan bahagian pemegangan MGS oleh bukan pemastautin meningkat dengan ketara kepada paras tertinggi 44.4% daripada jumlah MGS terkumpul menjelang akhir bulan Disember 2012. Meskipun

**Rajah 2.13**

**Sekuriti Hutang Terkumpul Milik Bukan Pemastautin**

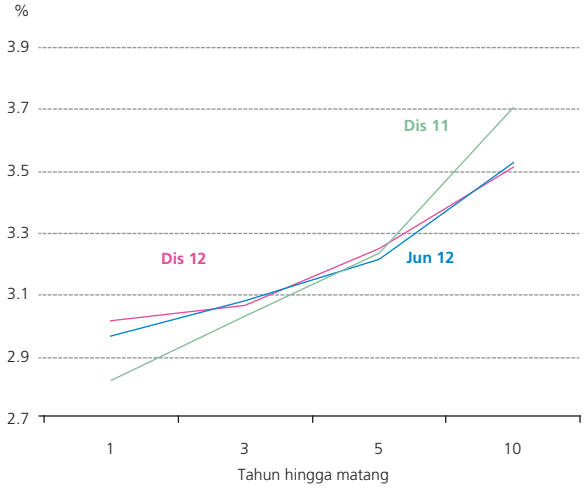



Sumber: RENTAS, Bank Negara Malaysia

aliran masuk tersebut menambah kedalaman, keluasan dan keteguhan pasaran bon dan meningkatkan kecekapan penentuan harga, aliran masuk ini juga membayangkan kemungkinan pasaran bon terjejas oleh pengeluaran dana bukan pemastautin yang banyak dan mendadak yang boleh menjejaskan kestabilan sistem kewangan. Walau bagaimanapun, keadaan ini tidak membimbangkan kerana tiga faktor. Pertama, Malaysia mempunyai pasaran bon yang luas dan cair, yang berupaya mengantara aliran masuk dengan berkesan, lantaran pasaran bon keempat terbesar di Asia selepas Jepun, RR China dan Korea[8]. Termasuk sukuk, sekuriti hutang swasta dan sekuriti bank pusat, pemegangan bukan pemastautin hanya mencakupi 22.3% daripada jumlah pasaran bon dalam negeri. Kedua, permintaan kukuh terhadap MGS oleh pelabur institusi tempatan akan berfungsi sebagai penahan (backstop) sekiranya aliran dana bukan pemastautin bertukar arah. Sebahagian besar jumlah pelabur dalam negeri terdiri daripada kumpulan wang pencen dan institusi kewangan, yang juga termasuk industri insurans yang lebih maju yang terus mencari aset boleh labur berikutan pertumbuhan dalam liabiliti mereka. Ketiga, meskipun ketidakpastian yang berterusan dalam pasaran kewangan global, asas-asas ekonomi seperti perbezaan dalam kadar pertumbuhan dan kadar faedah akan terus menjadi faktor sokongan kepada pasaran bon dalam negeri.

**Rajah 2.14**

**Keluk Hasil Tanda Aras Sekuriti Kerajaan Malaysia**




Sumber: Bank Negara Malaysia

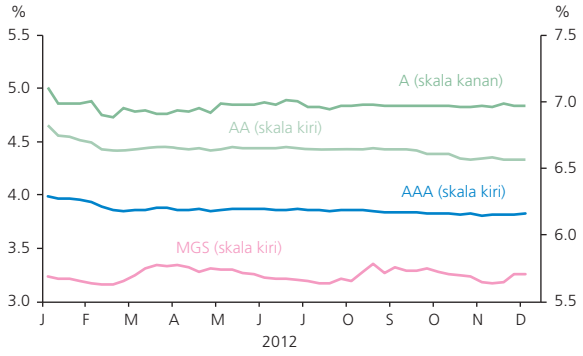
## Kadar hasil PDS terus menggalakkan bagi aktiviti perolehan dana dalam keadaan permintaan tinggi terhadap pembiayaan daripada projek berkaitan infrastruktur dan ETP

Pasaran sekuriti hutang swasta (private debt securities, PDS) dalam negeri mencatat pertumbuhan yang kukuh pada tahun 2012 ekoran keadaan pasaran yang menggalakkan. Aktiviti perolehan dana dalam pasaran PDS meningkat dengan ketara dengan terbitan PDS baharu mencatat jumlah tertinggi sebanyak RM121.1 bilion, mencerminkan permintaan lebih tinggi terhadap pembiayaan daripada projek berkaitan infrastruktur dan Program Transformasi Ekonomi (Economic Transformation Programme, ETP). Meskipun peningkatan yang ketara dalam penawaran PDS, kos pembiayaan pasaran bon terus menggalakkan. Kadar hasil PDS secara keseluruhannya menurun, dengan kadar hasil bagi sekuriti berpenarafan AAA, AA dan A 5 tahun masing-masing mencatat penurunan sebanyak 18.5 mata asas, 35.1 mata asas dan 12.6 mata

[8] Dalam peratusan KDNK, pasaran bon Malaysia ialah yang ketiga terbesar di Asia selepas Jepun dan Korea, manakala dari segi jumlah, yang keempat terbesar selepas Jepun, RR China dan Korea.

**Rajah 2.15**

**Kadar Hasil Sekuriti Kerajaan Malaysia 5 Tahun dan Sekuriti Hutang Swasta 5 Tahun**




Sumber: Bank Negara Malaysia

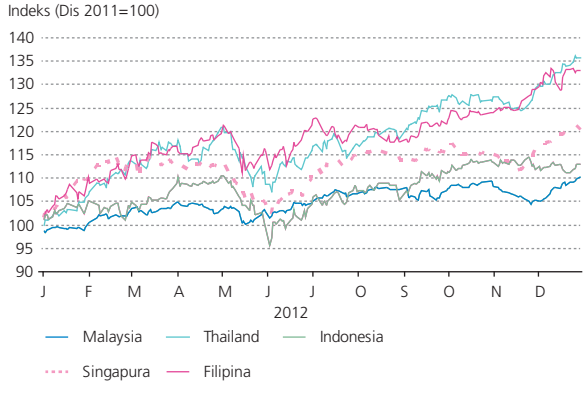
asas bagi tahun tersebut. Keadaan mudah tunai dan kredit juga bertambah baik pada tahun 2012. Jumlah urus niaga dalam pasaran PDS meningkat kepada RM161.4 bilion pada tahun 2012 daripada RM112.3 bilion pada tahun 2011, manakala bilangan penarafan negatif menurun daripada 51 pada tahun 2011 kepada 25 pada tahun 2012.

## Pasaran ekuiti dalam negeri terus berdaya tahan meskipun terdapat ketidakpastian dalam prospek ekonomi global

Meskipun terdapat ketidakpastian dalam prospek ekonomi global, pasaran ekuiti dalam negeri terus berdaya tahan. Pada tahun 2012, Indeks Komposit Kuala Lumpur FTSE Bursa Malaysia (FBM KLCI) meningkat sebanyak 10.3% (2011: 0.8%) untuk ditutup pada 1,689 mata. Trend yang secara umumnya serupa turut dicatat dalam pasaran serantau lain. Prestasi positif dipacu oleh prospek yang menggalakkan bagi ekonomi dalam negeri dan permintaan daripada bukan pemastautin, meskipun berlaku beberapa episod pengeluaran sementara oleh bukan pemastutin ekoran penghindaran risiko global yang meningkat.

**Rajah 2.16**

**Indeks Ekuiti Serantau**




Sumber: Bloomberg

Sejajar dengan pasaran serantau lain, FBM KLCI meningkat pada suku pertama tahun 2012 susulan sentimen pasaran yang lebih baik berikutan perkembangan positif dalam krisis hutang kerajaan Eropah dan pelonggaran lanjut oleh bank-bank pusat dalam ekonomi maju. Di samping itu, kemajuan besar yang dicapai dalam projek ETP, terutamanya dengan permulaan kerja pembinaan bagi projek Aliran Transit Massa (Mass Rapid Transit, MRT), membantu menambah keyakinan pelabur dan meningkatkan minat membeli dalam pasaran ekuiti dalam negeri. Namun, trend kenaikan indeks terganggu pada suku kedua berikutan ketidakpastian yang muncul semula terhadap pertumbuhan global yang lemah, lantas menyebabkan pengurangan pemegangan ekuiti tempatan oleh bukan pemastautin dan turun naik yang lebih tinggi bagi pulangan FBM KLCI.

Pada separuh kedua tahun 2012, harga ekuiti dalam negeri pulih dengan ketara dan mencapai paras tertinggi dalam sejarah apabila ketidakpastian global mula reda dan asas-asas dalam negeri yang positif menyokong prestasi pasaran ekuiti. Jangkaan bagi langkah rangsangan selanjutnya dalam ekonomi maju, diperkukuh oleh prestasi ekonomi dalam negeri yang lebih baik daripada jangkaan pada suku kedua 2012, meningkatkan sentimen pasaran dan mengekalkan FBM KLCI pada trend menaik. Prestasi pasaran dalam negeri turut menarik minat pembelian daripada bukan pemastautin, dan pembelian bersih ekuiti oleh mereka mencatat purata sekitar RM1.3 bilion sebulan pada separuh kedua tahun 2012. Indeks mencapai paras tertinggi baharu pada 1,675.7 mata pada 1 November 2012 sebelum menurun ekoran aktiviti pengambilan keuntungan dan kebimbangan yang makin ketara terhadap cenuram fiskal (fiscal cliff) AS. Pada bulan Disember, momentum indeks mula meningkat semula dan indeks mencapai kadar tertinggi yang baharu sebanyak 1,689 mata pada akhir tahun. Lonjakan baharu ini mencerminkan

## Gerak Balas Keluk Kadar Hasil Sekuriti Kerajaan Malaysia terhadap Pergerakan Kadar Hasil Bon Kerajaan di Luar Negeri

### Pendahuluan

Integrasi kewangan yang lebih meluas sejak sedekad yang lalu telah menghasilkan pergerakan pasaran kewangan yang lebih selaras di seluruh dunia. Apabila pasaran bon domestik menjadi luas, khususnya pasaran Sekuriti Kerajaan Malaysia (Malaysian Government Securities, MGS), pergerakan keluk kadar hasil domestik semakin dipengaruhi oleh pergerakan kadar hasil bon asing kerana tindak balas pelabur dalam negeri dan pelabur asing terhadap perkembangan dan sentimen global. Kesalinghubungan ini boleh menghasilkan korelasi yang lebih kukuh antara kadar hasil MGS dengan kadar hasil kerajaan dalam ekonomi lain. Malahan, pada satu-satu masa tertentu, bentuk keluk kadar hasil MGS boleh dipengaruhi oleh perubahan dalam kadar hasil asing yang bergerak balas terhadap kejutan yang mungkin tidak mempunyai apa-apa pengaruh ke atas faktor makroekonomi di Malaysia. Oleh sebab keluk kadar hasil memberikan maklumat penting tentang jangkaan keadaan ekonomi, maka adalah penting untuk memahami tahap pergerakan bersama antara keluk kadar hasil dalam negeri dengan asing. Didorong oleh faktor ini, kajian ini bertujuan menilai peranan kadar hasil asing dalam mempengaruhi keluk kadar hasil domestik. Kajian ini turut menilai sama ada terdapat sebarang perbezaan yang penting gerak balas keluk kadar hasil MGS terhadap kejutan yang berpunca dari ekonomi maju dengan kejutan daripada pasaran bon serantau.

### Kandungan maklumat keluk kadar hasil

Kajian keluk kadar hasil dibentuk berasaskan struktur kadar faedah bertempoh, yang juga berasaskan hipotesis jangkaan (*expectations hypothesis,* EH)[1]. EH pada dasarnya menyamakan kadar faedah jangka panjang dengan kadar faedah jangka pendek dan juga jangkaan pasaran terhadap kadar faedah masa hadapan[2] dan premium risiko, yang mencerminkan kos melepas bagi pemegangan bon. Keluk kadar hasil ialah plot kadar hasil bagi sekuriti yang berbeza tempoh matangnya pada suatu masa tertentu. Tempoh matang ini berbeza-beza, dari tempoh terpendek selama sebulan sehingga sepuluh tahun, atau tiga puluh tahun bagi pasaran lebih maju. Dengan itu, bentuk keluk kadar hasil memberikan penunjuk tentang jangkaan pasaran terhadap kadar masa hadapan bagi kadar faedah jangka pendek. Keluk kadar hasil yang normal mempunyai cerun menaik kerana bon dengan tempoh matang lebih panjang akan mempunyai kadar hasil lebih tinggi disebabkan peningkatan risiko berkaitan masa. Keluk kadar hasil yang lebih curam mencerminkan jangkaan pasaran terhadap kadar jangka pendek yang lebih tinggi pada masa hadapan disokong oleh jangkaan kadar dasar yang lebih tinggi, susulan jangkaan peningkatan inflasi. Keadaan sebaliknya berlaku jika keluk kadar hasil mendatar. Keluk kadar hasil juga boleh berganjak secara selari, apabila kadar hasil jangka pendek dan jangka panjang bergerak searah berikutan perubahan premium risiko bagi semua tempoh matang. Premium risiko bagi bon kerajaan merujuk kepada pampasan tambahan yang perlu untuk pelabur memegang bon domestik pada tahap profil risiko keseluruhan bagi negara tersebut, termasuk risiko mungkir, risiko kredit dan risiko mudah tunai. Sebagai contoh, sesebuah negara dengan disiplin fiskal yang lemah dan risiko kredit yang meningkat, perlu menawarkan kadar hasil lebih tinggi untuk menarik pelabur dalam pemegangan bonnya.

### Menganggarkan gerak balas keluk kadar hasil MGS terhadap kejutan daripada pasaran bon kerajaan asing

Salah satu pendekatan dalam pemodelan keluk kadar hasil ialah rangka kerja eksponen Nelson-Siegel (NS)[3]. Model ini menganggarkan tiga ukuran keluk kadar hasil, yang mewakili komponen paras, cerun dan kelengkungan pada keluk kadar hasil. Komponen ini merujuk bagaimana bentuk keluk kadar hasil akan berubah selepas menerima kejutan. Komponen paras merujuk kesan kejutan terhadap kadar hasil jangka panjang dan kesan ini lazimnya dicerminkan oleh anjakan selari kadar hasil bagi semua tempoh matang. Anjakan komponen paras menunjukkkan pengaruh struktur, seperti perubahan dalam

---

1 Di samping EH, terdapat teori lain yang digunakan untuk menjelaskan struktur kadar faedah bertempoh, dan ini terdiri daripada teori premium mudah tunai, teori segmentasi pasaran, teori jangkaan tulen dan teori habitat pilihan.

2 $(1 + i_{lt})^n = \rho + (1 + i_{st})^1(1 + i_{st})^2 \ldots\ldots (1 + i_{st})^n$, apabila subskrip *lt*, *st* masing-masing ialah singkatan untuk jangka panjang dan jangka pendek. $\rho$ ialah premium risiko dan superskrip *1,2,.....n* menunjukkan tempoh masa.

3 Model ini dihasilkan oleh Nelson dan Siegel (1987) dan dikembangkan lagi oleh Diebold dan Li (2006).

persepsi pasaran terhadap prospek inflasi jangka panjang sesebuah negara, atau perubahan dalam penilaian kepercayaan kredit sesebuah negara. Komponen cerun menunjukkan kesan kejutan terhadap kadar hasil jangka pendek yang akan menyebabkan perubahan pada tahap kecerunan keluk kadar hasil. Faktor utama yang sering mengubah cerun keluk kadar hasil ialah perubahan dalam jangkaan pasaran yang berkaitan dengan keputusan dasar monetari dalam negeri. Sebagai contoh, bank pusat lazimnya menyasarkan kadar faedah jangka pendek, tetapi sebarang perubahan dalam jangkaan pasaran terhadap kadar dasar masa hadapan yang lebih rendah, akan menyebabkan keluk kadar hasil mendatar, mencerminkan kadar faedah jangka pendek yang lebih rendah pada masa hadapan. Komponen kelengkungan merujuk kesan kejutan terhadap kadar hasil jangka sederhana berbanding dengan tempoh matang lain, yang menyebabkan keluk kadar hasil lebih berbentuk bonggol ("hump-shaped"). Semua komponen ini tidak boleh diperolehi secara langsung tetapi melalui rangka kerja NS, anggaran bagi komponen dasar ini boleh dibuat. Melalui anggaran bagi ketiga-tiga komponen ini, keluk kadar hasil bagi masa yang berbeza boleh diwujudkan dan dinamiknya dapat diuji dengan faktor berkaitan yang mendorong pergerakan kadar hasil bon jangka pendek dan jangka panjang. Dalam kajian ini, metodologi NS digunakan untuk membezakan gerak balas keluk kadar hasil MGS terhadap kejutan yang berasal daripada pasaran maju atau serantau. Berbekalkan data bulanan dari empat ekonomi maju dan tujuh ekonomi serantau[4], komponen cerun dan paras bagi keluk kadar hasil diambil untuk setiap sebelas negara.

Selepas komponen berbeza bagi keluk kadar hasil diperoleh, kajian ini menggunakan pendekatan dua langkah untuk menguji pergerakan bersama. Dalam langkah pertama, kajian penguraian varians dijalankan untuk menilai tahap pergerakan bersama kadar hasil MGS berbanding dengan pergerakan kadar hasil bon kerajaan asing. Seterusnya, komponen kadar hasil bon masing-masing dari pasaran serantau dan maju dianalisis bersama-sama dengan komponen kadar hasil MGS, menggunakan model VAR, apabila fungsi gerak belas impuls umum diagregat semula (re-aggregated generalised impulse response function) dihasilkan untuk mensintesiskan gerak balas dinamik bagi keluk kadar hasil MGS terhadap kejutan daripada ekonomi serantau dan maju. Langkah ini amat berguna untuk menentukan sama ada wujud perbezaan penting antara gerak balas kadar hasil MGS terhadap kejutan daripada ekonomi serantau dengan ekonomi maju.

**Pergerakan bersama yang kukuh antara kadar hasil MGS dengan kadar hasil bon kerajaan asing**

Keputusan daripada pendekatan penguraian varians menunjukkan pergerakan bersama yang ketara antara kadar hasil bon kerajaan asing dengan kadar hasil MGS. Dari segi kadar hasil jangka panjang, didapati pasaran serantau dan pasaran maju secara bersama menyumbang kira-kira 80% daripada jumlah variasi dalam kadar hasil MGS jangka panjang, dengan pasaran maju sahaja mencakupi kira-kira 45% daripada jumlah variasi tersebut. Bagi kadar hasil MGS jangka pendek, pasaran serantau dan pasaran maju secara bersama menyumbang lebih dua pertiga kepada jumlah variasi dalam kadar hasil MGS. Keputusan ini secara umumnya selaras dengan hasil kajian untuk pasaran modal yang terbuka dari segi kewangan, dengan variasi dalam keluk kadar hasil secara global dapat menerangkan sebahagian besar daripada variasi dalam faktor cerun dan faktor paras[5]. Secara khusus, pergerakan bersama kadar hasil yang kukuh ini mencerminkan kepentingan pasaran maju dalam mempengaruhi harga aset global (termasuk kadar hasil bon kerajaan). Ini disokong oleh Laporan Spillover IMF (IMF Spillover Report) Amerika Syarikat (AS), yang memperlihatkan bahawa pasaran AS mewakili hampir dua pertiga daripada jumlah pusing ganti ekuiti dan pasaran bon kerajaan di lima ekonomi yang besar dan penting[6] dari segi sistemik. Pasaran kewangan AS yang dominan di dunia sering kali menyumbang kepada kesan limpahan yang besar daripada perubahan harga aset di AS terhadap pasaran lain[7].

---

4 Ekonomi maju merangkumi kawasan Euro, United Kingdom, Amerika Syarikat dan Jepun manakala pasaran serantau merangkumi China, Hong Kong, Indonesia, Filipina, Singapura dan Thailand. Tempoh data berbeza-beza bagi setiap negara, dari yang terawal pada 1992 sehingga 2011.

5 Diebold, Li dan Yue (2008) menunjukkan bahawa faktor paras global mencakupi 60% hingga 80% daripada jumlah variasi di AS, Jepun, Jerman dan UK, sementara faktor cerun global mencakupi hampir kesemua variasi bagi ekonomi dengan kitaran perniagaan yang sama.

6 Model ini dihasilkan oleh Nelson dan Siegel (1987) dan dikembangkan lagi oleh Diebold dan Li (2006).

7 Laporan tersebut menunjukkan bahawa kadar faedah AS dan penunjuk risiko global menerangkan lebih separuh daripada variasi dalam spread Ekonomi Pasaran Sedang Pesat Membangun.

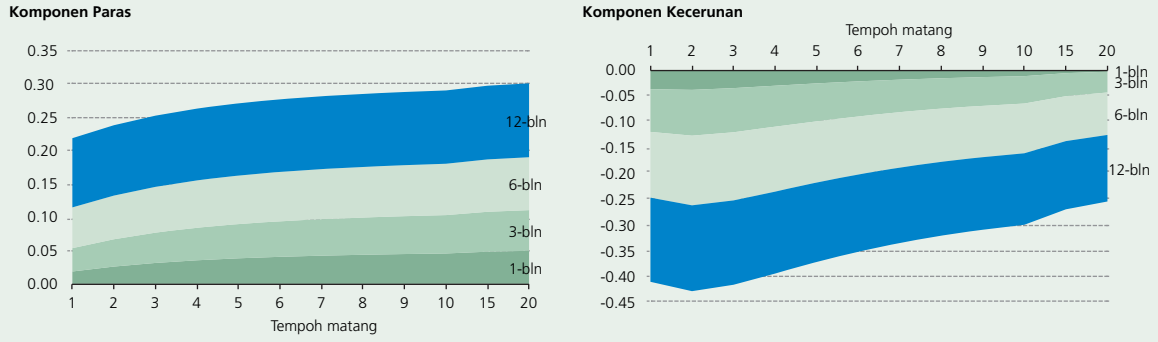
**Keluk kadar hasil MGS bergerak balas secara berbeza terhadap kejutan dari pasaran maju berbanding dengan kejutan dari pasaran serantau**

Keputusan daripada bahagian kedua kajian ini diringkaskan secara umum dalam Rajah 1, yang menunjukkan gerak balas impuls komponen paras dan cerun MGS berikutan kejutan terhadap komponen kadar hasil yang sepadan bagi pasaran maju dan pasaran serantau. Gerak balas impuls dikira bagi tempoh 1 bulan, 3 bulan, 6 bulan dan 12 bulan. Satu corak yang jelas dapat dilihat, iaitu keluk kadar hasil MGS bergerak balas secara berbeza terhadap kejutan dari pasaran maju berbanding dengan kejutan dari pasaran serantau.

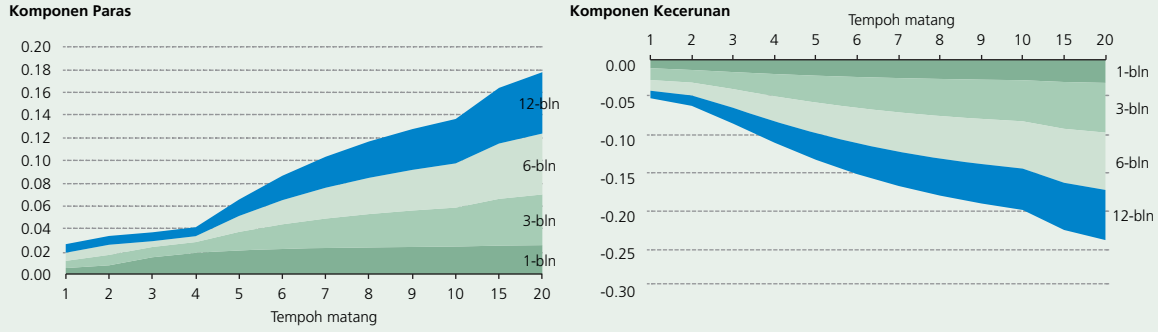
**Rajah 1**

**Fungsi Gerak Balas Impuls Umum Diagregat Semula (R-GIRF)**

**Panel A: Gerak Balas Dinamik Keluk Kadar Hasil MGS kepada Kejutan terhadap Kadar Hasil Pasaran Maju**




**Panel B: Gerak Balas Dinamik Keluk Kadar Hasil MGS kepada Kejutan terhadap Kadar Hasil Pasaran Serantau**




Nota: R-GIRF menunjukkan kesan kadar hasil berbanding dengan kadar hasil asasnya; gerak balas negatif R-GIRF bermaksud kadar hasil berada di bawah kadar hasil asas dan bukan bermaksud kadar hasil adalah negatif.

Sumber: Bank Negara Malaysia, Bloomberg

**Kejutan dari pasaran maju mempengaruhi keluk kadar hasil MGS melalui pelarasan premium risiko**

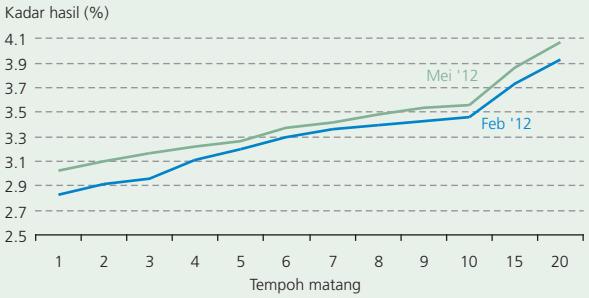
Kejutan[8] dalam komponen cerun dan komponen paras keluk kadar hasil dalam ekonomi maju menyebabkan anjakan selari dalam keluk kadar hasil MGS (Panel A). Anjakan selari dalam keluk kadar hasil ini menunjukkan kesan kejutan dari pasaran bon kerajaan dalam negara maju dipindahkan kepada kadar hasil MGS melalui pelarasan premium risiko. Sebagai contoh, kejutan negatif terhadap kedudukan kewangan pelabur atau ketidakpastian yang meningkat dalam pasaran maju akan menyebabkan pelabur dalam negeri dan pelabur asing melupuskan aset mereka dalam pasaran sedang pesat membangun bagi mendapatkan lebih banyak

[8] Kajian ini bukan bertujuan menilai bagaimana pelbagai jenis kejutan boleh menjejaskan kadar hasil bon dalam pasaran maju atau pasaran serantau. Walau bagaimanapun, bagi tujuan ilustrasi, faktor yang boleh menyebabkan anjakan selari pada keluk kadar hasil dalam ekonomi maju mungkin didorong oleh peningkatan risiko bon kerajaan, yang akan menyebabkan kenaikan mendadak dalam kadar hasil bon bagi semua tempoh matang.

aset mudah tunai dalam pasaran lain[9]. Ini bermakna, bagi jangkaan tertentu mengenai pertumbuhan dan inflasi masa hadapan dalam ekonomi dalam negeri, pelabur memerlukan pulangan yang lebih tinggi untuk pemegangan bon dalam negeri. Tingkah laku pelabur yang menarik diri dari pasaran sedang pesat membangun boleh menyebabkan keadaan mudah tunai yang lebih ketat dalam pasaran dalam negeri. Keadaan ini akan dicerminkan oleh peningkatan dalam premium risiko, sekaligus menyebabkan anjakan menaik dalam keluk kadar hasil. Pelarasan sedemikian boleh berlaku walaupun tanpa perubahan yang ketara dalam asas-asas ekonomi dalam negeri, yang seterusnya menyebabkan ketidakselarasan sementara antara maklumat yang diperoleh daripada keluk kadar hasil dengan asas-asas ekonomi. Rajah 2 memberikan contoh pergerakan keluk kadar hasil MGS susulan peningkatan aktiviti penghindaran risiko di kawasan Euro pada suku kedua tahun 2012. Keluk kadar hasil MGS menganjak ke atas secara selari dalam tempoh ini, walaupun kadar dasar monetari dalam negeri dan keadaan makroekonomi tidak berubah.

**Rajah 2**

**Kesan Krisis Hutang Kerajaan Kawasan Euro pada tahun 2012 terhadap Keluk Hasil MGS**




Sumber: Bank Negara Malaysia

**Kejutan dari pasaran serantau mempengaruhi keluk kadar hasil MGS melalui jangkaan pertumbuhan dan inflasi**

Kejutan terhadap komponen cerun dan komponen paras kadar hasil bon serantau menyebabkan keluk kadar hasil MGS (Panel B) bertambah condong (mendatar atau mencuram), dan sebaliknya tidak menyebabkan anjakan kadar hasil bagi semua tempoh matang seperti yang diperhatikan dalam kes pasaran maju. Walaupun asas-asas ekonomi serantau yang berbeza, namun pergerakan keluk kadar hasil MGS yang semakin condong ini pada umumnya menggambarkan persamaan dalam jangkaan pertumbuhan dan inflasi dalam pasaran serantau. Hal ini berlaku berikutan penyelarasan kitaran perniagaan yang kukuh dalam rantau tersebut, yang didorong terutamanya oleh integrasi perdagangan dan kewangan yang lebih besar[10]. Selain itu, memandangkan rangkaian pengeluaran yang meluas dalam rantau ini dan peranan utamanya dalam rantaian bekalan global, rantau ini berkemungkinan terdedah kepada kejutan global yang sama. Sebagai contoh, kejutan teruk terhadap permintaan global akan diperlihatkan dalam pertumbuhan yang lebih lembap dan inflasi yang lebih rendah untuk ekonomi serantau, dan ini akan diterjemahkan kepada jangkaan penurunan dalam kadar dasar. Jangkaan sedemikian dalam ekonomi serantau akan digambarkan dalam keluk kadar hasil yang mendatar di rantau itu. Lantaran itu, pelabur cenderung untuk menilai ekonomi serantau sebagai satu kumpulan, dan dengan itu mungkin gagal mengenal pasti perbezaan utama antara ekonomi tersebut. Perkara ini menjadikan pasaran serantau terdedah kepada lebih banyak lonjakan terselaras dan perubahan berbalik dalam aliran pelaburan.

9 Rujuk Krishnamurthy (2009) serta Frankel dan Schmukler (1998).

10 Kajian oleh Sato dan Zhang (2006) serta Rana (2007) menyediakan sokongan terhadap penyelarasan kitaran perniagaan di rantau Asia Timur.

**Kesimpulan**

Kajian ini menunjukkan wujudnya perbezaan yang penting dalam gerak balas keluk kadar hasil MGS terhadap kejutan daripada pasaran bon kerajaan dalam ekonomi maju dan serantau. Kejutan dari pasaran maju akan mencetuskan pelarasan premium risiko, manakala kejutan dari pasaran serantau ditunjukkan melalui perubahan dalam jangkaan pertumbuhan dan inflasi. Hasil kajian tersebut menunjukkan pengaruh sentimen global yang semakin meningkat dan kesannya terhadap pasaran bon kerajaan domestik. Walaupun peningkatan integrasi kewangan membantu meluaskan lagi pasaran bon domestik, namun ia turut membawa banyak cabaran. Secara khusus, rencana ini memperlihatkan bahawa perubahan dalam sentimen global dan prospek ekonomi serantau boleh mengubah bentuk keluk kadar hasil MGS, walaupun tanpa sebarang perubahan dalam asas-asas ekonomi dalam negeri.

**Rujukan**


Diebold, F. X., dan C. Li (2006), 'Forecasting the Term Structure of Government Bond Yields', Journal of Econometrics, 130, m.s. 337-364.

Diebold, F. X., C. Li, dan V. Z. Yue (2008), 'Global Yield Curve Dynamics and Interactions: A Dynamic Nelson-Siegel Approach', Journal of Econometrics, 146, m.s. 351-363.

International Monetary Fund (2011), 'The United States Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation', IMF Country Report 11/203, International Monetary Fund, m.s. 1-25.

Krishnamurthi, A. (2009), 'Amplification Mechanism in Liquidity Crises', American Economic Journal, Vol.2(2), m.s. 1-33.

Nelson, C. R., dan A. F. Siegel (1987), 'Parsimonious Modeling of Yield Curves', The Journal of Business, 60, m.s. 473-489.

Rana, P.B. (2007), 'Economic Integration and Synchronization of Business Cycles in East Asia', Journal of Asian Economics 18: m.s. 711-725.

Sato, K., dan Z. Zhang (2006), 'Real Output Co-Movements in East Asia: Any Evidence for a Monetary Union?', World Economy 29: 1, m.s. 671-689.

Schmukler, S.L. dan Frankel, J.A. (1998), 'Crisis, Contagion and Country Funds: Effects on East Asia and Latin America', published in Managing Capital Flows and Exchange Rates, edited by R. Glick, Cambridge University Press, m.s. 1-47.

Wong, S.M. (2012), 'Financial Spillovers in the Bond Markets - Evidence from Malaysia,' Working paper prepared for the BNM-BIS 5th Annual Workshop of the Asian Research Networks, 29-30 March 2012. Kuala Lumpur, m.s. 1-32.

**Rajah 2.17**

**Belian Bersih Ekuiti oleh Bukan Pemastautin**




Nota: (-) menunjukkan lebih banyak aktiviti jualan oleh bukan pemastautin

Sumber: Bursa Malaysia

keyakinan dalam penyelesaian isu cenuram fiskal AS dan permintaan yang lebih tinggi terhadap saham perdana.

Dari segi asas-asas pasaran dalam negeri, harga ekuiti pada tahun 2012 dipacu terutamanya oleh saham berkaitan kewangan disebabkan oleh prestasi yang terus menggalakkan oleh syarikat-syarikat dalam sektor ini. Di samping itu, aktiviti giat dalam pasaran tawaran awam awal (initial public offering, IPO) terus menyokong pasaran ekuiti dalam negeri susulan kejayaan menerbitkan IPO yang besar seperti Felda Global Ventures Holdings Bhd (keempat terbesar di dunia[9]), IHH Healthcare Bhd dan Astro Malaysia

**Rajah 2.18**

**Turun Naik Pulangan KLCI[1]**



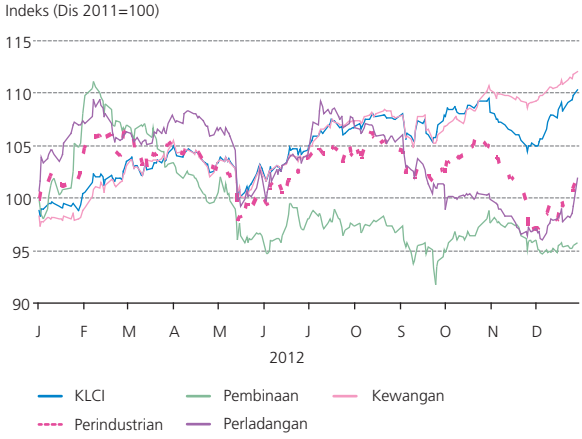

[1]Merujuk kepada pusingan sisihan piawai 30 hari bagi pulangan harian

Sumber: Pengiraan Bank Negara Malaysia

[9] Sumber: Laporan Tahunan 2012, Bursa Malaysia.

**Rajah 2.19**

**KLCI dan Indeks Bursa Malaysia Mengikut Sektor**




Sumber: Bloomberg

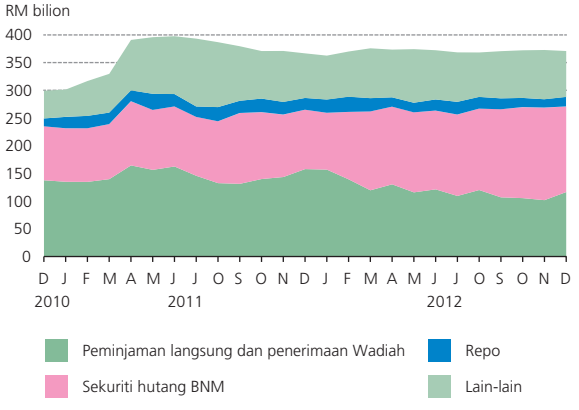
Holdings. Secara keseluruhan, permodalan pasaran meningkat kepada RM1.47 trilion pada akhir tahun 2012 (2011: RM1.28 trilion), manakala urus niaga purata harian meningkat kepada 1.36 bilion unit (2011: 1.34 bilion unit).

### Mudah Tunai dan Agregat Monetari

Mudah tunai dalam sistem perbankan lebih daripada mencukupi sepanjang tahun 2012. Operasi Bank Negara Malaysia tertumpu pada usaha menguruskan lebihan mudah tunai dan mengekalkan keadaan monetari yang stabil. Mudah tunai sektor swasta terus berkembang terutamanya disebabkan oleh keadaan kredit yang menggalakkan dan aliran masuk dana asing yang berterusan ke Malaysia.

**Rajah 2.20**

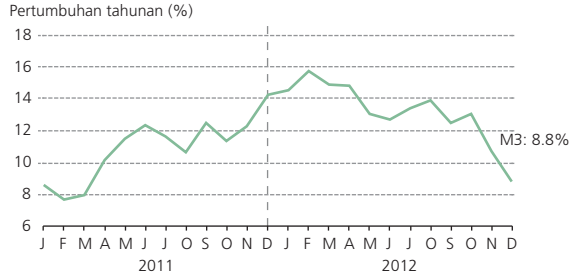
**Mudah Tunai Terkumpul di Bank Negara Malaysia (pada akhir tempoh)**




Sumber: Bank Negara Malaysia

**Rajah 2.21**

**Wang Secara Luas, M3**



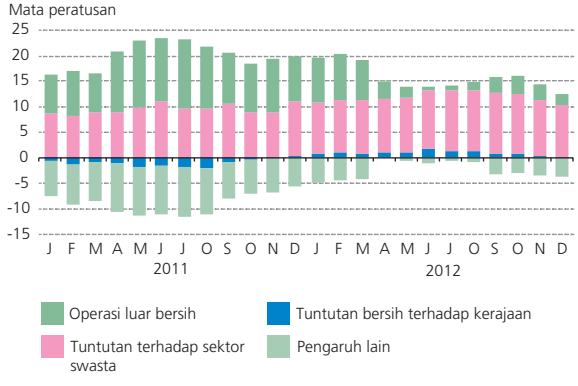

Sumber: Bank Negara Malaysia

Dalam sistem perbankan, keadaan mudah tunai yang lebih daripada mencukupi terus dicatat pada peringkat institusi dan seluruh sistem. Hal ini dapat dilihat melalui jumlah besar bilangan institusi kewangan yang menyimpan dana bersih dalam pasaran antara bank. Pada peringkat sistem, keadaan mudah tunai dalam pasaran wang antara bank pada tahun 2012 adalah lebih stabil berbanding dengan tahun 2011, mencerminkan aliran dua hala yang lebih seimbang daripada perdagangan dan pelaburan. Secara keseluruhannya, lebihan mudah tunai yang disimpan di Bank Negara Malaysia meningkat dengan sederhana sebanyak 1.1% pada tahun 2012 (2011: 22.5%).

Bank Negara Malaysia mengendalikan operasi dalam pasaran wang domestik untuk menguruskan mudah tunai yang berlebihan. Pengumpulan mudah tunai yang berlebihan mungkin menyebabkan herotan kewangan termasuk pemberian kredit yang berlebihan kepada sektor swasta, jangkaan risiko yang tidak tepat dan pengambilan risiko yang berlebihan; kesemua faktor ini boleh menyebabkan peningkatan yang amat tinggi dalam pengambilan hutang dan ketidakjajaran dalam harga aset. Oleh itu, lebihan mudah tunai dalam sistem perbankan diserap menerusi penggunaan pelbagai instrumen berorientasikan pasaran termasuk peminjaman langsung, dan Keperluan Rizab Berkanun (Statutory Reserve Requirement, SRR). Pada tahun 2012, nisbah SRR dikekalkan pada paras 4.00%. Penekanan yang lebih besar diberikan pada penggunaan instrumen berasaskan sekuriti, seperti perjanjian belian balik dan Nota Monetari Bank Negara Malaysia, untuk menyerap mudah tunai yang berlebihan daripada sistem dan membantu meningkatkan fleksibiliti dalam pengurusan mudah tunai oleh institusi kewangan.

**Rajah 2.22**

**Sumbangan kepada Pertumbuhan M3**




Sumber: Bank Negara Malaysia

Mudah tunai sektor swasta, seperti yang diukur oleh wang secara luas atau M3, berkembang sebanyak 8.8% pada tahun 2012. Peningkatan ini disokong oleh kedua-dua faktor dalam negeri dan luar negeri. Dari perspektif dalam negeri, mudah tunai sektor swasta meningkat dengan ketara lantaran pemberian kredit yang lebih tinggi oleh bank kepada perniagaan dan isi rumah, sejajar dengan permintaan dalam negeri yang mampan. Dari perspektif luar negeri, wang secara luas berkembang disebabkan oleh aliran masuk asing bersih, yang mencerminkan lebihan perdagangan Malaysia dan aliran masuk portfolio. Walau bagaimanapun, perkembangan M3 sebahagiannya dibendung melalui operasi pensterilan oleh Bank. Ini dicerminkan oleh penguncupan item 'pengaruh lain'.

## PEMBIAYAAN EKONOMI

Pembiayaan kepada perniagaan dan isi rumah terus menyokong aktiviti ekonomi dalam negeri pada tahun 2012. Kos peminjaman yang berpatutan dan keadaan mudah tunai yang lebih daripada mencukupi dalam sistem kewangan membolehkan pembiayaan terus diberikan kepada semua segmen ekonomi.

Pembiayaan sektor swasta meningkat sejajar dengan peningkatan yang berterusan dalam permintaan dalam negeri. Bagi tahun 2012 secara keseluruhan, pembiayaan bersih kepada sektor swasta melalui sistem perbankan dan pasaran modal berkembang pada kadar tahunan 12.4% (2011: 12.5%). Pertumbuhan pembiayaan yang kukuh pada tahun itu

disebabkan terutamanya oleh pembiayaan perniagaan, yang didorong oleh prestasi teguh sektor perniagaan berorientasikan dalam negeri serta perniagaan yang terlibat dalam projek berkaitan ETP. Permintaan isi rumah terhadap pembiayaan menunjukkan trend yang menurun secara beransur-ansur sepanjang tahun itu.

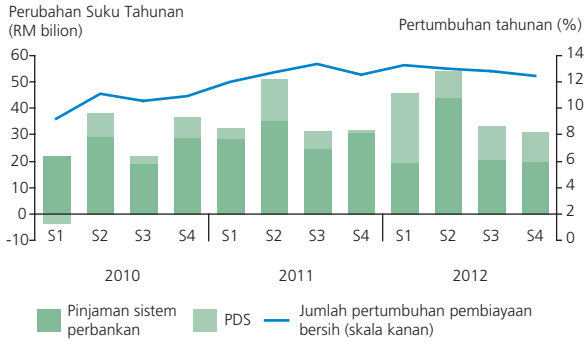
Pertumbuhan pembiayaan yang kukuh sebahagian besarnya mencerminkan peningkatan pembiayaan kepada perniagaan berorientasikan dalam negeri

Dalam sektor perniagaan, jumlah pembiayaan yang diberikan melalui institusi kewangan dan pasaran modal meningkat sebanyak 14.5% (2011: 11.5%). Pengembangan dalam pinjaman sistem perbankan kepada perniagaan (2012: 10.9%; 2011: 13.5%) mencerminkan peningkatan dalam pinjaman yang dikeluarkan terutamanya untuk membiayai keperluan pelaburan dan modal kerja bagi perniagaan berorientasikan dalam negeri, terutamanya perniagaan yang terlibat dalam projek berkaitan ETP dan sektor berkaitan komoditi. Sebahagian besar pinjaman ini disalurkan kepada sektor *harta tanah; borong dan runcit, restoran dan hotel; kewangan, insurans, dan perkhidmatan perniagaan; pertanian;* serta *pembinaan*. Oleh yang demikian, meskipun permohonan pinjaman daripada sektor *perkilangan* lebih sederhana berikutan keadaan permintaan luar negara yang lebih lemah, permintaan pinjaman oleh sektor perniagaan secara keseluruhan tetap kukuh, disokong oleh pertumbuhan yang mampan dalam aktiviti perniagaan dan pelaburan.

Permintaan perniagaan terhadap pendanaan daripada pasaran modal meningkat dengan ketara, dengan terbitan sekuriti hutang swasta berjumlah RM121.1 bilion pada tahun 2012 (2011: RM69.6 bilion). Sebahagian besar terbitan tersebut adalah daripada sektor *kewangan, insurans, harta tanah dan perkhidmatan perniagaan* serta sektor *pengangkutan, penyimpanan dan*

**Rajah 2.23**

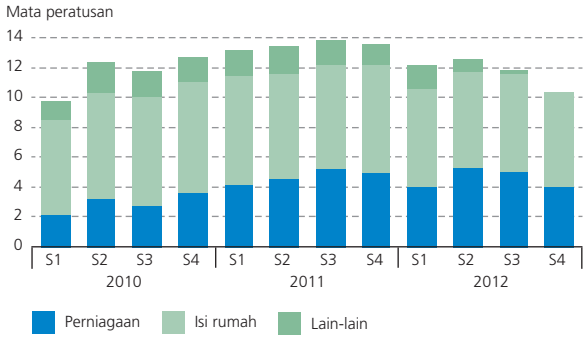
**Jumlah Pembiayaan Bersih kepada Sektor Swasta Melalui Pinjaman Sistem Perbankan dan Terbitan PDS**




Sumber: Bank Negara Malaysia

**Rajah 2.24**

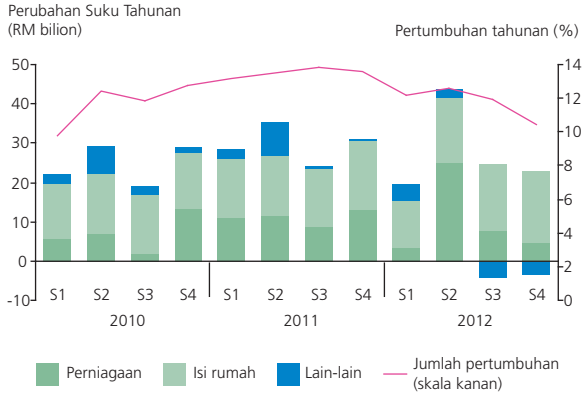
**Sumbangan kepada Pertumbuhan Tahunan dalam Jumlah Pinjaman Terkumpul**




Sumber: Bank Negara Malaysia

**Rajah 2.25**

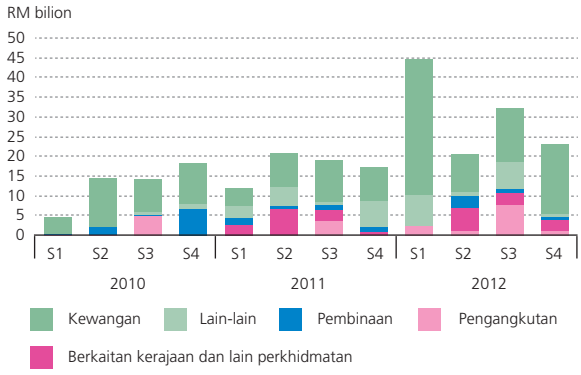
**Pinjaman Terkumpul Mengikut Peminjam**




Sumber: Bank Negara Malaysia

**Rajah 2.26**

**Terbitan Kasar PDS Mengikut Sektor**




Sumber: Bank Negara Malaysia

*telekomunikasi* untuk membiayai projek infrastruktur dan berkaitan ETP serta untuk keperluan modal kerja. Pembiayaan melalui pasaran ekuiti turut meningkat dengan ketara kepada RM27.4 bilion (2011: RM12.6 bilion), berikutan beberapa IPO yang besar daripada sektor *perladangan* dan *perkhidmatan*.

Permintaan terhadap pinjaman oleh isi rumah walaupun secara relatif masih kukuh, menunjukkan tanda-tanda penyederhanaan. Pinjaman terkumpul meningkat sebanyak 11.6% pada tahun 2012 (2011: 12.9%), dipacu terutamanya oleh pinjaman untuk *pembelian harta kediaman, kereta penumpang* dan *sekuriti*. Permintaan isi rumah terhadap pembiayaan pada tahun itu disokong oleh prospek pekerjaan yang menggalakkan dan pertumbuhan pendapatan yang mampan. Pertumbuhan pinjaman untuk *pembelian kereta penumpang* meningkat kepada 7.7% pada tahun 2012 (2011: 5.9%). Pertumbuhan pinjaman daripada kredit penggunaan menjadi sederhana kepada 6.2% pada tahun 2012 (2011: 15.4%), sebahagiannya mencerminkan langkah awalan yang dilaksanakan oleh Bank bagi memastikan hutang kekal pada paras yang berhemat dan mengelakkan kemungkinan timbulnya risiko yang berpunca daripada peningkatan kredit yang berlebihan. Namun begitu, trend menurun pinjaman isi rumah secara beransur-ansur adalah disebabkan oleh pinjaman untuk *pembelian harta tanah*, yang mencakupi sebahagian besar pinjaman isi rumah (56% daripada jumlah pinjaman isi rumah terkumpul), terus meningkat, walaupun pada kadar yang lebih sederhana.