

Pembelian Aset oleh Bank Pusat

Apakah yang dimaksudkan dengan program pembelian aset oleh bank pusat? Adakah program ini sama dengan pelonggaran kuantitatif (*quantitative easing*, QE)? Bilakah masa yang sesuai untuk membuat pembelian aset? Rencana ini memberikan gambaran keseluruhan pembelian aset oleh bank pusat global. Rencana ini menghuraikan perbezaan antara pembelian yang dilaksanakan di ekonomi maju (*advanced economies*, AE) dengan di ekonomi pasaran sedang pesat membangun (*emerging market economies*, EME), serta memberikan beberapa pertimbangan penting dalam konteks pasaran kewangan Malaysia.

Latar belakang pembelian aset oleh bank pusat di AE dan EME

Program pembelian aset merujuk pembelian aset kewangan (cth. bon kerajaan domestik, bon korporat atau sekuriti bersandarkan aset) oleh bank pusat melalui pembentukan rizab bank pusat. Hal ini seterusnya membawa kepada pengembangan saiz penyata kewangan bank pusat apabila bank pusat menyuntik mudah tunai ke dalam sistem kewangan. Pada mula teretusnya Krisis Kewangan Global (Global Financial Crisis, GFC), bank pusat di AE menggunakan program pembelian aset berskala besar (*large scale asset purchase*, LSAP) untuk mengurangkan impak keadaan kewangan yang ketat dalam pasaran kewangan dan ekonomi, iaitu keadaan yang juga boleh menyebabkan kredit dikekang oleh volatiliti yang berlebihan dan ketakcairan dalam pasaran kewangan. Program-program ini kemudiannya diteruskan selepas GFC untuk dijadikan sebagai alat pelonggaran monetari bagi menyokong aktiviti ekonomi memandangkan pertumbuhan ekonomi masih lagi lemah, dan langkah ini lazimnya dikenali sebagai QE. Objektif utama program QE ini adalah untuk menggalakkan perbelanjaan isi rumah dan pelaburan perniagaan melalui pengurangan kadar faedah jangka panjang dan menandakan komitmen bank pusat untuk mengekalkan dasar monetari yang akomodatif untuk suatu tempoh yang panjang. Bank pusat biasanya menetapkan matlamat untuk mencapai sasaran operasi berdasarkan harga, misalnya sasaran kadar faedah dalam dasar monetari konvensional. Program LSAP disifatkan sebagai alat dasar monetari berasaskan kuantiti yang bukan konvensional¹ memandangkan program ini memberikan kesan pengembangan terhadap saiz penyata kewangan bank pusat untuk terus mencapai keadaan monetari yang akomodatif (Borio dan Zabai, 2016). Program ini lazimnya dilaksanakan apabila kadar jangka pendek tidak dapat diturunkan lagi disebabkan kekangan had bawah sifar/had bawah efektif (International Monetary Fund (IMF), 2013). Apabila terganggunya aktiviti ekonomi global berikutan pandemik COVID-19, bank pusat di AE yang kadar dasarnya kekal hampir kepada sifar, sekali lagi melancarkan program LSAP yang lebih besar untuk menyokong ekonomi.

LSAP jarang digunakan oleh bank pusat EME

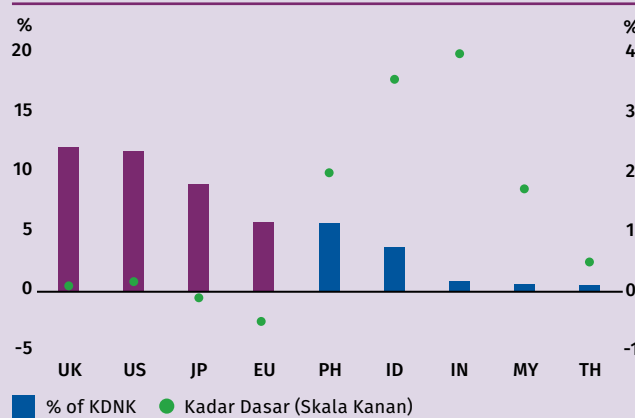
Sebaliknya, program pembelian aset tidak lazim digunakan oleh bank pusat EME semasa berlakunya krisis yang lalu seperti GFC. Hal ini kerana masih terdapat ruang yang mencukupi untuk dasar monetari konvensional digunakan bagi menyokong pemulihan ekonomi. Walau bagaimanapun, berikutan kesan pandemik COVID-19 yang teruk kepada pasaran kewangan dan ekonomi domestik, beberapa bank pusat EME telah memulakan pembelian aset dengan tumpuan utamanya pada bon kerajaan.

Apabila dibandingkan dengan program LSAP bank pusat AE, pembelian aset oleh bank pusat EME berbeza dari segi objektif dan skala. Berdasarkan kajian oleh Bank of International Settlement (BIS) (Arslan, Drehmann dan Hoffmann, 2020) terhadap 13 bank pusat EME, pernyataan objektif utama pembelian aset oleh bank pusat EME adalah untuk mengurangkan keadaan ketakcairan sementara dalam pasaran kewangan domestik serta menangani herotan pasaran dan volatiliti yang berlebihan berbanding dengan objektif untuk melaksanakan dasar monetari yang lebih akomodatif bagi merangsang pertumbuhan ekonomi. Sementara itu, beberapa bank pusat juga telah mengambil langkah tertentu untuk mengurangkan kesan terhadap kadar hasil bon, berikutan peningkatan ketara dalam keperluan pembiayaan oleh kerajaan masing-masing (Carson, Kondo dan Goyal,

¹ Selain LSAP, alat dasar monetari bukan konvensional lain yang tersedia kepada bank pusat termasuk panduan hadapan dan suntikan mudah tunai jangka panjang dengan insentif untuk menggalakkan pemberian pinjaman bank. Contoh kemudahan mudah tunai jangka panjang ini termasuk Operasi Pembiayaan Semula Jangka Panjang Bersasar (TLTRO) oleh European Central Bank (ECB) dan Skim Pembiayaan Bertempoh dengan Insentif Tambahan untuk PKS (TFSME) oleh Bank of England (BOE).

2020). Dalam keadaan seperti ini, bank pusat membuat pertimbangan sewajarnya untuk mengelakkan timbulnya tanggapan pembiayaan defisit berterusan yang boleh menjejaskan kebebasan bank pusat. Langkah-langkah ini sebahagian besarnya sejajar dengan objektif bank pusat EME untuk memastikan pasaran kewangan berupaya mengantara dana dengan berkesan. Hal ini bertujuan menyokong ekonomi benar di samping memastikan pasaran bon tempatan berfungsi dengan baik. Kesannya, program pembelian aset bank pusat EME ternyata lebih kecil (Rajah 1) dan bersifat sementara berbanding dengan program LSAP yang berterusan di AE.

Rajah 1: Saiz Pembelian Aset oleh Ekonomi Maju dan Ekonomi Pasaran Sedang Pesat Membangun Serantau pada tahun 2020

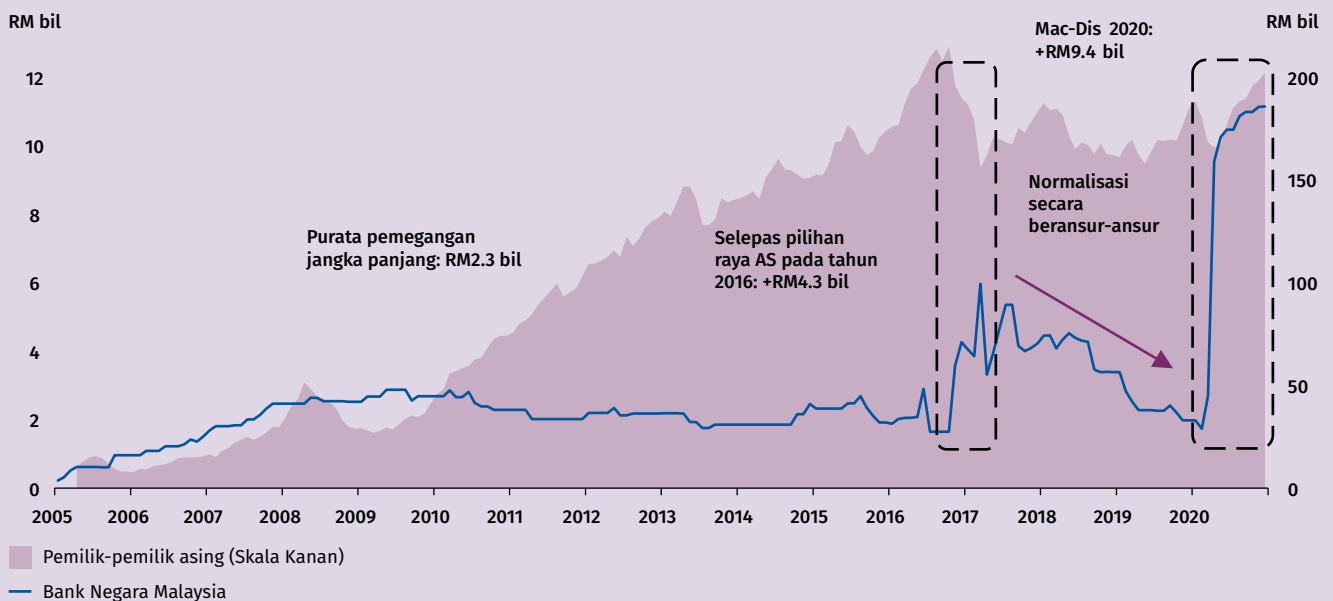


Sumber: IMF Global Financial Stability Report October 2020, Bloomberg (Kadar dasar pada 10 Mac 2021)

Pembelian Aset oleh Bank Negara Malaysia

Pembelian sekuriti kerajaan telah lama menjadi sebahagian daripada instrumen Bank untuk operasi pasaran terbuka (*open market operations*, OMO) dalam pasaran bon. Objektif utamanya adalah untuk mengurus mudah tunai sistem perbankan melalui pembelian sekuriti kerajaan oleh Bank dengan tujuan untuk menyuntik

Rajah 2: Pemegangan Sekuriti Hutang Kerajaan Malaysia oleh Bank Negara Malaysia dan Pemilik-pemilik Asing

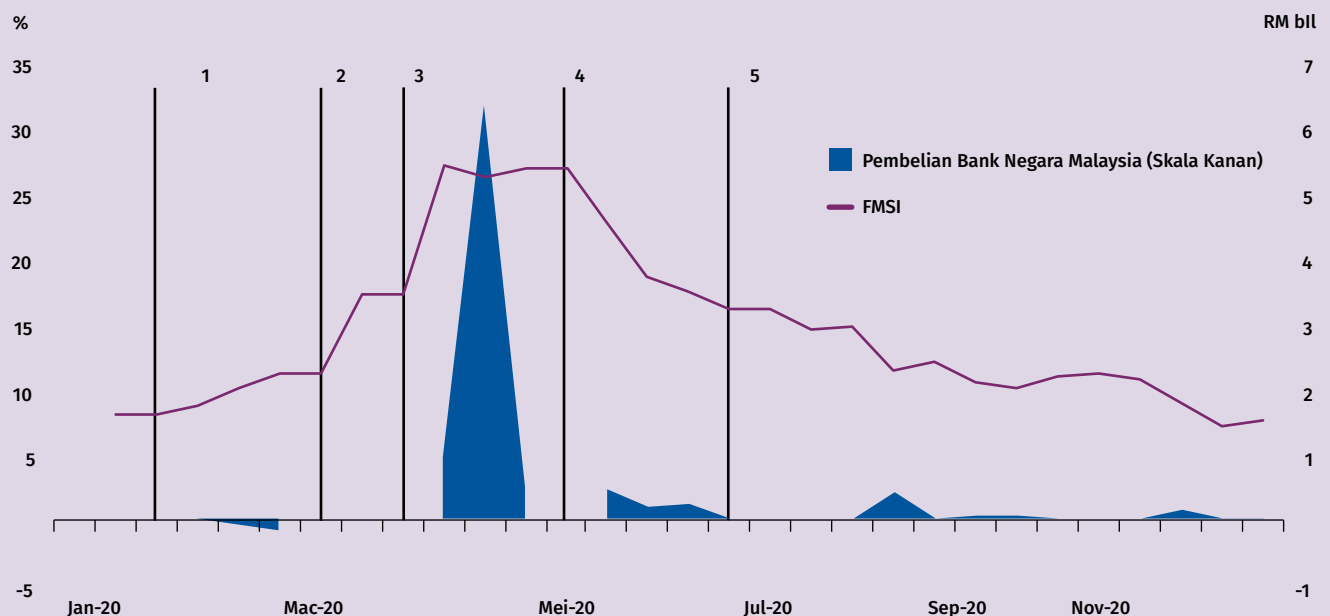


Sumber: Bank Negara Malaysia

mudah tunai sementara ke dalam sistem selain meningkatkan inventori bagi operasi repo. Inventori Bank juga digunakan untuk operasi pemberian pinjaman sekuriti yang bertujuan untuk menggalakkan aktiviti pasaran dua hala yang aktif, terutamanya oleh Peniaga Utama. Sebagai sebahagian daripada mandat Bank untuk memastikan pasaran dapat berfungsi dengan teratur, Bank juga mengambil langkah membeli sekuriti kerajaan apabila pasaran bon mengalami volatiliti yang berlebihan dan kecairan yang merosot. Contohnya, selepas pilihan raya presiden Amerika Syarikat pada tahun 2016, sebanyak RM4.3 bilion bon kerajaan telah dibeli untuk meredakan volatiliti yang berlebihan dan membantu pelarasan harga yang teratur berikutan aliran keluar bukan pemastautin yang besar. Langkah ini penting untuk mengekalkan kelancaran fungsi proses pengantaraan kewangan dan keyakinan para pelabur terhadap pasaran kewangan Malaysia. Walau bagaimanapun, Bank lazimnya mengurangkan semula pemegangan (Rajah 2) bonnya secara beransur-ansur apabila tekanan pasaran semakin reda untuk mengurangkan herotan terhadap harga aset.

Semasa pandemik COVID-19 pada tahun 2020, pasaran kewangan domestik sekali lagi berdepan dengan tekanan berikutan aliran keluar bukan pemastautin dalam jumlah yang besar. Seperti bank pusat lain, Bank mengambil langkah awal menyediakan mudah tunai melalui operasi repo berbalik, menurunkan kadar nisbah Keperluan Rizab Berkanun (*Statutory Reserves Requirement, SRR*) dan pembelian bon kerajaan. Bermula pada bulan Mac sehingga Disember 2020, Bank telah membeli bon kerajaan berjumlah RM9.4 bilion, iaitu jumlah pembelian tertinggi setakat ini. Pembelian Bank ini kebanyakannya dalam pasaran sekunder (94%), manakala pembelian dalam pasaran utama mencakupi peratusan yang kecil (6%) daripada jumlah pembelian. Hasilnya, jumlah pemegangan bon kerajaan adalah sebanyak RM11.1 bilion pada akhir 2020. Pembelian ini menyediakan mudah tunai yang mencukupi dalam pasaran dan membantu pelarasan harga yang teratur dalam keadaan wujudnya tanda-tanda awal tekanan pasaran. Selain itu, pembelian tersebut memastikan kesediaan Bank menggunakan sekuriti yang dibeli untuk operasi pasaran terbuka. Hasilnya, tekanan dalam pasaran kewangan mereda seperti yang diukur oleh Indeks Tekanan Pasaran Kewangan (Rajah 3), dan Bank boleh mengurangkan pembelian bon kerajaannya.

Rajah 3: Indeks Tekanan Pasaran Kewangan (FMSI) dan Respons Dasar Bank Negara Malaysia dalam Tempoh COVID-19



Nota:

1. Kadar Dasar Semalaman (OPR) diturunkan sebanyak 25 mata asas (22 Januari 2020)
2. OPR diturunkan sebanyak 25 mata asas (3 Mac 2020)
3. Nisbah Keperluan Rizab Berkanun (SRR) diturunkan sebanyak 100 mata asas dan Peniaga Utama boleh mengambil kira SKM/TPK sehingga RM1.0 bilion sebagai sebahagian daripada pemuatuhan SRR.(19 Mac 2020)
4. OPR diturunkan sebanyak 50 mata asas dan SKM/TPK boleh digunakan oleh institusi perbankan untuk mematuhi SRR sepenuhnya (5 Mei 2020)
5. OPR diturunkan sebanyak 25 mata asas (7 Julai 2020)

Sumber: Bank Negara Malaysia

Jadual 1: Perbandingan volatiliti kadar hasil bon kerajaan 10 tahun serantau

	Pergerakan Paras Tertinggi hingga Terendah (mata asas)	Kemuncak Volatiliti Kadar Hasil 30 Hari (%)
Malaysia	+77	44
Purata Serantau*	+95	75

*Termasuk Korea, Filipina, Indonesia, India dan Thailand

Sumber: Bloomberg

Pasaran bon domestik kekal berdaya tahan semasa tempoh tekanan

Secara keseluruhan, pasaran bon Malaysia telah berjaya mengharungi krisis dan terus berfungsi dengan baik sepanjang tahun 2020. Kerajaan dan syarikat korporat dapat memanfaatkan pasaran bon domestik untuk pendanaan pada tahun 2020 dalam keadaan persekitaran kadar hasil terendah dalam sejarah dengan jumlah terbitan bersih sebanyak RM118.7 bilion. Permintaan untuk lelongan kerajaan terus mendapat sokongan yang menggalakkan, dengan purata nisbah bida kepada perlindungan sebanyak 2.2x (purata 5 tahun: 2.3x). Keadaan ini dicapai meskipun saiz terbitan kasar adalah lebih besar, iaitu sejumlah RM148.8 bilion berbanding dengan RM115.7 bilion pada tahun 2019. Spread kredit untuk bon korporat telah kembali ke paras wajar dengan pantas, iaitu ke arah paras purata sebelum ini dengan terbitan bersih yang berterusan dalam bulan-bulan selepas tempoh krisis memuncak. Sementara itu, volatiliti kadar hasil kekal terkawal dan berada di bawah paras yang dicatat oleh negara serantau lain, disokong oleh pelabur institusi domestik yang mempunyai kapasiti untuk menyerap jualan yang besar oleh bukan pemastautin dalam pasaran bon domestik.

Pembelian aset merupakan pilihan dasar yang sah oleh bank pusat yang mempunyai ruang dasar monetari konvensional yang terhad

Berdasarkan kajian IMF baru-baru ini (Sever, Goel, Drakopoulos dan Papageorgiou, 2020), program pembelian aset oleh bank pusat EME telah menyumbang kepada kestabilan pasaran kewangan domestik. Hal ini berikutan kadar hasil bon menurun sejurus selepas pengumuman pembelian aset dibuat tanpa menimbulkan kesan jangka pendek yang ketara terhadap kadar pertukaran mata wang. Namun demikian, kajian ini turut memberikan penekanan pada pelbagai risiko ketara yang berkaitan dengan kredibiliti bank pusat yang semakin merosot, dominasi fiskal, tekanan aliran keluar modal yang semakin meningkat selain gangguan dinamik pasaran sekiranya “program pembelian besar-besaran dan terbuka digunakan melangkaui situasi berkaitan pandemik semasa” (Sever, Goel, Drakopoulos dan Papageorgiou, 2020, hlm. 16).

Pengenalan kepada Ruang Dasar Monetari Konvensional dan Had Bawah Efektif

Bahagian A: Had Bawah Sifar (Zero Lower Bound, ZLB) telah sekian lama membentuk asas bagi ruang dasar monetari

Maklumat masa lalu menunjukkan bahawa had dasar monetari konvensional dipercayai berada pada peratus sifar, dan konsep ini dikenali sebagai ZLB. Menurut pemahaman ini, dasar monetari tidak boleh turun di bawah sifar kerana jika kadar faedah nominal negatif berterusan, para pelabur, perniagaan dan isi rumah akan hanya mengumpulkan tunai, lantas mengganggu aktiviti pemberian pinjaman dan peminjaman. Hal ini dikhuatiri akan menyebabkan kesan tidak produktif terhadap ekonomi. Oleh yang demikian, apabila kadar faedah jangka pendek menghampiri sifar, bank pusat secara tradisinya dikatakan tidak dapat

merangsang permintaan dengan menurunkan lagi kadar faedah jangka pendek, lantas menyebabkan ekonomi memasuki perangkap mudah tunai.

Bahagian B: Pengalaman rentas negara pada dekad lalu menunjukkan bahawa had bawah efektif boleh berada di atas atau di bawah peratus sifar

Walau bagaimanapun, pengalaman global pada dekad yang lalu menunjukkan bahawa had bawah efektif (*effective lower bound, ELB*) bagi dasar monetari tidak semestinya sifar – ELB boleh berada di atas atau di bawah sifar (Jadual 2). Hal ini biasanya dicirikan oleh satu tahap yang apabila pengurangan kadar dasar di kurangkan sehingga di bawah tahap tersebut, ia akan menyebabkan kesan negatif bersih kepada ekonomi. Tanda-tanda lazim keadaan ini termasuk penguncupan aktiviti pemberian pinjaman dan kegiatan ekonomi (Brunnermeier dan Koby, 2019, Vieghe, 2019; Carney, 2019). Tanda-tanda ini boleh disebabkan oleh faktor selain kebimbangan terhadap tindakan beralih kepada tunai (Lihat “Bahagian C: Faktor-faktor yang menentukan ELB”). Tanda-tanda tersebut boleh muncul walaupun kadar dasar melebihi sifar. Sebaliknya, beberapa buah bank pusat telah menggunakan dasar kadar faedah nominal negatif dan dikatakan mencapai kejayaan (IMF, 2017), sekali gus menunjukkan bahawa ELB boleh berada pada kadar negatif dalam sesetengah ekonomi.

Berikutan perkembangan ini, istilah standard yang digunakan pada masa ini untuk menerangkan had dasar monetari konvensional telah berubah daripada ZLB kepada ELB (Bernanke, 2017). Berdasarkan kadar dasar semasa, sesebuah ekonomi dengan ELB yang lebih tinggi mempunyai ruang konvensional yang terhad disebabkan hanya beberapa penurunan kadar dasar sahaja yang boleh dilakukan untuk merangsang permintaan. Sebaliknya, ELB yang lebih rendah bermakna bank pusat mempunyai ruang konvensional yang lebih besar untuk digunakan.

Bagi mengelakkan ekonomi daripada jatuh ke dalam perangkap mudah tunai apabila kadar dasar mencapai ELB, beberapa bank pusat telah menggunakan alat dasar monetari bukan konvensional seperti LSAP sekuriti hutang swasta atau awam, kawalan keluk kadar hasil dan panduan hadapan.

Jadual 2: ELB pelbagai negara

ELB adalah positif atau negatif?	Negara (Kadar dasar pada awal Mac 2021)	ELB yang diterbitkan		
Positif atau hampir kepada sifar	Brazil (2.00%)	Tiada siapa tahu dengan pasti paras terendahnya “ELB adalah dinamik” dan “jauh lebih tinggi di ekonomi sedang pesat membangun” (Jun & Mei 2020, Reuters memetik kata-kata Presiden dan ahli <i>Copom Banco Central do Brasil</i>)		
	Kanada (0.25%)	0.25% (2009-Kini, disebut dalam siaran akhbar keputusan dasar monetari <i>Bank of Canada</i>)		
	Korea Selatan (0.50%)	Hampir 0.50% (Mei 2020, Bloomberg memetik kata-kata Gabenor <i>Bank of Korea</i>)		
	Thailand (0.50%)	Melebihi sifar & bergantung kepada keadaan ekonomi dan kewangan semasa (Jun 2015, disebut dalam Laporan Dasar Monetari <i>Bank of Thailand</i>)		
	United Kingdom (0.10%)	Mengkaji kadar negatif (Mei 2020, disebut dalam wawancara dengan ahli Jawatankuasa Dasar Monetari <i>Bank of England</i>)	“Hampir kepada tetapi melebihi sifar” (2016-2020, dipetik daripada ucapan ahli Jawatankuasa Dasar Monetari <i>Bank of England</i>)	0.50% (2009-2016, dipetik daripada ucapan ahli Jawatankuasa Dasar Monetari <i>Bank of England</i>)
Negatif		Kadar median dalam kalangan negara dengan kadar negatif semasa¹: -0.6%		

¹ Merujuk Switzerland, Denmark dan Jepun, berdasarkan siri data BIS tentang kadar dasar bank pusat, tarikh akhir dikemas kini pada 17 Februari 2021

Sumber: Laman sesawang bank pusat, nota dan sidang akhbar, Reuters.com (2016), (2020a), (2020b), (2020c), Bloomberg (2020)

Bahagian C: Faktor-faktor yang menentukan ELB

ELB bersifat sangat dinamik dan boleh berubah bergantung pada interaksi antara pelbagai faktor. Disebabkan sifat ELB yang dinamik ini, usaha untuk menganggarkannya dengan hanya bergantung pada persekitaran keseimbangan separa yang ditakrifkan secara sempit boleh mendatangkan kesan yang buruk terhadap keputusan dasar. Oleh itu, banyak bank pusat bergantung terutamanya pada pertimbangan badan pembuat keputusan dasar monetari mereka dengan disokong oleh analisis kos faedah dan anggaran berdasarkan model. Sebagai contoh, Bank of England telah beberapa kali membuat semakan terhadap ELB sepanjang 10 tahun yang lalu, yang mencerminkan perubahan faktor dan pertimbangan ahli jawatankuasa dasar monetarinya (Carney, 2019; Vieghe, 2019; Reuters.com, 2020c). Faktor-faktor yang mempengaruhi ELB boleh dikategorikan secara kasar kepada faktor domestik, yang secara relatif membolehkan pihak berkuasa dalam negeri mempunyai lebih kawalan, dan faktor global, yang tidak boleh dipengaruhi secara langsung oleh pihak berkuasa dalam negeri (Rajah 4).

Kedudukan kewangan institusi kewangan yang kukuh akan menghasilkan ELB yang rendah, lantas menyediakan ruang dasar yang lebih luas kepada bank pusat. Pengurangan kadar dasar boleh memberikan kesan negatif kepada nilai bersih institusi kewangan dalam jangka sederhana. Hal ini berlaku apabila kadar yang lebih rendah menyebabkan kerugian pendapatan faedah bersih yang lebih besar daripada keuntungan modal. Apabila nilai bersih menghampiri kekangan modal pengawalseliaannya, institusi kewangan mungkin mengurangkan aktiviti pengambilan risiko secara berlebihan bagi melindungi modal mereka. Hal ini dilakukan dengan mengimbangi semula portfolio kredit mereka kepada pinjaman yang lebih selamat atau mengalihkan tumpuan mereka kepada pendapatan bukan faedah. Akibatnya, aktiviti pemberian pinjaman dalam ekonomi mungkin menguncup. Pada satu tahap tertentu, dasar monetari berada pada “kadar pembalikan” (“reversal rate”) atau pada ELB. Pengurangan kadar dasar yang berterusan di bawah tahap ini akan menjadikannya tidak produktif bagi aktiviti pemberian pinjaman dan ekonomi (Brunnermeier dan Koby, 2019). Dalam rangka kerja ini, institusi kewangan yang mempunyai penampun yang mencukupi mungkin kurang berkemungkinan menghadapi masalah ini dan keadaan ini lantas memberikan ruang yang lebih luas untuk pengurangan kadar dasar.

Rajah 4: Faktor utama mempengaruhi ELB dan ruang dasar monetari



Pertimbangan lain: Pertukaran dinamik penggunaan-tabungan, dan kekangan fizikal untuk menyimpan wang tunai

Sumber: Laman sesawang bank pusat, nota dan sidang akhbar, Reuters.com (2016), (2020a), (2020b), (2020c)

Pengenalan beberapa kemudahan tertentu oleh bank pusat boleh menurunkan ELB. Kemudahan seperti program Pendanaan untuk Pemberian Pinjaman diperkenalkan oleh beberapa bank pusat² untuk menyokong transmisi dasar monetari yang berkesan pada kadar yang sangat rendah. Melalui skim pendanaan ini, institusi kewangan diberikan dana pada kadar rendah yang hampir dengan kadar dasar, lantas membolehkan mereka menurunkan kadar bagi pinjaman kepada pelanggan mereka tanpa menyebabkan tekanan yang ketara pada margin faedah bersih (Nardi et al, 2018). Langkah ini mengurangkan gangguan terhadap aktiviti pemberian pinjaman dalam ekonomi, yang mungkin timbul akibat tekanan pada margin dan penampakan modal. Hasilnya, bank pusat boleh melonggarkan dasarnya kepada kadar yang sangat rendah di samping mengurangkan kesan tidak produktifnya terhadap ekonomi.

Di sesetengah negara, had operasi dan kebimbangan terhadap gangguan pasaran kewangan telah menyebabkan pihak berkuasa menetapkan ELB melebihi sifar. Banyak daripada reka bentuk operasi pasaran kewangan global bukan bertujuan untuk berfungsi dalam keadaan kadar faedah nominal hampir sifar atau negatif. Sebagai contoh, terdapat peraturan yang mengawal proses lelongan sekuriti Perbendaharaan AS baharu yang tidak membenarkan bidaan dikaitkan dengan kadar faedah nominal negatif. Di AS, terdapat juga peraturan yang menyukarkan dana bersama (*mutual funds*) pasaran wang untuk membayar kadar nominal negatif kepada pelabur mereka (Keister, 2011). Pada dasarnya, had ini boleh dipinda dan dimansuhkan walaupun perubahan tersebut mungkin memerlukan masa yang panjang untuk dilaksanakan dan boleh menyebabkan gangguan berkenaan beralih ke pasaran lain (Keister, 2011). Sementara itu, negara-negara lain mungkin tidak mempunyai peraturan dan had yang jelas, tetapi agak bimbang terhadap isu ketidakpastian mengenai kesan kadar yang sangat rendah terhadap fungsi pasaran kewangan dan insentif untuk peserta pasaran. Ketidakpastian ini telah menyebabkan beberapa bank pusat mengambil pendekatan berhati-hati dengan menetapkan ELB yang melebihi sifar (Bank of Canada, 2015).

Bagi kebanyakan EME, sejauh mana kadar faedah boleh diturunkan juga dipengaruhi oleh faktor global. **Faktor ini termasuk tanggapan terhadap kredibiliti bank pusat dan pihak berkuasa awam.** Kredibiliti memainkan peranan terhadap keyakinan pelabur global apabila mereka membuat keputusan untuk melabur. Kredibiliti boleh dicapai melalui rekod prestasi pembaharuan institusi, asas-asas ekonomi yang teguh dan rangka kerja dasar yang lebih kukuh, yang membolehkan negara-negara tersebut berada pada kedudukan yang lebih mantap apabila krisis melanda. Dengan adanya kredibiliti, Shin (2020) berpendapat EME boleh melonggarkan dasar monetari dengan lebih ketara tanpa menjejaskan keyakinan para pelabur. Tindakan ini boleh memberikan ruang kepada pihak berkuasa untuk menurunkan kadar dasar monetari sehingga had tertentu tanpa perlu terlalu bimbang akan ketidakstabilan ekoran aliran keluar modal dan penyusutan kadar pertukaran yang tidak diingini. Sebaliknya, bagi sesetengah EME yang pada masa lalu kurang mempunyai kredibiliti, kemampuan mereka untuk mengendalikan kadar dasar semasa berlakunya krisis agak terhad. Dalam kes-kes yang luar biasa, beberapa bank pusat bahkan terpaksa menaikkan kadar faedah dengan mendadak apabila berdepan penyusutan mata wang dan aliran keluar modal, lantas mengehadkan ruang dasar mereka dengan ketara (Shin, 2020).

Faktor penting lain bagi EME ialah keadaan kewangan global semasa (Cavallino dan Sandri, 2019; Rey, 2015). Kebiasaannya sebelum ini, faktor domestik dan luaran cenderung berinteraksi dalam arah yang berbeza semasa tempoh tekanan dan seterusnya menyekat ruang dasar (BIS, 2021). Sebagai contoh, apabila pelabur global beralih kepada aset selamat (*safe-haven assets*), beberapa bank pusat di EME terpaksa menaikkan kadar dasar mereka untuk membendung aliran keluar modal dan penyusutan kadar pertukaran yang tidak diingini. Hal ini akan menyebabkan keadaan kewangan domestik menjadi ketat dan memburukkan lagi prestasi ekonomi. Sebaliknya, semasa kewangan global dalam keadaan baik, tukar ganti sedemikian tidak begitu ketara. Dalam persekitaran ini, EME secara relatif terselamat daripada tindakan pelupusan pelaburan oleh pelabur asing. Hal ini lantas membolehkan pelonggaran dasar yang lebih ketara tanpa menyebabkan gangguan terhadap faktor luaran.

² Sebagai contoh, Skim Pendanaan Bertempoh *Bank of England*, Operasi Pembiayaan Semula Jangka Panjang Bersasar oleh *European Central Bank* dan Kemudahan Pendanaan Bertempoh *Reserve Bank of Australia*.

Terdapat pertimbangan lain yang mungkin diambil kira dalam jangka masa panjang. Apabila kadar faedah adalah rendah secara berterusan, **pertimbangan tentang perubahan tingkah laku penggunaan dan tabungan mungkin diambil kira**. Sekiranya orang ramai mula bimbang bahawa pulangan atas simpanan mereka akan kekal rendah dan menjangkakan simpanan yang ada tidak mencukupi untuk menampung kehidupan mereka selepas bersara, mereka mungkin mengambil langkah meningkatkan simpanan dan mengurangkan penggunaan (Borio dan Hofmann, 2017; Hannoun, 2015; White, 2012). Akibatnya, kesan rangsangan daripada dasar monetari yang lebih rendah terhadap penggunaan semakin mengecil, bahkan penggunaan juga mungkin semakin berkurang.³

Pertimbangan lain ialah kekangan fizikal untuk pemegangan tunai, yang hanya menjadi relevan apabila pembuat dasar mempertimbangkan antara kadar dasar sifar dengan kadar dasar nominal negatif. Pada dasarnya, kadar faedah nominal tidak boleh berada di bawah sifar kerana pelabur, perniagaan atau isi rumah dengan mudah akan menukar deposit mereka kepada tunai. Secara praktiknya, perbuatan menyimpan jumlah wang tunai yang banyak memerlukan kos yang tinggi seperti ruang simpanan yang selamat. Pemegangan tunai juga menimbulkan kesukaran khususnya bagi syarikat perniagaan besar untuk menjalankan operasi mereka. Oleh itu, beberapa negara telah menetapkan kadar dasar negatif yang sederhana tanpa perlu menyaksikan tindakan beralih kepada tunai atau gangguan terhadap proses pengantaraan (IMF, 2017).

Bahagian D: ELB di Malaysia

Penilaian semasa yang dibuat mendapati ELB di Malaysia adalah rendah tetapi melebihi sedikit daripada kadar sifar, sekali gus memberikan ruang konvensional yang mencukupi pada masa hadapan untuk menghadapi kejutan selanjutnya. ELB yang rendah mencerminkan asas institusi kewangan yang kukuh, yang menyediakan penampungan bagi tekanan margin daripada pengurangan kadar dasar tanpa banyak menjejaskan amalan pengambilan risiko yang diperlukan untuk merangsang ekonomi.

Dari segi luaran, kemungkinan yang terhad bagi normalisasi dasar di AE dalam tempoh jangka sederhana memberikan jaminan bagi potensi pengurangan kadar dasar seterusnya di sesetengah EME termasuk Malaysia. Hal ini tidak semestinya boleh mencetuskan aliran keluar yang menggugat kestabilan. Dalam jangka masa pendek, penghindaran risiko pada peringkat global yang berkurang dan persekitaran kewangan luar negeri yang baik turut menyokong ELB yang rendah memandangkan risiko pemberhentian aliran modal secara tiba-tiba dinilai dalam keadaan terkawal.

Namun begitu, ELB bersifat dinamik dan penilaian ELB pada masa hadapan akan mengambil kira interaksi antara faktor domestik dengan faktor global. Sekiranya faktor global lebih dominan, seperti yang dijangka di kebanyakan EME, ruang dasar monetari konvensional mungkin berubah selaras dengan perubahan dalam keadaan luaran atau keyakinan para pelabur global.

Pembelian aset berskala besar yang berpanjangan menimbulkan beberapa potensi kesan jangka panjang yang buruk

Terdapat beberapa kesan jangka panjang yang buruk yang mungkin timbul akibat daripada pembelian aset dan faktor ini perlu diambil kira apabila membuat keputusan untuk menggunakan dasar-dasar ini. Pertama, kredibiliti dan kebebasan sesebuah bank pusat mungkin terjejas apabila keputusan dasarnya boleh dipengaruhi oleh pemegangan sekuriti hutang kerajaan. Hal ini juga boleh menimbulkan persepsi bahawa bank pusat mungkin membiayai defisit fiskal. LSAP yang berpanjangan oleh bank pusat juga boleh menghalang usaha penetapan harga yang efektif dalam pasaran domestik dengan memberikan tekanan terhadap premium risiko. Selain itu, ekonomi bersaiz kecil dan terbuka seperti Malaysia boleh berdepan

³ Pada masa ini, dinamik penggunaan-simpanan yang formal dalam konteks ruang dasar monetari secara relatif masih lagi kurang diketengahkan dalam penulisan akademik, namun hal ini merupakan pandangan penting serta sering dikemukakan dalam wacana umum dan dasar (Borio dan Hoffmann, 2017).

masalah yang rumit semasa membuat pembelian aset berskala besar. Sebagai contoh, perbezaan kadar faedah yang lebih rendah berbanding dengan negara rakan EME akibat pembelian aset yang meningkat boleh membawa kepada aliran keluar modal dan tekanan pada kadar pertukaran mata wang, lantas menyebabkan keadaan kewangan menjadi ketat. Akhir sekali, keberkesanan LSAP dalam ekonomi berasaskan bank seperti Malaysia mungkin tertakluk pada pelbagai lapisan transmisi dengan kadar pinjaman runcit yang lazimnya tidak ditanda aras secara langsung dengan kadar hasil bon jangka panjang.

Objektif dasar dan ruang dasar monetari konvensional merupakan pertimbangan utama dalam penggunaan alat dasar bukan konvensional seperti pembelian aset berskala besar

Oleh sebab terdapat perbezaan objektif dasar yang timbul di bawah keadaan tertentu, bank pusat akan membuat pertimbangan yang berbeza dalam pemilihan alat yang paling berkesan untuk mencapai mandat mereka. Seperti yang diperhatikan di EME semasa pandemik COVID-19, pembelian aset digunakan sebagai sebahagian daripada operasi pasaran terbuka, walaupun pada skala yang lebih kecil dan bersifat sementara untuk menyediakan mudah tunai dan memastikan kelancaran fungsi pasaran kewangan yang berterusan semasa tempoh tekanan yang meningkat. Dasar monetari yang tidak konvensional, dengan pembelian aset berskala besar sebagai langkah akomodasi dasar monetari yang selanjutnya, biasanya hanya digunakan apabila dasar monetari konvensional dianggap tidak mencukupi. Bagi Malaysia, masih terdapat ruang bagi dasar monetari konvensional pada ketika ini untuk terus melaksanakan dasar monetari yang akomodatif bagi menyokong pertumbuhan ekonomi. Hal ini menunjukkan tiada keperluan segera untuk menggunakan pembelian aset berskala besar bagi tujuan dasar monetari yang akomodatif.

Rujukan

Arslan, Y., Drehmann, M., & Hofmann, B. (2020). BIS Bulletin No.20: Central bank bond purchases in emerging market economies.

Bank of Canada (2020). Bank of Canada will maintain current level of policy rate until inflation objective is achieved, recalibrates its quantitative easing program. Press Releases. October.

Bank of England. (2016). Monetary Policy Summary and minutes of the Monetary Policy Committee meeting ending on 3 August 2016. Bank of England.

Bank of Thailand (2015). Monetary Policy Report. June.

Bernanke, B. (2017). How big a problem is the zero lower bound on interest rates. Blog post, April, 12, 2017. Brookings.

BIS. (2021). Internal report.

Bloomberg (2020). Bank of Korea Cuts Rates to Record Low in Bid for Recovery. Sam Kim and Hooyeon Kim. May 28.

Borio, C., & Zabai, A. (2016). BIS Working Paper: Unconventional monetary policies: a re-appraisal.

Borio, C., & Gambacorta, L. (2017). Monetary policy and bank lending in a low interest rate environment: diminishing effectiveness? *Journal of Macroeconomics*, 54, 217-231.

Borio, C. E., & Hofmann, B. (2017). Is monetary policy less effective when interest rates are persistently low? BIS Working Paper 628.

Borio, C., Gambacorta, L., & Hofmann, B. (2017). The influence of monetary policy on bank profitability. *International Finance*, 20(1), 48-63.

Brunnermeier, M. K., & Koby, Y. (2019). The reversal interest rate: An effective lower bound on monetary policy. Princeton University.

Carney, M. (2019). Remarks to Open Policy Panel. Bank of England Speech.

Carson, R., Kondo, M., & Goyal, K. (2020). Bloomberg article: Debt Monetization Creeps Closer to Global Investors' Wary Relief.

Hannoun, H. (2015). Ultra-low or negative interest rates: what they mean for financial stability and growth, remarks at the Eurofi High-Level Seminar, Riga.

IMF (2013). IMF Policy Paper: Global Impact and Challenges of Unconventional Monetary Policies.

IMF (2017). Negative interest rate policies – initial experiences and assessments. IMF Policy Paper.

IMF (2020). Global Financial Stability Report: Bridge to Recovery.

Keister, T. (2011). Why Is There a 'Zero Lower Bound' on Interest Rates?. Liberty Street Economics blog (November 16).

Nardi, G., B., Nwankwo, C., & Meaning, J. (2018). The Term Funding Scheme: design, operation and impact. Bank of England Quarterly Bulletin, Q4.

Reserve Bank of Australia (2020). Minutes of the Monetary Policy Meeting of the Reserve Bank Board, 18 March 2020.

Reuters.com (2016). Bank of England sees lowest bound for rates above zero, not below – Carney.

Reuters.com (2020a). Has inflation, Brazil's eternal bogeyman, finally been slain? By Jamie McGeever.

Reuters.com (2020b). UPDATE 1-Brazil testing lower bound on rates but care needed -Campos Neto? By Jamie McGeever, Marcela Ayres.

Reuters.com (2020c). Where do Bank of England officials stand on negative rates?

Sever, C., Goel, R., Drakopoulos, D., & Papageorgiou, E. (2020). IMF Working Paper: Effects of Emerging Market Asset Purchase Program Announcements on Financial Markets During the COVID-19 Pandemic.

Shin, H. S. (2020). Outlook for the Global Financial System in the Wake of the Pandemic. BIS Management Speeches. 18 September 2020.

White, W. (2012). Ultra easy monetary policy and the law of unintended consequences. Globalization and Monetary Policy Institute Working Papers, no 126, Federal Reserve Bank of Dallas.

Witmer, J., & Yang, J. (2016). Estimating Canada's effective lower bound. Bank of Canada Review Spring 2016.