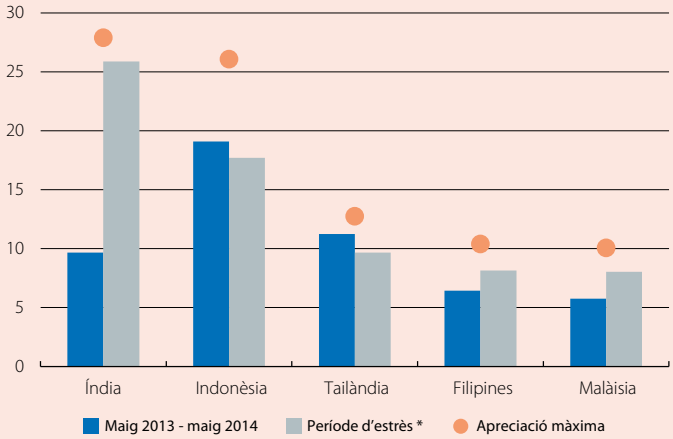
# Indonèsia i Malàisia recuperen el rumb després de capejar el *tapering*

Els països emergents d'Àsia constitueixen un grup heterogeni, tant en termes de condicions estructurals de cada economia com d'estratègies de política econòmica adoptades. Dos veïns, Malàisia i Indonèsia, il·lustren bé aquesta circumstància. Aquests dos països estan adquirint un protagonisme creixent, gràcies a unes bases econòmiques favorables, tot i que clarament diferents.

Malàisia és un país que, amb un nivell de renda per capita d'uns 16.000 euros (en paritat de poder de compra) i en plena transició cap a nivells més elevats de terciarització, està en condicions d'accedir a l'estatus d'economia avançada en menys d'una generació. Aquest és l'eix que guia un ventall molt ambiciós de programes governamentals de transformació econòmica. Les dues palanques principals són l'impuls de la inversió en tecnologia, en telecomunicacions, en energia nuclear, etc. i la modernització de l'entorn dels negocis, mitjançant la reducció de la corrupció i la millora de l'educació. La seva dimensió, relativament petita per als estàndards asiàtics (30 milions d'habitants) i el seu elevat grau d'obertura comercial (les exportacions de béns i serveis representen el 82% del PIB) fan plausible aquesta aspiració.

### *Apreciació del dòlar enfront de les divises emergents*

*Maig 2013 = 100 (%)*

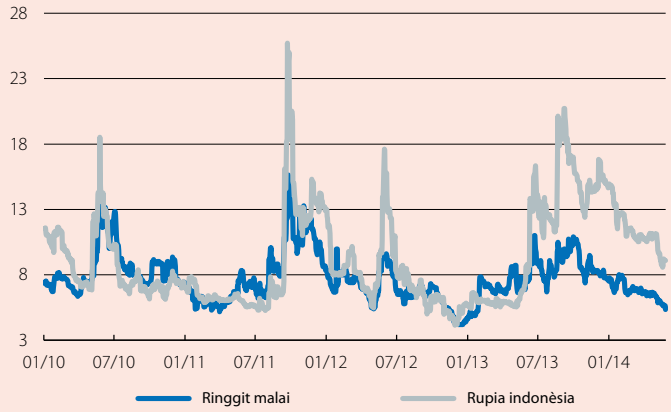



***Nota:*** ** Període comprès entre el maig i el setembre del 2013.*
***Font:*** *"la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.*

En comparació, Indonèsia és un país menys pròsper (la seva renda per capita no arriba a un terç de la malàisia, uns 4.700 euros en paritat de poder de compra) i amb un model econòmic que encara depèn molt del sector primari i de les exportacions de primeres matèries, la contribució de les quals no impedeix que es tracti d'una economia relativament tancada (el total d'exportacions equival al 24% del PIB), tenint en compte la seva formidable dimensió (té més de 251 milions d'habitants i, després de la Xina i de l'Índia, és la tercera economia de l'Àsia emergent). No obstant això, la potencialitat del país continua sent elevada. Segons un estudi recent de l'FMI, el creixement tendencial a llarg termini se situa a la zona del 6%.[1] Si segueix aquest ritme, el país podria experimentar un augment important del segment de població amb un estàndard de consum propi de les classes mitjanes emergents: segons un estudi del McKinsey Global Institute, el 2030, integrarien aquest grup 135 milions de persones, enfront dels 45 milions del 2010.[2]

### *Volatilitat implícita * de les divises emergents enfront del dòlar*

*(% anualitzat)*




***Nota:*** ** Volatilitat descomptada al mercat d'opcions.*
***Font:*** *"la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.*

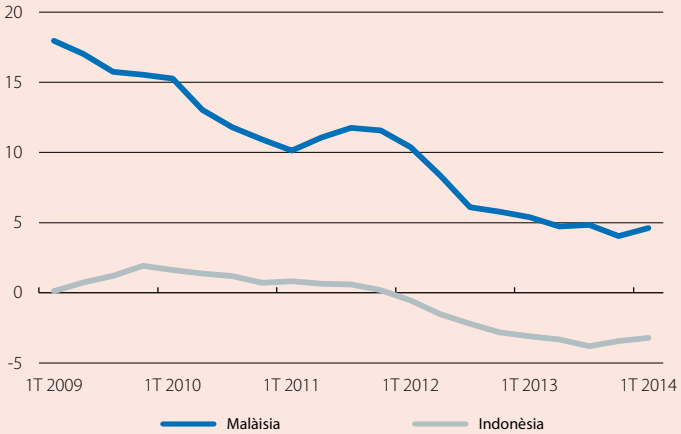
La materialització d'aquestes perspectives tan atractives s'haurà d'assolir, però, sense seguir dreceres, que poden ser temptadores a curt termini, però que, a la llarga, poden ser pernicioses. Els episodis recents d'estrès financer que han afectat les economies emergents són advertiments que caldria tenir en compte. Recordem la seqüència dels fets. Al maig de l'any passat, el llavors president de la Reserva Federal, Ben S. Bernanke, va anunciar, per sorpresa, la intenció d'iniciar la disminució gradual de les compres mensuals de bons (*tapering*) al final del 2013, sempre que l'economia continués progressant de forma favorable. La reacció dels inversors internacionals va ser brusca: alces ràpides en els tipus d'interès a llarg termini en el deute públic nord-americà i fort repunt en els nivells d'aversió global al risc, que es va fer notar amb una especial virulència als mercats financers d'un gran nombre de països de l'Àsia emergent. L'entorn financer de la regió va patir un greu deteriorament arran de les importants sortides de capitals durant la segona meitat del 2013, amb afectació sobre les divises i sobre les cotitzacions de la majoria d'actius (bons sobirans, bons corporatius i borses). Al començament del 2014, va tenir lloc un rebrot de les turbulències, desencadenades, aquest cop, per factors com la devaluació del peso argentí o la crisi d'Ucraïna.

1. Rahul, A., Cheng, K., Rehman, S. i Zhang, L. (2014), «Potential Growth in Emerging Asia», FMI WP 14/02.
2. McKinsey Global Institute (2012), «The archipelago economy: Unleashing Indonesia's potential».

El continent asiàtic ja havia patit múltiples episodis de tensions financeres en el passat, però aquests últims han presentat, com a novetat, una clara discriminació en el càstig infligit als diferents països. Així es constata en comparar les depreciacions nominals de les respectives monedes al llarg de l'últim any. En aquest sentit, Indonèsia i Malàisia són un cas paradigmàtic: la rupia indonèsia es troba, ara com ara, el 20% per sota del seu valor enfront del dòlar al maig del 2013, mentre que el ringgit malaisi amb prou feines registra una depreciació del 6%. Així mateix, l'evolució de la volatilitat implícita del tipus de canvi d'aquestes monedes enfront del dòlar (un indicador del risc percebut pels operadors al mercat de divises) proporciona una conclusió similar: sistemàticament, durant els episodis d'estrès financer de l'últim any, la volatilitat de la rupia indonèsia s'ha situat en nivells superiors a la del ringgit malaisi.

***Malàisia i Indonèsia: compte corrent***

*Acumulat de 12 mesos (% del PIB)*




***Font:*** *"la Caixa" Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream, de l'Oficina d'Estadística d'Indonèsia, del Banc Central d'Indonèsia i de l'Oficina d'Estadística de Malàisia.*

Què ens diu aquesta disparitat en la valoració del risc? Els episodis de turbulències financeres van ser interpretats ràpidament com el resultat d'uns desequilibris macroeconòmics excessius, tant externs (compte corrent) com interns (inflació, saldo públic). Els països amb més vulnerabilitat en aquests àmbits van ser considerats fràgils i més susceptibles de patir sortides de capitals, amb les conseqüents caigudes en les cotitzacions de les divises i els actius de risc. Sota aquesta lectura, sembla que el càstig a Indonèsia s'entén ràpidament: el 2012, a l'avantsala de la crisi, el compte corrent mostrava un dèficit equivalent al 2,8% i la inflació se situava a la zona del 4%. En canvi, Malàisia, amb un superàvit corrent del 6,1% i una inflació de l'1,2%, oferia un perfil de risc menor. Així i tot, en el cas malaisi, el pitjor saldo de les finances públiques va pesar en sentit negatiu (el 2012, el dèficit públic va ser del –3,6%, més del doble del registrat per Indonèsia). Una avaluació dinàmica d'aquests mateixos indicadors de vulnerabilitat permet enriquir el diagnòstic. Però també el complica. Les dues economies havien experimentat, durant el període 2010-2012, una sortida de la recessió global del 2008-2009 amb un important tret comú: el notable dinamisme econòmic (després de la Xina i de l'Índia, Indonèsia va ser el país de l'Àsia emergent que va créixer més en el període i Malàisia, el quart) va empitjorar els desequilibris esmentats. En particular, la combinació de l'apreciació real de la divisa i el creixement de la demanda interna va laminar la posició exterior de les dues economies: Malàisia va passar de registrar un superàvit corrent del 15% del PIB el 2009 al 6,1% del 2012, i Indonèsia va passar d'un superàvit corrent del 2% del PIB a un dèficit del 2,8%. A més d'aquests elements principals, els analistes van destacar altres desajustaments particularment apressants en el cas indonesi, com el fort creixement de la borsa o l'important augment del crèdit privat. Com s'ha esmentat més amunt, eren indicis d'un creixement excessivament accelerat. A partir de l'episodi de crisi financera, Indonèsia va patir una primera etapa d'augment de la inflació. Afortunadament, en els últims mesos, ha començat a descendir. Un altre desequilibri que comença a corregir-se és el dèficit exterior. La forta depreciació nominal de la rupia i la reducció del diferencial d'inflació amb els principals socis comercials afavoreixen la reconducció del dèficit corrent. Per la seva banda, Malàisia també ha començat una incipient correcció de la inflació i, més visiblement, ha augmentat el superàvit corrent després d'anys a la baixa.

Les sotragades financeres dels últims mesos i la inevitable necessitat de reconduir els desequilibris amenacen amb passar factura al creixement d'aquests països en els pròxims anys. L'informe de perspectives globals de l'FMI publicat el passat mes d'abril preveu, en els cinc pròxims anys, un creixement mitjà del 5,0% a Malàisia i del 5,9% a Indonèsia. A l'abril del 2013, poques setmanes abans de l'esclat de les turbulències, les xifres pronosticades per l'organisme internacional eren el 5,2% i el 6,4%, respectivament. Es tractaria, per tant, d'una factura modesta en el cas de Malàisia i més onerosa en el d'Indonèsia, situació coherent amb les febleses relatives d'aquesta economia. Però dista de ser un escenari dramàtic. És probable que, quan contemplem amb una perspectiva històrica l'episodi del 2013 i les últimes sacsejades del 2014, tendim a minimitzar-ne la importància. No s'ha tractat, en absolut, d'una crisi com la que va assolar Àsia el 1997. De fet, les lliçons d'aquell episodi continuen presents avui en dia (com ho testifiquen l'elevada acumulació de reserves i la prudent gestió del deute extern de les economies asiàtiques) i han impedit, probablement, que la crisi recent fos més greu. Així i tot, convé no oblidar que, en el camí cap a la prosperitat, és preferible evitar les dreceres.

*Àlex Ruiz i Carlos Martínez Sarnago*
*Departaments d'Economia Internacional i Mercats Financers,*
*Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"*