

## Indonesia y Malasia recuperan el rumbo tras capear el tapering

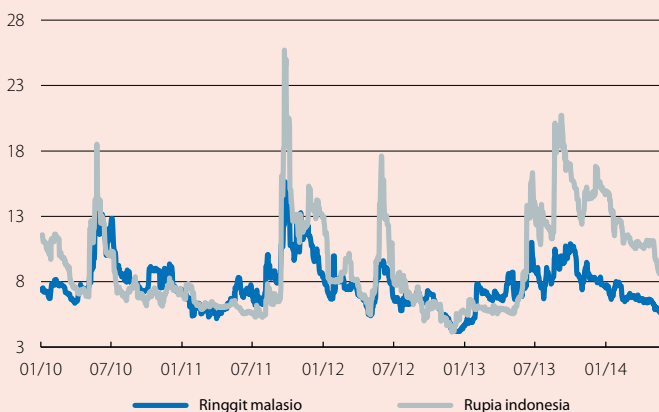
Los países emergentes de Asia constituyen un grupo variopinto, tanto en términos de las condiciones estructurales de cada economía como de las estrategias de política económica adoptadas. Dos vecinos, Malasia e Indonesia, ilustran bien esta circunstancia. Ambos están cobrando un protagonismo creciente gracias a unas bazas económicas favorables, aunque claramente distintas.

Malasia es un país que, con un nivel de renta per cápita de unos 16.000 euros (en paridad de poder de compra) y en plena transición hacia mayores niveles de terciarización, está en condiciones de acceder al estatus de economía avanzada en menos de una generación. Este es el eje que guía un abanico muy ambicioso de programas gubernamentales de transformación económica. Las dos palancas principales son el impulso de la inversión en tecnología, telecomunicaciones, energía nuclear, etc. y la modernización del entorno de los negocios, reduciendo la corrupción y mejorando la educación. Su tamaño, relativamente pequeño para los estándares asiáticos (30 millones de habitantes) y su elevado grado de apertura comercial (las exportaciones de bienes y servicios representan un 82% del PIB) hacen plausible esta aspiración.

En comparación, Indonesia es un país menos próspero (su renta per cápita no llega a un tercio de la malasia, unos 4.700 euros en paridad de poder de compra) y con un modelo económico que todavía pivota mucho sobre el sector primario y las exportaciones de materias primas. La contribución de estas últimas no impide que se trate de una economía relativamente cerrada (el total de exportaciones equivale al 24% del PIB), habida cuenta de su formidable tamaño (tiene más de 251 millones de habitantes y, tras China e India, es la tercera mayor economía del Asia emergente). No obstante, la potencialidad del país sigue siendo elevada. Según un reciente estudio del FMI, el crecimiento tendencial a largo plazo se sitúa en la zona del 6%.<sup>1</sup> A ese ritmo, el país podría experimentar un importante aumento del segmento de población con estándar de consumo propio de las clases medias emergentes: según un estudio del McKinsey Global Institute, en 2030 integrarían este grupo 135 millones de personas, frente a los 45 millones de 2010.<sup>2</sup>

### Volatilidad implícita \* de divisas emergentes frente al dólar

(% anualizado)

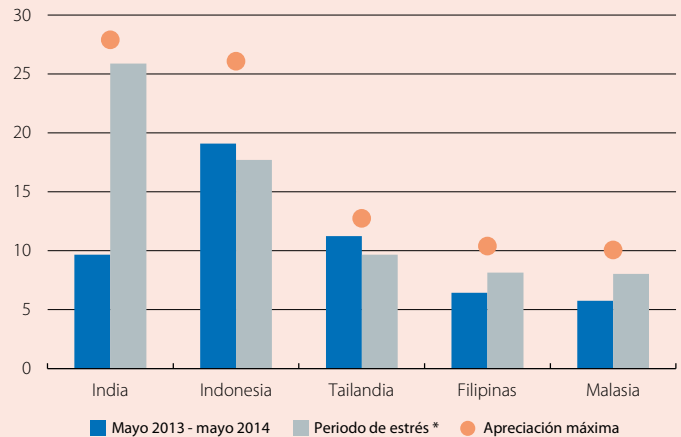


Nota: \* Volatilidad descontada en el mercado de opciones.  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

La materialización de estas perspectivas tan atractivas deberá alcanzarse, no obstante, sin tomar atajos que pueden ser tentadores a corto plazo pero perniciosos a la larga. Los recientes episodios de estrés financiero que han afectado a las economías emergentes son advertencias que no deberían caer en saco roto. Recordemos la secuencia de eventos. En mayo del año pasado, el entonces presidente de la Reserva Federal, Ben S. Bernanke, anunció, por sorpresa, la intención de dar comienzo a la disminución gradual de las compras mensuales de bonos (*tapering*) a finales de 2013, siempre y cuando la economía continuara progresando favorablemente. La reacción de los inversores internacionales fue brusca: alzas rápidas en los tipos de interés a largo plazo en la deuda pública estadounidense y fuerte repunte en los niveles de aversión global al riesgo, que se dejó notar con especial virulencia en los mercados financieros de un gran número de países del Asia emergente. El entorno financiero de la región se vio sometido a un grave deterioro de la mano de intensas salidas de capitales durante la segunda mitad de 2013, con afectación sobre las divisas y las cotizaciones del grueso de activos (bonos soberanos, bonos corporativos y bolsas). A principios de 2014 tuvo lugar un rebrote de las turbulencias, esta vez desencadenadas por factores como la devaluación del peso argentino o la crisis de Ucrania.

### Apreciación del dólar frente a divisas emergentes

Mayo 2013 = 100 (%)



Nota: \* Periodo comprendido entre mayo y septiembre de 2013.  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

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

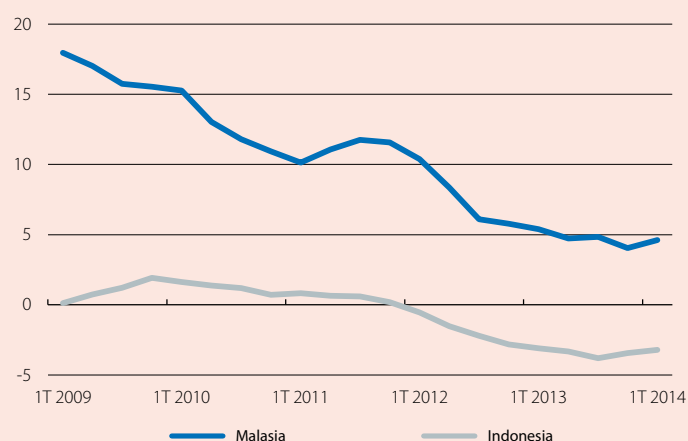
El continente asiático ya había sufrido múltiples episodios de tensiones financieras en el pasado, pero estos últimos han presentado como novedad una clara discriminación en el castigo infligido a los distintos países. Así se constata al comparar las depreciaciones nominales de las respectivas monedas a lo largo del último año. En este sentido, Indonesia y Malasia constituyen un caso paradigmático: la rupia indonesia se encuentra hoy por hoy un 20% por debajo de su valor frente al dólar en mayo de 2013, mientras que el ringgit malasio apenas registra una depreciación del 6%. Asimismo, la evolución de la volatilidad implícita del tipo de cambio de cada una de esas monedas frente al dólar (un indicador del riesgo percibido por los operadores en el mercado de divisas) proporciona una conclusión similar: sistemáticamente durante los episodios de estrés financiero del último año, la volatilidad de la rupia indonesia se ha situado en niveles superiores a la del ringgit malasio.

¿Qué nos está diciendo esta disparidad en la valoración del riesgo? Los episodios de turbulencias financieras fueron rápidamente interpretados como el resultado de unos desequilibrios macroeconómicos excesivos, tanto externos (cuenta corriente) como internos (inflación, saldo público). Los países con mayor vulnerabilidad en estos ámbitos se consideraron frágiles y más susceptibles de sufrir salidas de capitales, con las consiguientes caídas en las cotizaciones de las divisas y los activos de riesgo. Bajo esta lectura, parece que el castigo a Indonesia se entiende rápidamente: en 2012, en la antesala de la crisis, la cuenta corriente mostraba un déficit equivalente al 2,8% y la inflación se situaba en la zona del 4%. En cambio, Malasia, con un superávit corriente del 6,1% y una inflación del 1,2%, ofrecía un perfil de riesgo menor. Con todo, en el caso malasio, el peor saldo de las finanzas públicas pesó en sentido negativo (el déficit público en 2012 fue del -3,6%, más del doble del que registró Indonesia). Una evaluación dinámica de esos mismos indicadores de vulnerabilidad permite enriquecer el diagnóstico. Pero también lo complica. Ambas economías habían experimentado durante el periodo 2010-2012 una salida de la recesión global de 2008-2009 con un importante rasgo común: el notable dinamismo económico (tras China y la India, Indonesia fue el país del Asia emergente que más creció en el periodo y Malasia, el cuarto) empeoró los desequilibrios mencionados. En particular, la combinación de la apreciación real de la divisa y el crecimiento de la demanda interna laminó la posición exterior de ambas economías: Malasia pasó de registrar un superávit corriente del 15% del PIB en 2009 al 6,1% de 2012, e Indonesia pasó de un superávit corriente del 2% del PIB a un déficit del 2,8%. Junto con estos elementos principales, los analistas destacaron otros desajustes particularmente acuciantes en el caso indonesio, como el fuerte crecimiento de la bolsa o el importante aumento del crédito privado. Como anteriormente se ha mencionado, eran indicios de un crecimiento excesivamente acelerado. A partir del episodio de crisis financiera, Indonesia sufrió una primera etapa de aumento de la inflación. Afortunadamente, en los últimos meses ha empezado a descender. Otro desequilibrio que empieza a corregirse es el déficit exterior. La fuerte depreciación nominal de la rupia y la reducción del diferencial de inflación con los principales socios comerciales está favoreciendo la reconducción del déficit corriente. Por su parte, Malasia también ha empezado una incipiente corrección de la inflación y, más visiblemente, ha aumentado su superávit corriente tras años a la baja.

Las sacudidas financieras de los últimos meses y la inevitable necesidad de reconducir los desequilibrios amenazan con pasar factura al crecimiento de estos países durante los próximos años. El informe de perspectivas globales del FMI publicado el pasado mes de abril prevé un crecimiento promedio en los próximos cinco años del 5,0% en Malasia, mientras que para Indonesia espera un 5,9%. En abril de 2013, pocas semanas antes del estallido de las turbulencias, las cifras pronosticadas por el organismo internacional eran el 5,2% y el 6,4%, respectivamente. Se trataría por lo tanto de una factura modesta en el caso de Malasia y más onerosa para Indonesia, en concordancia con las debilidades relativas de esta última. Pero dista de ser un escenario dramático. Es probable que, cuando contemplemos con perspectiva histórica el episodio de 2013 y sus coletazos de 2014, tendamos a minimizar su importancia. No se ha tratado, en absoluto, de una crisis como la que asoló Asia en 1997. De hecho, las lecciones de aquel episodio siguen hoy presentes (como atestiguan la elevada acumulación de reservas y la prudente gestión de la deuda externa de las economías asiáticas) y probablemente han impedido que la crisis reciente revistiera mayor gravedad. Con todo, conviene no olvidar que en la vía hacia la prosperidad es preferible evitar los atajos.

### Malasia e Indonesia: cuenta corriente

Acumulado de 12 meses (% del PIB)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream, la Oficina de Estadística de Indonesia, el Banco Central de Indonesia y la Oficina de Estadística de Malasia.

Àlex Ruiz y Carlos Martínez Sarnago

Departamentos de Economía Internacional y Mercados Financieros,  
Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"