

INFORME RIESGO PAÍS

INDIA

Madrid, 5 de octubre de 2022

INDIA

El primer ministro Narendra Modi parece haber superado sus peores momentos de popularidad durante la pandemia. Cruzado ya el ecuador de su segunda legislatura y de la mano de la recuperación económica, se eleva de nuevo en las encuestas de cara a buscar un tercer mandato en 2024. Su controvertida figura y su ideología nacionalista hindú provocan profundas divisiones sociales, si bien también ha logrado reformas importantes enfocadas a mejorar el clima de negocios y atraer inversión extranjera.

Amplio mercado doméstico con alto potencial de crecimiento. La India es uno de los mercados de mayor tamaño y crecimiento del mundo (alberga una población de más de 1.400 mill. de habitantes y cuenta con un PIB de más de tres billones de dólares); es, además, la única gran economía que mantiene unas perspectivas muy favorables, tanto demográficas como de crecimiento económico, a medio y largo plazo.

Incertidumbre tras la fuerte recuperación post-covid. Tras crecer un 8,7% en 2021, la India parecía encaminarse definitivamente a emprender de nuevo la senda de rápido crecimiento que le caracterizó la pasada década. Sin embargo, el deterioro del entorno internacional y, especialmente, las tensiones inflacionarias están poniendo en cuestión las estimaciones iniciales de un crecimiento en torno al 7-8% para 2022-23.

Excesivos déficits públicos y problemas en el sistema financiero. Los crónicos déficits fiscales y la situación del sistema financiero son los elementos más negativos de la situación económica. Si bien la recuperación del crecimiento está moderando ambos problemas y la pandemia ha servido, aparentemente, para disminuir la morosidad y mejorar los ratios de capitalización, siguen suponiendo riesgos importantes a medio plazo.

Solvencia externa favorable. El déficit por cuenta corriente es moderado, si bien el alza en el precio del crudo está provocando un creciente deterioro. No obstante, el endeudamiento externo es muy reducido y el nivel de reservas otorga margen a las autoridades para combatir un eventual deterioro del sentimiento inversor internacional.

1. SITUACIÓN POLÍTICA

- ➔ La enorme diversidad social, étnica y religiosa de la India ha venido ligada tradicionalmente a un aparato político-institucional con una pesada carga del entramado burocrático y un complejo sistema de descentralización fiscal y legal. Como resultado, la India generalmente se ha encontrado muy mal clasificada en los distintos indicadores internacionales sobre clima de negocios, calidad de la regulación o corrupción.
- ➔ El gobierno de Modi, aunque polémico en muchos aspectos y, quizás, a costa de agravar la conflictividad étnica y social, ha sido netamente positivo en lo relativo al marco económico. No obstante, a medida que nos acercamos a la fecha de la más que probable reelección del primer ministro en 2024, es de esperar que se frenen las reformas que puedan provocar mayor contestación social.
- ➔ Las relaciones exteriores de la India se mueven en un complejo marco diplomático. El aparente doble juego de Nueva Delhi, alineado con Washington en su pugna con China a la vez que mantiene buenas relaciones con Moscú, ha colocado a la India en una influyente, pero también delicada, posición en la región.

LUCES Y SOMBRAS TRAS OCHO AÑOS DE MODI

POBLACIÓN	1.417 mill. hab.
RENTA PER CÁPITA	2.170 \$
RENTA PER CÁPITA PPA	6.390 \$
EXTENSIÓN	298.170 Km ²
RÉGIMEN POLÍTICO	República parlamentaria
CORRUPCIÓN	85/180
DOING BUSINESS	63/190

El controvertido primer ministro Narendra Modi parece haber superado los momentos de caída de la popularidad sufridos durante la pandemia. Cruzado ya el ecuador de su segunda legislatura y de la mano de la recuperación económica, se eleva de nuevo en las encuestas de cara a buscar un tercer mandato en 2024, algo que podría permitirle superar en

longevidad al histórico líder Jawaharlal Nehru. No obstante, su Ejecutivo seguirá enfrentando una fuerte contestación social, reflejo de la fuerte polarización política que suscita su figura.

Si los resultados electorales que llevaron a Modi al poder hace ocho años superaron todas las expectativas, los obtenidos en las últimas elecciones de 2019 solo se pueden calificar de victoria aplastante. Su partido, el Bharatiya Janata Party (BJP), obtuvo 303 escaños en el Lok Sabha, una amplia mayoría absoluta. Junto al resto de partidos que le apoyan en la Alianza Democrática Nacional (DNA) ronda casi los dos tercios de la principal cámara legislativa. En cambio, el Congreso Nacional Indio (CNI), el partido de la dinastía política Gandhi-Nehru que tradicionalmente había dominado la vida política de la India desde su independencia, apenas recuperó algunos escaños tras la terrible debacle sufrida en 2014. El BJP también consiguió incrementar su presencia en el Rjaya Sabha, la Cámara Alta de representación estatal, con lo que cabía esperar un mayor impulso a su agenda reformista durante su segundo mandato. Sin embargo, muchas de esas reformas se han visto frenadas por la contestación social y la crisis sanitaria.

En cualquier caso, desde los tiempos del Primer Ministro Nehru nadie había logrado un dominio político tan indiscutible de la “mayor democracia del mundo”. Narendra Modi es, sin duda, un fenómeno político excepcional por su elevada popularidad, la más alta de ningún mandatario mundial a lo largo de estos años, superior incluso al 80% durante su primer mandato. Así, a pesar de una política de control del covid no exenta de errores y de sufrir notables reveses en su agenda de reformas, tan solo cayó a cotas del 60% en 2020 y ha vuelto a repuntar en los últimos meses por encima del 70%. Buen parte de su éxito se debe a su gran carisma personal, pero también al momento político que atraviesa la India, propicio para el discurso que lidera, de corte nacionalista hindú y de ruptura con la elite política inmovilista, personificada en la familia Ghandi-Nehru y el CNI.

Tradicionalmente el sistema político indio ha sufrido de inmovilismo en el Legislativo, una pesada carga del aparato burocrático y un complejo sistema de descentralización fiscal y legal. Como resultado, la India generalmente se ha encontrado muy mal clasificada en los distintos indicadores internacionales sobre clima de negocios, calidad de la regulación o corrupción. Modi ha conseguido encarnar la figura de líder resolutivo y reformista frente a la maquinaria tecnocrática, alardeando, incluso, de desechar el consejo de sus propios asesores cuando predicaban prudencia y convirtiendo en el caballo de batalla de su agenda de reformas la eliminación de trabas administrativas. Además, contrapone sus orígenes humildes y educación básica a la elite intelectual encarnada por el líder de la oposición Rahul Ghandi, lo que apela a la mayoritaria clase media-baja de un país donde, aunque ilegal, el tradicional sistema de castas sigue vivo en muchos aspectos y frena la movilidad de las clases sociales. Por último, su discurso de corte nacionalista hindú tiene un enorme atractivo en un país donde por su amplia diversidad étnica y religiosa son frecuentes los conflictos sociales, especialmente en lo que se refiere a los enfrentamientos entre hindúes y musulmanes⁽¹⁾. De hecho, Modi cuenta con un polémico historial por su pasado como gobernador de Gujarat, donde en 2012 se produjeron graves disturbios religiosos que se saldaron con algo más de 1.000 muertos, de los cuales 790 eran musulmanes. Además, durante su Gobierno ha sido acusado frecuentemente por ONG y partidos de la oposición por realizar presuntamente detenciones ilegales y ejecuciones extrajudiciales.

Popularidad del gobierno (% aprobación de Narendra Modi)



Fuente: Morning Consult

(1) Cerca del 80% de la población es de religión hindú, un 13% profesa la religión musulmana, seguidos por una serie de minorías religiosas como los sijs, cristianos, budistas, jainitas y otras. La India cuenta, además, con una infinidad de etnias, 15 idiomas principales y más de 1.000 dialectos.

Resulta complejo hacer un balance objetivo de un perfil político tan controvertido. En el lado negativo, su estilo de gobierno proactivo puede resultar en ocasiones irreflexivo, como por ejemplo con algunas decisiones tomadas para frenar el Covid-19⁽²⁾, o años antes con la desmonetización de 2016⁽³⁾. Además, es evidente que su Ejecutivo ha agitado las tensiones inter-religiosas y especialmente, como veremos más adelante, el conflicto con Pakistán. En este sentido, el Gobierno aprobó en 2019 el polémico proyecto de la extensión del Registro Nacional de Ciudadanía, que parecía diseñado para favorecer la inmigración hindú en los estados orientales y que podría sentar las bases, en cambio, para la expulsión de inmigrantes musulmanes provenientes de Bangladesh. Además, el culto a su personalidad dentro del BJP y del gobierno está provocando el temor a una deriva autoritaria que se manifiesta, según sus críticos, en el acoso a opositores y periodistas críticos.

En su haber hay que señalar que se han emprendido en el último lustro numerosas reformas que llevaban décadas postergándose y se ha logrado estimular una aceleración del crecimiento económico. Entre las reformas más destacadas cabe mencionar la crucial introducción en 2017 del GST o impuesto sobre el valor añadido a nivel nacional, que ha simplificado enormemente la maraña de impuestos indirectos a distintos niveles que existía hasta entonces. Además, se han simplificado numerosos trámites relativos a la apertura de negocios y a la obtención de licencias de proyectos; se ha aprobado una nueva ley de quiebras que permite la liquidación de compañías de forma más rápida y transparente; se han reducido los subsidios a determinados bienes y se han abierto algunos sectores a la inversión foránea, dando además mayores garantías a la propiedad intelectual. Asimismo, en su segundo mandato se ha reducido la fiscalidad a las empresas y reformado el complejo entramado laboral (existían más de 30 códigos que regulaban el mercado de trabajo y se han reducido ahora a 4)⁽⁴⁾. De este modo, entre 2014 y 2020 la India pasó del puesto 142 al 63 en el *ranking* Doing Business del Banco Mundial que mide el clima para hacer negocios, lo que constituye el mayor avance que ha registrado ningún país en este indicador⁽⁵⁾.

La agenda reformista también ha tenido que enfrentarse con una dura oposición en las calles y por parte de gobiernos regionales y grupos de presión. En algunos casos, el Ejecutivo se ha visto obligado a aparcar algunas reformas o a limitar su alcance a determinados estados gobernados por el BJP. El caso más llamativo es el de la reforma agraria, que, debido a la fuerte contestación social desde su aprobación en 2020, tuvo que ser suspendida primero y finalmente derogada, por lo que la India mantiene todavía un sistema de precios mínimos de apoyo garantizados a más de 20 cultivos, que constituye la principal traba para alcanzar acuerdos comerciales internacionales. También se han aplicado medidas contrarias al ideario

-
- (2) Especialmente llamativa fue la decisión de enviar forzosamente a la población emigrante de las ciudades de vuelta a sus lugares de origen, lo que expandió los contagios por todo el país rápidamente.
 - (3) En aquel momento, y con el objetivo de combatir la evasión fiscal y el fraude, se aprobó la retirada forzosa de los billetes de 500 y 1.000 rupias, lo que por falta de previsión y preparación provocó un severo impacto en la economía. Los billetes debían ser reemplazados por otros de nueva emisión, con limitaciones de montos por persona. Sin embargo, en los primeros días solo se había imprimido un 10% de la cantidad necesaria para su sustitución. Esto provocó una severa reducción del efectivo en circulación (se calcula que del 75%), lo que redujo el crecimiento del PIB cerca de un 2%.
 - (4) El mercado laboral indio es de los más rígidos del mundo lo que tiene unos efectos muy perniciosos: más de 400 millones de trabajadores pertenecen al sector informal, lo que supone un sorprendente 92% de la fuerza laboral, algo que constituye un enorme freno a la mejora de la productividad.
 - (5) El Banco Mundial abandonó la publicación del Doing Business en 2020 por un escándalo relacionado con presiones políticas en su elaboración. Actualmente, el organismo se encuentra en fase de desarrollo de un nuevo índice que provea también de información sobre el entorno de negocios de un país, pero aún no se ha publicado. Así pues, en ausencia de otro indicador disponible, se recurre al DB de 2020 como referencia.

reformista, como la renta mínima de 6.000 rupias/año para los agricultores, aprobada antes de la últimas lecciones de 2019, o las recientes restricciones a las exportaciones de arroz, trigo y azúcar para intentar aislar a la India de los efectos del alza de los precios de los alimentos a raíz de la guerra en Ucrania. Esto le ha valido a Modi también la acusación por parte de sus críticos de ser un líder populista.

En definitiva, el gobierno de Modi, aunque polémico en muchos aspectos y quizás a costa de agravar la conflictividad étnica y social, ha sido netamente positivo en lo relativo al marco económico, especialmente si tenemos en cuenta el gran número de reformas aprobadas en un país donde tan difícil ha sido tradicionalmente emprenderlas. No obstante, a medida que nos acercamos a la fecha de la más que probable reelección de Modi en 2024, es de esperar que el gobierno frene las reformas que puedan provocar mayor contestación social o, incluso, que adopte más medidas de corte proteccionista o mayor gasto social para suavizar el impacto del deterioro del contexto internacional. En cualquier caso, todo indica que gracias a su alta popularidad y a la recuperación económica, podrá revalidar sin problemas sus mayorías en el Congreso en las próximas elecciones. Así, las recientes elecciones locales celebradas en marzo de 2022 constituyeron un espaldarazo para sus aspiraciones y un aviso de que el primer partido de la oposición sigue en horas bajas. El BJP retuvo los gobiernos de Uttar Pradesh, Uttarakhand, Goa y Manipur. Por su parte, el nuevo Partido Aam Aadmi (AAP), nacido de un movimiento anti corrupción en 2012, ganó en Punjab, desbancando de su tradicional feudo al Partido del Congreso, que parece no salir de su permanente crisis tras la debacle electoral de 2014.

Por último, es necesario señalar que continúa activo el problema de seguridad interna derivado del movimiento armado Naxalita. Se trata de un grupo insurgente de inspiración maoísta con base en el estado de Chhattisgarh, cuyo discurso sobre la injusticia social tiene su base en las enormes desigualdades de la India. Opera a lo largo del llamado “corredor rojo”, zonas rurales de los estados de Bengala Occidental, Orissa, Andhra Pradesh, Bihar y Jharkhand. Con la puesta en marcha de la “Misión 2016”, que ha tratado de expulsar a la guerrilla de sus feudos en Chhattisgarh, el número de atentados se ha reducido considerablemente según las autoridades. El último ataque de gran envergadura se produjo en 2010, en el que murieron 76 agentes de las fuerzas de seguridad del Estado. No obstante, el movimiento cuenta todavía con varios miles de efectivos y provoca decenas de muertos todos los años. En la primera mitad de 2022 murieron 11 agentes en dichos ataques frente a los 50 en todo el año anterior, lo que ha sido publicitado por el gobierno como un nuevo punto de inflexión en la lucha contra el grupo terrorista.

COMPLICADO MARCO DE RELACIONES EXTERIORES

Las relaciones exteriores de la India se mueven en un complejo marco no exento de contradicciones. A pesar de que la India tiene a EEUU y los países occidentales como su principal aliado y socio económico, busca activamente un orden internacional multipolar, en el que su ascenso económico le permita tener una voz creciente e independiente para defender de forma pragmática sus propios intereses. La llegada de Modi al Gobierno y su retórica nacionalista posiblemente han acentuado esta visión y las contradicciones que provoca. Así, aunque en los últimos años se han estrechado los lazos con Washington a través del llamado Quad Group⁽⁶⁾ con la Idea de hacer frente común a la creciente influencia de China en Asia y,

(6) Llamado así por ser un grupo formado por cuatro países: EEUU, Japón, Australia y la India.

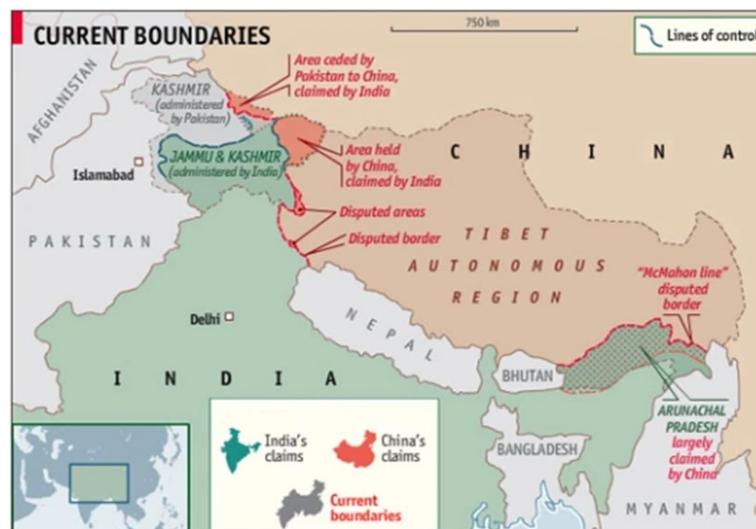
más en concreto, a su cada vez mayor presencia militar en el Pacífico, ello no ha sido óbice para mantener relaciones fluidas con países como Irán o Rusia. Con todo, el hecho de que “la mayor democracia del mundo” no votase a favor de la condena de la invasión rusa de Ucrania en la ONU en marzo de 2022 supuso una sorpresa para muchas cancillerías en Occidente. “Europa tiene que salir de la mentalidad de que los problemas de Europa son los problemas del mundo, pero los problemas del mundo no son los problemas de Europa” dijo el ministro de Exteriores indio, Subrahmanyam Jaishankarante, ante un aluvión de críticas internacionales el pasado mes de junio. Desde el inicio de la invasión, Nueva Delhi se niega a culpar públicamente a Moscú por la “crisis de Ucrania”, al tiempo que enfatiza su total respeto por los principios de soberanía e integridad territorial. Lo cierto es que en los últimos meses la India ha incrementado las importaciones de petróleo ruso⁽⁷⁾ y, el pasado mes de abril, recibió al ministro de Relaciones Exteriores, Sergey Lavrov, en visita diplomática.

En realidad, esta posición con respecto a la guerra en Ucrania no debería sorprendernos si tenemos en cuenta los tradicionales lazos con Moscú. Desde la década de 1960, en plena Guerra Fría, cuando las relaciones entre la Unión Soviética y China se enfriaron y la India buscaba erigirse en valedora de los llamados países no alineados, la India ha mantenido estrechos vínculos en materia de defensa con Moscú. A día de hoy, Rusia sigue siendo con diferencia el principal suministrador de armamento, algo que incluso se ha acentuado en las últimas décadas ante las reticencias de EEUU de vender a la India su tecnología militar más sofisticada para no enturbiar sus relaciones con Pakistán. En cambio, el Kremlin no solo ha suministrado armas, sino que también ha brindado a Delhi tradicionalmente un claro apoyo diplomático en las votaciones del Consejo de Seguridad de la ONU en relación con la disputa por Cachemira con Pakistán, que sigue siendo el principal conflicto externo del país.

En efecto, desde la partición de la India británica en 1947, Pakistán y la India han entrado en guerra en cuatro ocasiones (la última en 1999); además, frecuentemente han estado en conflicto sin llegar a una guerra declarada. Prácticamente todos los choques se han producido a raíz de la disputa por la soberanía de la región de Cachemira, cuya resolución parece extremadamente compleja (ambos países controlan una parte de Cachemira pero, al mismo tiempo, los dos reclaman su derecho sobre la totalidad de ese territorio). En 2008, el atentado terrorista múltiple en Bombay paralizó las conversaciones de paz y a punto estuvo de desatar una nueva escalada bélica cuando el ejército indio emprendió un programa de vuelos cerca de la Cachemira pakistaní. Con la llegada de Modi, hubo inicialmente una serie de gestos simbólicos que despertaron muchas esperanzas. En 2015 incluso realizó una visita oficial a Lahore, la primera vez que un primer ministro indio visitaba Pakistán en más de una década. Sin embargo, los diversos atentados terroristas contra el Ejército indio en Cachemira durante 2016, especialmente el perpetrado en septiembre, que dejó 17 soldados muertos, dieron al traste con este tímido deshielo. Modi culpó a Pakistán de estar detrás de los incidentes y ordenó varios ataques aéreos de represalia sobre territorio pakistaní, que llevaron a Pakistán a pedir a sus socios regionales el boicot de la India en los foros internacionales. En 2019 se volvió a incrementar la tensión en la región, a raíz del anuncio de la suspensión de la autonomía del estado indio de Jammu y Cachemira, que a partir de noviembre de ese año dejó de ser oficialmente un estado para ser una región (de mayoría musulmana) administrada directamente por Delhi. Esto provocó nuevas protestas en la Cachemira pakistaní e incluso una condena pública por parte de Pekín.

(7) Las compras indias de crudo ruso aumentaron a 1,1 mill. de b/d a fines de julio y ahora representan más de una quinta parte del consumo de petróleo indio, en comparación con solo el 2% el año pasado.

También son evidentes las contradicciones en la creciente rivalidad con China. El gigante asiático no deja de ser uno de sus principales socios comerciales e inversores. La India, más que una confrontación o rivalidad directa busca una política de cooperación y la contención de la expansión china en la región. En la práctica, esto se ha materializado en una intensa actividad diplomática para estrechar lazos con otros países del sudeste asiático, especialmente con los países del ASEAN (Indonesia, Tailandia, Singapur, Filipinas, Malasia, Vietnam, Brunei, Camboya, Myanmar, Laos). Lo cual no ha sido impedimento para llegar también a diversos acuerdos con China en materia de cooperación económica e inversiones, si bien, precisamente por el temor a que su mercado interno se viese inundado de importaciones chinas, la India decidió finalmente no firmar en 2020 el histórico acuerdo comercial del RCEP (Regional Comprehensive Economic Partnership), que constituye hoy por hoy el mayor acuerdo comercial del mundo. Por otra parte, la aparente cordialidad de las relaciones con Pekín se ve empañada recurrentemente por el apoyo diplomático chino a Pakistán y por las diversas disputas fronterizas, especialmente en torno a las provincias de Aksai Chin y Arunachal Pradesh. No en vano ambos países estuvieron brevemente en guerra en 1962 por este motivo⁽⁸⁾. Recientemente, durante el verano de 2020, se produjo una escalada de enfrentamientos entre las patrullas que se alternan en la zona de soberanía compartida en varios puntos de la frontera, especialmente Ladakh. Si bien las cifras oficiales están discutidas, ambos países reconocieron varias docenas de soldados muertos. Aunque la situación se recondujo rápidamente por vía diplomática, como resultado de estos enfrentamientos la desconfianza entre ambos países se ha elevado y la India, por ejemplo, ha reforzado con 12.000 hombres su presencia en la región⁽⁹⁾.



Fuente: The Economist

En definitiva, el aparente doble juego de Delhi, alineado con Washington en su pugna con China a la vez que mantiene buenas relaciones con Moscú, ha lanzado a la India a una influyente posición en el cada vez más dividido tablero geopolítico global. Aunque la India pueda

-
- (8) En octubre de 1962, China invadió el territorio en disputa a lo largo de la frontera del Himalaya en Ladakh y en la línea Mac Mahon. La guerra terminó cuando China declaró un alto el fuego el 20 de noviembre de 1962 y anunció su retirada a su supuesta "Línea de control real".
- (9) La razón de este reciente enfrentamiento no está del todo clara, si bien algunos analistas señalan que China posiblemente quiso hacer un gesto, dejando de respetar la alternancia de las patrullas, en respuesta al acercamiento de la India a EEUU dentro del Quad Group así como por la realización de proyectos de infraestructuras en Ladakh.

exasperar a Washington por su papel “equidistante” en Ucrania y poner en peligro sus vitales relaciones con su principal socio comercial, en realidad esta posición le trae beneficios económicos inmediatos (importaciones de gas y petróleo ruso) y, casi con toda seguridad, no verá mermados sus apoyos en Occidente, ya que su papel de contrapeso frente a China en Asia es crucial para la Casa Blanca. De hecho, en los últimos meses, a raíz de la posición diplomática india, EEUU está estudiando aprobar un paquete de ayuda militar por valor de 500 mill.\$ para que la India pueda así reducir su dependencia de la compra de material bélico ruso.

2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA

- ➔ La India es ya la quinta economía del mundo. Cuenta con un mercado de más de 1.400 mill. de personas y unas perspectivas de crecimiento a largo plazo muy favorables, apoyadas en diversos factores, como el llamado “dividendo demográfico” o su amplio margen de mejora en cuanto a niveles de renta y escasez de infraestructuras.
- ➔ Tras recuperarse con fuerza en 2021 (crecimiento del 8,7% del PIB), la economía está dando signos de desaceleración en 2022 debido a la necesidad de subir tipos frente a la escalada de precios y por el deterioro del entorno internacional. Se ha rebajado la previsión de crecimiento para 2022 y 2023 hasta el 7,4% y 6,1%, respectivamente, con fuertes riesgos a la baja.
- ➔ La situación del sistema financiero, en concreto en la banca pública, sigue siendo uno de los elementos más preocupantes de la situación económica. Si bien la pandemia ha servido, aparentemente, para disminuir la morosidad y mejorar los ratios de capitalización, es muy posible que simplemente se hayan postergado los problemas.

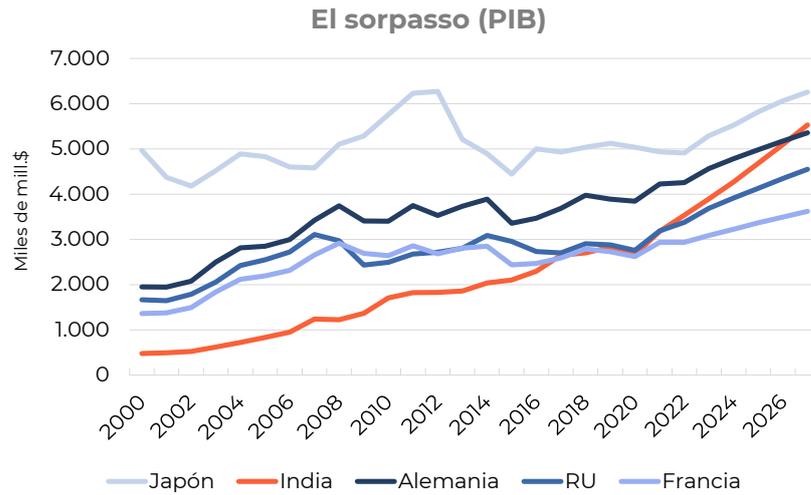
UNA POTENCIA ECONOMICA EN CIERNES

En 2022, coincidiendo con el 75 aniversario de la independencia, la India ha logrado dar el *sorpasso* al Reino Unido, la antigua metrópoli, como quinta economía mundial. Las estimaciones apuntan a que en torno a 2030 la India adelantará también a Alemania y Japón, para convertirse en la tercera economía del globo.

PIB	3.173.000 mill.\$
CRECIMIENTO PIB	8,9%
INFLACIÓN	5,5%
SALDO FISCAL*	-9,2%
SALDO POR C/C*	-1,6%

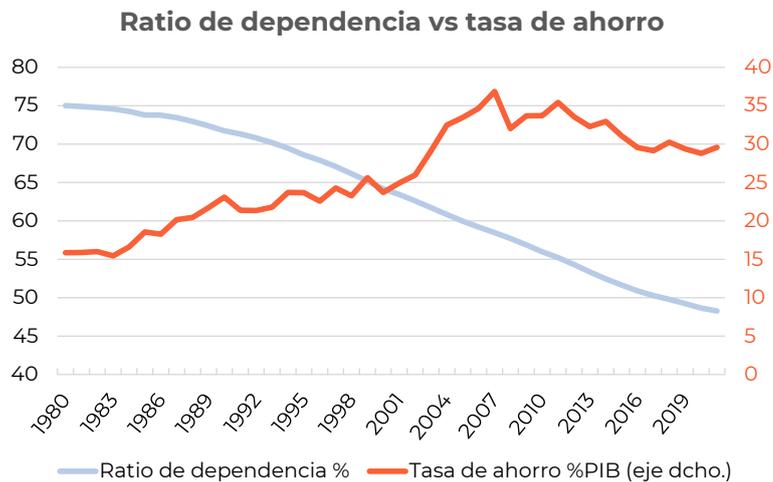
Datos a 2021.

En efecto, la India no es solo a día de hoy uno de los mercados de mayor tamaño y crecimiento del mundo (alberga una población de más de 1.400 mill. de habitantes y cuenta con un PIB de más de tres billones de dólares); es, además, la única gran economía que mantiene unas perspectivas muy favorables, tanto demográficas como de crecimiento económico, para las próximas décadas. No en vano, su renta per cápita (2.170 \$) es todavía apenas una fracción no ya de la de los países desarrollados, sino de otras económicas de renta media como la propia China (11.890 \$), por lo que el margen de *catch-up* tecnológico y de avances en la productividad es todavía amplísimo.



Fuente: FMI

El llamado “dividendo demográfico” es, sin duda, una de las grandes bazas del mercado indio. El año que viene la India se convertirá en el país más poblado del mundo, por delante de China y, a diferencia de ésta, no enfrenta un proceso de rápido envejecimiento. Al contrario, cuenta con una población relativamente joven (edad media de 28,7 años) y una fuerza laboral en rápida expansión (más de 12 millones al año se incorporan al mercado de trabajo). No obstante, el crecimiento total de la población se ha desacelerado hasta el 1% anual. Esto le ha permitido reducir rápidamente la tasa de dependencia (población menor de 15 y mayor de 65 años sobre la población en edad de trabajar) del 75% en 1980 hasta el 48% actual, con todos los efectos positivos sobre el ahorro y la inversión que ello conlleva. Se estima, además, que la tasa de dependencia se estabilizará en 2030 en el 45% y no comenzará a incrementarse hasta por lo menos 2050.



Fuente: Banco Mundial, FMI

No es de extrañar que se señale a la India como el relevo de China como motor del crecimiento económico mundial, a medida que esta última avanza en su proceso de cambio de modelo económico, algo que implica unas tasas de crecimiento mucho más moderadas que en el pasado. Tradicionalmente, la India había crecido en torno al 4% en las fases altas del ciclo, notablemente por debajo de otras economías emergentes más dinámicas, especialmente del sudeste asiático. Este fenómeno se achacaba al deficiente clima de negocios, a la pesada y lenta

burocracia, al complejo sistema fiscal y, en general, a un marco poco propicio para la inversión. Sin embargo, desde comienzos de la década pasada, antes ya de la reciente mejora del marco inversor y coincidiendo con el incremento de la tasa de ahorro e inversión por encima del 30% del PIB, el crecimiento se aceleró notablemente, impulsado por el aumento de la inversión privada y el mayor dinamismo de las exportaciones. Así, en los tres lustros anteriores a la crisis sanitaria internacional (2003-19), el crecimiento del PIB de la India promedió un espectacular 7,4%. Las estimaciones del FMI señalan que la India tiene el potencial de crecer a tasas similares en los próximos años.

La India ha demostrado en este periodo que no solo cuenta con una fuerza laboral inmensa, tiene además bazas importantes en cuanto al desarrollo de sectores económicos clave de cara al futuro. El sector servicios es el pilar de la economía india y concentra algo más del 56% del PIB. Evidentemente, incluye una gran variedad de actividades, desde el turismo, hostelería, servicios financieros y de seguros, logísticos y de distribución y transporte. No obstante, destaca en la última década el fuerte crecimiento de las nuevas tecnologías, comunicación, software, asesoría empresarial y servicios médicos. Gracias a una importante bolsa de mano de obra bien cualificada y con salarios muy competitivos, la India ha sido capaz de atraer un notable flujo de inversión directa hacia estos sectores (75.000 mill.\$ en el periodo 2000-20) y ha sido pionera en la exportación de este tipo de servicios. Así, por ejemplo, la India es en la actualidad líder del sector del *outsourcing*, con el 55% del mercado mundial, un mercado valorado en cerca de 180.000 mill.\$.

En comparación, el sector industrial se ha mostrado menos competitivo, especialmente frente a otros países de la región, en buena medida porque el entorno institucional y fiscal para este tipo de empresas es peor que en sus competidores directos y también por la peor calidad de las infraestructuras. No obstante, la India está recortando distancias en los últimos años y este sector ha sido un objetivo prioritario de la política económica del Gobierno de Modi, como pone de manifiesto el programa *Made in India*⁽¹⁰⁾. El subsector con más peso es el que engloba maquinaria industrial, de transporte y bienes de equipo. Solo el sector del automóvil se estima en cerca de un 3,5% del PIB. Si bien el sector manufacturero supone aun solo el 15% del PIB, el sector industrial en su conjunto (incluyendo energía y minería) supone cerca del 26% del PIB.

Un factor clave para el futuro del sector industrial es la evolución del sector energético, que plantea un serio reto de transformación. La India es el tercer consumidor de energía del mundo y aunque cuenta con importantes recursos, se ha convertido en un país muy dependiente de las importaciones de petróleo. Actualmente produce cerca de 1 mill. barriles/día (b/d) pero necesita importar aproximadamente unos 3,5 mill. b/d adicionales para cubrir sus necesidades. Hasta la guerra de Ucrania, estas importaciones provenían en más de un 80% de Oriente Medio; actualmente importa ya casi un tercera parte de las necesidades de petrolero de Rusia. En cualquier caso, esto hace que sea muy vulnerable a la evolución del precio internacional del crudo y a la situación política internacional. Por otra parte, cerca del 60% de la producción de energía eléctrica se sustenta en centrales de carbón. Aunque la India es el quinto productor del mundo, el sector es muy ineficiente y tiene serios problemas para cubrir la creciente demanda, por lo que son habituales los cortes del suministro en algunas regiones. Además, el sector está dominado por unas pocas empresas estatales de gran tamaño y la regulación es poco homogénea a nivel nacional, con importantes subsidios al consumo en muchos estados. El

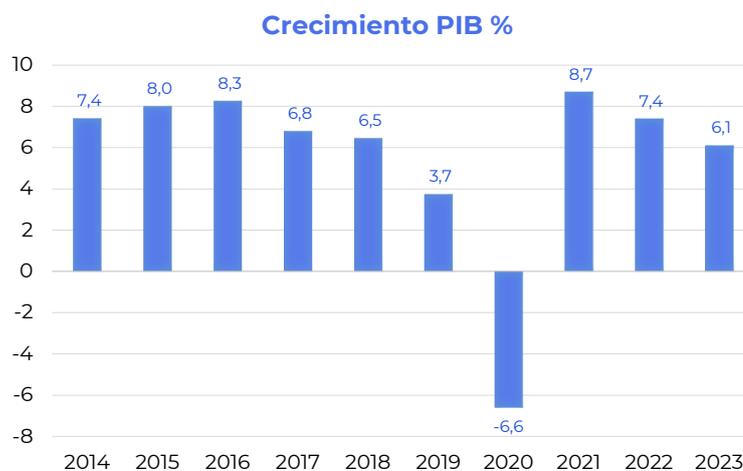
(10) Creado en 2014, el programa fijaba tres ambiciosos objetivos: elevar el crecimiento del sector al 12-14% anual, crear 100 mill. de empleos para 2022 y aumentar el peso del sector manufacturero por encima del 25%. No ha cumplido ninguno de los tres.

Gobierno está estudiando la posibilidad de dividir y privatizar algunas de estas empresas, pero ha chocado con una fuerte resistencia hasta el momento. En cualquier caso, la gran apuesta para el futuro se dirige a las energías renovables, algo a lo que el país se ve obligado también por los graves problemas de polución, originados en buena medida por las centrales de carbón. El Plan Eléctrico Nacional prevé el cierre de plantas viejas de carbón de hasta 48 GW en los próximos años y su progresiva sustitución por energía solar, eólica, biomasa e hidroeléctrica. Estos objetivos, que implican igualar la producción de electricidad procedente de fuentes renovables con la de los hidrocarburos en menos de una década, son quizás demasiado ambiciosos, ya que implican un gigantesco esfuerzo inversor, que, eso sí, ofrece enormes posibilidades para la inversión extranjera.

INCERTIDUMBRE TRAS LA FUERTE RECUPERACIÓN POST-COVID

Antes del estallido de la crisis sanitaria la India estaba dando muestras claras de desaceleración que, en buena medida, se debían a los problemas del sistema financiero, pero también al ya incipiente deterioro del entorno internacional, que estaba afectado especialmente al sector industrial. Así, en 2019 la India creció a un 3,7%, la tasa más baja desde la crisis financiera internacional. Sin embargo, ni los más pesimistas podían anticipar el *shock* que provocó la pandemia de covid-19, que generó con diferencia la mayor recesión económica en la historia de la India.

El primer contagio registrado por covid-19 data del 30 de enero de 2020. La respuesta de las autoridades durante los primeros meses fue relativamente temprana y estricta, con la imposición de un confinamiento generalizado entre marzo y mayo de 2020 dirigido a contener la expansión del virus. No obstante, posteriormente se adoptaría una política más bien de mitigación y confinamientos localizados. Por otra parte, diversos factores culturales y sociales, la falta de recursos médicos, así como, en ocasiones, la prematura relajación de las medidas llevaron a un rápido deterioro de la situación epidémica, especialmente durante la segunda ola, en abril-julio de 2021. Según los datos oficiales, tras cuatro olas de contagios se han producido más de 44 mill. de infectados y más de 500.000 muertos, si bien se estima que las cifras reales pueden ser mucho mayores.

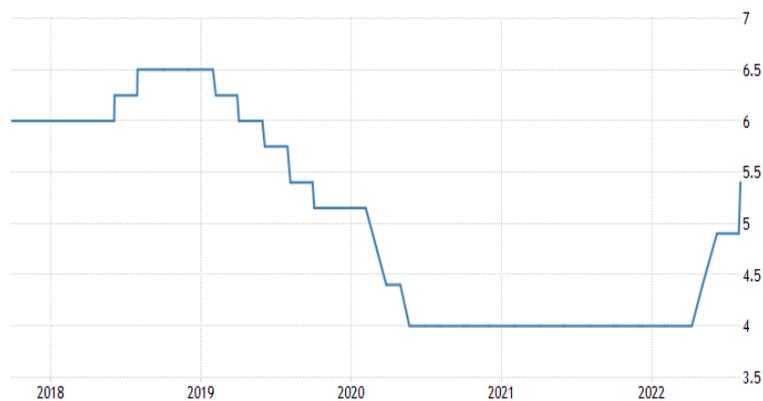


Fuente: FMI

El daño económico, especialmente durante el primer confinamiento generalizado, fue devastador. La India registró un desplome de todos los indicadores, especialmente de la demanda interna, llegando a experimentar una contracción del PIB del 24,4% en el segundo trimestre de 2020. El año se cerró finalmente con una caída del 6,6%, una de las más intensas registradas entre los países emergentes y la peor de entre las principales economías asiáticas.

La India llevó a cabo una rápida movilización de estímulos fiscales y monetarios. Así, el incremento del gasto público adicional ascendió a alrededor del 3,5 % del PIB en 2020/21, del cual se estima que aproximadamente el 2,2 % del PIB se utilizó en 2020. Los ingresos no percibidos o diferidos fueron de alrededor del 0,6 % del PIB. A ello se añaden las medidas financieras diseñadas para apoyar a las empresas y reforzar la provisión de crédito a varios sectores, estimadas en alrededor del 5,3% del PIB. La magnitud de estos estímulos no tiene precedentes en la historia del país, pero aun así se quedaron lejos de los aplicados en los países desarrollados.

Tipos de interés %



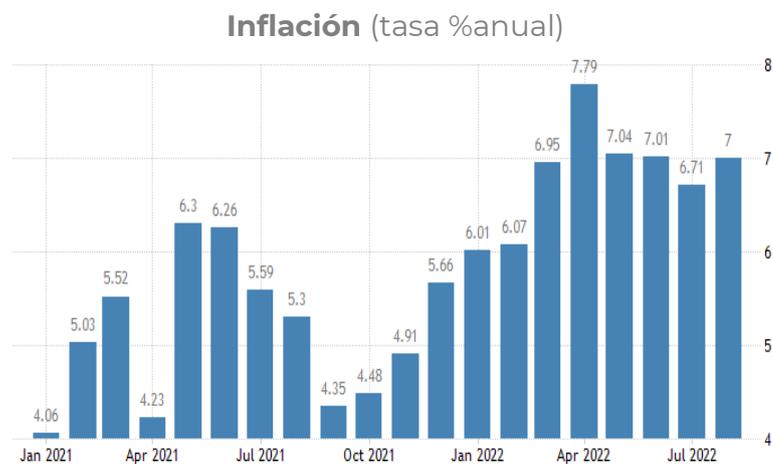
Fuente: Trading Economics

En el terreno de la política monetaria, la India llevaba desde 2019 empleándose de forma agresiva en la de rebaja de los tipos de interés para frenar la desaceleración, con lo que el margen para más rebajas era limitado. Así pues, si en 2019 el Banco Central recortó los tipos desde el 6,5% hasta el 5,15%, a lo largo de 2020 se emprendería una rebaja similar, hasta alcanzar el mínimo del 4% en junio de 2020. Con todo, la India registró ya desde mediados de 2021 una rápida recuperación a raíz del paulatino levantamiento a las restricciones a la movilidad. Así, si bien el país todavía se vería sujeto a algunas restricciones durante las siguientes olas de contagios, la progresiva normalización permitió un intenso repunte de la actividad, especialmente del consumo y de la actividad exportadora manufacturera. Gracias a ello, el PIB experimentó un incremento del 8,9% en 2021.

Superada ya la última ola de COVID-19 a principios de 2022, la India parecía dirigirse definitivamente a reemprender la senda de un rápido crecimiento. Sin embargo, el deterioro del entorno internacional está poniendo en cuestión las estimaciones iniciales de un crecimiento en torno al 7-8% para 2022-23. Efectivamente, la caída del crecimiento en China, el incremento de los precios de las materias primas y las rápidas subidas de tipos de interés en EEUU están obligando a revisar a la baja las previsiones. Además, la depreciación de la rupia, que ha superado las 80 R/\$ en los últimos meses y las tensiones de precios están forzando a una retirada de estímulos más temprana de lo previsto. La inflación alcanzó un máximo del 7,8%

en abril y, si bien se ha moderado en los tres últimos meses, sigue todavía muy lejos de la banda superior del objetivo del Banco Central (4%). Ante esta situación, el gobierno de Modi ha tomado, incluso, algunas medidas controvertidas, como la imposición de restricciones y aranceles a las exportaciones de azúcar, trigo y arroz⁽¹¹⁾.

La institución monetaria ha efectuado tres subidas de tipos este año, del 4% al 5,4%, y se espera que este mismo año terminen por encima del 6%. No es de extrañar, pues, que ya en julio el FMI recortara en ocho décimas la previsión de crecimiento para 2022 y 2023, hasta el 7,4% y 6,1%, respectivamente. En el mercado privado la mayor parte de las previsiones apuntan a que el crecimiento no llegará siquiera al 7% este mismo año. Así pues, si bien a medio y largo plazo esperamos que la India pueda crecer de forma sostenida a tasas cercanas al 7%, enfrenta a corto plazo un periodo de incertidumbre, con fuertes riesgos a la baja.



Fuente: Trading Economics

SISTEMA FINANCIERO BAJO SOSPECHA

La situación del sistema financiero ha sido uno de los elementos más preocupantes de los últimos años, si bien la pandemia ha servido, paradójicamente, para disminuir o quizás solo aplazar los riesgos que implica. En efecto, el sector bancario indio ha sufrido históricamente dos problemas frecuentes entre los países emergentes: por una parte, un peso excesivo de la banca pública y, por otra, una falta de penetración del sistema financiero en amplias capas de la población. El primero de los problemas, el peso de la banca pública, se ha traducido en una política de concesión de crédito que ha derivado en una pésima calidad de los balances y en el fuerte deterioro de la morosidad en momentos de menor actividad económica. En cuanto al segundo problema, la falta de acceso al crédito se ve precisamente agravada por la incapacidad de la banca pública de expandirlo en un contexto de alta morosidad. Además, lo que estaba pareciendo en parte una solución, la expansión del crédito por parte de la banca en la sombra (entidades y empresas que ofrecen crédito fuera de los canales tradicionales bancarios), terminó provocando el deterioro del crecimiento en 2019, a raíz del default de deuda de IL&FL

(11) Se han prohibido incluso las exportaciones de arroz partido, una importación clave para muchos países africanos. La prohibición entró en vigor el pasado 9 de septiembre, junto con el impuesto del 20% sobre las ventas al extranjero de arroz blanco e integral, que representan alrededor del 60% de las ventas globales totales de la India. India representa más del 40% del comercio mundial de arroz.

(Infrastructure Leasing & Financial Services), en septiembre de 2018⁽¹²⁾ y sembrando la sospecha sobre todo el sector.

Curiosamente, la situación del sistema financiero ha mejorado a raíz de la pandemia debido no solo a las rebajas de los tipos de interés, sino también gracias a las múltiples medidas de alivio financiero otorgadas a empresas y particulares y a las regulatorias sobre las entidades de crédito. Cabe destacar entre estas que, en 2020, el Banco Central relajó los requerimientos de capital para las entidades de crédito en la mayor parte de los préstamos e introdujo medidas regulatorias para promover especialmente los flujos de crédito al sector minorista y las pymes, normalmente aquejados de mayor morosidad. Esto explica la paradoja de que la morosidad, tras alcanzar un máximo del 11,8% en 2018, se redujera durante la peor recesión de la historia del país hasta el 7,3% (si bien todavía muy por encima del 4,2% de 2015). Es posible, pues, que los problemas estructurales del sistema financiero, especialmente dentro de la banca pública, simplemente se hayan postergado.

El sector bancario está dominada por entidades de titularidad pública (un total de 27), que representan más de dos tercios del total de activos del sistema bancario. Tradicionalmente adolecen de una proporción de activos morosos mucho mayor que la banca privada y de unos ratios de capitalización notablemente peores; pero, desde 2012, la morosidad ha ido creciendo hasta alcanzar niveles preocupantes. En términos brutos, alcanzó en 2018 un 15,6% de los préstamos en la banca pública. Ello ha obligado al Estado a recapitalizar y reestructurar el sector de forma acelerada en los últimos años. En 2017 se lanzó un plan de recapitalización por valor de 32.000 mill.\$ y, como parte del mismo, en 2019 se anunció la consolidación de 10 de los bancos estatales en solo cuatro entidades. El plan se frenó momentáneamente por la crisis sanitaria. No obstante, desde 2021 el Ejecutivo parece que lo está impulsando nuevamente.



Fuente: FMI

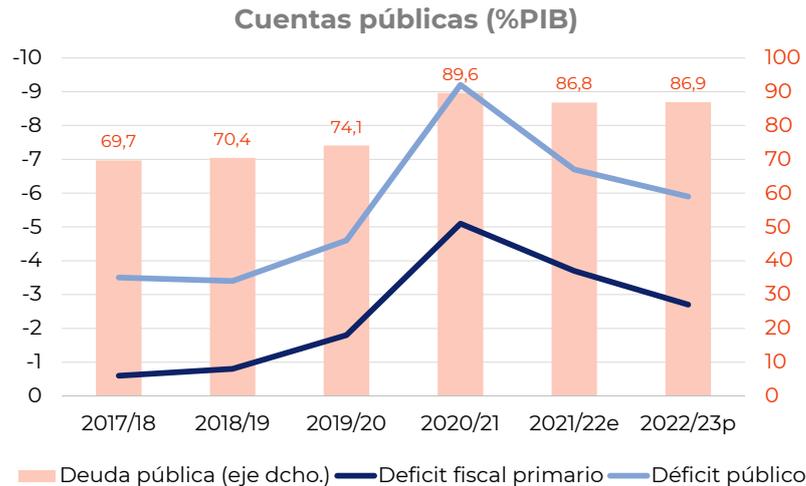
(12) La banca en la sombra en la India se compone de más de 10.000 entidades de muy variado tamaño y tipología. En los últimos años había crecido hasta suponer un 18% del crédito, con un peso muy importante en los sectores industriales y la construcción. El anuncio de la quiebra de IL&FL, uno de los principales actores en el sector de la construcción, provocó que la banca tradicional cerrara el grifo de forma indiscriminada a este tipo de entidades. La contracción del crédito a la banca en la sombra llegó a rondar el 30% en términos anuales a principios de 2019.

En este sentido, ha sido especialmente llamativa la puesta a la venta del 5% de la Corporación de Seguros de Vida de la India (LIC), por cerca de 8.000 mill.\$, lo que constituye la mayor oferta pública de acciones realizada nunca en el país. Se trata de la aseguradora más grande de la India y una de las mayores del mundo, con cerca de 500.000 mill.\$ en activos y que controla el 60% de las primas de seguros de vida del país. Por otra parte, en 2022 la ministra de Finanzas ha declarado que además de la privatización del Banco IDBI, entidad dependiente del LIC, se propondría la privatización adicional de otros dos bancos públicos.

3. SECTOR PÚBLICO

- El tradicionalmente abultado déficit del sector público, que obedece a la escasa recaudación y a los permanentes desequilibrios de las cuentas de los estados federales, se disparó con motivo de la crisis sanitaria.
- La recuperación económica está permitiendo una mejora del desequilibrio, pero seguirá estando por encima del de 2019.
- La reforma fiscal está produciendo mejoras necesarias en la estructura general tributaria, pero no está teniendo impacto en la reducción del déficit.
- La deuda del sector público es elevada pero de carácter doméstico y sin riesgo cambiario. Grado de inversión.

Desde hace décadas la India ha padecido un fuerte desequilibrio en sus cuentas públicas que se ha visto agravado recientemente por la crisis sanitaria. El déficit público consolidado ha sido habitualmente superior al 6% del PIB, lo que no es sino reflejo de los problemas estructurales del sistema fiscal. En primer lugar, parte del déficit general (integrado por el del Gobierno Central y el de los 28 estados) corresponde a un desequilibrio, también crónico, a nivel federal, en torno al 2-3% del PIB. Teóricamente, los estados no pueden endeudarse sin permiso del Gobierno federal; pero dado que éste depende en gran medida del respaldo de los partidos regionales para gobernar, en la práctica los estados federados cuentan con una autonomía bastante grande para gestionar sus finanzas. Además, los impuestos que recauda el Estado Central se distribuyen en buena medida a través de la comisión de planificación estatal, por lo que las finanzas públicas son un complejo proceso de negociación, en el que los intereses locales tienen un gran peso.



Un segundo factor que explica el elevado déficit público es la insuficiente recaudación. Los ingresos fiscales del Gobierno central están en torno al 9% del PIB y para el conjunto del Estado alcanzaron el 18,3% en el ejercicio fiscal 2020/21⁽¹³⁾, lo que resulta excesivamente bajo. Sin embargo, esto no se deriva de una baja fiscalidad. Se estima que tan solo el 5,5% de las personas con ingresos pagan impuestos y que solo el 15,5% de la renta nacional neta se reporta a las autoridades. El complejo sistema fiscal y legal contribuye en buena medida a incentivar la economía sumergida. Recordemos que, si bien se han introducido reformas importantes en los últimos años, todavía existe una maraña de gravámenes del Estado central y de los 27 estados federados, con numerosas figuras impositivas. Además, los que sí pagan suelen beneficiarse de muchas exenciones, y suele ser una práctica habitual reportar ingresos inferiores a los reales. Por su parte, los gastos públicos alcanzan en conjunto un 27-30% del PIB, cifra que supera ampliamente los ingresos y que, además, está sujeta a una elevada volatilidad, dado que los subsidios de la energía y los alimentos se encuentran entre los principales capítulos del gasto.

La reforma fiscal ha sido uno de los ejes centrales del programa de Modi. La primera reforma clave del sistema tributario entró en vigor en 2017, con la introducción del impuesto sobre bienes y servicios (GST por sus siglas en inglés). El GST es un impuesto indirecto que se aplica a todos los bienes y servicios, ya sean producidos en la India o importados, y que sustituye a la arcaica estructura tributaria en la que los estados y el Gobierno central establecen impuestos por separado. Ahora bien, aunque esta medida es esencial de cara a modernizar el sistema tributario, no ha tenido un impacto muy notable en la recaudación. También lleva casi un lustro en elaboración el Direct Tax Code (DTC) (existen ya tres borradores distintos), cuyo propósito es consolidar e integrar todas las leyes que afectan a los impuestos directos. No obstante, siempre encuentra impedimentos o retrasos para su aprobación en el Legislativo. Esta reforma se solapa también con los cambios sobre la fiscalidad empresarial dirigidos a mejorar la competitividad de las empresas, especialmente en el sector industrial. En 2020 se redujo la tasa del impuesto corporativo del 30% al 22% para determinadas empresas domésticas y del 25% al 15% para las empresas manufactureras de nueva creación. Así pues, la tasa impositiva efectiva para las empresas pasaría del 35% al 25%. En conjunto, todas las reformas representan un paso importante, aunque todavía incompleto, hacia la modernización del sistema tributario indio.

(13) El año fiscal en la India transcurre del 1 de abril al 31 de marzo.

Por el momento, las reformas tributarias no se están traduciendo en una mejora de las cuentas públicas. Ya antes de 2020 el déficit fiscal seguía registrando cifras superiores al 3% del PIB (6-7% a nivel consolidado). En 2020/21, como consecuencia de la crisis sanitaria, el déficit primario se disparó hasta un abultadísimo 9,2% del PIB (12,8% consolidado)⁽¹⁴⁾. La intensa recuperación económica del siguiente ejercicio ha permitido reducir este desequilibrio rápidamente. Así en 2021/22 el déficit del gobierno central se redujo al 6,7% del PIB, menos incluso de lo previsto inicialmente. Esto ha permitido a su vez que las agencias de *rating* en 2021/22 mantuvieran la calificación de grado de inversión y quitarán la salvedad de “vigilancia negativa”, que generalmente antecede a una rebaja en la calificación. El Ejecutivo pretende lograr un déficit inferior al 5% del PIB en 2024/25, pero el deterioro del entorno internacional y la previsible aprobación de medidas de gasto previas a las elecciones de 2024 hacen poco probable que se alcance esta meta.

La deuda pública de todo el Estado asciende ya al 89% del PIB, un nivel excesivo para un país de estas características y con ingresos fiscales bajos. En efecto, la deuda equivale al 460% de los ingresos públicos (a partir de 250% se considera que un país está sobreendeudado) y el pago de la misma consume casi una cuarta parte de los ingresos anuales. En el lado positivo, hay que señalar que casi toda esa deuda es doméstica, denominada en moneda local (sólo el 5,5% está en poder de no residentes) y, por lo tanto, es poco sensible a las fluctuaciones de la rupia. India tiene, además, un mercado cautivo en su sistema financiero, ya que obliga a las entidades bancarias a mantener una buena parte de sus reservas en deuda pública doméstica.

	Moody's	S&P	Fitch
Indonesia	Baa1	BBB+	BBB+
Filipinas	Baa2	BBB+	BBB
India	Baa3	BBB-	BBB-
Vietnam	Ba3	BB	BB
Camboya	B2	B	--

El grado de inversión comienza en **Baa3** (Moody's) y **BBB-** (S&P y Fitch)

Fuente: datasmacro.com

(14) Las cifras utilizadas se corresponden con la definición de déficit del FMI que no siempre coincide con los datos fiscales publicados por el gobierno.

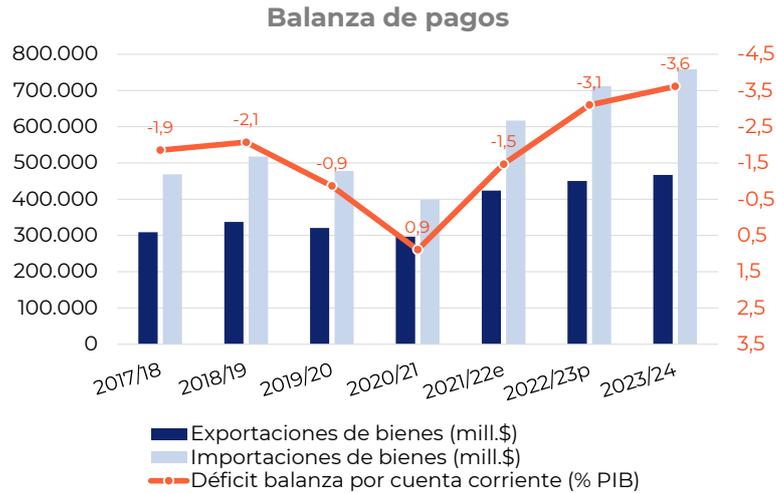
4. SECTOR EXTERIOR

- Economía con una creciente apertura al exterior, que registra habitualmente un moderado desequilibrio externo fruto de un amplio déficit comercial compensado en gran parte por los ingresos por servicios y las remesas.
- El déficit por cuenta corriente, que venía moderándose en los años anteriores a la pandemia, se transformó incluso en un ligero superávit durante la misma como consecuencia del desplome del consumo interno. No obstante, con la recuperación del crecimiento y los altos precios del petróleo el desequilibrio de la cuenta corriente de la India está empeorando hasta el entorno del 3% del PIB.
- El endeudamiento externo y el servicio de la deuda son relativamente bajos y no plantean problemas de financiación. La India cuenta además con un formidable monto de reservas, de más de 8 meses de importaciones, que le permiten gestionar con cierta tranquilidad los *shocks* externos.

PERFIL DE SOLVENCIA EXTERNA FAVORABLE

India ha sido tradicionalmente un país poco abierto al exterior en cuanto al comercio de mercancías. No obstante, desde principios de siglo ha aumentado notablemente su tasa de apertura, hasta alcanzar el 44% del PIB en 2021. Esta mayor apertura ha venido acompañada de un cambio cualitativo en la composición de las exportaciones hacia productos de mayor valor añadido. Las exportaciones tradicionales (textiles, productos agrícolas) han ido perdiendo peso, al mismo tiempo que lo han ganado los productos químicos, especialmente farmacéuticos, y las de vehículos y componentes de automoción. En cuanto a las importaciones, destaca sobremedida el petróleo y derivados, con casi una tercera parte de las importaciones de mercancías. Por mercados, los principales clientes de la India son Estados Unidos (con el 15% del total), Emiratos Árabes (9%), y China (7%). En cuanto a los proveedores, lidera la lista China (15% del total) seguido de Arabia Saudí (6%). La UE, por su parte, es destino del 17,3% de las exportaciones indias y del 11,9% de las importaciones, siendo Reino Unido, Alemania, Bélgica, Holanda y Francia los principales socios comerciales.

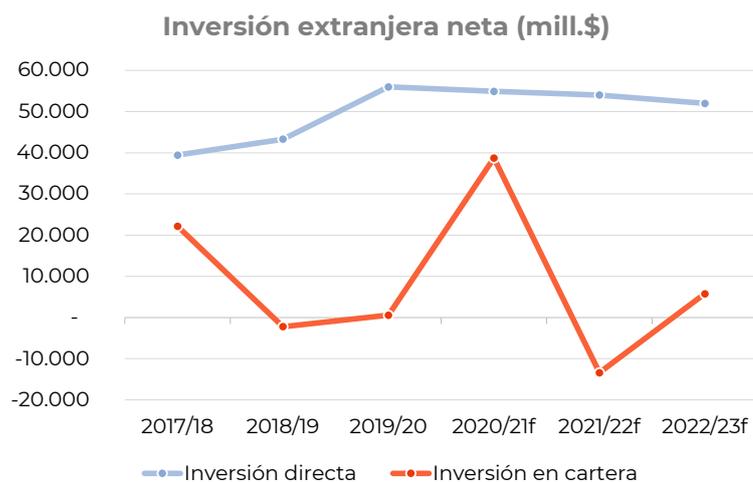
India ha registrado habitualmente un moderado desequilibrio externo, que aumenta en momentos alcistas del ciclo por el mayor auge de la demanda interna y, sobre todo, por la evolución del precio del crudo. Así, el déficit por cuenta corriente, que venía moderándose en los años anteriores a la pandemia, se transformó incluso en un ligero superávit durante la misma, a raíz del desplome del consumo interno. Desde entonces muestra un creciente desequilibrio. De todas formas, la balanza comercial presenta invariablemente un abultado saldo negativo. Este déficit se compensa en su mayor parte gracias a los ingresos de la balanza de invisibles, especialmente por el enorme flujo de remesas, ya que la India es el mayor receptor de remesas del mundo (en 2020/21 se alcanzó la cifra record de 83.000 mill.\$). También en buena medida por los ingresos por servicios, gracias a la pujanza de las exportaciones de los sectores de la informática y telecomunicaciones.



Fuente: IIF

En 2021/22 se estima que las exportaciones se recuperaron de forma extraordinaria (+42%), hasta los 423.000 mill.\$. Por su parte, las importaciones crecieron todavía más, un 54%, hasta 616.000 mill.\$. Como resultado, el déficit comercial se elevó a la cifra record de 193.000 mill.\$. Por su parte, la balanza de servicios arrojó un saldo positivo de aproximadamente 107.000 mill.\$, lo que unido al resto de partidas de transferencias y pago de rentas dio lugar a un déficit por cuenta corriente de 46.900 mill.\$, lo que equivale al 1,5% del PIB, una cifra moderada.

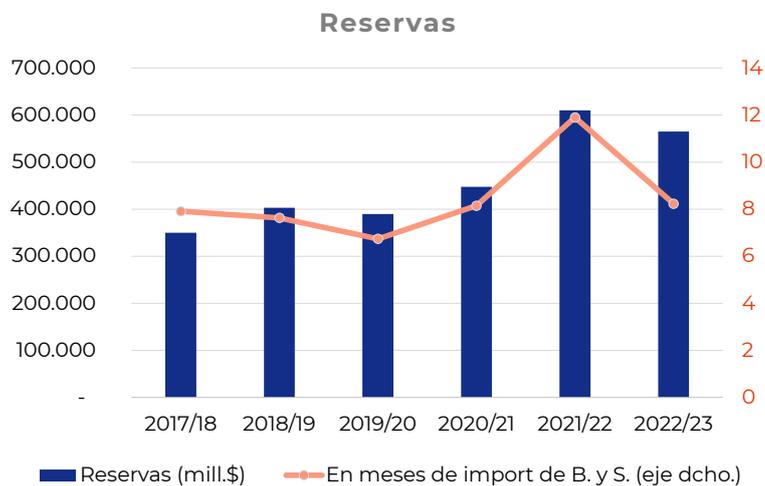
No obstante, con la recuperación del crecimiento y el alza de los precios del petróleo experimentada este año, la cuenta corriente de la India está empeorando notablemente. Ni siquiera el fuerte incremento de las compras de petróleo ruso (los envíos desde Rusia representan en 2022 una quinta parte de las importaciones de petróleo de la India, frente a menos del 5% en los últimos años) está logrando amortiguar significativamente el impacto del alza de los precios. Así, se estima que el déficit superará el 3% del PIB en el próximo ejercicio.



Fuente: IIF

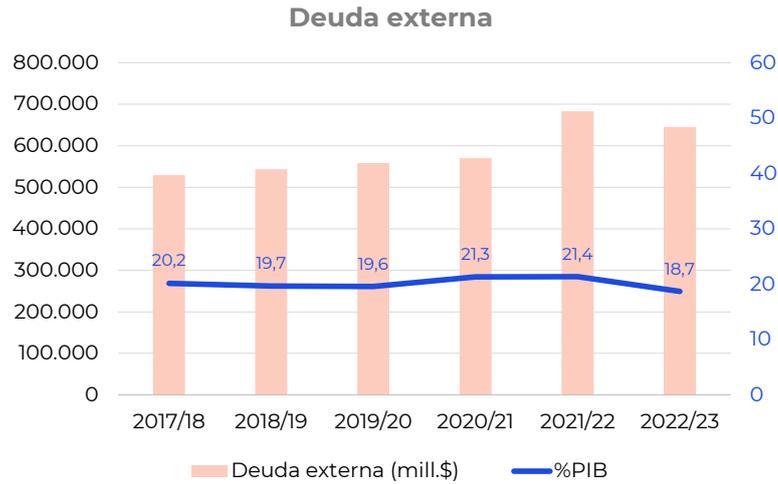
También la balanza de capitales está mostrando un deterioro creciente. Tradicionalmente el país recibía un flujo reducido de capitales tanto con relación a su potencial como en

comparación con otras economías emergentes. Ello obedecía al difícil clima inversor, a las limitaciones a la participación extranjera en muchos sectores y a las trabas para la tenencia de bonos a los no residentes. No obstante, en la última década la entrada de inversión extranjera directa se ha multiplicado por diez, algo a lo que no son ajenas las medidas para relajar algunas de estas restricciones. En 2021/22 la inversión extranjera directa alcanzó los 54.000 mill.\$ y se esperaba que pudiera llegar a superar los 60.000 mill.\$ en los próximos años. Por otra parte, la India también recibe un elevado volumen de inversión en cartera, sujeto a la volatilidad de los mercados internacionales. En 2021, en paralelo con el fuerte ritmo de recuperación y la mejora de la confianza, la inversión en cartera se elevó a más de 38.000 mill.\$. Sin embargo, en los últimos meses, con el deterioro de la situación internacional esta tendencia se ha revertido. En lo que va de 2022 la India ha soportado una salida de capitales cercana a los 20.000 mill.\$, que ha llevado al Banco Central a intervenir en el mercado para amortiguar la caída de la rupia. Se estima que el Banco Central ha perdido, en los seis meses anteriores a agosto, cerca de 60.000 mill.\$ de sus reservas. Afortunadamente, la India cuenta con un formidable colchón de reservas, que asciende a unos 560.000 mill.\$, las quintas más grandes del mundo, que equivalen aproximadamente a 8,2 meses de importaciones de bienes y servicios.



Fuente: IIF

En cuanto a la deuda externa, si bien la India ha ido acumulando un monto creciente en valor absoluto, es relativamente reducida en términos relativos. Esto se debe en buena medida a que tanto el sector público como la banca se financian fundamentalmente en el mercado doméstico. Actualmente la deuda externa supera los 683.000 mill.\$, lo que equivale al 21,4% del PIB y al 98% de las exportaciones de bienes y servicios, siendo ambos ratios notablemente moderados e inferiores a los registrados en décadas pasadas. Además, la mayor parte está contratada a medio y largo plazo (el 80%) y las reservas equivalen a más del 80% de la deuda externa total y a cinco veces la deuda a corto plazo, todo lo cual configura una favorable posición de solvencia. Por último, casi la mitad de la deuda externa está denominada en moneda local. Esta ha sido una política tradicional a lo largo de las distintas administraciones para limitar la vulnerabilidad del endeudamiento público al tipo de cambio.



Asimismo, aunque el importe del servicio de la deuda ha crecido con fuerza en los últimos años, hasta los 65.800 mill.\$ registrados en 2021/22, en proporción a los ingresos corrientes de la balanza de pagos representa un reducido 9,4%, y no plantea problema alguno.

El porcentaje de deuda contraída con acreedores privados ha aumentado desde un 58% hace una década a un 84% en la actualidad, con un peso superior de los acreedores privados no financieros (47%) frente a la banca comercial (33%). La India nunca ha acudido al Club de París y siempre ha mantenido un comportamiento deudor satisfactorio.

5. CONCLUSIONES

- La India es una democracia consolidada pero con importantes tensiones sociales internas. Además, el marco institucional ha registrado tradicionalmente una tendencia al inmovilismo que ha lastrado su evolución económica. La llegada del controvertido Narendra Modi y su nacionalismo hindú ha supuesto un impulso a las reformas y una mejora ostensible del clima inversor, pero también un agravamiento de las tensiones sociales y religiosas. Superada la caída de popularidad durante la crisis sanitaria, todo indica que Modi logrará renovar su cargo sin problemas en las elecciones de 2024.
- Las relaciones exteriores de la India están marcadas por un complejo sistema de equilibrios en la esfera internacional y dos elementos de riesgo, como son su permanente conflicto con Pakistán y, en menor medida, su creciente rivalidad con China. Si bien su aparente “equidistancia” en cuanto a la invasión rusa de Ucrania puede exasperar a Washington, lo cierto es que la India seguirá siendo un socio y aliado crucial en su pugna con Pekín.
- Una de las mayores bazas de cara a la evolución del país es el enorme tamaño y el elevado potencial de su economía. Gracias a un PIB de más de 3 billones de dólares y a la favorable dinámica demográfica la India es, con toda su complejidad legal y fiscal, un mercado

atractivo para la inversión extranjera y uno de los mercados claves de la economía mundial de las próximas décadas.

- La fuerte recuperación económica registrada a partir de 2021 se está viendo ensombrecida por el deterioro del entorno internacional y el ascenso de los precios de las materias primas. La perspectiva de crecer a tasas en torno al 7% corre peligro a corto plazo, lo que también puede dificultar la necesaria consolidación fiscal, ya que el tamaño del déficit y la deuda pública resultan excesivos. Además, sigue en proceso la difícil reforma del sistema financiero, dominado por la banca pública.
- La India cuenta a su favor con una notable solvencia externa. El déficit por cuenta corriente es manejable. El endeudamiento externo es reducido y cuenta con una estructura favorable. Además, el notable nivel de reservas otorga margen a las autoridades para combatir un hipotético deterioro del sentimiento inversor internacional.

© CESCE, S.A. Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial, la distribución o comunicación pública de este documento, así como la edición de todo o parte de su contenido a través de cualquier proceso reprográfico, electrónico u otros sin autorización previa y expresa de su titular. La información contenida en este documento refleja exclusivamente comentarios y apreciaciones propias de esta Compañía, por lo que CESCE declina cualquier tipo y grado de responsabilidad por el uso incorrecto o indebido de dicha información.