

INFORME RIESGO PAÍS

INDIA

Madrid: 25 de noviembre de 2019



Narendra Modi logra una aplastante victoria electoral en 2019 que refrenda su programa de reformas. El Primer Ministro Modi, de ideología nacionalista hindú, sigue gozando de una elevada popularidad y ha logrado sacar adelante en su primera legislatura reformas importantes enfocadas a mejorar el clima de negocios y atraer inversión extranjera. No obstante, han quedado por hacer algunas de las más vitales, como la reforma laboral o la de la tierra, con un mayor coste político. Ahora cuenta con el apoyo político necesario para profundizar las reformas en su segunda legislatura, si bien la reciente desaceleración económica podría frenar el ímpetu del Ejecutivo.

Economía de gran tamaño y elevado potencial. La India es uno de los mercados de mayor tamaño y más dinámicos del mundo. Con un PIB de 2,7 billones de dólares, es ya la quinta economía mundial. Su enorme fuerza de trabajo y la dinámica de la estructura demográfica hacen que sea un mercado clave para la economía mundial en las próximas décadas. Como consecuencia, está despertando una notable atracción para la inversión extranjera, a pesar de que persisten los problemas derivados del complejo sistema legal y tributario y la falta de infraestructuras.

Desaceleración económica. El fuerte crecimiento económico de la última década (7-8% del PIB) se ha desacelerado a lo largo de 2019 al entorno del 5%. El sector industrial se está viendo especialmente afectado. Para combatir la desaceleración el Ejecutivo ha aprobado un plan de rebajas fiscales, lo que despierta dudas sobre el compromiso con la reducción del amplio déficit público. La India corre el riesgo de perder a corto plazo el grado de inversión por parte de las agencias rating.

Problemas en el sistema financiero. A la creciente subida de la morosidad de la banca pública tradicional se ha sumado desde 2018 la crisis de la llamada banca en la sombra tras el default de deuda del holding financiero IL&FL. La situación ha sido controlada por las autoridades, aunque persiste la desconfianza sobre la salud del sistema financiero.

Solvencia externa favorable. El déficit por cuenta corriente es moderado, si bien la elevada dependencia energética del exterior lo hace vulnerable a un alza en el precio del crudo. El endeudamiento externo es también reducido y el nivel de reservas otorga margen a las autoridades para combatir un eventual deterioro del sentimiento inversor internacional.

1. SITUACIÓN POLÍTICA

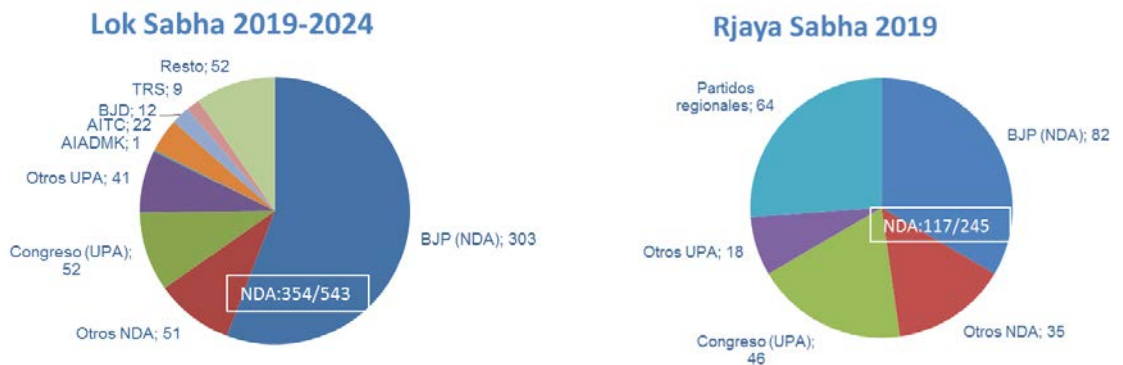
- ➔ Aplastante victoria de Narendra Modi en la elecciones de 2019. El BJP de Modi cuenta con una amplia mayoría en el Parlamento y un fuerte apoyo en la Cámara Alta.
- ➔ A pesar de algunos aspectos polémicos y de la caída reciente del crecimiento económico, Modi mantiene una elevada popularidad y se encuentra en posición de impulsar el proceso de reformas en su segunda legislatura.
- ➔ Durante la primera legislatura se llevaron a cabo reformas en el sistema fiscal y en la Administración que propiciaron una notable mejoría del clima inversor. No obstante, quedan por afrontar numerosas reformas, algunas de ellas políticamente más delicadas, como la reforma laboral, la del sistema financiero o la de la tierra, así como continuar abriendo sectores a la inversión extranjera.
- ➔ Las relaciones exteriores están marcadas por la rivalidad con China y el enfrentamiento con Pakistán. La reciente decisión de suprimir la autonomía de la región de Cachemira ha elevado la tensión con Pakistán, si bien un enfrentamiento armado resulta muy improbable.

NARENDRA MODI SE AFIANZA AL FRENTE DEL EJECUTIVO

POBLACIÓN	1.352,6mill. habs.
RENTA PER CÁPITA	2.020\$
RENTA PER CÁPITA PPA	7.680\$
EXTENSIÓN	3.166.240 km ²
RÉGIMEN POLÍTICO	Rep. Fed. Democrática
CORRUPCIÓN	78/180
DOING BUSINESS 2020	63/190

Si los resultados electorales que llevaron a Narendra Modi al poder en 2014 superaron todas las expectativas, los obtenidos en las recientes 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 ronda casi los dos tercios de la principal cámara

legislativa. En cambio, el Congreso Nacional Indio (CNI), el partido de la dinastía política Ghandi-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. Por otra parte, el BJP consiguió incrementar su presencia en el Rjaya Sabha, la Cámara Alta de representación estatal, y roza ya la mayoría con el resto de sus socios, con lo que cabe esperar que encuentre menos trabas por parte de esta cámara para sacar adelante su agenda reformista durante este segundo mandato. Así pues, desde los tiempos del Primer Ministro Nehru nadie había logrado un dominio tan indiscutible de la política de la India.



Fuente: Elaboración propia

Narendra Modi es, sin duda, un fenómeno político excepcional por la elevada popularidad que ha mantenido a lo largo de su primera legislatura, por encima del 80%, independientemente de sufrir algunos reveses en su agenda de reformas, e incluso a pesar de la reciente desaceleración económica. Buena parte de su éxito se debe a su gran carisma personal, pero también a un momento político propicio para el discurso que lidera, de corte nacionalista hindú y de ruptura con la elite política inmovilista personificada en la familia Ghandi-Nehru.

Uno de los problemas tradicionales del sistema político indio ha sido el inmovilismo, la pesada carga del aparato burocrático y la compleja 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 ONGs y partidos de la oposición por realizar presuntamente detenciones ilegales y ejecuciones extrajudiciales.

(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 sijes, cristianos, budistas, jainitas y otras. La India cuenta además con una infinidad de etnias, 15 idiomas principales y más de 1.000 dialectos.

En definitiva, 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 durante la desmonetización de 2016. 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⁽²⁾. 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 ha aprobado recientemente el polémico proyecto de extensión del Registro Nacional de Ciudadanía, que parece diseñado para favorecer la inmigración hindú en los estados orientales y que podría sentar las bases para la expulsión de inmigrantes ilegales musulmanes provenientes de Bangladesh. En su haber hay que señalar que Modi ha emprendido en el último lustro numerosas reformas que llevaban décadas postergándose. Entre las más destacadas cabe mencionar la introducción, en julio de 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. De este modo, en los últimos 5 años la India ha pasado del puesto 142 del ranking del Doing Business, que mide el clima para hacer negocios, al puesto 63, lo que constituye el mayor avance que haya registrado ningún país desde que el Banco Mundial elabora este informe.

De todas formas, la agenda reformista también ha tenido que enfrentarse con una dura oposición en las calles y por parte de los Gobiernos regionales. En algunos casos el Gobierno se ha visto obligado a aparcar algunas reformas o a limitar su alcance a los estados gobernados por el BJP, como en el caso de la reforma agraria. También ha aprobado medidas contrarias al ideario reformista, como la renta mínima de 6.000 rupias/año para los agricultores, instaurada en 2018 con claros tintes electorales. Es posible que esta estrategia haya sido deliberada, con la intención de retrasar o evitar las medidas más dolorosas para ir ganando más apoyos en la Cámara Alta y los Gobiernos regionales, de cara a acometer una nueva fase durante la segunda legislatura.

En cualquier caso, el Ejecutivo se enfrenta con una larga lista de reformas pendientes para esta segunda legislatura que serán claves para el devenir de la India a medio plazo. Entre las más destacadas figuran la privatización de empresas públicas, la reforma del sistema financiero, la modernización del sistema judicial y la reforma del mercado laboral. Sobre esta última, uno de los problemas más importantes del marco económico, ya hay un borrador tramitándose en la cámara baja. El Ejecutivo pretende simplificar la legislación (actualmente existen nada menos que 44 códigos que regulan el mercado de trabajo) y flexibilizar la contratación y el despido con el fin de favorecer la creación de empleo, así como mejorar la capacidad de las empresas de controlar el

(2) Los billetes debían ser reemplazados por otros de 500 y 2000 rupias de nueva emisión con limitaciones de montos por persona/día. 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 (de hasta el 75%) y algunas estimaciones afirman que redujo el crecimiento del PIB cerca de un 2%, si bien la caída de la actividad se notó más en sectores informales y el medio rural.

tamaño de la fuerza laboral y el volumen de horas trabajadas. 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 equivale a un sorprendente 92% de la fuerza laboral, algo que supone un enorme freno a la mejora de la productividad.

En definitiva, el balance de la primera legislatura de Modi, aunque polémico en cuanto a los aspectos de conflictividad étnica y social, ha sido netamente positivo en lo relativo al marco económico, si tenemos en cuenta el número de reformas aprobadas y, sobre todo, la tradicional dificultad para acometerlas. Tras las elecciones de 2019 el Ejecutivo se encuentra en una situación idónea para emprender un segundo ciclo de reformas cruciales para el futuro de la India.

Por último, es necesario señalar que continua vivo el serio 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⁽³⁾. Opera también a lo largo del llamado “corredor rojo”, zonas rurales de los estados de Bengala Occidental, Orissa, Andhra Pradesh, Bihar y Jharkhand. En los últimos años, 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, entre un 30-40% según las autoridades. No obstante, se estima que cuenta todavía con varios miles de efectivos y provoca decenas de muertos todos los años. Aunque los ataques suelen ser de pequeño impacto, en comisarías rurales, tienen capacidad de llevar a cabo acciones coordinadas de gran envergadura, como el ataque de 2010, el más mortífero en la historia del grupo, que supuso la muerte de 76 miembros de las fuerzas de seguridad del Estado.

RELACIONES EXTERIORES

La India se mueve en un marco de relaciones diplomáticas muy complejo debido a los recurrentes enfrentamientos que mantiene con algunos de sus vecinos. Los dos principales frentes de tensión son con Pakistán y, en menor medida con China, países con los que ha estado en guerra a lo largo de su historia. La llegada de Modi al Gobierno y su retórica nacionalista hacían temer un agravamiento de estos enfrentamientos. Sin embargo, esto no se ha materializado por el momento y, aunque las relaciones con estos países han sufrido diversos vaivenes en estos últimos años, la posibilidad de un conflicto abierto con cualquiera de ellos es en estos momentos muy baja.

En el caso de China, que no deja de ser uno de sus principales socios comerciales e inversores, la India más que una confrontación busca en realidad una política de cooperación y contención de la expansión china en la región, muy en la línea de la tradicional política de EEUU (antes de la llegada de Trump a la Casa Blanca). En la práctica esto se ha materializado en una intensa actividad diplomática para estrechar lazos con otros países del sudeste asiático, especialmente

(3) Aunque existe cierta controversia por la metodología y la dificultad de elaborar en la India el índice de Gini que mide la desigualdad de renta, se estima que ha estado creciendo en la última década hasta el cerca de 50, lo que le coloca como uno de los países de mayor desigualdad en Asia.

con los países del ASEAN (Indonesia, Tailandia, Singapur, Filipinas, Malasia, Vietnam, Brunei, Camboya, Myanmar, Laos). Esto no ha sido impedimento para llegar también a diversos acuerdos con China en materia de cooperación económica e inversiones, como los firmados en mayo de 2015, por valor de 22.000 mill.\$.

En estos momentos se está negociando, además, un gran acuerdo regional impulsado por China, en buena medida orientado a contrarrestar los efectos de la guerra comercial con EEUU. El llamado RCEP (Regional Comprehensive Economic Partnership) que se ha discutido en la reciente cumbre del ASEAN (noviembre 2019) podría entrar en vigor en 2020. Sin embargo, es precisamente India quien lo está frenando por el recelo a que produzca una invasión de productos chinos en su mercado. No debemos olvidar que uno de los ejes de la política



económica de Modi es “Make in India”, muy al estilo del “America First” de Trump. Además, la aparente cordialidad de las relaciones con Pekín se ven, también empañada por las disputas fronterizas en torno a las provincias de Aksai Chin y Arunachal Pradesh, y por el apoyo chino a Pakistán en el conflicto de Cachemira.

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 conflictos 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 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. Incluso visitó Lahore en 2015, 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 ataques y ordenó varios ataques aéreos de represalia sobre territorio pakistaní, que llevaron a Pakistán a pedir a sus socios regionales el boicót de la India en los foros internacionales. Recientemente se ha vuelto a incrementar la tensión en la región, ya que en agosto de 2019 Modi anunció la suspensión de la autonomía del estado de Jammu y Cachemira, que a partir de noviembre deja de ser oficialmente un estado para ser una región (de mayoría musulmana) administrada directamente por Delhi. Esto ha provocado nuevas protestas en la Cachemira pakistaní e incluso una condena pública por parte de Pekín.

2. ECONOMÍA

- ➔ La India cuenta con una economía de gran tamaño y un gran potencial derivado de unas dinámicas demográficas favorables y una creciente capacidad de atracción de capitales.
- ➔ El fuerte crecimiento económico de la última década (7-8% del PIB) se ha desacelerado recientemente coincidiendo con el deterioro de la economía global. El sector industrial se está viendo especialmente afectado, agravando también el deterioro de la situación del sistema financiero, que constituye, junto con el amplio déficit fiscal, el principal problema de la economía india.
- ➔ El crecimiento del PIB ha caído al 5% en el último trimestre. El Gobierno confía en que el paquete de estímulo fiscal aprobado en septiembre y la entrada en vigor de nuevas reformas reaviven el crecimiento al entorno del 7% en los próximos años.

ENORME POTENCIAL ECONÓMICO

La India es uno de los mercados de mayor tamaño y más dinámicos del mundo. Con un PIB de 2,7 billones de dólares, es ya la quinta economía mundial y está llamada a convertirse en la tercera potencia en las próximas décadas, tan solo por detrás de EEUU y China. Una de las principales bazas para lograrlo es su enorme población y el hecho de que esté todavía disfrutando del llamado “dividendo demográfico”.

PIB (mill.\$)	2.718.732
CRECIMIENTO PIB	6,8
INFLACIÓN	2,5
SALDO FISCAL	-6,6
SALDO POR C/C	-2,2

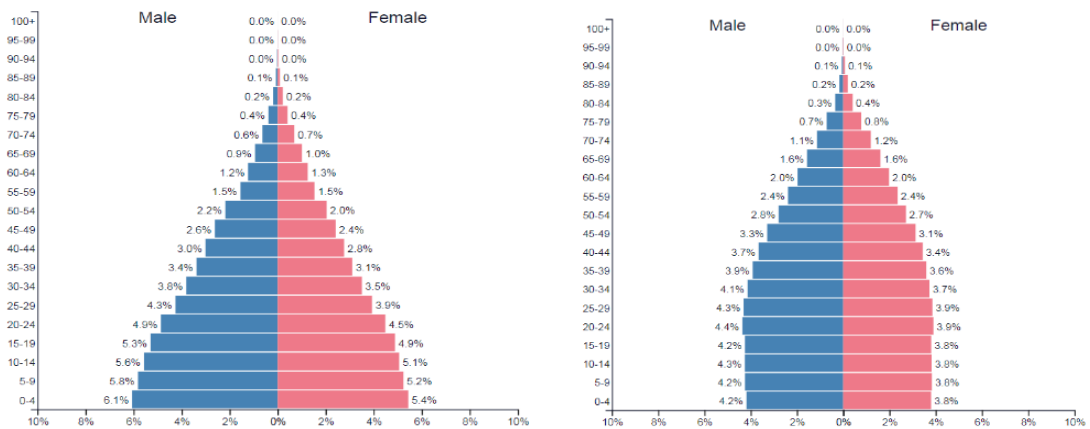
Datos a 2018

La India cuenta actualmente con 1.350 mill.de habitantes. La cifra es solo algo inferior que la población total de China, pero crece más rápidamente y se espera que en 2027 la supere como país más poblado del mundo. A pesar de este fuerte crecimiento, la reducción progresiva de la natalidad desde hace ya varias décadas está propiciando un cambio en la estructura de la población, en el que la fuerza laboral ocupa un peso mayor respecto a la población dependiente (jóvenes y jubilados). La fuerza laboral india crece a un ritmo cercano a 12 mill. de personas al año. De este modo, aunque de forma más paulatina, está consiguiendo algo similar a lo que China logró de forma súbita con la política del hijo único: una reducción drástica de la tasa de dependencia y con ello un notable aumento de la capacidad de ahorro e inversión, factores clave en el impulso de la productividad en los países emergentes. Además, a diferencia de China, que ahora se enfrenta al repentino envejecimiento de la población, la India encara todavía varias décadas de mejora en su tasa de dependencia.

Pirámide de población

2004: 1.126 mill. hab.

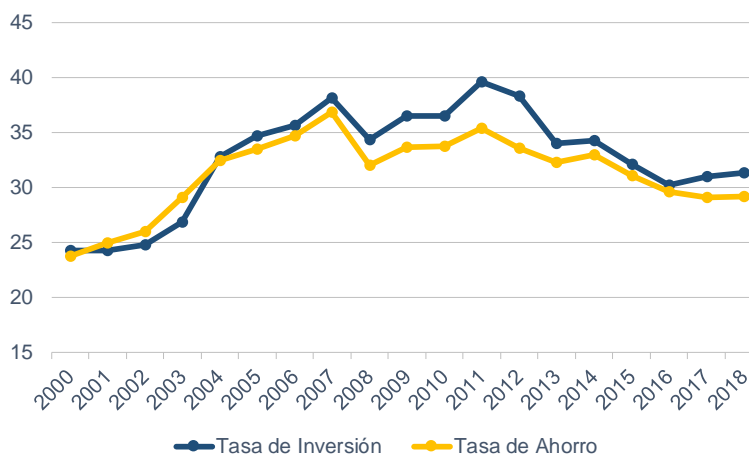
2029: 1.515 mill. hab.



Fuente: NBP

Así pues, 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 desaceleración y cambio de modelo económico. Tradicionalmente la India había crecido en torno al 3-4% 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 de la mejora del marco inversor de los últimos años, 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 el periodo 2003-18, que incluye la recesión global de 2009, el crecimiento económico de la India ha promediado un espectacular 7,6%. No obstante, la tasa de ahorro e inversión se ha moderado en los últimos años, lo que unido a la reciente desaceleración económica de 2019 ha levantado algunas dudas sobre la capacidad de la India de mantener, como hizo China durante varias décadas, estas elevadas tasas de crecimiento.

Inversión y ahorro (% PIB)



Fuente: FMI

De todas formas, 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 (70.000 mill.\$ en el periodo 2000-19) 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.\$.

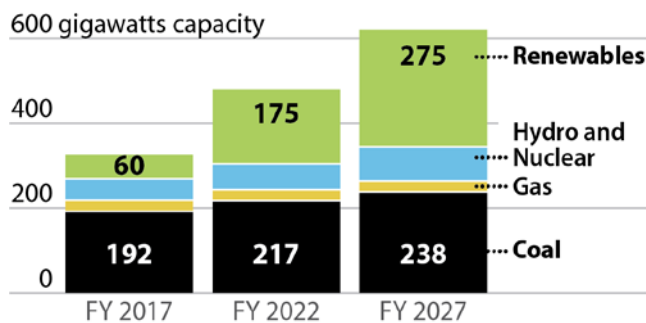
En comparación, el sector industrial se ha mostrado menos competitivo, especialmente frente a otros países de la región, en buena medida porque el entorno institucional y fiscal para este tipo de empresas es peor que en sus competidores directos y también por la peor calidad de las infraestructuras. No obstante, la India está recortando distancias en los últimos años y, como veremos, este sector es un objetivo prioritario de la política económica del Gobierno de Modi para reavivar el crecimiento. La industria supone cerca del 26% del PIB. El subsector con más peso es el que engloba maquinaria industrial, de transporte y bienes de equipo. Solo el sector del automóvil, foco de los actuales problemas manufactureros, se estima en cerca de un 3,5% del PIB.

Un factor clave para el futuro de la industria 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 la India produce cerca de 1 mill. barriles/día (b/d), pero necesita importar aproximadamente unos 3,5 mill. b/d adicionales para cubrir sus necesidades. Estas importaciones provienen en más de un 80% de Oriente Medio, lo cual hace que el país sea muy vulnerable a la evolución del precio internacional del crudo y a la situación política en el Golfo

Pérsico. Por otra parte, la producción de energía eléctrica se sustenta en cerca de un 60% 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, 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 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 está dirigida a la energía renovable, algo a lo que se ve obligado también por los graves problemas de polución, originados en buena medida por las centrales de carbón. El Plan Eléctrico Nacional de 2018 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 renovable 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.

India's National Electricity Plan, 2018

Coal gets cut, renewables grow rapidly in the new plan.

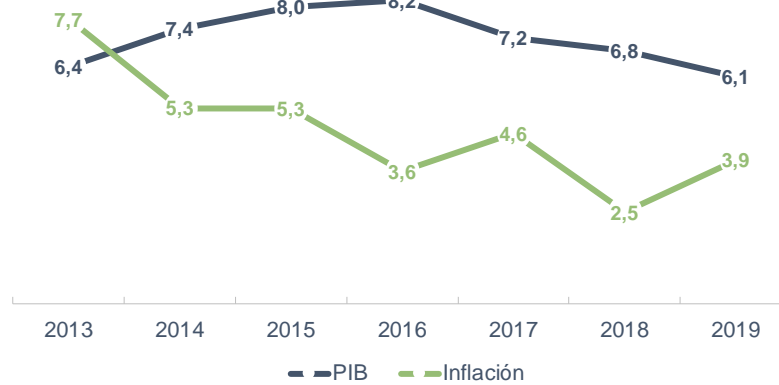


Fuente: IEEFA

DESACELERACIÓN ECONÓMICA

La India ha crecido a tasas muy elevadas en los últimos años. En el último lustro el crecimiento del PIB promedió un 7,5%, impulsado sobre todo por la fuerte expansión de la inversión y el consumo internos, la moderación de los precios del crudo y la recepción de unos intensos flujos de inversión extranjera directa (IED). La IED, atraída precisamente por el tamaño y dinamismo de la economía, así como por las enormes perspectivas de futuro del mercado indio, ha promediado cerca de 40.000 mill.\$ anuales, colocando a la India entre los principales receptores de inversión directa entre los países emergentes, algo que contrasta con los exiguos importes que recibía en décadas anteriores. Este fuerte crecimiento ha coincidido además con la moderación de las presiones inflacionarias (la inflación llegó a registrar un mínimo histórico en 2018 del 2,5%) y de los desequilibrios externos (el déficit por cuenta corriente ha estado generalmente por debajo del 2% del PIB).

Crecimiento e inflación (%)



Fuente: FMI

No obstante, este cuadro macroeconómico tan favorable esconde algunos problemas. En primer lugar, el crecimiento parece estar debilitándose rápidamente en los últimos meses. El principal factor que explica este comportamiento es el deterioro del sector manufacturero, un fenómeno global que en buena medida se debe a la incertidumbre generada por la guerra comercial entre EEUU y China y a la desaceleración del crecimiento mundial, y que está afectando especialmente a sectores industriales como el del automóvil y sus proveedores, con gran peso en el sector manufacturero indio. La venta de coches de pasajeros acumula ya once meses de caídas, y un descenso del 24% hasta septiembre. La caída de las ventas de automóviles y otros bienes duraderos es achacable también a los problemas del sistema financiero. En la India cerca de la mitad de estos bienes son financiados por instituciones financieras “en la sombra”, que ahora se encuentran bajo sospecha, por lo que este tipo de financiación se ha visto estrangulada. Así pues, mientras los servicios y el consumo interno en general siguen expandiéndose a buen ritmo, la producción industrial ha sufrido un súbito frenazo, llegando incluso a registrar tasas negativas (-1,1% en agosto). Como consecuencia, el crecimiento del PIB ha venido descendiendo paulatinamente desde mediados de 2018 hasta el 5% registrado en el segundo trimestre de 2019. Estos datos hacen imposible que se cumplan las previsiones iniciales, tanto del Gobierno como de otras instituciones internacionales, de que la India crecería al 7% en 2019.

Crecimiento trimestral del PIB en tasa anual

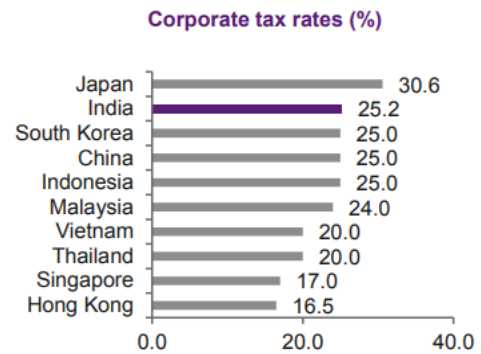


Fuente: RBI

La última revisión del FMI rebajó la estimación de crecimiento para 2019 al 6,1% del PIB, pero algunos analistas privados apuntan a que podría caer finalmente por debajo del 6%. Aunque sigue siendo un crecimiento notable, sería la peor cifra desde 2012 y supondría la posibilidad de caer por debajo del crecimiento de China, lo que empañaría además el relato de que la India ha tomado ya el relevo como líder de crecimiento entre los emergentes.

El Gobierno de Modi ha reaccionado anunciando en septiembre un paquete de estímulo fiscal, calificado por el mismo Modi de “histórico” y valorado en cerca 20.000 mill.\$.. Consiste en una rebaja del impuesto de sociedades del 35% hasta el 25% y que, para el caso concreto de las empresas manufactureras de nueva creación, puede llegar a ser del 15% (17% en términos efectivos). Se trata no solo de frenar el deterioro del crecimiento en el sector industrial, sino de poner a la India al nivel de los países del entorno en cuanto a competitividad y lograr también atraer la IED que en este sector generalmente elige otros países. De hecho, el sector manufacturero quedaría igualado de esta forma con los países de la zona que ofrecen la fiscalidad más favorable, como Singapur. El anuncio fue recibido con una subida del 6% en el Sensex, el índice de la bolsa de Bombay, y aunque todavía está por ver el impacto real, se espera que la medida contribuya al repunte del crecimiento en 2020. Este sería especialmente el caso si se logran avances en los próximos meses en la reforma laboral, otro de los grandes impedimentos para atraer inversión en el sector.

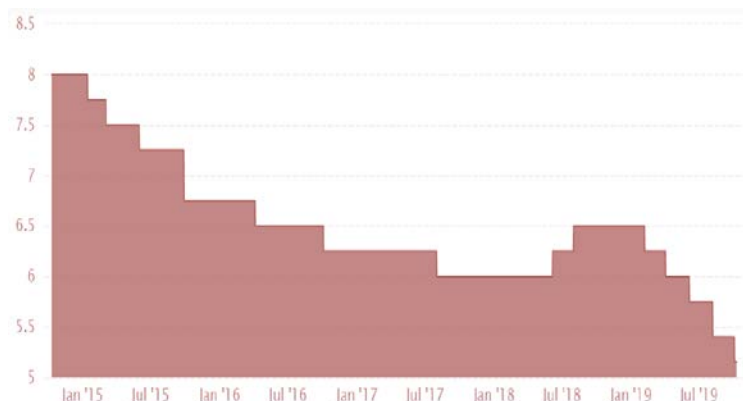
Type of Company	Corporate Tax Rate	Effective Rate (including levies)
Company not using new incentives	From 30% to 22%	From 34.94% to 25.17%
New manufacturing company formed after Oct. 1 st	From 25% to 15%	Reduced to 17.01%



Fuente: Natixis

La política monetaria también se está empleando a fondo para reactivar el crecimiento, si bien puede que a costa de erosionar la credibilidad e independencia del Banco Central. Ya desde 2018, antes de que se hiciera patente la desaceleración, el Ejecutivo de Modi había estado ejerciendo una fuerte presión a través del Ministerio de Finanzas para que se emprendiera una política de tipos más laxa, al tiempo que se solicitaba la devolución al Estado del exceso de capitalización de la institución. Esto terminó provocando la dimisión, en diciembre de 2018, del gobernador del Banco Central, Urji Patel, que llevaba apenas dos años en el cargo. Con la llegada del nuevo gobernador, Shaktikanta Das, más alineado con las directrices del Ejecutivo, el Banco Central ha llevado a cabo cinco recortes en el tipo de interés de referencia, llevándolo desde el 6,5% hasta el 5,15%, tras la rebaja del 0,15% del pasado mes de octubre. Al mismo tiempo, la institución acordó a principios de año reducir el ratio de capitalización hasta la banda del 5,5%-6,5%, lo que permitió la entrega al Estado de un dividendo extraordinario de 1,7 billones de rupias. En favor de la institución hay que señalar que la desaceleración económica a lo largo del año ha justificado esta política de recortes, al tiempo que la inflación se ha mantenido relativamente estable en torno al 3-4%, cifras bajas en términos históricos (se estima que la inflación podría cerrar el año en el 3,9%).

Tipo de interés de referencia del Banco Central



Fuente: IRB

Las injerencias en la independencia del Banco Central no parecen haber afectado a la credibilidad, a juzgar por la evolución del tipo de cambio. La rupia, de hecho, se apreció ligeramente durante la primera mitad del año, para luego perder terreno a partir del verano, con el deterioro de las cifras económicas, pero en el conjunto del año se ha mantenido estable en torno a 70 rupias por dólar. Por otro lado, tampoco parece que la rebaja de los tipos esté teniendo un impacto muy importante en la actividad, ya que los problemas de la banca en la sombra y la desconfianza que está generando en buena parte del sistema financiero están impidiendo una transmisión efectiva de la política monetaria.

PROBLEMAS EN EL SISTEMA FINANCIERO

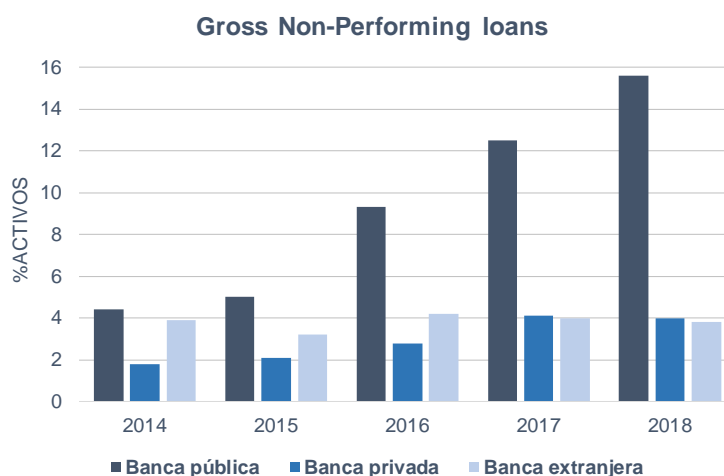
El deterioro de la situación del sistema financiero es uno de los elementos más preocupantes de la evolución reciente. El sector bancario indio ha sufrido históricamente dos problemas frecuentes entre los países emergentes: por una parte, un peso excesivo de la banca pública y, por otra, una falta de penetración del sistema financiero en amplias capas de la población. El primero de estos problemas, el peso de la banca pública, ha originado una política de concesión de crédito que implica una pésima calidad de los balances y el fuerte deterioro de la morosidad en momentos de menor actividad económica. En cuanto al segundo problema, la falta de acceso al crédito se ha agravado precisamente por la incapacidad de la banca pública de expandir el crédito en un contexto de aumento de la morosidad; y lo que estaba pareciendo en parte una solución, el creciente protagonismo de la banca en la sombra (entidades y empresas que ofrecen crédito fuera de los canales tradicionales bancarios), se ha convertido en un agravante tras el default de deuda de IL&FL (Infrastructure Leasing & Financial Services) en septiembre de 2018.

	Ratios de capitalización ajustados por riesgo				
	2014	2015	2016	2017	2018
Banca pública	11,4	11,4	11,8	12,1	11,7
Banca privada	15,9	15,1	15,7	15,5	16,4
Banca extranjera	17,9	16,8	17,1	18,7	18,6

Fuente: FMI

En efecto, la banca en India 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 unos ratios de capitalización notablemente peores; pero, desde 2012, la morosidad ha ido creciendo hasta alcanzar niveles preocupantes. En términos brutos, alcanzó en 2018 el 15,6% de los préstamos en la banca pública, lo que ha llevado a la morosidad bruta total del sistema a un elevadísimo 11,6%. En buena medida este ascenso se debe no tanto a un deterioro de la actividad, algo que sí se ha producido de forma reciente, como a la herencia de más de una década de conceder créditos bajo criterios poco técnicos. Sea como fuere, ello ha obligado al Estado a recapitalizar y

reestructurar el sector de forma acelerada. 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, no obstante, está avanzando muy lentamente y la banca pública sigue sin ejercer un papel realmente activo en la concesión de crédito. Tampoco parece que se vaya a poner sobre la mesa la posibilidad de privatizar los bancos, algo que algunos analistas consideran indispensable si de verdad se quiere solucionar el problema a largo plazo. Así, el crecimiento del crédito bancario viene cayendo desde 2012 hasta tasas inferiores al 8% (estancado en torno al 4-5% en términos reales), cifras muy bajas para un país emergente de alto crecimiento.



Fuente: FMI

En paralelo, la llamada banca en la sombra, cuyo auge reciente estaba precisamente supliendo el limitado papel de la banca pública, ha entrado en crisis. Se trata de un sector compuesto por algo más de 10.000 entidades de muy variado tamaño y tipología y que en los últimos años había crecido hasta suponer un 18% del crédito, con un peso muy importante en los sectores industriales y la construcción. Su auge había permitido impulsar el crecimiento del crédito hasta cotas cercanas al 15% en la primera mitad de 2018. Sin embargo, el anuncio de la quiebra, en agosto de 2018, de IL&FL⁽⁴⁾, uno de los principales actores en el sector de la construcción, ha provocado que la banca tradicional cierre 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 finales de 2018. Afortunadamente la situación se ha estabilizado en los últimos meses, y, aunque la confianza no se ha recuperado del todo, no se ha producido un contagio a las entidades bancarias tradicionales. De todas formas, ello ha contribuido a que el crecimiento del crédito haya vuelto a descender a

(4) EL Infrastructure Leasing & Financial Services es un holding financiero cuya actividad se centra en otorgar financiación a empresas participadas por el grupo, principalmente constructoras. La empresa, que llegó a cotizar en bolsa por valor de más de 2.000 mill.\$, cuenta con cerca de 250 subsidiarias y participaba en algunos de los mayores proyectos de infraestructuras del país. La compañía fue intervenida en octubre de 2018, cuando quedó claro que se había producido un fraude contable (contaba con calificación de AAA poco antes de que declarase el default de parte de su deuda), y se relevó a la junta de directores, que está siendo investigada penalmente. La empresa continúa operando bajo supervisión estatal.

tasas inferiores al 8%. Se espera que en 2020, una vez superada esta situación, se pueda volver a registrar tasas de crecimiento del crédito cercanas al 12% (6-8% en términos reales), una cifra que, de todas formas, sigue resultando insuficiente para las necesidades de desarrollo del país.



Fuente: CMIE

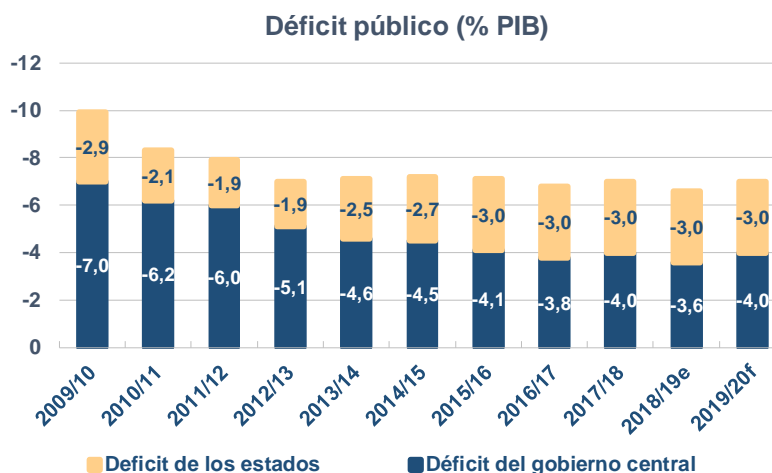
3. SECTOR PÚBLICO

- ➔ Crónico y amplio déficit del sector público, que obedece a la escasa recaudación, a los elevados subsidios y a los permanentes desequilibrios de las cuentas de los estados federales.
- ➔ La reforma fiscal está produciendo mejoras necesarias en la estructura general tributaria, pero no está teniendo impacto en la reducción del déficit.
- ➔ El deterioro del crecimiento y las rebajas fiscales podrían volver a elevar el déficit público por encima del 7% del PIB en los próximos ejercicios.
- ➔ La deuda del sector público es elevada pero de carácter doméstico. Grado de inversión, con perspectiva negativa.

CRÓNICO DESEQUILIBRIO FISCAL

La India ha padecido de forma crónica un fuerte desequilibrio en sus cuentas públicas. Durante décadas, el déficit público ha sido 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, si bien 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.

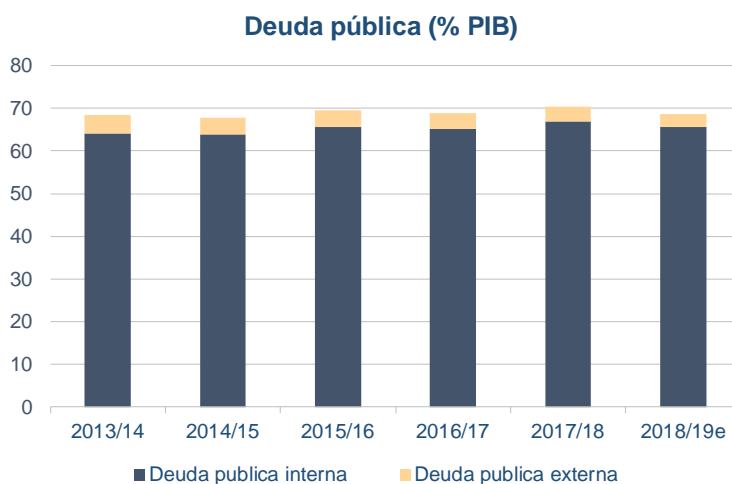


En segundo lugar, el déficit público obedece en buena medida a una insuficiente recaudación. Los ingresos fiscales del Gobierno central están en torno al 9% del PIB y para el conjunto del Estado alcanzaron el 20,5% en el ejercicio fiscal 2017/18, lo que resulta relativamente bajo. Sin embargo, esto no 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 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 alcanzan en conjunto un 27,5% 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 constituye 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 está teniendo un impacto muy notable en la recaudación. También lleva más de dos años en

marcha la elaboración del Direct Tax Code (DTC), que consolida e integra todas las leyes de impuestos directos, y por tanto reemplazará tanto a la Ley del Impuesto sobre la Renta de 1961 como a la Ley del Impuesto sobre el Patrimonio de 1957. El borrador de la Ley se finalizó el pasado mes de agosto y se presentó al Parlamento en octubre, con lo que todavía está sujeto a modificaciones. En general, simplifica y reduce los gravámenes al tiempo que elimina muchas exenciones. Esta reforma se solapa con los cambios sobre la fiscalidad empresarial ya comentados y dirigidos a mejorar la competitividad de las empresas, especialmente en el sector industrial. En conjunto, todas las reformas representan un enorme paso hacia la modernización del sistema tributario, si bien el impacto sobre el déficit fiscal no será evidente a corto plazo.

El déficit general bajó desde el elevadísimo 9,9% del PIB registrado en 2009/10 hasta el entorno del 6-7% en la última legislatura. En el ejercicio fiscal 2017/18 el déficit alcanzó el 7% del PIB, mientras que en 2018/19 se estima en un 6,6%. El peso de dicha reducción ha recaído en el Gobierno Central (desde un déficit del 7% al 3,5% del PIB), y se ha logrado principalmente a través del incremento de los impuestos especiales y de la reducción de los subsidios, especialmente de la eliminación del subsidio al diésel, a lo que ha ayudado la moderación del precio del crudo en los últimos años. Por su parte, el déficit de los estados se ha mantenido estable en torno al 3% del PIB. De cara a los próximos ejercicios, se teme que la desaceleración económica y el reciente paquete de rebajas fiscales pueda poner en peligro la senda de reducción del déficit, y seguramente el desequilibrio fiscal vuelva a superar el 7% (el FMI estimaba que se reduciría al 6,5% el próximo ejercicio). Esto ha provocado que recientemente Moody's ponga en vigilancia negativa el *rating* de la deuda de la India (Baa2), algo que resulta preocupante en caso de que hicieran lo mismo las otras dos grandes agencias, dado que la calificación de la deuda soberana se encuentra ya en el último escalón del grado de inversión en Fitch y S&P (BBB-).



Fuente: FMI

La deuda pública del Gobierno central equivalía al 50,1% del PIB en 2017/18, y se ha mantenido estable gracias al elevado crecimiento. Sin embargo, la deuda pública de todo el Estado asciende ya al 70,4% del PIB, un nivel excesivo para un país de estas características y con ingresos fiscales bajos. En efecto, la deuda equivale al 340% 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 acceso a los mercados internacionales relativamente favorable, ya que de momento goza de grado inversión, si bien, como ya hemos comentado, por un escaso margen, que se pondría poner a prueba en el corto plazo.

	Moody's	S&P	Fitch
China	A1	A+	A+
Tailandia	Baa1	BBB+	BBB+
Filipinas	Baa2	BBB+	BBB
Indonesia	Baa2	BBB	BBB
INDIA	Baa2	BBB-	BBB-
Vietnam			BB
Mongolia	B3	B	B

Investment grade starts at **Baa3** (Moody's) and **BBB-** (S&P and Fitch)

4. SECTOR EXTERIOR

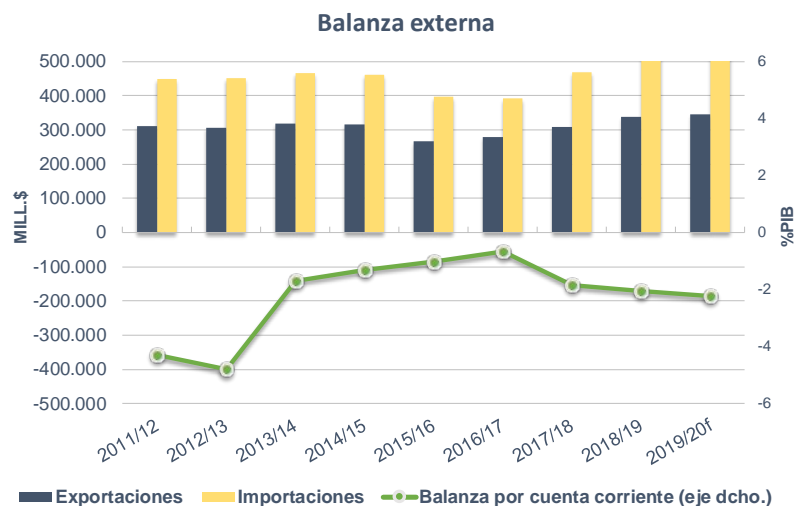
- ➔ Creciente apertura al exterior. La gran dependencia de las importaciones energéticas, de materias primas y bienes de capital explica el crónico déficit comercial, que se contrarresta, en parte, por el enorme flujo de remesas de emigrantes.
- ➔ A pesar del fuerte crecimiento del consumo interno el déficit por cuenta corriente registra cifras moderadas, en torno al 2% del PIB, gracias en buena medida a la caída del precio del petróleo.
- ➔ Bajo endeudamiento externo y buena posición de reservas. Excelente comportamiento pagador.

MODERADOS DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE

India ha sido tradicionalmente un país poco abierto al exterior en cuanto al comercio de mercancías. No obstante, ha aumentado notablemente su tasa de apertura desde principios de siglo, hasta alcanzar el 30% del PIB en 2018. 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 sobremanera el petróleo y derivados, con 27,4% de las importaciones. Por mercados, los principales clientes de la India son Estados Unidos (con el 15,9% del total), Emiratos Árabes (9,2%), y China (5%). En cuanto a los proveedores, lidera la lista China (15,8% del total) seguido de Arabia Saudí (5,5%). 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 desequilibrio externo que aumenta en momentos alcistas del ciclo y que se ve afectado sobre todo por la evolución del precio del crudo. Así, el déficit por cuenta corriente alcanzó el 4-5% del PIB en el periodo de precios altos de 2010-14, y desde entonces registra niveles moderados, a pesar incluso del alto dinamismo de la demanda interna. De todas formas, la balanza comercial sigue mostrando un abultado desequilibrio. 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 2018/19 se alcanzó la cifra record de 70.000 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.



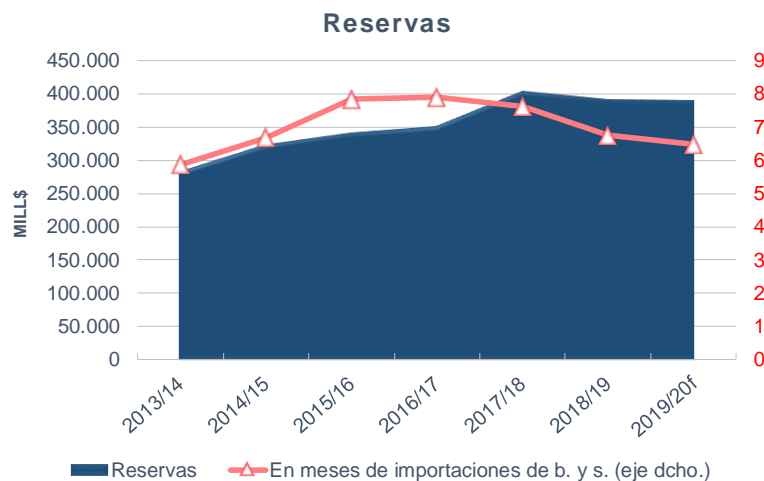
Fuente: IIF

En 2018/19 se estima que las exportaciones crecieron en torno a un 9%, hasta 337.000 mill.\$. Por su parte, las importaciones crecieron algo más, casi un 10%, hasta 517.000 mill.\$. Como resultado, el déficit comercial se amplió hasta los 180.000 mill.\$. Por su parte, la balanza de servicios arrojó un saldo positivo de aproximadamente 82.000 mill.\$, lo que unido al resto de partidas de transferencias y pago de rentas dio lugar a un déficit por cuenta corriente de 66.000 mill.\$, lo que supone un 2,2% del PIB, una cifra moderada. En los próximos años se estima que se mantendrá estable en torno a esta magnitud, si bien depende de que se cumplan las previsiones que señalan que el precio del petróleo va a seguir por debajo de los 70 \$ el barril.

India financia con cierta holgura este desequilibrio. Tradicionalmente el país ha recibido un flujo reducido de capitales con relación a su potencial, y 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 los últimos tres lustros la entrada de inversión extranjera directa se ha multiplicado por diez. Ha pasado de unos escasos 3.800 mill.\$ en 2005/06 a 43.300 mill.\$ en 2018/19.

La inversión en cartera también ha registrado un importante auge, si bien su evolución ha sido muy volátil y en ocasiones ha obligado a intervenir al Banco Central para moderar las presiones sobre la rupia. El último de estos episodios tuvo lugar en 2014/15, momento en el que la gran incertidumbre acerca de la evolución de los países emergentes en los mercados de capitales originó una salida neta de inversión en cartera de más de 40.000 mill.\$. En cambio, en los últimos años los flujos han sido mucho más estables; incluso con el deterioro reciente de la evolución económica no se han registrado de momento salidas de capitales comparables a las producidas en 2015. Por otra parte India cuenta con un cómodo colchón de reservas, que asciende a cerca de 390.000 mill.\$, aproximadamente 6,8 meses de importaciones de bienes y servicios.



Fuente: IIF

MODERADO ENDEUDAMIENTO EXTERNO

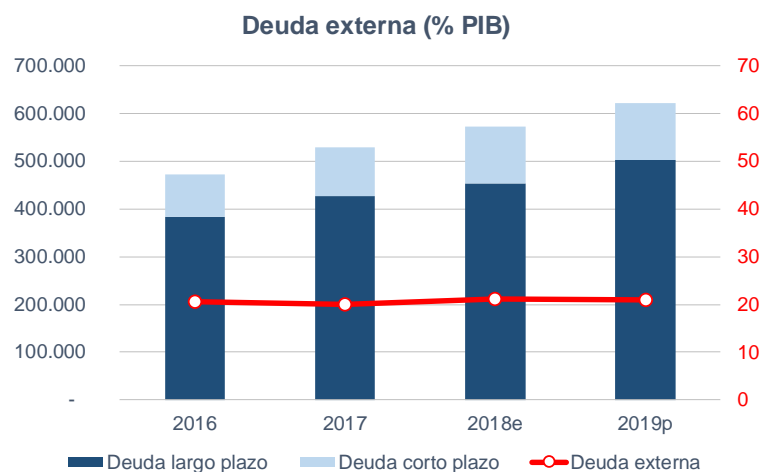
La deuda exterior de la India ha crecido notablemente en la última década. Actualmente supera los 596.000 mill.\$, si bien esta cifra en términos relativos equivale a un 21,5% del PIB y un 105% de las exportaciones de bienes y servicios, siendo ambos ratios notablemente moderados e inferiores a los registrados en décadas pasadas, gracias al fuerte crecimiento del PIB y del comercio exterior. Además, la mayor parte está contratada a medio y largo plazo (el 79%) y las reservas equivalen a dos tercios de la deuda externa total y a más de cuatro veces la deuda a corto plazo, todo lo cual configura una favorable posición de solvencia. Además, 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. No obstante, el Ejecutivo de Modi está decidido a impulsar la emisión en moneda extranjera para aprovechar los bajos tipos de interés internacionales, y en julio anunció que preparaba una emisión de bonos de 10.000 mill.\$.

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 deuda multilateral representa el 11%, en tanto que la bilateral es solamente un 7% del total.

Aunque el importe del servicio de la deuda ha crecido en los últimos diez años desde los 11.750 mill.\$ del año 2001/02 a 74.000 mill.\$ el ejercicio pasado, en proporción a los ingresos corrientes de balanza de pagos se ha reducido drásticamente hasta el 13,2%.

La India nunca ha acudido al Club de París y siempre ha mantenido un comportamiento deudor satisfactorio.



Fuente: IIF

5. CONCLUSIONES

- La India es una **democracia consolidada** donde el riesgo de que se produzca una desestabilización grave del sistema político es muy improbable. No obstante, existen problemas de seguridad en determinadas zonas debido a la insurgencia naxalita y el país es vulnerable a episodios de violencia interreligiosa y, evidentemente, a la amenaza del terrorismo islamista.
- Debido a su elevada complejidad social y política, la India ha registrado tradicionalmente una tendencia al inmovilismo político. Sin embargo, **Narendra Modi logró en 2019 una aplastante victoria electoral y cuenta con el apoyo político necesario para profundizar en el proceso de reformas** iniciado en 2014. Modi ya ha logrado algunos avances importantes, si bien quedan por implantar algunas de las medidas más cruciales y más costosas en términos políticos.
- Aunque mantiene un enfrentamiento histórico con **Pakistán**, y la tensión se ha incrementado por la reciente decisión de suprimir la autonomía de la región de Cachemira, el riesgo de un enfrentamiento armado es muy bajo en estos momentos.
- 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 2,7 billones de dólares, y a la favorable dinámica demográfica de su enorme población la India es, con todos sus problemas y la complejidad de su marco legal y fiscal, un mercado muy atractivo para la inversión extranjera y uno de los mercados claves de la economía mundial de las próximas décadas.
- **Riesgos a corto plazo:** el país afronta una **desaceleración económica con riesgos a la baja**. El crecimiento ha caído hasta el 5% en el último trimestre y el sector industrial está en contracción. El paquete de estímulo fiscal aprobado recientemente y el avance de nuevas reformas podrían avivar el crecimiento en 2020, si bien la evolución estará muy ligada a que se despejen las dudas en el panorama internacional y a la mejora de la situación en el sector bancario. Por otra parte, la India corre el riesgo de perder a corto plazo el grado de inversión por parte de las agencias de *rating*.
- Sigue **pendiente una profunda reforma del sistema financiero**, dominado por la banca pública. A la creciente subida de la morosidad de la banca pública tradicional se ha sumado desde 2018 la crisis de la llamada banca en la sombra tras el default de deuda del holding financiero IL&FL. La situación ha sido controlada, pero se ha generado una desconfianza sobre el sector que será difícil de remontar.

- La India cuenta en su favor con una **notable solvencia externa**. El déficit por cuenta corriente y el endeudamiento externo son moderados. Además, el nivel de reservas otorga margen a las autoridades para combatir un deterioro del sentimiento inversor internacional.
- La India posee un **buen historial pagador**. La emisión reciente con este destino ha sido prácticamente nula, mientras que históricamente la siniestralidad ha sido muy baja.

© 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.