

INFORME RIESGO PAÍS

INDIA

Madrid: 18 de noviembre de 2014



A destacar

Democracia consolidada y estable pero con importantes tensiones sociales, religiosas y políticas, así como tendencia al inmovilismo. No obstante, la **amplia victoria de Norenda Modi** (BJP) en las elecciones de mayo, le da un enorme respaldo a su programa de reformas, que supone el esfuerzo con mayores posibilidades de éxito en décadas de enfrentar los problemas estructurales del país. De momento, ha conseguido apuntalar la confianza empresarial y, en buena medida, aislar a la India del deterioro en el sentimiento inversor internacional hacia los países emergentes.

Economía de gran tamaño y fuerte potencial de crecimiento pero con necesidad de emprender reformas estructurales. La India es la séptima economía del mundo y está llamada a ser una potencia económica mundial. No obstante, debe corregir las carencias en el funcionamiento interno de su economía, originadas por las deficientes infraestructuras, el ineficiente sistema legal y tributario, el excesivo peso de la burocracia o las trabas a la inversión extranjera.

Se ha frenado la desaceleración económica y se han corregido en buena medida los desequilibrios que amenazaban la estabilidad macroeconómica. El fuerte crecimiento del periodo 2003-2012 ha dado paso a una fase de bajo crecimiento, elevada inflación y desequilibrios exteriores, que han retroalimentado la incertidumbre inversora hacia el país justo cuando se deterioraba el sentimiento hacia los países emergentes. Sin embargo, a partir de 2013 una decidida política monetaria, cierta contención fiscal y el propio descenso del crecimiento han logrado moderar estos desequilibrios. El crecimiento parece repuntar y se espera que se sitúe en torno al 6% en los próximos años.

Moderación del déficit por cuenta corriente. La caída del crecimiento, la moderación del precio del crudo y las medidas sobre las importaciones de oro han logrado recortar drásticamente el déficit exterior (-1,7%), lo que ha contribuido a afianzar la confianza externa, estabilizar la cotización de la rupia y reanudar la acumulación de reservas.

Endeudamiento externo manejable. Buenos ratios de endeudamiento y bajo servicio de la deuda externa.

SITUACIÓN POLÍTICA

MODI: LA GRAN ESPERANZA HINDÚ

- Sistema democrático consolidado y estable pero con tendencia al inmovilismo y problemas estructurales que contribuyen a un negativo clima de negocios.
- La amplia victoria de Narendra Modi en las elecciones generales de mayo y las enormes esperanzas de que pusiese en marcha un amplio proceso de reformas que afronten los problemas estructurales del país han dado paso a una fase de cierta decepción.
- En todo caso, cuenta con una amplia mayoría en el Lok Sabha y podría poner en marcha un proceso más decidido de reformas después de que afiance su posición en la cámara alta.
- Factores de inestabilidad social: el conflicto islamista y especialmente el terrorismo naxalita son la principal amenaza.

POBLACIÓN	1.252 mill.hab.
RENTA PER CÁPITA	1.570 \$
EXTENSIÓN	3.287.595 Km ²
RÉGIMEN POLÍTICO	R. Fed. Democrática
CORRUPCIÓN	94/176
DOING BUSINESS	134/185

Es común referirse a la India como la democracia más grande del mundo. En efecto, el gigante asiático tiene uno de los sistemas democráticos más estables y antiguos de entre los países emergentes. Aunque, como veremos, el país no está exento de problemas sociales y de violencia política, ha mantenido una ininterrumpida continuidad democrática desde que lograra la independencia de

Gran Bretaña en 1947. Signo de la consolidación del mismo, los traspasos de poder entre gobiernos de distinto signo se realizan sin grandes traumas. No obstante, el sistema político tiene una fuerte tendencia al inmovilismo y aqueja problemas derivados de su extenso sistema de descentralización estatal y de la enorme heterogeneidad de las fuerzas políticas. En efecto, de ellos derivan en buena parte algunos de los aspectos más negativos del riesgo-país indio. Nos referimos a la pesada burocracia, la extremada lentitud judicial y los problemas por corrupción. No es de extrañar que el clima de negocios esté entre los peores de Asia y que este aspecto sea frecuentemente señalado para explicar los problemas estructurales del país para crecer a tasas elevadas de forma sostenida⁽¹⁾.

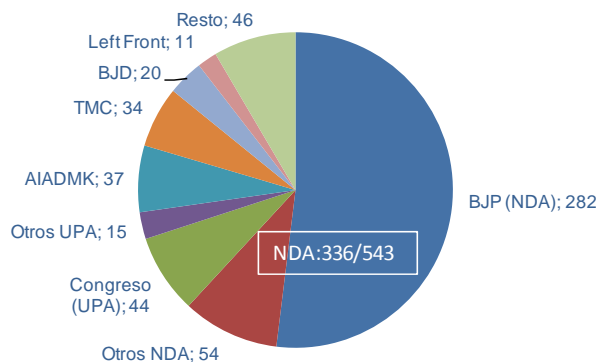
(1) Clasificado por el Doing Business del Banco Mundial en el puesto 134 de 185 países en el ranking de 2014. Las clasificaciones son especialmente malas en cuanto a los apartados de establecimiento de empresas (179), permisos de obra (182), pago de impuestos (158) o resoluciones judiciales (hasta 3,9 años de promedio).



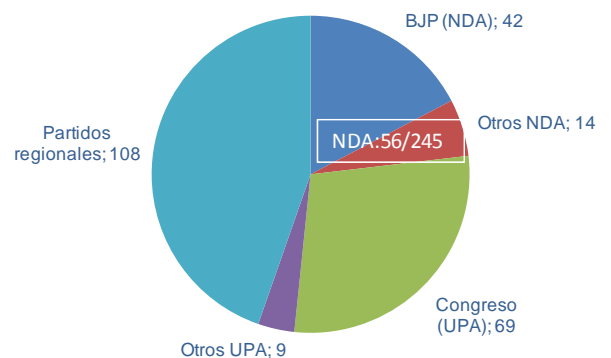
El amplio espectro de partidos políticos es en gran medida reflejo de la enorme heterogeneidad étnica y religiosa del subcontinente, que alberga a más de 1.200 mill de habitantes. Existe un elevadísimo número de partidos basados en criterios regionales, religiosos e incluso, de casta, algo lógico en una Federación tan poblada y compuesta de 28 estados y siete uniones territoriales. No obstante, a nivel nacional dos grandes partidos han dominado tradicionalmente el sistema político. Se trata, por un lado, del Partido del Congreso, de la dinastía política Gandhi-Nehru, y, por otro, el Partido Barathiya Janatha (BJP), que viene a ser la expresión política del nacionalismo hindú. De todas formas, ambos se apoyan generalmente en pequeños partidos para alcanzar mayorías estables en el legislativo, por lo que actualmente lideran sendas coaliciones, como son la Alianza Progresista Unida (UPA) del Partido del Congreso y la Alianza Democrática Nacional (DNA) en el caso del BJP. Incluso a pesar de dichas alianzas han sido frecuentes los problemas de gobernabilidad y los enfrentamientos con los gobiernos estatales acerca de la introducción de reformas.

Este marco político explica porqué la irrupción del nuevo primer ministro Narendra Modi (BJP), y su espectacular victoria electoral el pasado mes de mayo han despertado tanto optimismo entre la población, especialmente entre los jóvenes y en el ámbito empresarial. Modi realizó una campaña de estilo presidencial, muy basada en su carisma de hombre decidido, denunciando la corrupción así como la necesidad de reformar de una vez el pesado aparato estatal para impulsar el crecimiento. Podía, además, mostrar sus credenciales de exitosa gestión económica durante más de diez años al frente del estado de Gujarat, que prometía trasladar al ámbito nacional. Su ascenso ha coincidido además con el descalabro del Partido del Congreso, cuya popularidad en los últimos años del gobierno de Mahmoan Sigh se fue a pique. Con escasos apoyos en el legislativo y con su prestigio minado por sonados casos de corrupción, fue incapaz a pesar de sus intentos de sacar adelante reformas significativas o de reavivar el crecimiento. Así, en las elecciones de mayo de 2014, mientras el Partido del Congreso sufría una debacle, Modi obtuvo un resultado histórico. El BJP se hizo con 282 escaños de los 543 que compone el Lok Sabha, la cámara baja. Su alianza de partidos, el DNA, controla ahora casi dos tercios de la cámara, lo que supone no solo la mayoría más amplia de la que ha gozado ningún gobierno en más de dos décadas, sino un claro respaldo para su plan de reformas.

Lok Sabha 2014-2019



Rajya Sabha sept-2014



Sin embargo, tan solo unos meses después de la victoria ya empieza a extenderse un sentimiento de desilusión en el entorno empresarial, ya que el ritmo y alcance de las reformas están lejos de lo que inicialmente se esperaba. En primer lugar, hay que señalar que la posición en el legislativo no es tan cómoda como pueda parecer. El gobierno está en franca minoría en la cámara alta, el Rajya Sabha, cuyos miembros son nombrados principalmente por los parlamentos estatales y donde imperan los intereses regionales. Así, por ejemplo, la reforma para la apertura de la inversión en el sector de los seguros, que pretendía elevar la participación extranjera en las empresas de seguros hasta el 49% (la propuesta inicial ya desilusionó), fue bloqueada por el Rajya Sabha. En última instancia el gobierno podría, con sus escaños actuales, deshacer cualquier bloqueo legislativo convocando una sesión conjunta de ambas cámaras, en la que el DNA estaría a solo 2 escaños de la mayoría, que serían relativamente fáciles de obtener. No obstante, ésta se considera una medida muy excepcional.

Así pues, aunque se han aprobado ya un buen número de medidas, parece que Modi ha adoptado inicialmente una táctica política en la que se aplazan o diluyen las reformas de mayor calado y también por ello más dolorosas, especialmente aquellas como la reducción de subsidios o la reforma laboral, que tendrían un impacto más directo en el electorado. Se apunta a que esta táctica podría responder precisamente a que espera que de aquí a 2016 se vayan renovando hasta 35 cargos del Rajya Sabha, lo que presumiblemente le daría una mejor posición en la cámara alta. Efectivamente, así ha sucedido en las elecciones de octubre en los estados de Haryana y Maharashtra, donde el BJP obtuvo la victoria, especialmente clara en el primero de ellos, donde ha pasado de 4 a 47 escaños. Sin embargo, esta táctica comporta el riesgo de defraudar las expectativas creadas, lo que puede desgastar su apoyo inicial e incluso costarle algún revés inesperado en elecciones estatales. Por otra parte, ciertas medidas requieren realizar modificaciones constitucionales, como por ejemplo una de las reformas clave, como es la introducción del impuesto sobre bienes y servicios (GST), para lo que se precisa una mayoría de dos tercios de las cámaras, lo que obliga, por tanto, a negociar con la oposición y otros partidos regionales⁽²⁾. Por estas razones el gobierno es consciente de que tampoco puede aplazar excesivamente las reformas y se espera que en la sesión parlamentaria de este invierno vuelva a plantear un gran paquete de medidas, que incluiría el GST, la reforma sobre los requisitos de adquisición de tierras, una reforma laboral para pequeñas empresas y posiblemente un nuevo intento de reforma de los límites de propiedad extranjera en el sector seguros.

En definitiva, aunque Modi pueda decepcionar las grandes expectativas creadas, su nuevo gobierno supone, aunque sea de forma gradual, el esfuerzo más serio y con mayores posibilidades de éxito que se ha realizado en décadas para enfrentar los problemas estructurales del país. De momento, ha conseguido apuntalar la confianza empresarial y, en buena medida, aislar a la India del deterioro en el sentimiento inversor internacional hacia los países emergentes y, con ello, frenar las salidas de capitales y la depreciación de la rupia, que fueron especialmente intensas en 2013. El riesgo a medio plazo es evidentemente que el impulso reformista, incluso en esta forma gradual, vaya perdiendo fuerza, con lo que se podría revertir el efecto positivo sobre los mercados en un periodo de crecimiento todavía débil.

(2) Diversos organismos multilaterales señalan las diferentes fiscalidades y requisitos para el comercio interestatal como uno de los más graves obstáculos para el desarrollo, ya que se estima que sitúan los costes logísticos internos entre dos y tres veces por encima de la media regional, según cifras del Banco Mundial. Se está negociando una forma de compensar a los estados por la pérdida de ingresos que sufrirían con la reforma.



La llegada de Modi puede también alterar los problemas de seguridad interna, pero en este caso en sentido negativo. Aunque en los últimos tiempos el primer ministro ha moderado su retórica nacionalista hindú, su historial al frente del estado de Gujarat hace temer que se agraven los conflictos sociales internos, especialmente la violencia inter-religiosa⁽³⁾. En efecto durante su mandato en 2002 se produjeron violentos altercados raciales que provocaron la muerte de 790 musulmanes y 254 hindús, además de una enorme destrucción de inmuebles y edificios religiosos de distintas confesiones (cerca de 100.000 viviendas y 500 templos)⁽⁴⁾. De todas formas, si bien el país a lo largo de su historia ha sido frecuentemente golpeado por sucesos de violencia política, desde el asesinato en 1984 de Indira Ghandi a manos de radicales Sij estos problemas no han afectado a la estabilidad política ni al normal funcionamiento de la actividad económica.



En realidad, el problema de seguridad interna más grave que afronta el país proviene del Movimiento Naxalita⁽⁵⁾. Se trata de un grupo insurgente de inspiración maoísta con base en el estado de Chhattisgarh. Opera también a lo largo del llamado “corredor rojo”, zonas rurales de los estados de Bengala Occidental, Orissa, Andhra Pradesh, Bihar, Jharkhand. Se estima que cuenta actualmente con cerca de 10.000 efectivos y tiene capacidad de llevar a cabo acciones coordinadas de gran impacto, como el ataque de 2010, el más mortífero en la historia del grupo, que movilizó a cerca 1.000 combatientes y supuso la muerte de 76 miembros de las fuerzas de seguridad del Estado. No obstante, sus acciones consisten

generalmente en voladuras de torres de alta tensión, sabotajes en estaciones y vías férreas, así como ataques sobre comisarías, convoyes del ejército o edificios oficiales en pequeños pueblos. Aunque más infrecuente, también son susceptibles de sufrir atentados las empresas en estas zonas que tengan conflictos laborales y existe la posibilidad de secuestros de occidentales (dos italianas en 2012). En los últimos años parece haber descendido la intensidad de la violencia, especialmente desde que en 2011 el ejército obtuviera una gran victoria con la muerte del Kishenji, el líder militar del Partido Comunista. No obstante, en marzo de 2014 se produjo el último ataque de importancia. Una emboscada provocó la muerte de 15 miembros de las fuerzas de seguridad en Chhattisgarh.

- (3) El 80% de la población es de religión hindú, el 14% profesa la religión musulmana (la tercera comunidad musulmana más grande del mundo). Existen además otras religiones minoritarias, entre las que destacan el cristianismo y los Sij, que rondan cada uno el 2% de la población.
- (4) No solo se acusa a Modi de haber azuzado los disturbios por su discurso nacionalista hindú, sino que se ha acusado también a la policía y miembros de aquel gobierno de haber orquestado directamente la violencia anti musulmana dando listados de nombres y propiedades como objetivos para los violentos e incluso llevando a cabo muertes extrajudiciales de detenidos.
- (5) El grupo nació en la ciudad bengalí de Naxalbari, de donde luego tomó su nombre.

RELACIONES EXTERIORES: TENSIONES REGIONALES Y ALIANZA CON EE.UU.

La India se mueve en un marco de relaciones diplomáticas muy complejo debido a los distintos conflictos que mantiene abiertos en la región. 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 despierta el temor de que estos enfrentamientos se recrudezcan. Al mismo tiempo, el nuevo gobierno busca afianzar sus lazos con EE.UU., haciendo valer la carta política de baluarte democrático en la región así como de factor de contención frente a la expansión china. Aunque es improbable a medio plazo un enfrentamiento armado el riesgo de que estos conflictos provoquen alguna crisis que afecte la evolución económica sí es significativo.

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 Bombai 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 y se filtraron supuestos planes para realizar ataques sobre las bases de los autores de la masacre⁽⁶⁾. La llegada al poder de Nawaz Sharif en Pakistán tampoco invita a un excesivo optimismo, aunque tenga como uno de sus principales objetivos mantener relaciones amistosas con todos sus vecinos. En 2013, Sharif mantuvo una reunión para mejorar la colaboración económica con el anterior primer ministro indio Singh sin que se lograsen grandes resultados y en medio de fuertes tensiones en la frontera por el ataque de grupos pakistaníes sobre militares indios que dejó 13 muertos. Parece extremadamente complejo que se logren avances significativos y nuevos incidentes en la frontera o por ataques en suelo indio pondrán a prueba hasta donde llega la retórica nacionalista de Modi en términos prácticos.

En comparación, las relaciones con China son mucho más amistosas. Desde la guerra de 1962 las relaciones han ido mejorando y China es hoy uno de los socios comerciales claves de la India y uno de los mayores inversores en el país. Además, en 2003 Delhi reconoció Tibet como parte de China, al tiempo que Pekín hizo lo mismo sobre la provincia india de Sikkim en 2004. No obstante, se mantienen las fricciones por las disputas fronterizas en torno a las provincias de Aksai Chin y Arunachal Pradesh, y el recelo ante la expansión militar y económica china en Asia y el Pacífico, que tanto preocupa en Washington, es evidente también en el gobierno indio.

(6) El ataque, que provocó 173 muertos y más de 300 heridos, fue inicialmente achacado a un grupo islámico radical indio hasta entonces desconocido, "los Muhaidines del Deccan". Sin embargo, el único atacante superviviente, Ajmal Kasab, es de nacionalidad pakistaní. Los servicios secretos indios atribuyen el ataque a Lashkar-e-Taiba, un grupo de la Cachemira pakistaní al que ya se achacaba el ataque al parlamento indio de 2001, y sospechan que recibe apoyo del ejército pakistaní.



No es de extrañar que el primer objetivo de Modi tras su elección haya sido fortalecer sus relaciones con EE.UU. de cara a recibir el respaldo de la potencia estadounidense en sus conflictos regionales y estrechar en lo posible las relaciones económicas. Realizó con este objetivo una visita oficial a la Casa Blanca el pasado mes de octubre⁽⁷⁾. Durante la misma también intentó acercarse a la comunidad empresarial, con el objetivo de avivar la inversión extranjera, así como a los más de 3 mill. de residentes de origen indio en EE.UU., que con sus remesas suponen uno de los principales renglones de ingresos de divisas (69.000 mill.\$ el último año).

Por otra parte, la India mantiene buenas relaciones con las instituciones multilaterales. El FMI, con quien no ha necesitado firmar un acuerdo desde 1993, ha señalado frecuentemente la necesidad de realizar reformas de corte liberal que incentiven la inversión y mejoren el funcionamiento del sector privado. En este sentido, desde el Fondo se ve con buenos ojos las credenciales reformistas del nuevo primer ministro. Sin embargo, a pesar del discurso de corte liberal, la tradicional inclinación proteccionista de la India parece que se impuso en la última ronda de negociación de la OMC. La India vetó el pasado verano el nuevo acuerdo de Bali, que constituía el avance más significativo de la Organización en pro de la liberalización del comercio mundial desde la Ronda de Uruguay de 1994. El veto indio, que se debe a la política de subsidios de alimentos⁽⁸⁾, ha sido duramente criticado en los foros internacionales, y se estudia incluso realizar avances con un grupo más reducido de la OMC, lo que supondría un daño importante no solo a los principios multilaterales de la organización sino también para las perspectivas indias de ahondar en su inserción en la economía internacional.

- (7) La Casa Blanca, en el pasado, había negado el visado a Modi por su implicación en la violencia religiosa de 2002 en Gujarat.
- (8) La OMC ofreció a la India un periodo transitorio de 4 años para ajustarse a las normas de la OMC en este sentido. No obstante, esto implicaba que el país debía ajustarse justo antes del siguiente periodo electoral.



EVOLUCIÓN ECONÓMICA

¿EL GIGANTE DORMIDO?

- **Economía de gran tamaño y fuerte potencial de crecimiento.**
- **El alto crecimiento de 2004-2012 puso de manifiesto los problemas estructurales y disparó la inflación a dos dígitos, lo que hizo de la India un país vulnerable ante el reciente deterioro del clima inversor hacia los países emergentes. En los dos últimos años el crecimiento ha caído drásticamente hasta en torno al 4%. Sin embargo, se están cerrando los desequilibrios y todo indica que en 2015-16 la India experimentará un repunte hasta el entorno del 6%.**
- **El sistema financiero parece bien capitalizado y supervisado, pero la penetración financiera es escasa y el sector ha sufrido un significativo deterioro en la calidad de sus activos desde 2012, especialmente en los grandes bancos públicos.**

PIB (miles de mill.\$)	1.877
CRECIMIENTO PIB	4,7
INFLACIÓN	8,3
SALDO FISCAL	-7,0
SALDO POR C/C	-1,7

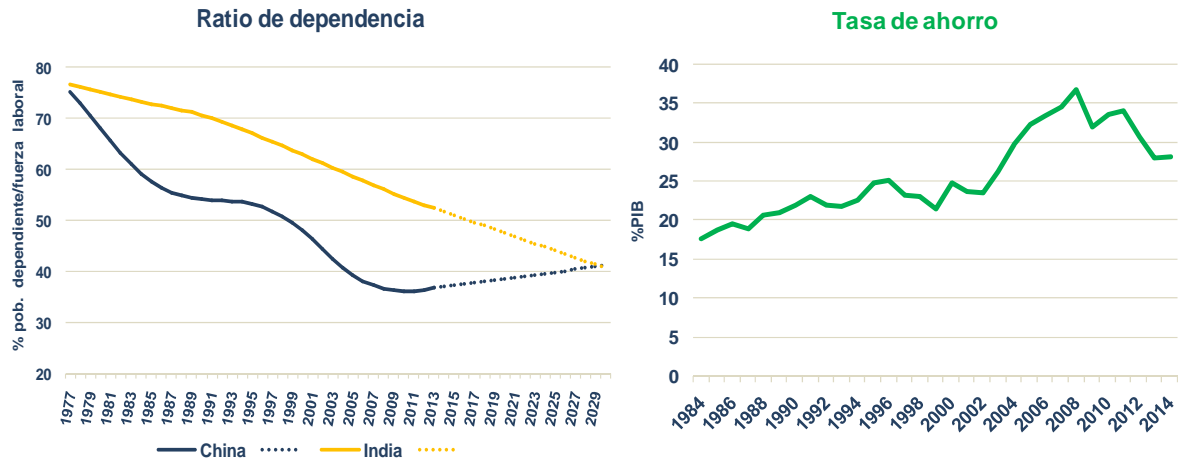
Datos a 2013/14 (año fiscal acaba 31 marzo)

La India cuenta con una economía de gran tamaño, cada vez más abierta al exterior y razonablemente bien diversificada. Con un PIB de 1,87 billones de dólares es ya es la tercera economía asiática y la décima del mundo. Además, en sólo cinco años se espera que alcance la séptima plaza y a largo plazo está llamada a ser una de las grandes potencias de la economía mundial. En efecto, con su enorme fuerza de trabajo,

relativamente bien formada y barata, presenta un crecimiento potencial notable⁽⁹⁾. Precisamente una de las bazas con las que cuenta el país de cara al futuro es su población joven y el cambio que se va a producir en las próximas décadas en la misma, afectando a la tasa de dependencia⁽¹⁰⁾. Como ya hiciera China de forma brusca en las pasadas décadas a raíz de la política de hijo único, la India, aunque de forma más gradual, verá como, gracias a la caída en la natalidad y mientras su población no está todavía envejecida, se reduce drásticamente su tasa de dependencia. Este efecto es el llamado “dividendo demográfico”, que permite mayores tasas de ahorro e inversión y por tanto de crecimiento. De hecho, la tasa de dependencia lleva cayendo de forma paulatina en las últimas décadas y se calcula que en 2030 será menor que la de China. En este sentido, uno de los tradicionales puntos débiles de la India, como era la baja tasa de ahorro, ya ha ido acercándose a las tasas de otros países de la región a lo largo de la pasada década.

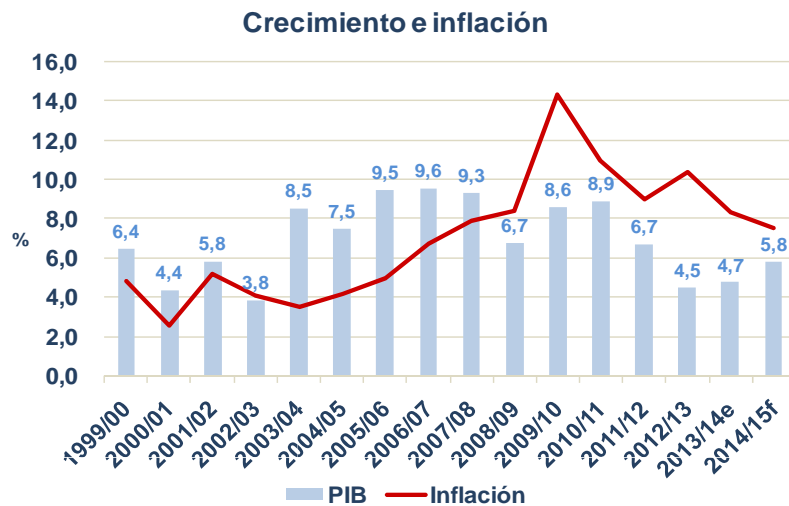
- (9) Coincidiendo con la etapa de alto crecimiento entre 2003 y 2011, se estimaba el crecimiento potencial cerca del 8%. En los últimos años se ha revisado a la baja hasta el entorno del 6%.
- (10) La tasa de dependencia es la ratio entre la población que no está en edad de trabajar o dependiente respecto a la fuerza laboral.





Fuente: ONU, Banco Mundial e Institute of International Finance

Tradicionalmente la India había crecido notablemente por debajo de otras economías emergentes más dinámicas, especialmente en comparación con China, pero también respecto a otras como Indonesia, Malasia o Tailandia. Este fenómeno se achacaba al deficiente clima inversor, a la pesada y lenta burocracia, al complejo sistema fiscal y de subsidios, a la corrupción y, en general, a un marco poco propicio para la inversión y la empresa privada. Sin embargo, desde comienzos de la década pasada y, especialmente, a partir del ejercicio 2003/04 (el año fiscal comienza en abril), el crecimiento se aceleró notablemente, impulsado por el aumento de la inversión privada y del consumo interno y por el mayor dinamismo de las exportaciones.



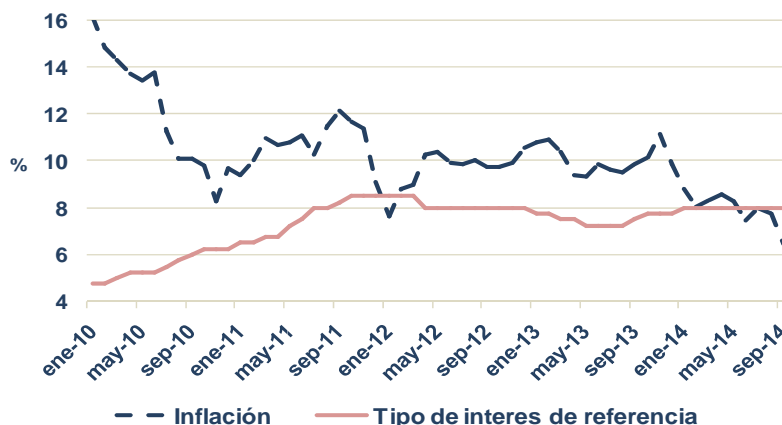
Fuente: IIF

La inversión privada se ha nutrido tanto del incremento del ahorro interno como del capital extranjero, atraído por el diferencial de tipos de interés y las perspectivas que ofrece el enorme mercado interior y su potencial de crecimiento. Por su parte, el aumento del consumo interno deriva de la mayor disponibilidad de crédito y de la expansión de la clase media. Se estima que el número de hogares con ingresos anuales mínimos de 4.000 \$ (umbral de pertenencia a la “clase media” en la India) ha pasado de 13,8 millones en 2001 a cerca de 50 millones actualmente, lo que representa una población de unos 267 millones de habitantes. En cuanto a las exportaciones, cuyo valor se ha multiplicado casi por cuatro en la década pasada, se vieron apoyadas por el fuerte crecimiento en la región y han experimentado una notable diversificación, aunque también hayan crecido a un ritmo igual o incluso mayor las importaciones.

Así, mientras que en la década de los noventa y hasta 2003 el crecimiento promedio un 5%, entre 2004 y 2011 se aceleró hasta el 8,5% (incluso durante la crisis internacional de 2008/09 el crecimiento únicamente se moderó hasta el 6,7%). Sin embargo, a partir del ejercicio 2011/12, la desaceleración económica ha sido muy drástica, con tasas de crecimiento incluso por debajo del 5%. No obstante, la elevada y creciente inflación estaba poniendo de manifiesto ya desde 2008 que los problemas de fondo de la economía seguían presentes.

Es cierto que la reciente desaceleración tiene también sus causantes exógenos, como la mayor debilidad de la demanda internacional, originada especialmente por la caída del crecimiento en los países asiáticos, así como el deterioro general en el sentimiento inversor y el menor flujo de capitales hacia los países emergentes, motivados por la persistente crisis europea y la anticipación del fin de la política monetaria expansiva de la Reserva Federal. En el caso de la India este fenómeno ha sido muy notable. De hecho, la rupia fue una de las monedas inicialmente más afectadas a partir de mayo de 2013, cuando el entonces Presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, anticipó el fin del QE3 (llegó a perder un 20% entre abril y agosto de 2013). No obstante, las tensiones de precios (la inflación llegó a superar ampliamente los dos dígitos entre 2010 y 2012) ponen de manifiesto los graves problemas internos para crecer a altas tasas sin provocar un peligroso recalentamiento de la economía. Así, son evidentes en la India los clásicos problemas por cuellos de botella en muchos sectores, especialmente el energético o las infraestructuras, o en el mal funcionamiento del sistema de transporte y logística y que, una vez más, señalan la necesidad de emprender reformas para mejorar el marco regulatorio y favorecer un sector privado más dinámico.

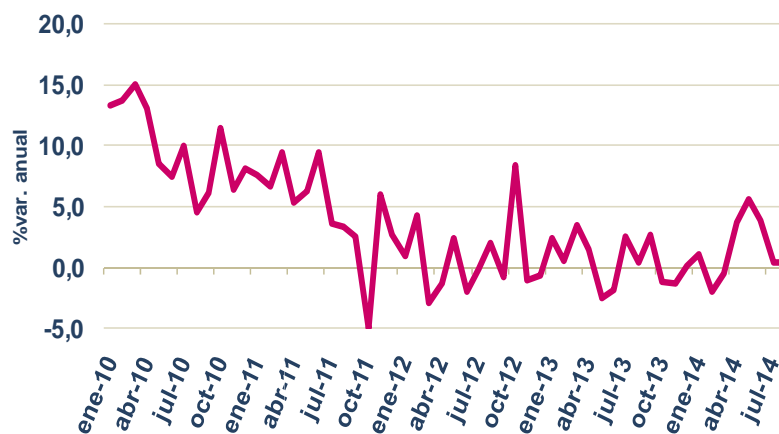
Política monetaria e inflación



Fuente: IIF y Reserve Bank of India

En cualquier caso, el Banco Central se vio obligado a partir de 2010 a emprender una política de subidas de tipos que afectó negativamente al consumo privado y a la inversión así como a los costes financieros de las empresas pequeñas y medianas, muy endeudadas con los bancos (el tipo de referencia pasó del 4,75% al 8,5% en solo dos años). Esta política ha conseguido frenar el ascenso de los precios, pero provocando una fuerte caída del crecimiento. La inflación cayó el año pasado al 8,3% y el pasado mes de septiembre se colocó en el 6,3%, con lo que deja ya incluso algo de margen para bajar los tipos. No obstante, en los dos últimos años la economía ha crecido a un 4,5% y 4,7% respectivamente, las tasas más bajas de la última década. El descenso en la actividad se debe a la moderación del consumo pero, sobre todo, a la caída de la inversión (-4,7% acumulado en los dos últimos años). Por ramas de actividad está bastante bien distribuido por sectores, aunque sin duda la producción manufacturera ha sido la más afectada por la caída del crecimiento, ya que ha permanecido prácticamente estancada los dos últimos años.

Producción industrial



Fuente: IIF

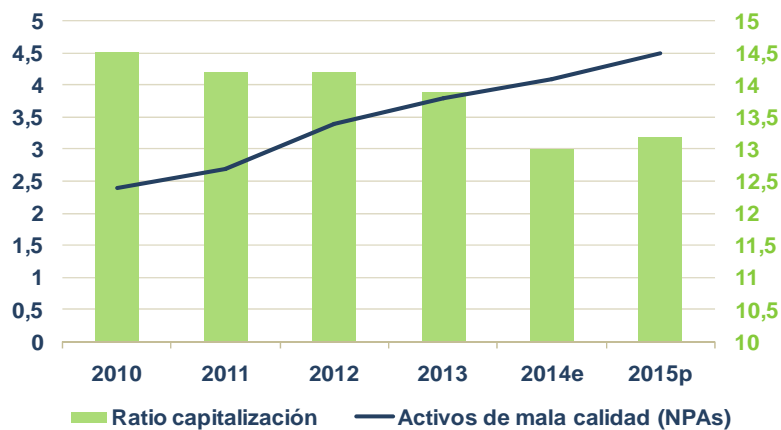
En 2014 se empiezan a observar signos de mejoría. El primer trimestre del año 2014/15 (abril-junio) el crecimiento se elevó al 5,7%. El repunte de la actividad se notó en todos los sectores, incluso en el industrial y minero. Del mismo modo, se empieza a percibir una mejora de la confianza y de la inversión, apoyada en un mayor consumo público y evidentemente en la irrupción de Modi y la perspectiva de reformas de su nuevo gobierno. Incluso si el proceso de reformas continua dando resultados por debajo de lo esperado, la moderación de la inflación y, como veremos más adelante, de los desequilibrios fiscal y externo suponen un importante refuerzo para las perspectivas a medio plazo. Así, se espera que este año se cierre con un crecimiento cercano al 5,8% y en los próximos tres años se pronostica un ritmo en torno al 6-7%. No obstante, es evidente que esta previsión encara importantes riesgos a la baja en caso de que la política de subidas de tipos de La Reserva Federal tenga un impacto en los mercados de capitales mayor del previsto (se espera que empiece a mediados de 2015) o de que la desaceleración del crecimiento en China, y por extensión en Asia, se agrave.



SISTEMA FINANCIERO

El sistema financiero indio es relativamente moderno y está supervisado conforme a los estándares internacionales. La banca internacional privada cuenta con una presencia importante (HSBC, Barclays, BNP, Deutsche, JP Morgan, Chase, RBS), mientras que la banca nacional, tras varios episodios de nacionalizaciones (1955, 1969, 1980) está dominada por los bancos estatales, como muestra el hecho que tres de los cuatro grandes bancos del país son propiedad del Estado (State Bank of India, Bank of Baroda, Bank of India). Así, aunque los ratios de capitalización, rentabilidad y liquidez son relativamente favorables, los indicadores de calidad de los activos son preocupantes, lo que se achaca a la fuerte presencia de la banca pública pero también a los complejos procesos legales de recobro de impagos que, en general, favorecen a los deudores. Así, durante el reciente periodo de desaceleración del crecimiento, especialmente en los bancos públicos se ha registrado un rápido incremento de la morosidad. Los créditos de dudoso cobro han pasado del 2,4% en 2010 al 4,1% en 2014 y, aunque previsiblemente deberían moderarse con la recuperación económica en los próximos años, algunas estimaciones señalan que podrían seguir creciendo un tiempo hasta registrar un máximo en 2015 de 4,5%. En gran parte a causa de la necesidad de destinar mayores provisiones para cubrir estos activos de mala calidad y debido a que la expansión del crédito ha caído ya al entorno del 10%, en marzo el Banco Central decidió retrasar un año la aplicación de los requisitos de Basilea III (en principio todos los bancos deberán cumplir el ratio de capitalización-CAR- del 9% en abril de 2015). A principios 2014 el ratio de capitalización se había deteriorado hasta el 13,8% y en los bancos públicos hasta el 10,6%.

Capitalización y morosidad

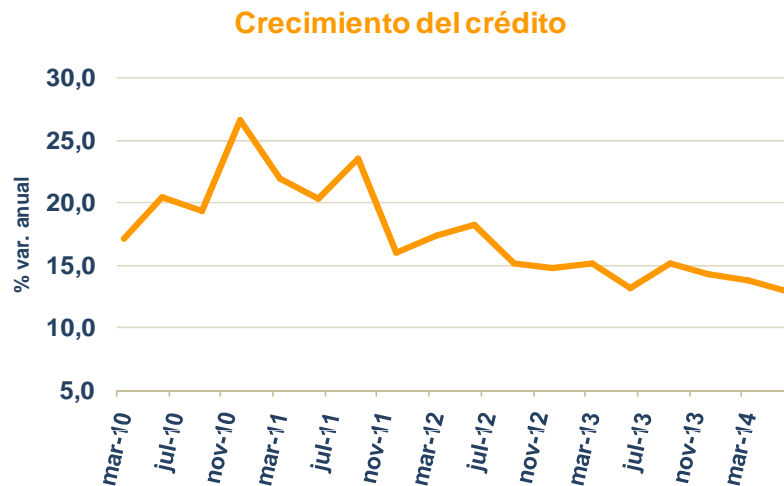


Fuente: Reserve Bank of India

Por otra parte, el sistema financiero adolece de falta de penetración, no tanto en cuanto a la extensión del crédito, que se asemeja a la de países en desarrollo similares (76% de crédito sobre PIB), sino en lo que respecta a la captación del ahorro de los individuos en canales formales y al uso de medios de pago bancarios. Así, tan solo el 35% de la población tiene una cuenta bancaria y solo el 8% dispone de una tarjeta de débito. Este fenómeno está muy relacionado con el uso del oro como canalizador del ahorro, que ha hecho de la India el mayor importador de oro del mundo. Si bien es cierto que la acumulación de oro tiene fuertes raíces culturales, este fenómeno ha sido alimentado históricamente por la falta de confianza en la rupia ante la elevada inflación y las depreciaciones, así como por los bajos tipos que ofrecen los depósitos a la vista.



El repunte inflacionario de los últimos años y la depreciación de la rupia, junto con el alza del precio del oro internacional, despertó en los últimos años una fiebre compradora que está detrás del deterioro de la balanza externa en 2012-13. Aparte de tomar medidas para restringir las importaciones de oro de cara a defender el saldo externo, recientemente el gobierno aprobó un Plan de Inserción Financiera que pretende que 75 mill. de hogares abran al menos dos cuentas corrientes y sendas tarjetas de débito.



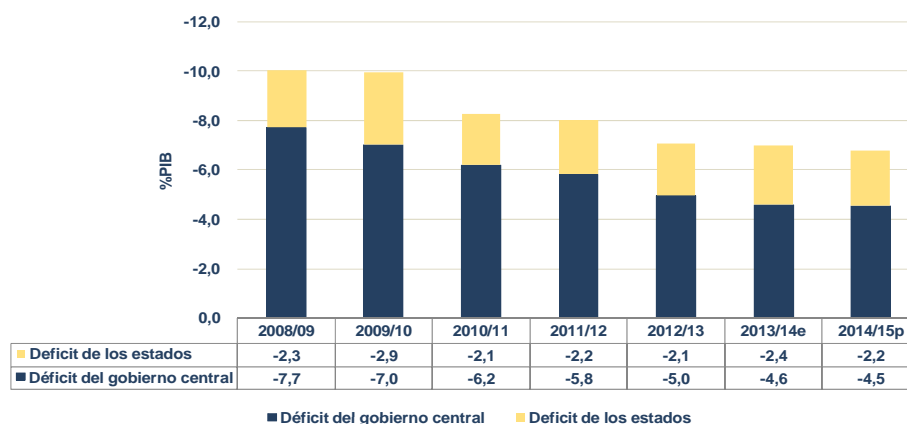
Fuente: Reserve Bank of India

EL SECTOR PÚBLICO

- El crónico déficit del sector público (que comprende el del gobierno central y el de los estados federados) es muy voluminoso y difícil de corregir a la baja. El nuevo gobierno pretende reducir el déficit del gobierno central al 3% en 2015/16.
- La estructura fiscal presenta dos grandes problemas: una escasa recaudación y el elevado peso de los subsidios a la energía y los alimentos en el lado del gasto. Los sectores empresariales se oponen a subidas de impuestos mientras que los subsidios, por su impacto en el electorado y en la inflación, son políticamente difíciles de eliminar.
- La deuda del sector público es elevada pero de carácter doméstico. Grado de inversión.

Uno de los problemas históricos de la India ha sido el excesivo desequilibrio de las cuentas públicas. Además del déficit del gobierno central hay que añadir el de los 28 estados federados, aunque normalmente suele ser mucho más elevado el primero. Teóricamente, los estados no pueden endeudarse sin permiso del gobierno federal. Sin embargo, dado que éste depende cada vez más del respaldo de los partidos regionales para gobernar, en la práctica los estados federados cuentan con una autonomía bastante grande para gestionar sus finanzas. Sin embargo, es el gobierno central quien controla la mayor parte de los ingresos (impuestos sobre la renta, la producción y el comercio exterior), que luego se distribuyen a los estados a través de la comisión de planificación, por lo que las finanzas públicas son un complejo proceso de negociación.

Déficit público



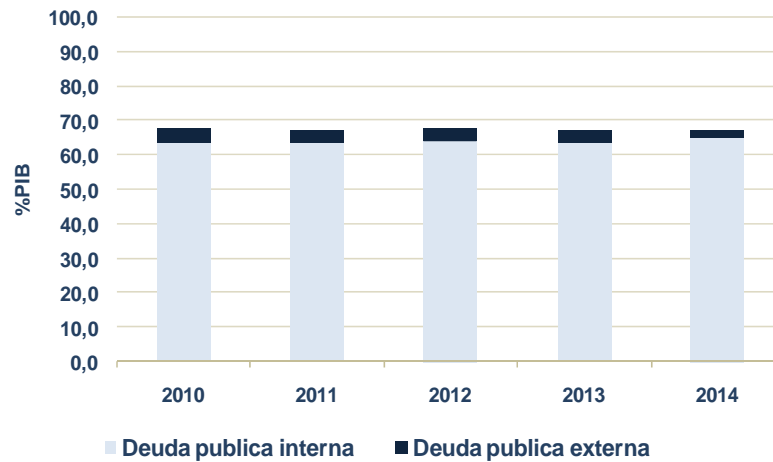
Fuente: IIF

Hay factores estructurales que hacen que sea muy difícil reducir el déficit. El crónico desequilibrio no proviene de un gasto excesivo en términos comparativos. El gasto público del gobierno central es del 13,5% del PIB y el total apenas supera el 24%. Además son algo volátiles, ya que dependen en buena medida de los precios de la energía y los alimentos, ya que los subsidios de estas partidas son el principal capítulo del gasto⁽¹¹⁾. En cambio, los ingresos públicos en proporción al PIB son muy pequeños y además han continuado el proceso de descentralización en la pasada década. En 2013/14 los del gobierno central apenas llegaron al 9% del PIB y en total apenas superan el 17%, un nivel bajo incluso para un país emergente. La introducción de un impuesto sobre bienes y servicios (el célebre Goods and Services Tax), común a toda la Federación, ha sido repetidamente pospuesta y se espera que, por fin, sea presentado en la sesión parlamentaria de invierno de 2014, una vez que se limen las reticencias de los estados. La introducción del GST permitiría aumentar la base imponible y vertebrar mejor el mercado interno, pero no se puede descartar un nuevo aplazamiento.

A pesar de todo, en los últimos ejercicios el déficit público se ha reducido de forma significativa, si bien el peso de esta reducción ha caído en el estado central y el déficit sigue siendo excesivo. En términos consolidados ha pasado de un -10% del PIB en 2008/09 al -7% en 2013/14. El déficit del gobierno central lo hacía del -7,7% al -4,6%. El nuevo gobierno se ha comprometido con la labor de reducir el déficit y tiene como objetivo alcanzar el -3% en 2016/17. Para ello ha continuado con el proceso de eliminación del subsidio del diesel (a finales de 2014 el precio debería alinearse con el internacional) y la contención del gasto, iniciadas por el anterior gobierno. Sin embargo, necesitará que fructifiquen las negociaciones con las provincias en cuanto al GST y tendrá que aplicar una política de reducción de subsidios más valiente con respecto a los alimentos que la llevada a cabo hasta ahora, que ha consistido tan solo en la reducción de los incrementos en la ayuda a algunas partidas. Por otra parte, cuenta con los ingresos por privatizaciones, ventas de participaciones minoritarias en compañías públicas, que se estiman en torno a 10.000 mill.\$ de rupias en 2014/15.

(11) Aunque es difícil obtener un cálculo agregado de todos los subsidios del Estado (gobierno central+estados), se estima que el coste total está en torno al 10% del PIB, algo menos de la mitad del gasto.

Deuda pública



Fuente: IIF

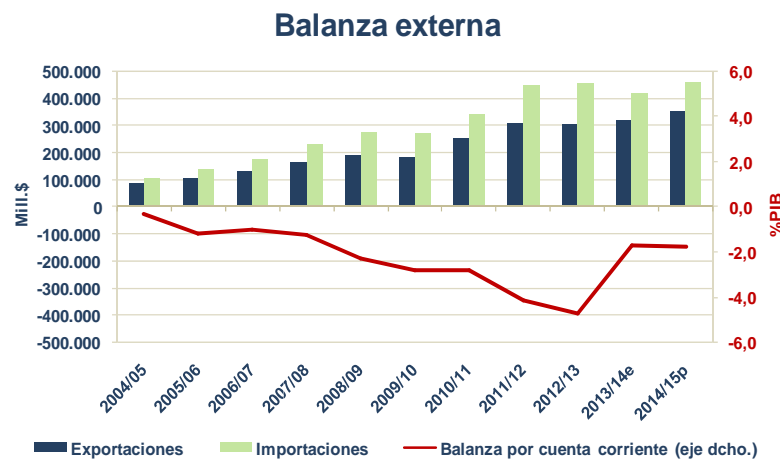
La deuda pública del gobierno central equivale al 50,9% del PIB en 2013/14, y se ha reducido en términos relativos los últimos ejercicios gracias al elevado crecimiento (tan sólo en 2006/07 equivalía a un 61,4% del PIB). En conjunto, sin embargo, la deuda pública de todo el Estado asciende al 65,3% del PIB, un nivel ya algo elevado para un país de estas características y con ingresos fiscales tan 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 el 24% de los ingresos anuales. En el lado positivo hay que señalar que es casi toda ella deuda domestica denominada en moneda local (sólo el 5,8% de la misma está en poder de no residentes y, por lo tanto, es sensible a las fluctuaciones de la rupia). India tiene además un acceso a los mercados internacionales relativamente favorable. Aunque por escaso margen (a solo un escalón) está clasificado como grado de inversión por las principales agencias de rating. Durante los pasados dos años de menor crecimiento, preocupación por el clima de negocios, la inflación y el desequilibrio exterior, a punto estuvo de perder esta posición. Afortunadamente, en el último año con la mejora de las perspectivas la mayor parte han levantado la perspectiva negativa sobre la nota de la India.



CORRECCIÓN DEL DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE

- **Gran crecimiento y diversificación del comercio exterior en la pasada década. Tendencia al déficit por la necesidad de importación de petróleo, materias primas y bienes de capital. Enorme flujo de remesas de emigrantes que reduce el desequilibrio comercial.**
- **El déficit corriente se había ampliado peligrosamente en los últimos años por el fuerte crecimiento y el alza de las importaciones de crudo y oro. Sin embargo, se ha producido una drástica reducción del desequilibrio externo en 2013/14 hasta un moderado 1,7% del PIB apoyado en las medidas restrictivas sobre importaciones de oro.**
- **Bajo endeudamiento externo y buena posición de reservas. Excelente comportamiento pagador.**

Desde comienzos de los años 2000, se ha producido un fuerte incremento del comercio exterior indio, tanto las exportaciones como las importaciones han crecido con fuerza. Gracias a ello, el país ha pasado de ser una economía cerrada a una relativamente abierta. En concreto, la tasa de apertura del comercio de mercancías se ha doblado, pasando de menos del 20% del PIB en el año 2000 a cerca del 40% en la actualidad. Además, se ha producido un cambio cualitativo en la composición de las exportaciones hacia productos de mayor valor añadido.



Fuente: IIF

Las exportaciones tradicionales (textiles, productos agrícolas) han ido perdiendo peso, al mismo tiempo que lo han ido ganando los productos químicos, especialmente farmacéuticos, las de vehículos y componentes de automoción y las de derivados del petróleo. Por mercados, los principales clientes de la India son los países de la OCDE, especialmente la UE, con el 21% de las exportaciones totales, seguida de los EE.UU. con el 11%. El resto de Asia absorbe el 28% de las ventas de mercancías indias al exterior y los países de la OPEP, el 21%. Sin embargo, ha sido todavía más rápido el crecimiento de las importaciones (en este caso China es el principal proveedor con el 12% de las compras).

Los desequilibrios externos se han producido generalmente por las necesidades de importación energéticas y la expansión de la demanda interna. El alto ritmo de crecimiento económico de los últimos años ha impulsado las compras de bienes de capital y de bienes de consumo, coincidiendo con el aumento de las clases medias. No obstante, el renglón individual más importante en las importaciones sigue siendo el petróleo. La India constituye el tercer importador más importante de crudo, solo por detrás de EE.UU. y China, ya que necesita importar la mayor parte de los 3,7 mill. b/d que consume. No obstante, en los tres últimos ejercicios el fuerte incremento de las importaciones de oro, de hasta 200 toneladas anuales, ha llevado al metal precioso a ocupar el segundo puesto, solo por detrás del crudo, y ha sido el principal factor en el agravamiento del déficit entre 2010 y 2013, lo que llevó a las autoridades a imponer una tasa especial para restringir estas importaciones, que ha resultado ser muy efectiva⁽¹²⁾.

En 2013/14 las importaciones ascendieron a 419.616 mill.\$, lo que supuso una caída del 7,1% respecto al ejercicio anterior. La razón fundamental se debe a la moderación en el precio del crudo y al impacto de las tasa sobre importaciones de oro. De hecho, el gobierno se ha permitido recientemente rebajar la tasa de 401\$ por cada 10 gramos de oro hasta 391 \$. En cambio, las exportaciones, aunque de forma moderada (3,9%), crecieron hasta los 318.607 mill.\$, con lo que se produjo una fuerte reducción déficit comercial de más del 30%, hasta situarse en los 101.000 mill.\$, lo que todavía supone cerca de un 5% del PIB.

Este déficit se ve corregido en su mayor parte gracias a los ingresos de la balanza de invisibles, especialmente por el enorme flujo de remesas (la India es el mayor receptor de remesas del mundo). A pesar de la pujanza de las exportaciones de servicios (sector de la informática y telecomunicaciones), la balanza de servicios viene siendo ligeramente deficitaria desde hace algunos años. Este déficit, muy moderado, se debió a que al aumentar los salarios de los trabajadores indios ha caído algo el ritmo de la subcontratación internacional de estos servicios. En cambio, la balanza de transferencias continua arrojando cifras record y se estima que en 2013/14 alcanzó cerca de 70.000 mill.\$, lo que supone por sí sólo un 3,7% del PIB.

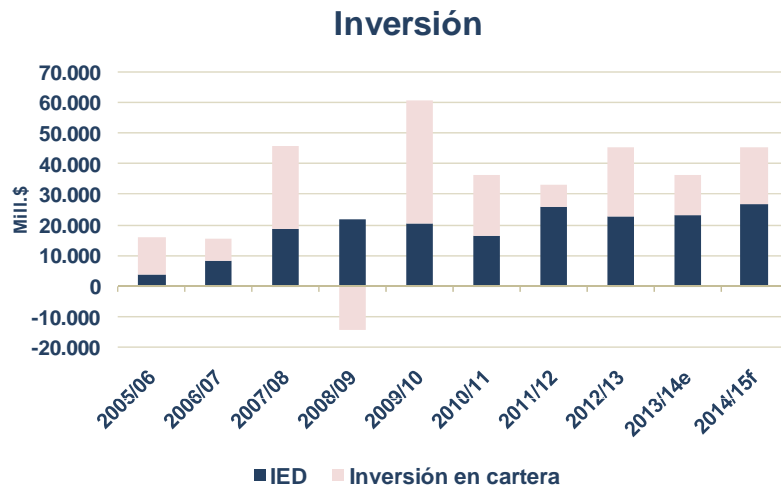
Como consecuencia de todo lo anterior, el déficit por cuenta corriente correspondiente a 2013/14, se redujo drásticamente hasta los 32.358 mill.\$, lo que equivale a un 1,7% del PIB, tres puntos menos que en el ejercicio anterior, rompiendo una tendencia al alza de los últimos siete años.

Las previsiones para 2014/15 indican que el déficit se mantendrá estable en torno a las cifras actuales, favorecido por la moderación en el precio del crudo y cierta reactivación en las exportaciones merced a la mejora del crecimiento en EE.UU. En concreto, se estima que el déficit será del 1,8% del PIB.

(12) Algunos economistas argumentan que las importaciones de oro deberían ser reclasificadas como flujos de capitales, ya que sirven principalmente como forma de ahorro para la población y no tanto como bien de consumo. Las importaciones de oro supusieron aproximadamente la mitad del déficit corriente de 2012/13.



En cuanto a la balanza de capitales, la India ha recibido un flujo relativamente reducido con relación a su potencial, lo que se explica por el difícil clima inversor, las limitaciones a la participación extranjera en muchos sectores y las trabas para la tenencia de bonos a los no residentes⁽¹³⁾. Esto no ha sido obstáculo para que la India sufra retiradas importantes de capital en momentos de aversión al riesgo en los mercados internacionales. No obstante, financia con relativa facilidad el desequilibrio exterior.

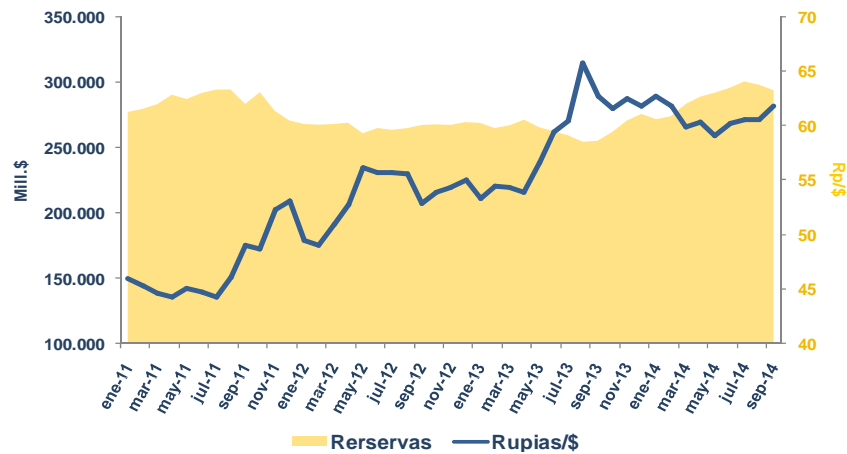


Fuente: IIF

La inversión directa ha aumentado considerablemente, pasando de cifras casi insignificantes a principios de la pasada década hasta el entorno de los 25.000 mill.\$ anuales en los últimos ejercicios, lo que supone en torno al 1,3% del PIB. No obstante, su monto no guarda relación con el potencial y con el gran mercado doméstico de la India. De hecho, este país es el que menos IDE recibe de todos los BRICs. Por otro lado, la India ha experimentado también un importante auge de la inversión en cartera, que ahora ronda entre 15.000 y 20.000 mill. anuales, lo que entraña el riesgo de que el país se vea afectado por un cambio en el sentimiento de los mercados que dé pie a una súbita retirada de estos flujos, como ocurriera en la primera mitad de 2011/12 y en la crisis de 2008/09. En ambos casos el proceso se saldó con intervenciones del Banco de Reserva en los mercados de divisas para evitar un excesivo desplome de la rupia.

(13) En los últimos años se ha ido elevando progresivamente el límite que puede alcanzar la tenencia de bonos por parte de no residentes a 15.000 mill.\$ en 2011 y 20.000 mill.\$ en 2012 y hasta 30.000 mill.\$ en 2013.

Reservas y tipo de cambio



Fuente: IIF

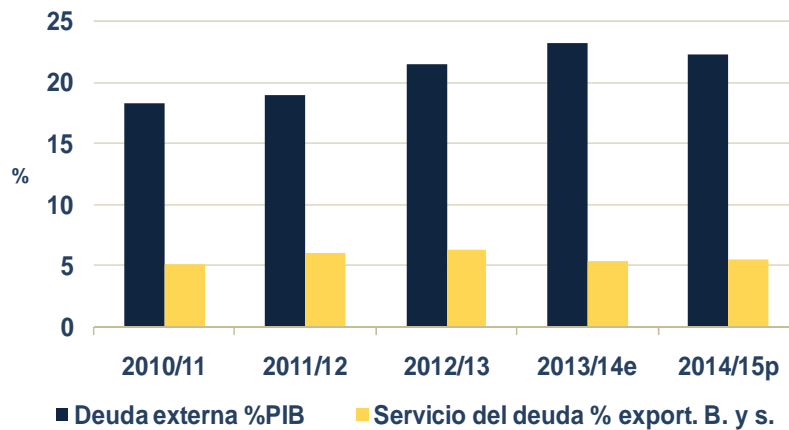
Como ya se dijo anteriormente, el deterioro de la coyuntura internacional y las perspectivas de la política monetaria de los EE.UU. (tapering), unidas a las dudas que arrojan los fundamentales de la economía India han provocado en diversos periodos la pérdida de confianza de los inversores extranjeros, plasmados en salidas de capitales y en una fuerte depreciación de la rupia, que en agosto de de 2013 alcanzaba su cotización más baja (65,7 Rp/\$). Para sostener la cotización de la rupia, el Banco de Reserva tuvo que emplear una significativa porción de las reservas de divisas que, justo en agosto de 2013 alcanzaban su posición más baja en años: 253.768 mill.\$, lo que suponía 40.000 mill.\$ menos que hace dos años. No obstante, desde entonces la situación ha mejorado de forma drástica. Tanto la reducción de los desequilibrios de la India como la mejora de la confianza por el impulso reformista han permitido estabilizar la cotización de la rupia en el rango 60-65 Rp/\$ y la recuperación de las reservas hasta casi 300.000 mill\$, lo que supone casi seis meses de importaciones de bienes y servicios y un cómodo colchón para actuar ante una eventual vuelta de la incertidumbre a los mercados.

BAJO ENDEUDAMIENTO EXTERNO

La deuda exterior de la India es elevada en términos absolutos y además ha venido creciendo de forma sostenida desde comienzos de los años noventa. En 2013/14 ascendía a 434.475 mill.\$.. Sin embargo, en términos relativos su perfil corresponde a un país poco endeudado con el exterior, ya que esta cifra equivale a un 23,1% del PIB y a un 90,4% de las exportaciones de bienes y servicios, siendo ambos ratios muchísimo mejores que los registrados hace una década, lo que se explica por el fuerte crecimiento del PIB y el comercio exterior. Por otra parte debe señalarse que la cifra de reservas de divisas equivale al 70% de la deuda externa total y a 3,3 veces la deuda a corto plazo.

El 77% de la deuda total está contratada a medio y largo plazo y el 63,2% se denomina en dólares. El porcentaje de deuda contraída con acreedores privados ha aumentado desde un 59% hace seis ejercicios a un 75% hoy, repartiéndose la banca comercial y el resto de los acreedores privados casi a partes iguales dicho porcentaje. La deuda multilateral representa casi el 14,6%, en tanto que la bilateral es un 10% del total. El peso de estos dos tipos de acreedores se ha reducido en la última década en beneficio de los privados.

Reducida exposición a la deuda externa



Fuente: IIF

Aunque el importe del servicio de la deuda ha crecido en los últimos diez años desde los 11.937 mill.\$ del año 2001/02 a 25.670 mill.\$ el ejercicio pasado, en proporción a los ingresos corrientes de balanza de pagos se ha reducido desde el 18,3% al 5,3%.

La India ha sido uno de los pocos países en vías de desarrollo que nunca ha acudido al Club de París y siempre ha mantenido un comportamiento deudor satisfactorio.

