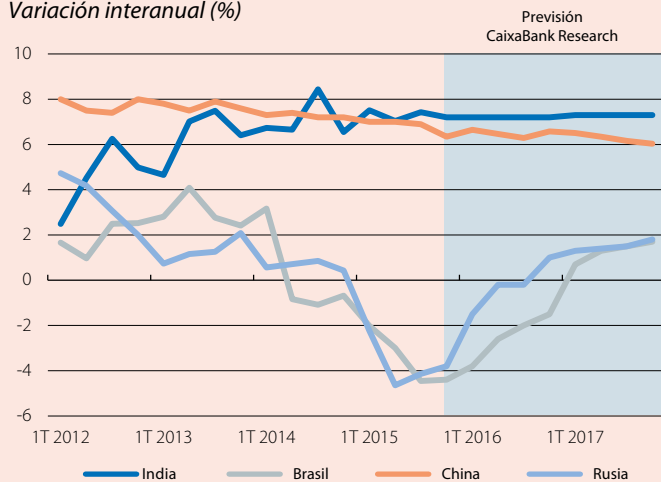


## India, la estrella emergente: ¿brillo del pasado o luz de futuro?

Como es sabido, la luz de las estrellas que vemos cada noche en el firmamento partió de los astros millones de años atrás. Imposible saber, por tanto, si vemos el reflejo de un sol muerto antes de que la humanidad naciese o de uno en plena ascendencia. La India es una economía refulgente: sin demasiadas dudas, la estrella actual de la galaxia emergente. Pero, dado que se prevé que los años 2016 y 2017 sean difíciles para los emergentes debido al endurecimiento de las condiciones de financiación internacionales, ¿seguirán siendo brillantes las perspectivas del país en ese contexto más complicado y exigente?

### Emergentes: crecimiento del PIB

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de los organismos nacionales de estadística.

Oteemos, de entrada, el brillo del pasado. La India creció en el 3T 2015 un 7,4% interanual, mucho más que cualquier emergente importante, incluida la ahora relativamente titubeante China, que solo creció un 6,9%. Este *sorpasso* en materia de crecimiento se ha venido repitiendo durante todo 2015.<sup>1</sup> La situación todavía es más clara cuando se compara el avance positivo del producto interior bruto (PIB) indio con la recesión de otros emergentes, como Rusia o el Brasil.

Más luces. Desde que en mayo de 2013 la Fed anunciara que empezaba a preparar la normalización de su política monetaria, los inversores internacionales han escrutado con especial atención los fundamentos macroeconómicos de los emergentes. Si antes de ese momento se separaba relativamente poco el grano de la paja, desde entonces los mercados financieros han sido mucho más selectivos. La India fue, en mayo de 2013, una de las economías más castigadas. La rupia se depreció un 22% contra el dólar, significativamente más que las divisas de otros emergentes de bases económicas más dudosas, como el Brasil, Sudáfrica o Turquía. Las dudas del mercado han ido repitiéndose periódicamente, la última vez, a raíz del repunte de la volatilidad financiera durante el pasado verano. Sin embargo, la India no ha vuelto a estar presionada de forma apreciable por los inversores financieros. En las «quinielas» de los países que pueden tener problemas en el contexto del endurecimiento de la financiación internacional que se va a producir previsiblemente en 2016-2017, la presencia de la India es ahora poco habitual.

Pues bien, ¿qué hay tras estos brillos? ¿Qué permite sostener el crecimiento al tiempo que se reduce el perfil de riesgo que perciben los inversores? Esta buena trayectoria es el resultado de dos factores. En primer lugar, el efecto benéfico del *shock* del abaratamiento de los precios de las materias primas en una economía que es un fuerte importador de las mismas (en especial, del petróleo y sus derivados, de los cuales la India es la cuarta consumidora mundial y cuyas importaciones netas representan, aproximadamente, casi el 6% del PIB indio).<sup>2</sup>

Un segundo factor ha sido la política económica y, en particular, la monetaria, centrada en contener el que ha sido, probablemente, el desequilibrio macroeconómico más preocupante, la inflación. Si, en 2012 y 2013, esta amenazaba con desbordar ampliamente el 10% interanual (en el 4T 2013 alcanzó el 11,2% interanual), el crecimiento de los precios de consumo se habrá situado, a finales de 2015, en la zona del 4% interanual. En la reconducción de la inflación ha sido clave el giro hacia un mayor rigor monetario del banco central de la India bajo el mandato de Raghuram Rajan, economista de notable prestigio, nombrado en septiembre de 2013. Rajan llevó el tipo de referencia del 7,25% al 8% en solo dos subidas entre finales de 2013 e inicios de 2014 y lo mantuvo en estas alturas durante cerca de un año. Cuando la inflación se mostró más contenida, deshizo lentamente el camino de subida, hasta el actual 6,75%. Indudablemente, la política monetaria se ha beneficiado de la credibilidad que el gobernador del banco central tenía frente a los inversores ya antes de su nombramiento, y que su gestión ha reforzado. Como reflejo del acierto de la política monetaria, desde que, en agosto de 2015, se inició el último episodio de depreciación de las divisas emergentes, la rupia india ha estado entre las que mejor ha resistido.

1. Sobre las perspectivas a largo plazo de la India y la China, véase el artículo «India y China: tan cerca y tan lejos», en este Dossier.

2. Las dos materias primas energéticas críticas de la India son el carbón y el petróleo y sus derivados. Sin embargo, siendo un importante importador de crudo, el país dispone de las quintas mayores reservas de carbón del mundo.

A pesar de este balance positivo de la política económica, de la política fiscal se podría exigir más. Un elemento recurrente de la estrategia fiscal india más reciente es dar mayor centralidad al proceso de privatizaciones. Sin embargo, los resultados hasta el momento se pueden valorar como mixtos: la privatización de la acerera estatal arrancó mal, mientras que se considera que las subastas del espectro de las telecomunicaciones han tenido más éxito. Hasta la fecha los inversores no han mostrado especial preocupación por la situación de las finanzas públicas. No obstante, un déficit público del 7,2% del PIB y una deuda pública del 65,3% son sombras que enturbian entre la luz que emite la India y que no pueden ser desdeñadas como detalles menores, especialmente en clave de futuro.

Porque, precisamente, ese será el terreno de juego en el que se juzgará a la India: ¿la luz que vemos, notablemente brillante, apenas moteada por algunas sombras, va a seguir en el futuro próximo? El diagnóstico predominante es positivo, y en esta valoración nos alineamos con el conjunto de los analistas. Se espera un crecimiento algo superior al 7% en 2016 y 2017, resultado de un sólido pulso de la actividad, alimentado por la combinación de una mayor inversión en infraestructuras y de la relajación monetaria iniciada a finales de 2014 y que continuará en 2016.<sup>3</sup> Estos factores de impulso serán capaces de contrarrestar el aumento esperado de los precios de las materias primas (previsiblemente moderado) que se producirá en 2016 y 2017. En un plano menos tangible, pero que sería erróneo obviar, la credibilidad de dos de las cabezas visibles de la nueva política económica de la India, su primer ministro, Narendra Modi, y el gobernador del banco central de la India, Raghuram Rajan, sigue siendo elevada, y la reputación es un activo que no se puede dar por descontado en muchos emergentes.

No obstante, estas perspectivas se ven matizadas por, al menos, dos focos de riesgo. El primero deriva del aumento esperado de las cotizaciones de las materias primas. Si, en vez de confirmarse el escenario de recuperación suave, el proceso mutase en algo más serio, con incrementos rápidos e intensos de los precios, la India afrontaría un viento de cara notable. La segunda preocupación emana de la escasa sensibilidad que han mostrado los inversores a los niveles relativamente altos de déficit y deuda públicos de la India. Dado que se espera una corrección de los mismos relativamente lenta (en 2016, por ejemplo, nuestras previsiones son de un déficit público del 7% del PIB y una deuda pública del 63,9% del PIB), si la complacencia de los inversores respecto a los desequilibrios fiscales de los emergentes se redujese, la India se situaría, probablemente, en el centro de la discusión.

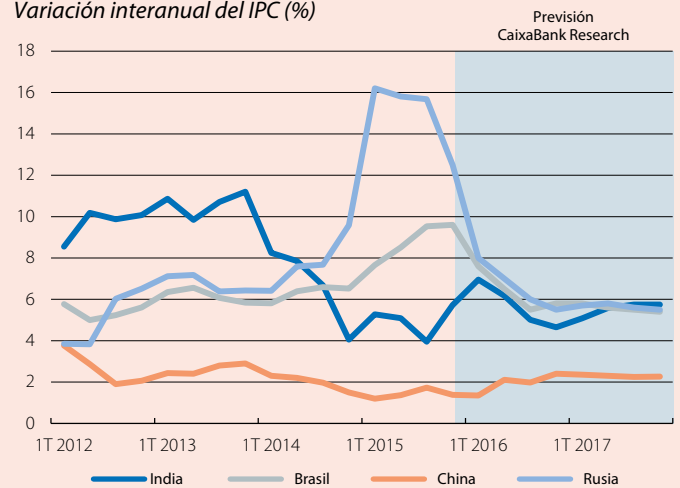
La India, en definitiva, parece ser una estrella viva y que va a seguir brillando en un firmamento en el que algunos astros emergentes de años atrás se han apagado, si no definitivamente, quizás sí por largo tiempo.

Àlex Ruiz

Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

## Emergentes: inflación

Variación interanual del IPC (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de los organismos nacionales de estadística.

3. Además de un aumento de la inversión pública, la estrategia del Gobierno en materia de desarrollo infraestructural incluye un cambio importante en el marco legal que se espera que favorezca la participación público-privada en este ámbito.