

***India en la encrucijada: una confusa gestión de los impuestos en combinación con 2 malas cosechas consecutivas. Invertir en India es una decisión estratégica que seguirá dando buenos resultados, a pesar de que el corto plazo pueda resultar confuso y su visibilidad reducida.***

**Resumen.** - Aunque este año el Sensex casi alcanzó los 30.000 puntos en 2 ocasiones (a finales de enero y a principios de marzo), lo que equivalía a un avance de aproximadamente +10%, a continuación perdió todo lo ganado. Sin embargo, en las últimas semanas parece haberse estabilizado. Esta erraticidad se debe a la confusa aplicación de una clase de "impuesto mínimo" denominado MAT (Minimum Alternate Tax) en desafortunada coincidencia con 2 malas cosechas consecutivas. En cuanto al MAT, se trata de un impuesto teóricamente en vigor pero que no se había venido aplicando en muchos casos y/o negocios, particularmente en la industria de fondos de inversión extranjeros. Con respecto a las cosechas, dependen del clima y resultan completamente imprevisibles, pero desde un punto de vista estadístico resulta altamente improbable una tercera mala cosecha.

En nuestra opinión, India sigue siendo una sólida opción de inversión desde un punto de vista estructural y con una perspectiva de medio y largo plazo. Más desde 2014, tras la elección de un gobierno claramente "pro-business" que ha empeñado su prestigio en aplicar reformas que dinamicen el crecimiento del PIB hacia tasas incluso superiores a +8%. Creemos que muy probablemente se reconducirá la aplicación del MAT, suponiendo tal vez un coste no recurrente para las gestoras de fondos pero no para los partícipes, y que es poco probable que las cosechas sigan siendo malas. En consecuencia, parece probable que todo o prácticamente todo el impacto negativo sobre el Sensex ya haya tenido lugar, produciéndose a partir de ahora una estabilización que encadenaría con un lento avance posterior, seguramente en la segunda mitad del año, una vez que las dos incertidumbres aludidas (MAT y cosechas) se hayan reconducido. Aunque hemos excluido India temporalmente de nuestras Carteras Modelo de Fondos (CMF, disponibles en: [https://docs.bankinter.com/stf/analisis/analisis\\_bankinter/cartera\\_modelo\\_fondos.pdf](https://docs.bankinter.com/stf/analisis/analisis_bankinter/cartera_modelo_fondos.pdf)), insistimos en que se trata de una decisión basada en el "timing" de mercado y, por tanto, de un movimiento táctico, pero no de un cambio estratégico. Invertir en India es una decisión estratégica que seguirá dando buenos resultados, a pesar de que el corto plazo pueda resultar confuso y su visibilidad reducida. En todo caso, insistimos en que se trata de un tipo de inversión sólo adecuada para perfiles dinámicos y agresivos, por lo que el peso en cartera debe ser siempre reducido, independientemente del "momentum" del mercado.

## 1.- El Minimum Alternate Tax (MAT): qué es y nuestra interpretación.

El MAT no es un impuesto nuevo, sino un impuesto local que se exige a las empresas desde finales de los años '80. Conceptualmente y de forma muy resumida, se puede decir que el régimen fiscal corporativo indio contempla un sistema de deducciones y bonificaciones que en la práctica permite que los beneficios contables frecuentemente queden significativamente reducidos o incluso neutralizados cuando se recalculan para obtener el beneficio fiscal por el que se tributa. En teoría, si una compañía paga una tasa fiscal inferior a 18,5%, entonces está obligada a tributar el mínimo que estableció el MAT, que ronda el 20% generalmente (depende de las deducciones aplicables en cada sector de actividad). Sin embargo, en la práctica, históricamente los inversores extranjeros no han venido pagando el MAT porque estaba extendida la interpretación de que sólo las compañías indias estaban sujetas a este impuesto. De hecho, en 2010 el equivalente indio a nuestro Ministerio de Hacienda estableció formalmente que el MAT no es aplicable a compañías que no tengan un establecimiento permanente en India. El conflicto surgió cuando, también en 2010, una firma de inversiones denominada Castleon Investment establecida en Isla Mauricio pidió formalmente confirmación al organismo fiscal indio de que no le resultaba aplicable el MAT en una determinada operación que tenía previsto realizar. Sorprendentemente, en 2012 este organismo respondió que efectivamente las compañías extranjeras también están sujetas al MAT. Sin embargo, en el Presupuesto de India publicado en febrero 2015 en Ministerio de Finanzas estableció que el MAT no es aplicable a las compañías extranjeras a partir del 1 de abril de 2015... pero sin hacer referencia explícita sobre la aplicación a operaciones previas a dicha fecha. **Esta es la clave de la confusión: por omisión se deduce que los inversores extranjeros deberían haber tributado por el MAT hasta el 31 de marzo de 2015, lo que permite al Gobierno Indio a reclamar la tributación por MAT en los 7 años anteriores (el resto estaría prescrito).**

Bankinter Análisis (sujetos al RIC): Analista principal de este informe: Ramón Forcada <http://broker.bankinter.com/>  
 Jesús Amador Pilar Aranda Rafael Alonso Ana Achau (Asesoramiento) <http://www.bankinter.com/>  
 Eva del Barrio Ana de Castro Belén San José Ramón Carrasco Paseo de la Castellana, 29  
 Todos los informes disponibles en: <http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP> 28046 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:  
<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf>

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho de su ratón.

Esta confusa situación es lo que ha castigado al Sensex en las últimas semanas, junto con las 2 malas cosechas consecutivas que se explican en el punto siguiente. De hecho, aún no está claro si deben pagar el MAT de los 7 últimos años sólo los inversores financieros extranjeros (básicamente gestoras de fondos de inversión) o si esta obligación es extensible a cualquier tipo de inversor extranjero en activos en India (es decir, por ejemplo la compra de una empresa india o la inversión en un centro de trabajo o fábrica en el país), o incluso a los inversores en bonos soberanos indios. De hecho, este planteamiento abiertamente incierto pone de manifiesto **2 problemas prácticos** que son los que realmente afectan al flujo inversor y, por tanto, al Sensex: **(i)** Si se aplica a los fondos de inversión, éstos ya han distribuido a sus partícipes los beneficios de los años anteriores, de manera que puede que no dispongan de los fondos para hacer frente a la obligación fiscal que ahora se les reclama. **(ii)** Su aplicación de manera retroactiva y contradiciendo la respuesta dada por el Ministerio de Hacienda Indio en 2010 supondría una quiebra de la seguridad jurídica, aspecto éste uno de los puntos fuertes de India como destino inversor.

En **nuestra opinión**, en el escenario más pesimista el Gobierno Indio reclamaría el MAT de los últimos 7 años a las gestoras de fondos, pero sería imposible que éstas trasladaran este coste a sus partícipes, puesto que éstos pueden haber reembolsado total o parcialmente en cualquier momento de esos últimos 7 años o incluso recientemente a la vista de este nuevo riesgo. Por tanto, resulta altamente improbable que los partícipes resulten perjudicados de manera retroactiva y, como el Ministerio de Finanzas ha aclarado que desde el 1 de abril de 2015 el MAT no es aplicable a las compañías extranjeras, los partícipes actuales tampoco tributarán por el MAT en el futuro. Ahora bien, efectivamente puede suceder que las gestoras de fondos extranjeras acaben teniendo que negociar con el Gobierno Indio una deuda fiscal pasada por el MAT con el fin de cerrar este asunto de manera definitiva. En este peor desenlace, los partícipes no tributarían, aunque las gestoras de fondos sí... pero una sola vez y por los años pasados, no así en el futuro, que parece aclarado. En consecuencia, las gestoras de fondos que invierten en India muy probablemente seguirían haciéndolo de igual forma en el futuro, por lo que el flujo inversor extranjero se normalizará en poco tiempo.

Creemos que el actual Gobierno Indio quiere reenfoque el Presupuesto Nacional hacia la inversión en infraestructuras en detrimento de los subsidios (se puede consultar el presupuesto 2015/16 en el siguiente link: <http://indiabudget.nic.in/glance.asp>), de manera que dichas inversiones generen la riqueza futura sostenible y suficiente como para seguir atendiendo la mayoría de los subsidios (sobre los de ámbito social, como los relacionados con la alimentación infantil). Eso exige un sacrificio de corto plazo (renuncia a una parte de los subsidios), a menos que se identifiquen nuevas fuentes de ingresos. Es en ese punto del planteamiento en el que probablemente haya entrado en juego esta confusa aplicación del MAT. En nuestra opinión, parece probable que el desenlace final consista en un "one-off" o pago único negociado con las gestoras de inversión extranjeras, pero sin afectar a los partícipes.

## 2.- Dos malas cosechas consecutivas: su alcance sobre la economía india.

India necesita desplazar su economía desde el Consumo Privado, especialmente apoyado ahora en la población rural, hacia la Inversión para generar las circunstancias favorables a un crecimiento del PIB sostenible en el largo plazo (que el Gobierno de N.Modi tiene como objetivo que sea incluso superior a +8% vs 6,9% en 2014 y vs +5,1% en 2013) que, a su vez, dé lugar a una reducción de la inflación (actualmente en +4,9%), la cual debería permitir significativas bajadas de tipos (el Royal Bank of India tiene actualmente su tipo director en 7,50%). La reducción del coste de la financiación debería retroalimentar la inversión - sobre todo en infraestructuras, que es el principal cuello de botella de la economía india - y ésta generar riqueza y empleo que, a su vez, permitan una mejora de los ingresos fiscales. Éstos deberían hacer posible atender con mayor holgura los subsidios sociales sin dejar de fomentar las inversiones en infraestructuras. Podríamos decir que, en nuestra opinión, ése es el planteamiento de conjunto del Gobierno actual, el cual cumple estos días aproximadamente 1 año.

La última década ha sido un periodo de progreso apoyado en el Consumo Privado en el ámbito rural gracias a cosechas abundantes y precios más bien altos de las materias primas agrícolas. Sin embargo, las 2 últimas cosechas han sido malas de forma consecutiva por primera vez en la historia reciente de India y eso puede retrasar el plan estratégico descrito, al menos durante un año. En 2014 la cosecha de arroz se vio afectada por la sequía y esta primavera la cosecha de trigo ha estado afectada por lluvias fuera de tiempo y tormentas de granizo en abril, justo antes de la recolección. Parte de los agricultores no podrán hacer frente a sus deudas e incluso puede que se vean obligados a vender la maquinaria. Como referencia, las ventas de tractores cayeron -37% en el 1T'15. Esta

**Bankinter Análisis** (sujetos al RIC): Analista principal de este informe: Ramón Forcada <http://broker.bankinter.com/>  
 Jesús Amador Pilar Aranda Rafael Alonso Ana Achau (Asesoramiento) <http://www.bankinter.com/>  
 Eva del Barrio Ana de Castro Belén San José Ramón Carrasco Paseo de la Castellana, 29  
**Todos los informes disponibles en:** <http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP> 28046 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf>

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho de su ratón.

situación genera un problema doble. Por una parte, los bancos regionales estatales sufrirán un aumento de la mora. Por otra, tendrá un impacto severo en el Consumo Privado ya que la agricultura representa formalmente sólo el 15% del PIB, pero es la única fuente de ingresos (empleo) para aproximadamente la mitad de la población.

### Conclusión: analicemos India elevando la perspectiva.

Tanto la confusa aplicación de un impuesto (MAT) como 2 malas cosechas consecutivas son responsables de la caída reciente del Sensex, pero es preciso tener en cuenta que ambos problemas son, muy probablemente, transitorios. Pueden retrasar el plan del Gobierno para que el PIB se expanda sostenidamente por encima de +8%, pero no frustrarlo. La exposición a India debería ser estructural, salvo evento sobrevenido, en base a los rápidos cambios constructivos que su economía está experimentando y que seguirá experimentando. Creemos que, efectivamente, su PIB acelerará hasta niveles superiores a +8%, ritmo que resultará muy difícil de igualar por casi cualquier otra economía. Y lo mejor es que será sostenible, al menos en base a la información con que contamos ahora. Las reformas estructurales, entre las que destaca la liberalización de actividades (incluso para facilitar el asentamiento de empresas extranjeras, a pesar del asunto del MAT), permitirán que esto sea así. Por eso creemos que la debilidad del Sensex será transitoria, mientras los fundamentales continúen siendo sólidos.

Echemos un vistazo al pasado reciente. En los últimos 15 años el Sensex ha ofrecido una revalorización anual media (media simple) de +17%, cerrando 3/4 de los años durante ese periodo en positivo (ver Tabla 1 adjunta). Y creemos que las perspectivas son mejores que el pasado.

**Nuestra conclusión es que el corto plazo puede ser débil, pero las razones para ello no son lo suficientemente poderosas como para cambiar de opinión:** debemos reservar a India una posición estructural, de medio/largo plazo, en las carteras.

Reservar parte de nuestra exposición a India no debe depender del flujo de noticias de corto plazo (aunque tampoco éste debe ser ignorado), sino que debería ser una decisión de carácter estructural, lo que exige tener la serenidad de mantener la posición en aquellos momentos en que las circunstancias de corto plazo no sean las más favorables. India no debe ser una inversión oportunista, ni siquiera táctica, y aceptar esto complica un poco la toma de decisiones porque algunos cortos plazos pueden parecer frustrantes (como ahora), pero seguimos pensando que merecerá la pena desde una perspectiva temporal no inmediata.

Gráfico 1: Sensex desde 1980

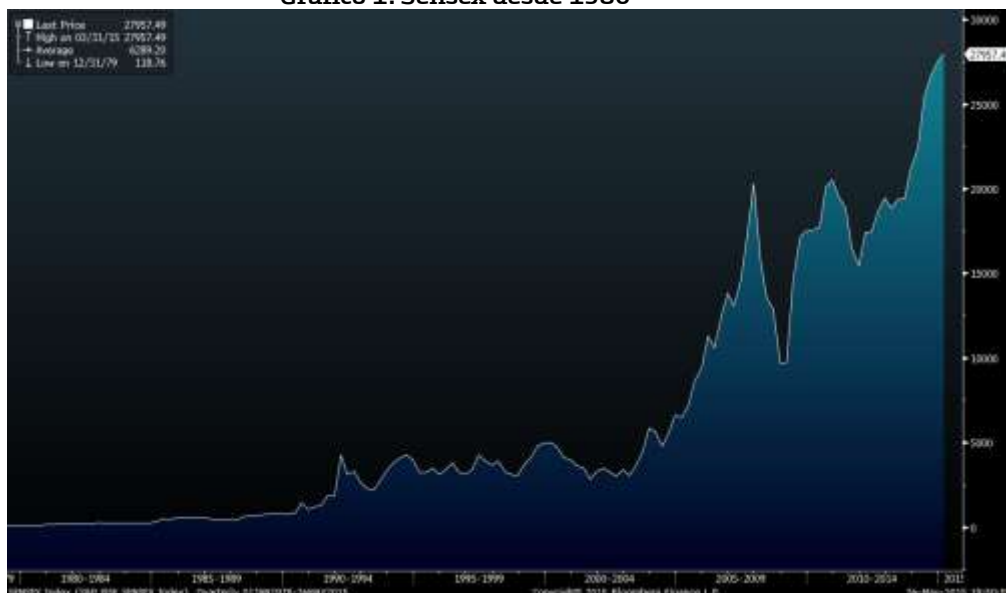


Tabla 1: Sensex año a año

Año	Rentabilidad
2015	+0,1%
2014	+29,9%
2013	+9,0%
2012	+25,7%
2011	-24,6%
2010	+17,4%
2009	+81,0%
2008	-52,4%
2007	+47,1%
2006	+46,7%
2005	+42,3%
2004	+13,1%
2003	+72,9%
2002	+3,5%
2001	-17,9%
2000	-20,6%
<b>Media simple</b>	<b>+17,1%</b>

Fuente: Bloomberg.

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):

Jesús Amador  
Eva del Barrio

Pilar Aranda  
Ana de Castro

Analista principal de este informe: Ramón Forcada

Rafael Alonso  
Belén San José

Ana Achau (Asesoramiento)  
Ramón Carrasco

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>  
Paseo de la Castellana, 29

Todos los informes disponibles en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP>

28046 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf>

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho de su ratón.