

Alex Fusté

@AlexfusteAlex

alex.fuste@andbank.com

Flash Note:

India, mal momentum de mercado pero la economía y las acciones están lejos de quedar fuera de juego.

Detrás de la reciente corrección del mercado: Decepción en el dato de PIB y las denuncias sobre el grupo Adani

El mercado de equity de la India ha retrocedido un 8% desde finales de septiembre, en parte, arrastrado por un entorno exterior enrarecido con la amenaza de un nuevo régimen global de aranceles, algo que ha afectado especialmente a los mercados emergentes de América Latina. Pero el mal desempeño del mercado de la India también se ha debido a factores específicos de la India, como por ejemplo un dato pobre de GDP a finales de noviembre, que fijó el crecimiento interanual en el 5,4%, cuando se esperaba un 6,5%; y tampoco ayudó el procedimiento judicial que se le ha abierto en los EUA a Gautam Adani (presidente del mayor conglomerado industrial en la India).

El mal tono del mercado será temporal y volveremos a ver una recuperación de los flujos.

La buena noticia es que detrás de estos titulares, creemos que se mantiene una tendencia subyacente fuerte en esta economía, y que la combinación de un sentimiento a la baja y un crecimiento pobre son elementos temporales que no van a durar mucho tiempo. ¿Por qué?

- 1) Respecto al dato de PIB del 5.4% yoy, hay que considerar que hay un importante efecto base que distorsiona la comparativa y exagera la desaceleración, ya que el crecimiento en el mismo periodo del 2023 era del 8.1%.
- 2) Si bien la manufactura se encuentra en su punto más bajo del año, la estacionalidad debería garantizar un rebote en los datos para el periodo octubre-diciembre.
- 3) Una cosecha que ha resultado al alza nos permite pensar en un buen nivel de consumo en el sector y la sociedad agrícola.
- 4) En cuanto al desempeño de la actividad de consumo general, si bien es cierto que el dato del 6% yoy queda por debajo del dato anterior (7.5%), sigue tratándose de un nivel favorable comparado con el promedio de cinco años (del 4.5% yoy). Un nivel del 6% en el consumo privado (que representa el 60% del PIB) es una condición necesaria, es probablemente suficiente para un ver un nuevo salto en el ciclo de Capex en la India.
- 5) El ciclo de Capex público ha estado algo deprimido recientemente en la India porque el gobierno puso el gasto en la nevera durante la primera mitad del año fiscal (que acabará

en marzo de 2025) debido al ciclo electoral en el país. Con las elecciones ya detrás en el calendario, es de prever que el Capex público recupere el ritmo en los meses venideros.

- 6) En el caso del Capex privado (que representa el 66% del Capex nacional), ha estado ausente en los dos últimos años debido al importante proceso de desapalancamiento del sector empresarial, algo que está directamente relacionado también con la reforma/saneamiento del sector financiero. En nuestra opinión, es de prever que, una vez saneados los principales sectores corporativos, el Capex aparezca con mayor fuerza y resistencia. Una demanda privada en ritmos suficientes (con un suelo del 6% yoy), así como cualquier movimiento por parte del RBI en tipos de interés (a la baja), podrían ser los detonantes para volver a observar un despegue en el Capex nacional. El problema es que el RBI ha estado centrando el discurso en la inflación (que se mantiene ligeramente por encima del límite alto del rango en el 6%).
- 7) Los flujos domésticos recobran importancia. En octubre, los flujos de capitales domésticos a través de fondos mutuos nacionales ascendieron a un récord de \$US6bn, aunque no fue suficiente para compensar el flujo de salida de \$11bn de capitales extranjeros. Hoy, con la entrada récord de los inversores institucionales domésticos, que poseen una mayoría abrumadora del mercado de equity indio, podemos ya esclarecer y distinguir lo que sería un riesgo sistémico de un riesgo idiosincrático emanado del escándalo de Adani. Pensamos que con los datos de flujos podemos empezar a pensar más bien en un riesgo idiosincrático y no sistémico, pues más allá del proceso judicial abierto a Adani, el resto de las empresas del país ha escalado en cotización desde la denuncia, sugiriendo un riesgo limitado de contagio. El propio Trump ha criticado la regulación bajo la cual Adani ha sido imputada, lo que nos inclina a pensar que la nueva administración podría favorecer al grupo industrial en el proceso (como ya ocurriera recientemente con el juicio a la argentina YPF). Dicho esto, no descartamos que la administración Trump pudiera usar este caso como herramienta para lograr ejercer presión a la India y conseguir una rebaja de sus aranceles a productos norteamericanos.

Factores bajistas para el mercado.

- 1) Valoración: A pesar de la corrección observada desde septiembre, el gap de valoración continua exigente en este mercado, con un P/BV en 3.9x, parece que la prima de riesgo está por encima de los comparables emergentes y también por encima de su promedio histórico. Cabe decir no obstante, que la India de hoy no es comparable a la India de hace diez años, por lo que este análisis pierde consistencia.
- 2) Caso Adani: Siendo honestos, el caso judicial contra el Grupo Adani podría tener repercusiones a nivel de mercado si el conglomerado portuario-energético enfrenta problemas de refinanciación: la mitad de su deuda está financiada con capital extranjero. Más allá de los procedimientos legales contra Adani, otras empresas del país han visto aumentar sus valoraciones desde las acusaciones, lo que sugiere un riesgo de contagio limitado. El propio Trump ha criticado las regulaciones bajo las cuales Adani fue acusado, aunque la administración Trump podría usar este caso como herramienta de presión para que India reduzca los aranceles sobre productos estadounidenses.
- 3) ¿Apoyo del Banco Central? El desafío radica en el enfoque del RBI en la inflación, que se mantiene ligeramente por encima del límite superior del rango objetivo, en el 6%. Un

cambio abrupto en su postura podría perjudicar su credibilidad. Por lo tanto, esperamos que el apoyo del RBI se manifieste de forma muy gradual. La tasa repo permanece en el 6.5%. Afortunadamente, el IPC subyacente es bastante bajo (en 3.75%), por lo que un compromiso del RBI de reducir las tasas tan pronto como la inflación de alimentos muestre signos de estabilización podría ser suficiente para reavivar el apetito inversor.

Resumen y objetivos

Equities – SENSEX: POSITIVO (target price 85,000)

Bonds – Govies: POSITIVO (New target yield 5.75%)

Bonds – Corporates: POSITIVO

Forex – INR/USD: NEUTRAL (Target 84)

Cordiales saludos,