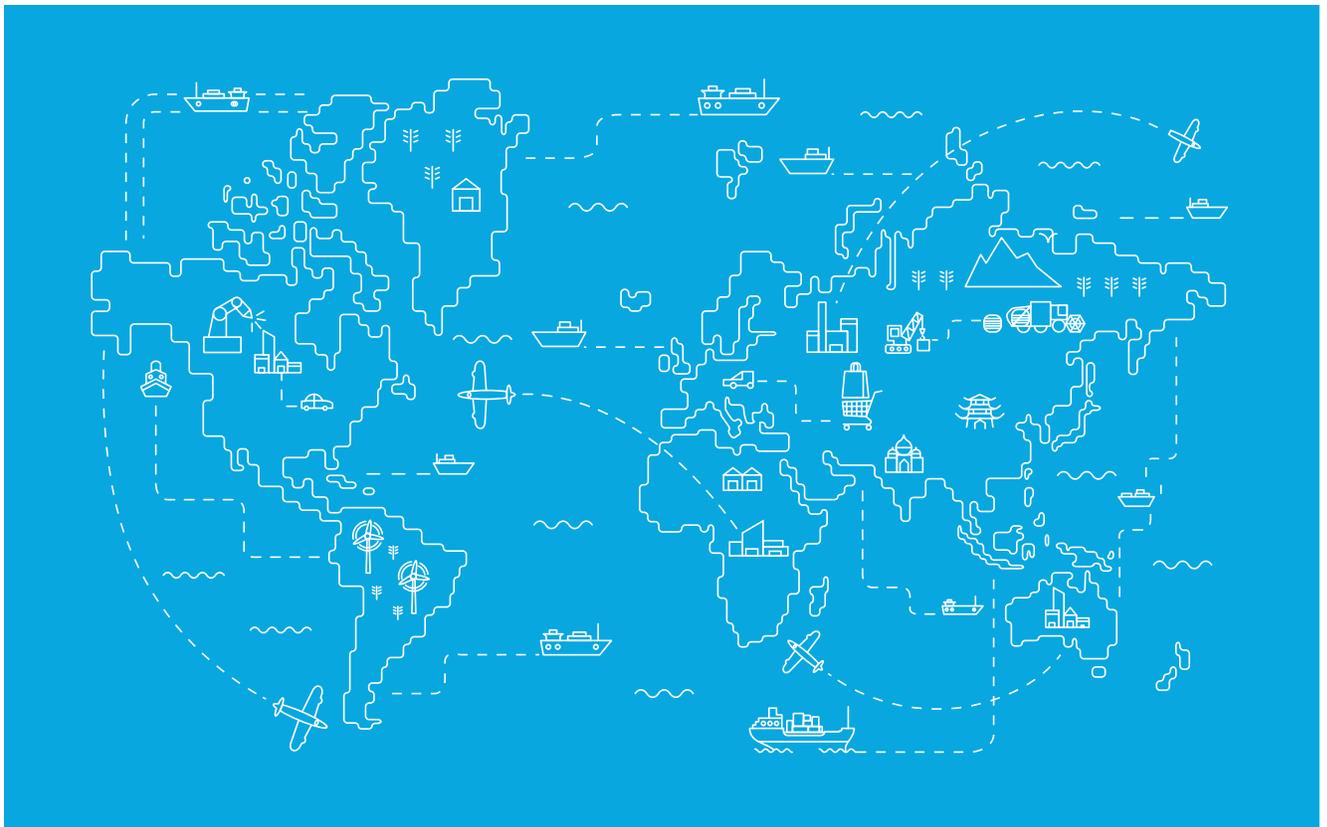


LA ECONOMÍA REAL

VOLUMEN 17

EDICIÓN MUNDIAL





LÍDERES DE OPINIÓN

Nuestros líderes de opinión son profesionales con años de experiencia en su especialidad que trabajan para ayudarle a usted y a su negocio a prosperar. Los líderes de opinión que han colaborado en este número son:

Joe Brusuelas, economista jefe, RSM US LLP

Brendan Quirk, director regional de RSM, América Latina

Dr. Suresh Surana, fundador de RSM India

ÍNDICE DE **CONTENIDOS**

Cuatro riesgos mundiales a los que se enfrenta el mercado intermedio_____ **4**

Los cambios en **las normas de inversión extranjera directa de la India** crean una gran oportunidad para el mercado intermedio_____ **7**

Por debajo de cero: los riesgos en torno a la política de tipos de interés negativos_____ **10**

Argentina: reformas cruciales colocan al país en el sendero hacia una economía más estable_____ **12**

Una encuesta indica que las empresas del mercado intermedio consideran **que la Erosión de la base imponible y traslado de beneficios (Base Erosion and Profit Shifting, BEPS) son un reto importante**_____ **14**

CUATRO RIESGOS MUNDIALES A LOS QUE SE ENFRENTA EL MERCADO INTERMEDIO

Joe Brusuelas, economista jefe, RSM US LLP

Durante los primeros meses de 2016, el apetito por el riesgo en los mercados mundiales de activos y las condiciones financieras internacionales se tornaron decididamente negativos ya que los inversores comenzaron a incluir en los precios un crecimiento económico mundial mucho más lento. El deterioro de los datos económicos fundamentales implica que podría producirse una desaceleración mundial mucho mayor en el futuro. Tal vez lo más inquietante ha sido la reaparición de retos para los grandes bancos que están activos en el ámbito mundial y el aumento del riesgo relacionado con las políticas en el mundo desarrollado.

PERSPECTIVA PARA EL MERCADO INTERMEDIO:

El segmento cada vez mayor de empresas del mercado intermedio que tienen operaciones transfronterizas y que están sujetas a variaciones regionales en la demanda debería esperar un menor poder de fijación de precios y un aumento del riesgo tanto para el crecimiento de los ingresos como para el crecimiento de los beneficios.

En el pronóstico de RSM US para el año que viene (http://rsmus.com/pdf_download/tre_december_2015.pdf), hemos descrito cómo, de forma mundial, se había producido un aumento del riesgo de que el crecimiento se desacelere muy por debajo del 3 por ciento, debido a efectos en cadena en las economías de los mercados emergentes y los países productores de petróleo de Oriente Medio y Norte de África (Middle Eastern and North African, MENA). Este riesgo está directamente relacionado con la desaceleración de la demanda en China y el colapso de los mercados mundiales de petróleo y materias primas. La economía mundial está ahora atrapada en una recesión del crecimiento y existe una creciente posibilidad de que ocurra otra crisis que afecte a la deuda, a las finanzas y a la banca que podría originarse en el corazón de Europa o China.

Es probable que el crecimiento mundial a finales de 2015 se haya frenado hasta llegar a un 2 % sobre el año anterior, lo cual es coherente con una recesión del crecimiento. Tradicionalmente, en las economías en desarrollo, cualquier cosa por debajo de un 3 %

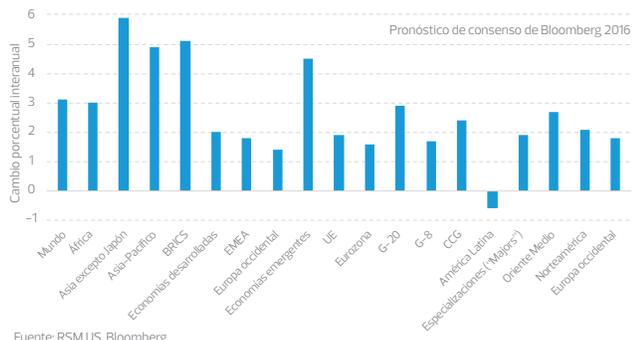
es una recesión del crecimiento. Si usamos un crecimiento del 3 % como parámetro, hay amplias zonas de África, América Latina, Oriente Medio y Europa del Este que están atrapadas en una recesión del crecimiento. Además, Asia (excepto Japón) y toda la región de Asia Pacífico solo quedarán fuera de esa categoría si la dirección del crecimiento en China mejora de forma decisiva.

El actual pronóstico privado consensuado de un 3,1 por ciento de crecimiento mundial y la estimación oficial del Fondo Monetario Internacional (FMI) de un 3,4 por ciento, subestiman el impacto sobre el crecimiento que tendrán la velocidad decreciente en los mercados de activos, las condiciones financieras más restrictivas, la acumulación de deuda excesiva en muchos mercados emergentes y los importantes retos a corto plazo a los que se enfrenta China a raíz del inicio de su ciclo de desapalancamiento. Si el precio del petróleo sigue rondando los 30 USD por barril, o desciende hacia los 20 USD, existen importantes riesgos económicos y políticos para los estados miembros de la OPEP y de Oriente Medio y el Norte de África.

La zona euro sigue sufriendo el desafío causado por su largo período de desapalancamiento y la falta de apoyo fiscal para impulsar el crecimiento. Aunque la reciente depreciación del euro y el apoyo monetario masivo emanado del Banco Central Europeo han proporcionado un apoyo económico, la creciente preocupación acerca de los balances de los bancos en Alemania, Austria e Italia ha renovado los temores de una nueva crisis financiera. Con el referéndum del 23 de junio de 2016 en el Reino Unido sobre la continuación de su pertenencia a la Unión Europea, las condiciones financieras y políticas están creando una situación que puede resultar peor que el riesgo que rodeó a la posible salida de Grecia de la zona euro en 2010.

Si bien es probable que los Estados Unidos vean un crecimiento igual o superior al 2,5 por ciento, la demanda en ese país no es lo suficientemente fuerte como para tirar del resto de la economía mundial y sacarla de una recesión del crecimiento. Además, dado el debate político en los Estados Unidos, hay un creciente riesgo político asociado a las elecciones de 2016 que podría perturbar el comercio regional y mundial.

Las siguientes cuatro zonas representan el mayor riesgo para el crecimiento mundial durante los próximos 12 a 18 meses.



China: La desaceleración económica en China ha sido mucho más pronunciada que lo que indican las estadísticas oficiales. La demanda de electricidad comparada con el año anterior pasó a ser negativa en 2015 e implica una tasa de crecimiento cercana al 3 %, muy inferior a la meta del 7 % marcada por los responsables políticos. Las salidas de capital rondaron un billón de dólares estadounidenses en 2015, lo que llevó a las autoridades fiscales y monetarias a utilizar un billón de dólares estadounidenses en reservas para apuntalar los mercados de valores y apoyar la divisa. Teniendo en cuenta que la deuda total en China se situó por encima del 260 por ciento del PIB a finales de 2014, y que es probable que haya sobrepasado el 300 por ciento el año pasado, hay dudas legítimas sobre los pasos que la autoridad fiscal podría adoptar para apoyar el crecimiento sin intensificar el actual ciclo de deuda y desapalancamiento. Además, con la deuda corporativa situada en el 160 por ciento del PIB, y la deuda de los hogares como porcentaje del PIB en el 36 por ciento, existe una preocupación legítima sobre dónde podría producirse una recuperación del crecimiento.

China se enfrenta al "trilema" al que se han enfrentado muchas otras economías de mercados emergentes al madurar. Los funcionarios encargados de la economía China pueden seleccionar dos de las tres siguientes opciones: mantener un tipo de cambio fijo, permitir la libre circulación de capitales o adoptar una política monetaria independiente.

Por ello, creemos que el Banco Popular de China (BPC), viéndose en la tesitura de decidir entre estabilizar el crecimiento o estabilizar el valor del yuan, elegirá el crecimiento a través de tipos más bajos y una divisa más barata, con lo cual corren el riesgo de provocar un aumento de las salidas de capital y drenar aún más los 3,1 billones de USD en reservas de divisas que el país dice tener.

Si la autoridad fiscal pierde el control, y el yuan se deprecia a un ritmo más rápido que el 3,8 por ciento implícito en el mercado de futuros sin entrega física, se corre el riesgo de provocar una perturbación importante en la competitividad y en el comercio mundial.



Banca europea y un "Brexit": La convocatoria de un referéndum el 23 de junio para decidir si el Reino Unido debería retirarse de la Unión Europea (UE) ha inquietado profundamente a los inversores internacionales. Existen riesgos económicos relacionados con un Brexit, y una salida podría resultar en una típica represalia política y económica de ojo por ojo por parte de la UE que podría dar lugar a barreras arancelarias y no arancelarias que limiten las exportaciones del Reino Unido a la UE. Sin embargo, el Reino Unido es un importador neto con importaciones procedentes de la UE muy superiores a las exportaciones. Con entre un 38 por ciento y un 49 por ciento de las exportaciones del Reino Unido en los últimos 18 meses absorbidas por Europa, el riesgo potencial para el Reino Unido y la economía mundial debe tenerse en cuenta, aunque el nivel de las exportaciones a la UE ha decrecido de forma constante en el últimos 12 meses con un aumento de las exportaciones a países no comunitarios. (Fuente: Estadísticas de comercio exterior del Reino Unido, diciembre de 2015, Servicio de aduanas e impuestos de Su Majestad [Her Majesty's Revenue and Customs, HMRC]).

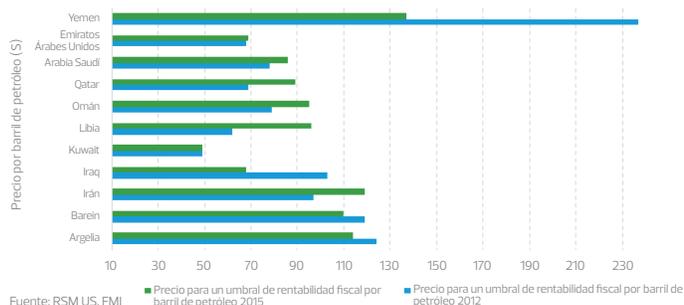


Mercados mundiales de petróleo: La incapacidad demostrada por el petróleo para encontrar un precio base sigue alimentando las preocupaciones sobre una recesión aún más profunda del crecimiento mundial a causa de una combinación de un exceso de la oferta y de una caída de la demanda, especialmente en China y los mercados emergentes. Actualmente, los países de la OPEP parecen incapaces de llegar a un acuerdo para reducir o incluso congelar la producción. Por el contrario, las economías productoras de petróleo continúan aumentando la oferta, incluso a pesar de que el coste del barril marginal supera el precio al que se vende en el mercado abierto, simplemente para conservar cuota de mercado.

En nuestro pronóstico de crecimiento para el año 2016, indicamos que existía el riesgo de que el precio del petróleo pudiese caer hasta alrededor de 20 USD por barril, justo por encima del mínimo ajustado por inflación de 17,26 USD alcanzado en 1998 (11,91 USD sin ajuste por inflación).

A raíz de la disminución de casi un 70 por ciento de los precios del petróleo desde junio de 2014, países como Venezuela, Nigeria y Rusia han caído en la depresión económica y pueden optar, en el corto a medio plazo, por no pagar sus obligaciones de deuda externa. Nigeria, junto con Angola e Irak, está en conversaciones con el FMI para conseguir una reestructuración financiera, Venezuela (10 por ciento de contracción en el crecimiento y un aumento del 720 por ciento de la inflación) está experimentando el peor episodio de hiperinflación que se ha visto desde el que sufrió Zimbabue en la década de 1990, y Rusia (con un umbral de rentabilidad fiscal de 105 USD por barril) claramente no puede cumplir con sus compromisos sociales básicos con el precio del barril en los niveles recientes.

Además, con los países productores de petróleo y de Oriente Medio y el Norte de África experimentando importantes ajustes fiscales en un momento de tensiones geopolíticas regionales, los inversores internacionales y directivos de las empresas con exposición a la región tienen sobradas razones para estar preocupados por la posibilidad de que las condiciones puedan deteriorarse y afectar a los mercados financieros internacionales y a la economía real mundial.



Bancos centrales y política fiscal: Cinco de los principales bancos centrales de las economías desarrolladas han adoptado políticas de tipos de interés negativos durante los últimos años. Este cambio no ortodoxo de política está plagado de riesgos y lleva consigo la semilla de un retorno a las políticas basadas en la idea de *empobrecer a tu vecino* que fueron características de la peor parte de la Gran Depresión mundial durante la década de 1930. Dada la desaceleración de la actividad económica general en la economía mundial, es probable que el sector financiero, siendo como es tan susceptible a las políticas, sufra los peores efectos del último experimento de los bancos centrales.

Mientras tanto, las compras de activos por parte de los bancos centrales podrían incluir una gama mucho más amplia de activos en línea con lo que hizo la Reserva Federal de los Estados Unidos en 2008. Las compras de activos podrían incluir bienes inmuebles, activos de alto rendimiento o incluso valores en determinadas circunstancias.

Con tipos de interés cercanos a cero y tipos de interés reales en terreno negativo en las economías desarrolladas, una elección económica racional sería apostar por la política fiscal para apoyar el crecimiento en tiempos de desaceleración económica. Con la política monetaria restringida por el límite cero, los políticos obtendrían un mayor provecho de su intervención mediante la política fiscal.

En Europa, la opción elegida ha sido la austeridad basada en gran medida en torno a las preferencias políticas alemanas, austeridad que desencadenó una fase de deflación de la cual la economía de la región aún tiene que recuperarse. En los Estados Unidos, la polarización política y unas diferencias ideológicas muy marcadas se han traducido, hasta hace muy poco, en un apoyo fiscal limitado para la economía. En China y en muchos mercados emergentes, los elevados niveles de deuda han hecho que cualquier giro hacia operaciones fiscales más sólidas sea una elección de segundo orden para las autoridades fiscales.

LOS CAMBIOS EN LAS NORMAS DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA DE LA INDIA CREAN UNA GRAN OPORTUNIDAD PARA EL MERCADO INTERMEDIO

Dr. Suresh Surana, fundador de RSM India

En medio de un panorama económico mundial incierto, la India está emergiendo como el nuevo punto caliente de la economía mundial. Se estima que la economía de la India crecerá un 7,6 por ciento en el año fiscal 2015-16 con un producto interior bruto de 8 billones de dólares (base PPA) y se espera que crezca de un 7 por ciento a un 7,75 por ciento en el año fiscal 2016-17, convirtiéndola en la gran economía que más rápido crece en el mundo. Además, los otros parámetros macroeconómicos de la India, como la inflación, el déficit fiscal y la balanza por cuenta corriente, han mostrado claros signos de mejora.

Dado que las empresas se enfrentan a unas ventas estancadas y a una caída de los beneficios gracias a una endeble economía mundial, las empresas activas en el nivel internacional tienen una mayor necesidad de buscar nuevos pastos. La India representa una gran oportunidad para las empresas estadounidenses y de todo el mundo. Hubo un gran nivel de flexibilización en el régimen para la inversión extranjera directa (IED) de la India en noviembre de 2015, y es probable que haya más cambios este año.

Límites de inversión extranjera directa por sector

Sector n.º	Sector	Tamaño actual del mercado	Límite de la IED y ruta de entrada
1	Textil	108 mil millones de USD	100 % bajo la ruta automática
2	TI y servicios habilitados por las TI	146 mil millones de USD	100 % bajo la ruta automática
3	Infraestructura		
	Polígonos industriales (nuevos y existentes)		100 % bajo la ruta automática
	Desarrollo de construcción e infraestructura	465 mil millones de USD	
	Infraestructura ferroviaria		
4	Bienes inmuebles	94 mil millones de USD	IED permitida únicamente en la construcción y el desarrollo (no comercialización)
5	Servicios de telecomunicaciones (incluyendo proveedores de infraestructura de telecomunicaciones de categoría I)	Número de abonados 1022 millones	100 % (automático hasta un 49 %, ruta gubernamental más allá del 49 %)
6	Banca, servicios financieros y seguros		
	Banca (sector privado)	2,68 billones de USD	74 % (automático hasta un 49 %, ruta gubernamental más allá del 49 % y hasta el 74 %)
	Banca (sector público)		20 % bajo la ruta gubernamental
	Seguros		49 % (automático hasta un 26 %, ruta gubernamental más allá del 26 % y hasta el 49 %)** **Según el Presupuesto de la unión anunciado el 29 de febrero de 2016, el límite bajo la ruta automática para el sector de los seguros se incrementará hasta un 49 %
7	Automotriz y accesorios industria automotriz	112 mil millones de USD	100 % bajo la ruta automática
8	Defensa	37 mil millones de USD	49 % (ruta automática hasta un 49 % y más allá del 49 % bajo la ruta gubernamental con estudio en función de cada caso, siempre que sea probable que el resultado sea un acceso a tecnología moderna y de "última generación" en el país)
9	Comercio al por menor		
	Comercio al por menor de productos de marca única	600 mil millones de USD	100 % (automático hasta un 49 %, ruta gubernamental más allá del 49 %)
	Comercio multimarca al por menor		51 % (51% bajo la ruta gubernamental)
10	Por Internet y comercio electrónico	38 mil millones de USD	100 % bajo la ruta automática (B2B)
11	Productos farmacéuticos y ciencias de la vida	30 mil millones de USD	Proyectos nuevos: 100 % bajo la ruta automática Proyectos existentes: 100 % bajo la ruta gubernamental

INDIA (cont.)

Algunos de los cambios recientes más importantes en la política de IED de la India incluyen:

1. Ahora se permite un cien por cien de IED en las SRL bajo la ruta automática.

La política de IED en las sociedades de responsabilidad limitada (SRL) ha sido enmendada para que las inversiones en las SRL no requieran la aprobación del gobierno. Ahora se permite un cien por cien de IED por la ruta automática en las SRL que operan en sectores y actividades donde está permitido un 100 por cien de IED y en los que no haya condiciones de ejecución relativas a la IED. El modelo SRL es una estructura alternativa en el modelo de empresa y es más atractivo debido al hecho de que en la actualidad no se aplica ningún impuesto sobre la distribución de dividendos (IDD), a las distribuciones de dividendos de las SRL. El tipo efectivo del IDD es un 20,35 por ciento en la distribución de dividendos de una empresa.

2. Las SRL pueden invertir en otras empresas.

Se permitirá a las SRL en las que haya inversiones extranjeras que inviertan en otra empresa o SRL en sectores en los que se permita un 100 por cien de IED bajo la ruta automática y en los que no haya condiciones de ejecución relativas a la IED.

3. Se han eliminado los requisitos mínimos de superficie y capitalización para el sector de la construcción y desarrollo.

Algunas de las condiciones más estrictas relacionadas con la inversión en el sector de la construcción y desarrollo en la India giraban en torno a la necesidad de cumplir con el requisito de superficie mínima y el requisito de capitalización mínima. Recientemente, se han eliminado los requisitos relativos a la superficie mínima de 20 000 metros cuadrados en los proyectos de construcción y desarrollo, y la capitalización mínima de 5 millones de USD que debían aportarse en el país en un plazo de seis meses desde el inicio de las operaciones empresariales. También se aclaró que se permitirá el arrendamiento de bienes inmuebles. Sin embargo, no se permite la IED en la comercialización de bienes inmuebles y la construcción de casas de campo.

4. El sector de la defensa permite hasta un 49 por ciento de IED en la ruta automática.

Como medida para apoyar la iniciativa de "fabricación en India", el gobierno ha liberalizado la IED en el sector de la defensa y ha permitido un 49 por ciento de IED bajo la ruta automática. Teniendo en cuenta el hecho de que alrededor del 60 por ciento de las necesidades de defensa se cubren a través de las importaciones, y que la asignación para la defensa en el presupuesto de 2016 fue de aproximadamente 37 mil millones

de USD, se trata de un sector muy lucrativo para atraer la IED, en particular para las empresas de los Estados Unidos relacionadas con la defensa.

5. La inversión por parte de empresas, fideicomisos o asociaciones que sean propiedad de y estén controladas por ciudadanos indios no residentes (INR) sin repatriación será tratada como una inversión nacional.

La inversión realizada por INR sin repatriación se considera una inversión nacional a la par con la inversión realizada por residentes. Con el fin de atraer más inversiones por parte de la comunidad de INR (más de dos millones residen en los Estados Unidos), la dispensa especial para los INR se ha ampliado ahora a las empresas, fideicomisos y asociaciones que se hayan establecido fuera de la India y sean propiedad de y estén controlados por INR. De ahora en adelante, dichas entidades que sean propiedad de y estén controladas por INR serán tratadas a la par con los INR con respecto a la inversión en la India.

6. Se permite que los fabricantes realicen ventas al por mayor y al por menor, incluido mediante comercio electrónico sin aprobación del gobierno.

Ahora se permitirá que un fabricante venda su producto a través de rutas al por mayor y al por menor, incluido mediante comercio electrónico sin aprobación del gobierno.

7. Liberalización del comercio al por menor de productos de marca única (Single-brand retail trading, SBRT) y el sector minorista.

Las entidades a las que se les haya concedido permiso para realizar transacciones de comercio al por menor de productos de marca única (SBRT) podrán llevar a cabo actividades de comercio electrónico. El requisito de abastecimiento obligatorio del 30 por ciento del valor de los bienes adquiridos se ha relajado, sujeto a aprobación gubernamental.

Estas enmiendas a la política de IED de la India tienen como propósito liberalizar y simplificar el proceso con el fin de hacer que sea más fácil hacer negocios en el país y atraer mayores flujos de IED. Ambos contribuirán al crecimiento de las inversiones, los ingresos y el empleo.

Muchos inversores extranjeros han constatado que no es fácil hacer negocios en la India. Además, existe un alto grado de incertidumbre en la administración de las leyes fiscales. La modificación retroactiva de las leyes fiscales que afectó a Vodafone hace unos cuatro años, después de que Vodafone obtuviese una sentencia favorable del tribunal supremo de la India a raíz de una demanda fiscal que reclamaba el pago de 2 mil millones de USD, ha sido criticada en todo el mundo y ha empañado la reputación de la India.

El gobierno de la India ha puesto en marcha una serie de medidas para mejorar la facilidad a la hora de hacer negocios. Se ha hecho hincapié en la simplificación y racionalización de las normas existentes y la introducción de tecnologías de la información para que la gestión sea más eficiente y eficaz.

Algunas de las medidas más importantes que se han adoptado incluyen:

1. Un esquema para reducir los litigios y enterrar el fantasma de Vodafone

Se ha propuesto el Esquema de resolución directa de litigios fiscales 2016, que permitiría que los contribuyentes, cuyas apelaciones estén pendientes ante la primera autoridad de apelación, puedan pagar el impuesto y los intereses hasta la fecha de la evaluación y el 25 por ciento de la pena mínima que podría imponerse. No habrá ninguna otra sanción ni acusación ni intereses para el período posterior a la evaluación. Se estima que la cantidad total reclamada en litigios es de 90 mil millones de USD, con 300 000 casos. En el caso de litigios fiscales, por cambios retroactivos de la ley (como en el caso de Vodafone por la transferencia indirecta de acciones), se propone permitir la resolución del litigio mediante el pago de los impuestos, lo cual garantizará que el contribuyente tenga inmunidad plena y no esté sujeto a intereses, sanciones ni acusaciones. Esto puede ayudar a restaurar la confianza de los inversores internacionales.

2. Un proceso en línea para solicitar una licencia industrial (LI) y un memorando de empresario industrial (MEI)

El proceso de solicitud de una LI y un MEI se realiza ahora por Internet, y este servicio está disponible para los empresarios las 24 horas el día, los siete días de la semana, en el sitio web eBiz. Esto facilitó la presentación de solicitudes y el pago por Internet de los cargos por servicios. Hay veinte servicios integrados en el portal eBiz, que funcionará como un portal de ventanilla única para la obtención de autorizaciones de varios gobiernos y organismos gubernamentales.

3. Una propuesta para poder realizar el proceso de registro de una empresa en un solo día

Una de las enmiendas propuestas a la Ley de Sociedades de 2013 es mejorar el entorno para la creación de empresas. El objetivo es garantizar que el registro de empresas se pueda hacer en un solo día.

4. Un nuevo tipo impositivo más bajo (25 por ciento) para el impuesto de sociedades (más el recargo y los impuestos

aplicables) para las nuevas empresas manufactureras nacionales establecidas el o después del 1 de marzo de 2016

El tipo marginal máximo normal del impuesto de sociedades en la India es del 34,608 por ciento. El tipo reducido propuesto para las empresas es una medida de bienvenida para la inversión en el sector manufacturero.

5. Una propuesta de aplazamiento de la disposición sobre Sede de dirección efectiva (SDDE)

Se propone que la determinación de la residencia de una empresa extranjera sobre la base de su SDDE se aplaze un año. Este es un paso positivo teniendo en cuenta que se esperan más disposiciones clarificadoras y transitorias.

6. Deducción en virtud de la sección 80JJAA extendida al sector servicios

El Presupuesto de la unión para 2016 propone ampliar y liberalizar el ámbito de aplicación del incentivo para la generación de empleo (30 por ciento de deducción adicional disponible en los emolumentos pagados a los nuevos empleados) disponible en la sección 80JJAA de la Ley del Impuesto sobre la Renta. La deducción estará disponible no solo para los contribuyentes que tengan ingresos derivados de la fabricación de bienes, sino también para los que prestan servicios.

7. Incentivos fiscales para las entidades que cumplan los requisitos en el esquema de Puesta en marcha de nuevas empresas de la India

La India, la cuarta base mundial para la creación de nuevas empresas y donde hay domiciliadas más de 3100 nuevas empresas tecnológicas, va a aumentar su base hasta las 11 500 nuevas empresas tecnológicas para el 2020. El presupuesto incluía una propuesta para proporcionar una deducción del 100 por cien durante un período de tres años consecutivos de los cinco primeros años para las nuevas empresas que cumplan los requisitos.

Gracias al enfoque general que busca mejorar el espíritu empresarial combinado con un crecimiento económico uniforme, una tasa de inflación controlada, un déficit fiscal bajo, unas reservas de divisas sólidas, las medidas para facilitar los negocios, la claridad en las leyes fiscales, así como otros indicadores macroeconómicos, la India es una propuesta muy atractiva para la inversión a largo plazo por parte de los inversores internacionales que buscan valor.



POR DEBAJO DE CERO: LOS RIESGOS EN TORNO A LA POLÍTICA DE TIPOS DE INTERÉS NEGATIVOS

Cinco de los principales bancos centrales de las economías desarrolladas han adoptado políticas de tipos de interés negativos durante los últimos años que conllevan riesgos imprevistos para el sistema financiero mundial. La política de tipos de interés negativos se puede entender mejor como un impuesto sobre el exceso de reservas mantenidas por las grandes instituciones financieras en el banco central. Los objetivos de la política son bastante sencillos y por lo general implican limitar directamente las entradas de capital a través de una reducción de los intereses pagados por los valores emitidos por los gobiernos y por la iniciativa privada, lo que resulta en una depreciación indirecta de la moneda nacional. En segundo lugar, es un intento por estimular un aumento general en el nivel de los precios totales en condiciones que se asemejan a la desinflación o deflación. Este último objetivo supone inducir un incentivo para que los bancos aumenten los préstamos que conceden para obtener una mayor tasa de rendimiento en contraste con el impuesto pagado por mantener un exceso de reservas.

La lógica utilizada para llevar los tipos al terreno negativo es bastante similar a la lógica utilizada para reducir los tipos de interés cuando la economía se desacelera o contrae o cuando aumenta el desempleo: reducir los costes de endeudamiento para los hogares y las empresas, influir en las expectativas inflacionistas, y reducir tanto el tipo de interés nominal como el tipo de interés real o el tipo ajustado por inflación. Se supone que entonces los menores tipos reales estimularán la actividad económica en general a través del canal del crédito y el canal del comercio mediante la devaluación de la moneda nacional y una mejora en la competitividad de los exportadores nacionales.

Este cambio no ortodoxo de política está plagado de riesgos y lleva consigo la semilla de un retorno a las políticas basadas en la idea de *empobrecer a tu vecino* que fueron características de la peor parte de la Gran Depresión mundial durante la década de 1930. Dada la desaceleración de la actividad económica general en la economía mundial, es probable que el sector financiero, siendo como es tan susceptible a las políticas, sufra los peores efectos del último experimento de los bancos centrales.

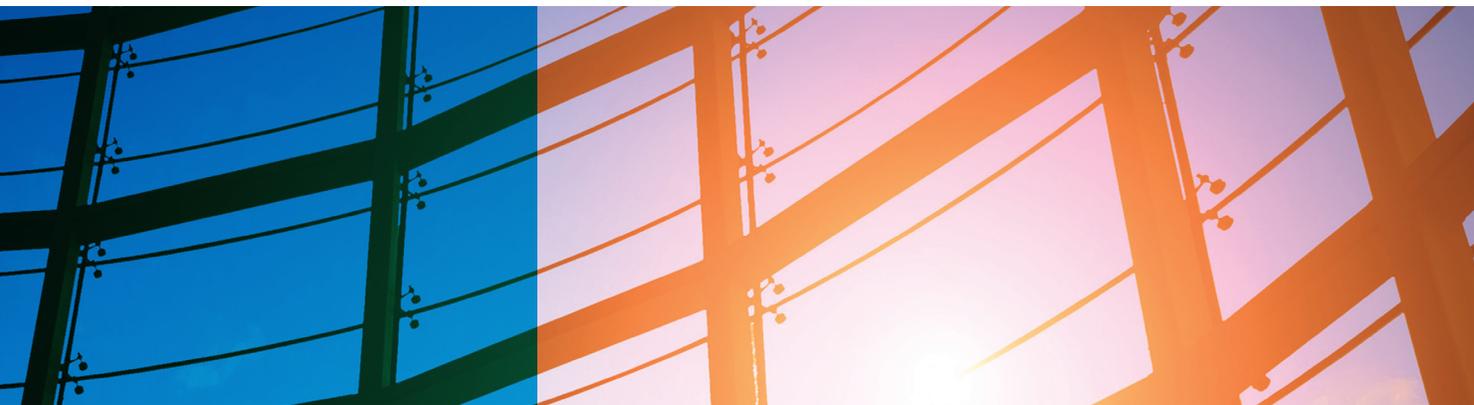
Paradójicamente, el hecho de que sea tan fácil romper el límite teórico que supone el cero en los tipos de interés hace que sea posible que otros bancos centrales, incluidos la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco de Inglaterra, consideren de forma activa la adopción de dicha política cuando sus respectivos ciclos económicos actuales lleguen a su fin.

No debemos infravalorar los riesgos que este tipo de políticas crea para el sector financiero y el mercado intermedio. Una política de tipos de interés negativos causaría estragos en la planificación fiscal para las empresas del mercado intermedio al alterar los incentivos. En tales condiciones, las empresas del mercado intermedio seguramente optarían por hacer pagos anticipados de impuestos y servicios públicos para evitar los costes por tener efectivo en el banco.

El marco creado por una política de tipos de interés negativos da lugar a beneficios limitados pero claros. Los riesgos que rodean a esta política, sin embargo, son asimétricos y se encuadran en cuatro categorías generales.

Eludir y acaparar: La imposición de un impuesto sobre los depósitos de excedentes de efectivo probablemente dará como resultado que los grandes bancos, entidades financieras, fondos de pensiones o compañías de seguros decidan almacenar el efectivo a pesar del coste de los seguros, el transporte y el almacenamiento. Munich Re, el gran grupo alemán de seguros que es la segunda mayor reaseguradora en la economía mundial y gestiona 231 mil millones de euros en activos, ya ha decidido almacenar 10 millones de euros para evitar el pago de los tipos de interés negativos. Por otra parte, si se permite que las empresas repercutan el coste de los impuestos a los consumidores, entonces los hogares probablemente decidirán mantener el efectivo en cajas de seguridad o en cajas fuertes personales. Todo ello distorsionaría las condiciones financieras y los gastos domésticos.

Sistema financiero: Las distorsiones en los mercados financieros, especialmente los mercados de valores de renta fija, están



garantizadas. Durante febrero de 2016, aproximadamente 7 billones de dólares estadounidenses en títulos públicos tuvieron rendimientos por debajo de cero. Los inversores que mantengan esos bonos hasta su vencimiento tendrán pérdidas. Si se mantiene la política, casi seguro se producirá una rápida evolución de un sistema financiero paralelo como opción para los hogares y las empresas que traten de evitar el coste fiscal causando un desapalancamiento general del propio sistema bancario. Incluso si se promulgan leyes para evitar que los bancos repercutan los costes a los depositantes, el peso muerto causado por el impuesto daría lugar generalmente a pérdidas debidas a una caída de los márgenes de beneficio y del precio de las acciones de los bancos que a su vez resultaría en una disminución general de la estabilidad financiera en su totalidad. Por otra parte, si se permite que los bancos repercutan los costes a los clientes, el acaparamiento de dinero en efectivo que se generaría privaría a los bancos de los fondos que necesitan para hacer préstamos a los clientes solventes.

Alineación de las políticas: Uno de los objetivos indirectos de la política de tipos de interés negativos es una mejora en la competitividad de los exportadores nacionales. Si bien la noción de una guerra de divisas es un tema de conversación popular en la prensa financiera, la coordinación de políticas y el desarrollo de acuerdos de intercambio de divisas para evitar problemas de financiación han garantizado que este caso no ocurra. Un problema causado por la aplicación de una política de tipos de interés negativos es que abre la puerta para el regreso de las depreciaciones competitivas de divisa basadas en la idea de *empobrecer a tu vecino* que ocurrieron durante la década de 1930. Las políticas de tipos de interés negativos (PTIN) de Dinamarca y Suiza se implementaron directamente para lograr depreciaciones de sus divisas. La adopción de PTIN por parte de los Estados Unidos o el Reino Unido implica el riesgo de una mayor perturbación del sistema financiero y de comercio mundiales.

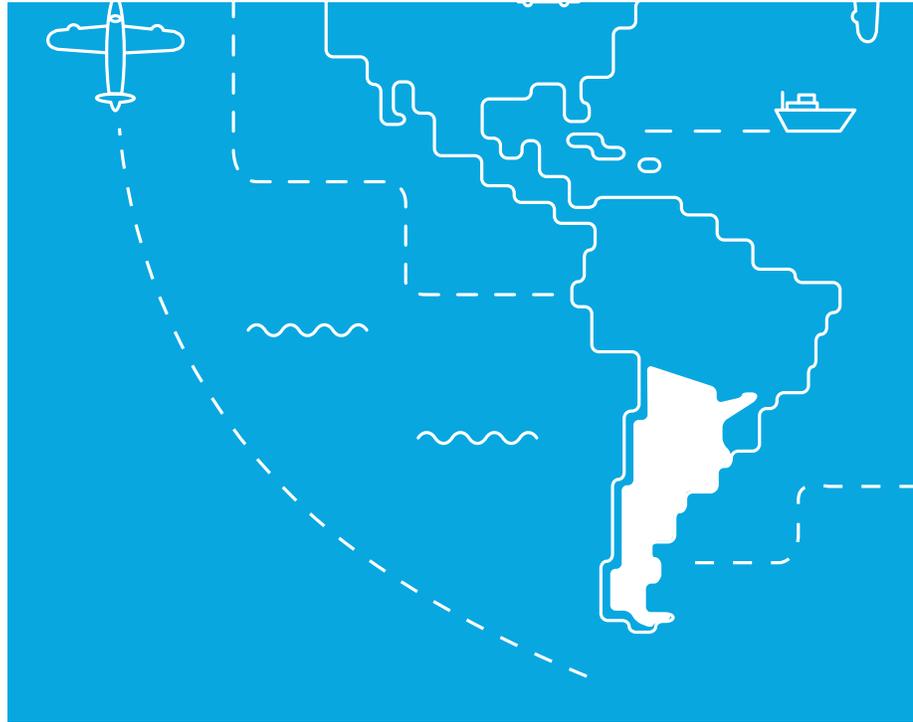
Burbujas de activos: En un entorno económico que se puede describir mejor como de estancamiento secular, crecimiento lento, bajos tipos de interés y una política de baja inflación, las opciones disponibles para los bancos centrales para alcanzar el pleno empleo son limitadas. Por lo tanto, en condiciones en las que los bancos centrales tienen que correr el riesgo de avivar las burbujas para alcanzar el pleno empleo, la adopción de tipos de interés negativos es una respuesta racional y razonable desde el punto de vista de los políticos. En Suecia, donde los tipos de interés negativos fueron adoptados en 2014, los precios de las viviendas han aumentado y aproximadamente la mitad de todas las hipotecas son a tipo de interés variable, más del 90 por

ciento de esos préstamos se recalcularán dentro de cinco años, y el riesgo de una burbuja está aumentando. Si el banco central sueco aumentase los tipos durante ese periodo de tiempo, ello conllevaría el riesgo de reventar las burbujas que se están creando en el mercado de la vivienda y el sistema financiero.

Las primeras evidencias relacionadas con el cobro a los bancos por los excesos de reservas han sido decepcionantes. La limitación de la entrada de capitales mediante PTIN para mejorar la competitividad de los exportadores nacionales en Dinamarca y Suiza no ha dado lugar a depreciaciones notables en ninguna de las dos economías y hay evidencias de la existencia de una burbuja cada vez mayor en el mercado sueco de la vivienda. Si bien no ha habido una perturbación en los mercados financieros tras los anuncios en Europa y Japón, todavía es demasiado pronto para calcular la eficacia del cambio de política.

Dicho esto, hay algunas diferencias muy notables en la construcción, profundidad y amplitud de los mercados de capitales de los Estados Unidos y del Reino Unido en comparación con los de Europa y Japón, que hacen que sea difícil implementar las PTIN. Por ejemplo, en los Estados Unidos, dado el tamaño del balance de la Reserva Federal y los cerca de 2,5 billones de dólares en reservas, para hacer que la política sea efectiva sería necesario que una gran cantidad de las reservas estuviesen exentas. Suponiendo que la Reserva Federal impusiese un impuesto del 2,6 % por ciento sobre los excesos de reservas, lo mismo que el Banco Central Europeo, esto solo afectaría a 625 mil millones de dólares de reservas y no afectaría a 1,87 billones de dólares o aproximadamente el 75 por ciento de las reservas. Dado que solo una fracción de las reservas sujetas a tributación se prestaría efectivamente a clientes solventes, los riesgos que rodean a la política en los Estados Unidos implican que dicha política podría dar como resultado distorsiones monumentales tanto en la economía como en el sistema financiero.

Existe cierta preocupación de que a medida que el ciclo económico llegue a su fin en varias de las grandes economías, los bancos centrales no posean las herramientas políticas necesarias para poder dar una respuesta. Sin embargo, ese no es el caso. La efectividad de esas políticas está llegando a sus límites. Con los tipos en o por debajo de cero, el argumento a favor de una respuesta fiscal mucho más sólida gana peso, a pesar de los recelos de muchos actores económicos, financieros y políticos nacionales. Un mayor equilibrio entre la política fiscal y monetaria reduciría la necesidad de recurrir a una política tan poco ortodoxa como la política de tipos de interés negativos y los riesgos que conlleva.



ARGENTINA: REFORMAS CRUCIALES COLOCAN AL PAÍS EN EL SENDERO HACIA UNA ECONOMÍA MÁS ESTABLE

Joe Brusuelas, economista jefe, RSM US LLP

Una primera serie de reformas cruciales han colocado a Argentina en el sendero necesario para obtener un acceso más fácil al crédito internacional, un importante beneficio para la comunidad empresarial del mercado intermedio de ese país. Las decisiones tomadas por el presidente Mauricio Macri para adoptar un régimen de tipo de cambio flexible, que ha dado como resultado una devaluación de facto del peso del 35 por ciento; y para alcanzar un acuerdo por valor de 4650 millones de USD con los acreedores extranjeros, representan un importante giro en la política interna argentina. Estas decisiones ponen fin a un período de aproximadamente 15 años de caos económico dentro de la economía.

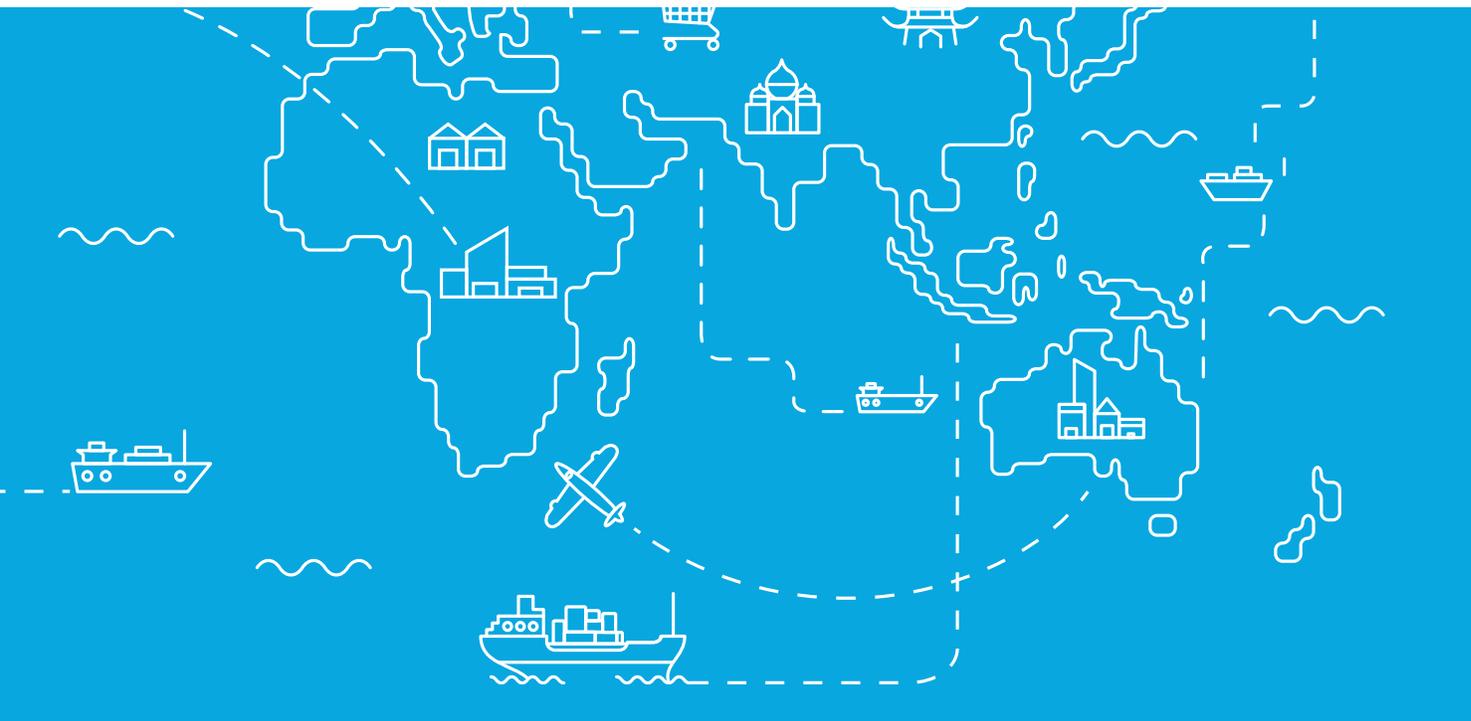
Aunque el éxito de las reformas no está garantizado, y deben adoptarse otras medidas difíciles para que el presupuesto entre en un sendero más sostenible, uno que puede aumentar temporalmente la desigualdad económica, estas medidas suponen la mejor oportunidad para revertir el daño que se ha hecho desde el impago de la deuda en 2001. Las reformas también aumentarán la competitividad comercial y prepararán el terreno para el reingreso de Argentina en la comunidad comercial internacional.

Según Brendan Quirk, director regional de RSM, América Latina: "Con la visita en marzo del presidente Obama, y otras visitas internacionales por parte de Francois Hollande de Francia y de

Matteo Renzi de Italia, es evidente que la comunidad internacional apoya a este nuevo gobierno. RSM también ha oído comentarios de la comunidad empresarial que indican que hay muchas empresas entusiasmadas por el inminente crecimiento que este cambio significa para la economía de Argentina".

La eliminación del "cepo cambiario" devaluó el peso hasta 15 frente al dólar estadounidense desde 9,7 y, junto con la eliminación de impuestos a la exportación, se estructuró de manera inteligente para que solo aquellos que tuviesen una necesidad inmediata de divisas, tales como los inversores o los participantes en el sector comercial, tuvieran permitido el acceso a las divisas. El resultado fue una transición sin muchos problemas hacia un tipo de cambio flexible.

Desde un punto de vista económico, la política se diseñó e implementó de forma adecuada, y tiró de la demanda de una forma que favoreció a los exportadores agrícolas y de materias primas a la vez que ayudó a arrancar la actividad comercial. Este primer paso por parte del gobierno de Macri fue bien recibido e impresionó a muchos de los participantes en la comunidad inversora internacional y las principales capitales financieras. Representa un paso importante para reconstruir la confianza de los inversores internacionales en la dirección de la economía de Argentina.



Dado que el gobierno puede verse en la necesidad de obtener más de 15 mil millones de USD en inversiones extranjeras para facilitar la transición de vuelta hacia una economía de mercado, la destreza con la que se llevó a cabo la ronda de financiación inicial y la velocidad con la que se llegó a un acuerdo con los acreedores extranjeros no deben subestimarse.

Esa decisión inicial sobre la política a seguir indica que el gobierno de Macri tiene la intención de apostar por el crecimiento mientras adopta un enfoque más equilibrado con respecto a la inflación que, de no corregirse, se traduciría en una disminución de los salarios reales que podría hacer que esta serie de reformas fracasasen. Como era de esperar, al cambio en el régimen del tipo de cambio le siguió un aumento de la inflación hasta alrededor del 4 % mensual (32,9 por ciento anual) en febrero. Mientras tanto, el banco central elevó los tipos de interés a un 37,5 por ciento desde el 29 por ciento.

Aun así, los retos económicos a los que se enfrenta Argentina siguen presentes. La desaceleración mundial, el colapso de los precios de las materias primas y el deterioro de la economía en Brasil, el socio comercial más importante de Argentina, hacen que la elección del momento apropiado para implementar estas y las futuras reformas sea más difícil de lo normal.

El gobierno de Macri ha adoptado lo que podría denominarse como un enfoque gradual que intenta equilibrar la restricción política interna con las necesidades económicas. Al tiempo que evita la terapia de choque basada en reformas económicas que ha estado en boga en muchos mercados emergentes durante las últimas dos décadas, la secuencia adoptada por el gobierno de Macri para la reforma de las políticas es probablemente la mejor que podría conseguirse dadas las consecuencias del impago de la deuda y las políticas adoptadas durante los años de Kirchner-Fernández.

El desafío al que se enfrentan las políticas a partir de este momento es doble: el gobierno debe evitar que la inflación se traspase rápidamente hacia los hogares, lo que daría como resultado una disminución de los salarios reales, a la vez que implementa un marco a largo plazo que sea creíble para el banco central y los inversores extranjeros que reduzca el ritmo de crecimiento de los gastos gubernamentales. Una senda presupuestaria creíble y unos movimientos encaminados a frenar la inflación, no solo ayudarían a limitar los tipos de interés, también servirían para impresionar a los inversores extranjeros con los que está contando el gobierno para que aporten la inversión extranjera directa y los préstamos puente que cubran las lagunas en la financiación y así las reformas tengan tiempo para funcionar.

Los principales objetivos fiscales que se han aplicado buscan obtener una mezcla de recortes en los subsidios y aumentos de la eficiencia a la vez que aumentan el gasto de este año. Esto colocaría el déficit fiscal primario, como porcentaje del producto interior bruto, en una senda descendente hacia el 0,3 por ciento en 2019 desde su nivel actual del 4,8 por ciento. El gobierno también busca obtener una reducción de la inflación para colocarla entre un 3,5 y un 6,5 por ciento en 2019 con respecto al nivel actual del 32,9 por ciento este año.

Si eso no sucede, y se forman expectativas inflacionistas alrededor de una rápida expansión del gasto público, entonces el banco central no tendría más remedio que subir los tipos de interés a tipos aún mayores, lanzando así a la economía hacia la recesión. Con los mercados incluyendo ya en sus precios un 18,1 por ciento más de devaluación del peso hasta el nivel de 18,9 por dólar estadounidense, la posibilidad de un aumento de la inflación y una caída de los salarios reales sigue siendo el mayor riesgo para el nuevo gobierno.

BEPS: UN RETO IMPORTANTE PARA LAS EMPRESAS DEL MERCADO INTERMEDIO

Impactos con una gran repercusión sobre las multinacionales

Los cambios en la tributación internacional resultantes de la iniciativa sobre Erosión de la base imponible y traslado de beneficios (BEPS), llevada a cabo por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y los países del G-20, presentan algunos de los mayores retos empresariales de la historia reciente, con impactos que tienen una gran repercusión en las operaciones internacionales. Las empresas deben considerar ahora los posibles cambios que se puedan efectuar, incluso antes de la implementación específica de la legislación fiscal nacional.

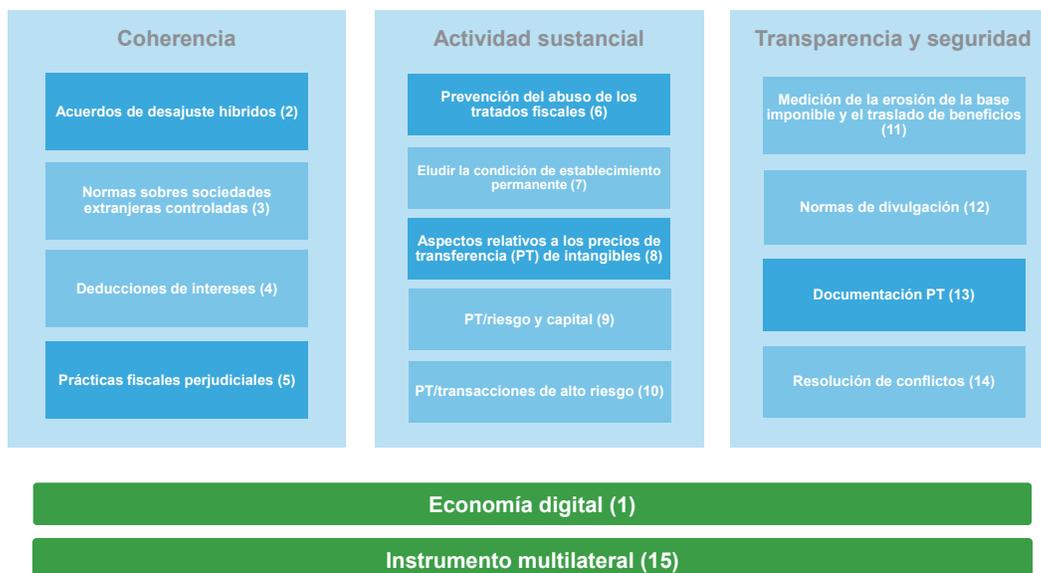
¿Qué es la BEPS?

La BEPS se refiere a la erosión de la base imponible y el traslado de beneficios que son el resultado de lagunas no intencionadas y desajustes entre los sistemas fiscales de los distintos países. Estas lagunas pueden ser utilizadas por las empresas multinacionales (EMN) para hacer que los beneficios desaparezcan a efectos fiscales, o para trasladar los beneficios a lugares donde no hay actividad real o donde la actividad es muy baja, pero donde los impuestos son bajos, dando como resultado

pagos muy bajos del impuesto de sociedades o incluso que no se pague nada por ese concepto.

En 2013, la OCDE y los países del G-20 (los principales países industrializados y en desarrollo) desarrollaron el Proyecto (BEPS). El Proyecto BEPS tenía como objetivo proporcionar a los gobiernos métodos para cerrar las lagunas observadas en las normas fiscales internacionales existentes que podrían permitir que las EMN redujesen sus beneficios o los trasladasen de manera artificial a jurisdicciones con una tributación baja o nula, en las cuales las EMN tienen poca o ninguna actividad económica. El plan de acción del proyecto identificó 15 puntos de acción en línea con tres pilares fundamentales:

- Dotar de **coherencia** a las normas nacionales que afectan a las actividades transfronterizas.
- Reforzar los requisitos de **actividad sustancial** en las normas internacionales existentes.
- Mejorar la **transparencia**.



Entrega del paquete BEPS

En octubre de 2015, la OCDE presentó el paquete final de medidas sobre los 15 puntos de acción con la intención de iniciar una reforma integral y coordinada de las normas fiscales internacionales. Estas medidas incluyen:

- Cambios relativos a los tratados fiscales bilaterales, incluida una norma mínima para evitar el abuso de tratados.
- Revisiones de las normas para los precios de transferencia, que determinan el tratamiento fiscal de las transacciones intragrupo para centrarse en la sustancia de las transacciones en lugar de su forma jurídica.
- Una actualización del marco para evaluar los posibles efectos nocivos de los regímenes preferenciales introducidos por los gobiernos, con un enfoque específico sobre las cajas de patentes y resoluciones fiscales.
- Modelar las medidas de derecho interno para contrarrestar la BEPS.

Impacto en el mercado intermedio

Los países han comenzado a implementar las propuestas sobre la BEPS, y algunos se mueven rápidamente en este sentido. Utilizando datos recopilados de más de 500 empresas mundiales, RSM emitirá un importante informe sobre el impacto de la BEPS en el mercado intermedio. Ese informe estará disponible el 6 de junio en <http://www.RSMUS.com>. Las empresas que hacen negocios en países extranjeros tienen que realizar un seguimiento de lo que está sucediendo en cada jurisdicción en la que operan. Las empresas deben observar sus huellas operativas y fiscales en todo el mundo, realizar una planificación estratégica con el fin de ser lo suficientemente flexibles para adaptarse a los cambios específicos impulsados por la BEPS y evaluar los sistemas actuales con miras a estar preparadas para cambios en las obligaciones que deben cumplir.

Si bien las EMN más pequeñas no tendrán que cumplir con todos los requisitos de divulgación resultantes del Proyecto BEPS, sí tendrán que hacer frente a los mismos cambios fiscales sustanciales e internacionales que afectan a otras empresas. Es posible que incluso tengan que reestructurar sus operaciones. Además, el impacto de la BEPS va más allá de los impuestos. Su impacto puede sentirse en diferentes departamentos de finanzas, tesorería y geografías, e implica aspectos relativos al cumplimiento, los conflictos y los acuerdos de fusiones y adquisiciones.

Para consultar más información sobre RSM, visite **www.rsm.global**.

Las consultas de los medios deben dirigirse a Gillian Hawkes, directora de RR. PP. y comunicación de RSM al número +44 (0) 20 7601 1080 o a la dirección gillian.hawkes@rsm.global.



www.rsm.global

RSM es el nombre comercial utilizado por los miembros de la red RSM.

Todos los miembros de la red RSM son empresas independientes de contabilidad y consultoría y cada uno de ellos opera de forma independiente. La red RSM no es en sí una entidad jurídica independiente de ningún tipo en ninguna jurisdicción.

La red RSM está administrada por RSM International Limited, una sociedad registrada en Inglaterra y Gales (número de sociedad 4040598) con domicilio social en 11 Old Jewry, Londres EC2R 8DU.

La marca y la marca registrada RSM, así como otros derechos de propiedad intelectual utilizados por miembros de la red son propiedad de RSM International Association, una asociación que se rige por el artículo 60 y siguientes del Código Civil de Suiza con domicilio en Zug.