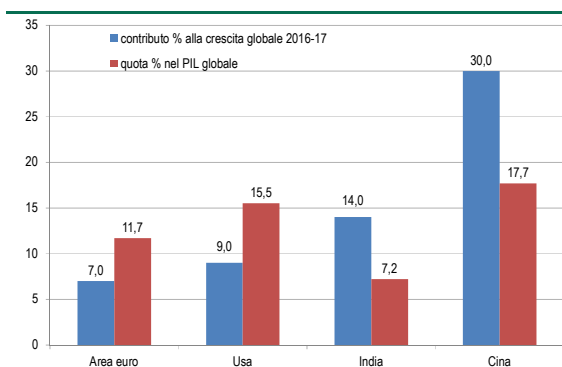
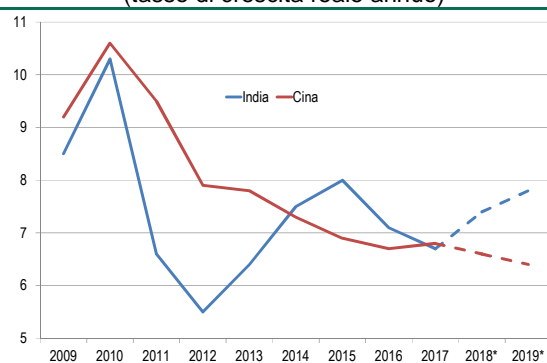


Le economie trainanti dell'economia globale



Fonte: elaborazione Servizio Studi Bnl su dati Fmi

India e Cina: dinamica di crescita (tasso di crescita reale annuo)



Fonte: Fmi (*) : previsione Fmi

Il peso dell'India nel circuito economico mondiale continua ad aumentare. Negli ultimi venti anni l'**economia indiana** si è sviluppata ad un tasso medio annuo del 7,2% circa, quasi quadruplicando la sua dimensione. Un settimo della crescita mondiale registrata nel biennio 2016-17 è riconducibile al dinamismo dell'economia indiana.

Nel periodo più recente sono state realizzate importanti iniziative per rimuovere storici ostacoli ad un moderno processo di sviluppo: dal progetto (denominato Aadhaar) finalizzato a dare un'identità certa ad ogni cittadino indiano all'impostazione di una moderna architettura della tassazione indiretta.

Il **circuito bancario** costituisce uno degli aspetti di maggiore fragilità del sistema economico indiano. I problemi riguardano soprattutto gli istituti di credito pubblici, titolari del 90% dei crediti di difficile recupero. Per mutare questo scenario le autorità da un lato hanno varato un ampio programma di ricapitalizzazione, dall'altro lato sono impegnate a riformare in profondità il settore e a riscrivere importanti capitoli della normativa.

n. 13

6 aprile 2018



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

L'India accelera, ma la Cina è ancora molto lontana

S. Carletti  silvano.carletti@bnlmail.com

Il peso dell'India nel circuito economico mondiale continua ad aumentare. Negli ultimi venti anni l'economia indiana si è sviluppata ad un tasso medio annuo del 7,2% circa, quasi quadruplicando la sua dimensione. Un settimo della crescita mondiale registrata nel biennio 2016-17 è riconducibile al dinamismo dell'economia indiana, un contributo pari a meno della metà di quello attribuibile alla Cina ma, al tempo stesso, quasi analogo a quello congiuntamente determinato da Stati Uniti ed area euro.

La congiuntura recente si presenta favorevole ma lascia anche intravedere importanti criticità, a cominciare da uno strutturale disavanzo degli scambi con l'estero compensato però da un robusto afflusso di capitali. Modesta continua a risultare la dinamica degli investimenti privati, parzialmente compensata da un crescente afflusso di investimenti diretti dall'estero. Nella dinamica economica del Paese pesa la debolezza della domanda per consumi non primari, riflesso dell'ancora molto limitata presenza di una classe media.

Nel periodo più recente sono state realizzate importanti iniziative per rimuovere storici ostacoli ad un moderno processo di sviluppo: dal progetto (denominato Aadhaar) finalizzato a dare un'identità certa ad ogni cittadino indiano all'impostazione di una moderna architettura della tassazione indiretta.

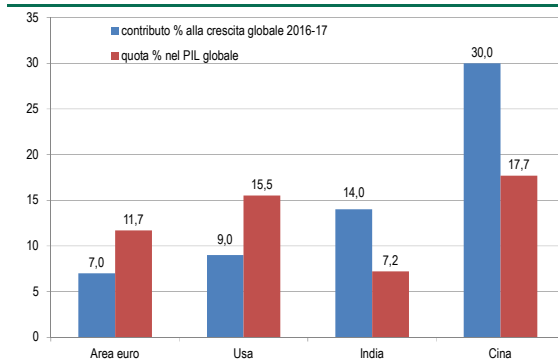
Il circuito bancario costituisce uno degli aspetti di maggiore fragilità del sistema economico indiano. I problemi riguardano soprattutto gli istituti di credito pubblici, titolari del 90% dei crediti di difficile recupero. Per mutare in modo definitivo questo scenario le autorità da un lato hanno varato un ampio programma di ricapitalizzazione, dall'altro lato sono impegnate a riformare in profondità il settore e a riscrivere importanti capitoli della normativa.

Il peso dell'India nel circuito economico mondiale continua a crescere. Elaborando dati del Fondo Monetario Internazionale, infatti, si ricava che circa un settimo della crescita mondiale registrata nel biennio appena concluso è riconducibile al dinamismo dell'economia indiana. Il contributo di questo Paese è meno della metà di quello attribuibile alla Cina ma, al tempo stesso, è quasi analogo a quello congiuntamente determinato da Stati Uniti ed area euro.

Quanto appena evidenziato è conseguenza di un processo di sviluppo in atto da venti anni. Tra il 1999 e il 2008 l'India ha raddoppiato la sua dimensione economica (tasso di crescita medio annuo del 6,9%). Il ridotto coinvolgimento nella crisi internazionale del 2008-09 ha consentito nel decennio successivo di migliorare questo già considerevole risultato. Nell'insieme, l'economia indiana si è sviluppata in questi ultimi venti anni ad un tasso medio annuo prossimo al 7,2%, quasi quadruplicando la sua dimensione complessiva. Pur decisamente apprezzabile, questa dinamica di sviluppo è ancora lontana da quella conseguita dalla Cina nello stesso arco di tempo (9%). Se si considerano però solo gli ultimi cinque anni la differenza nella velocità di crescita risulta di fatto annullata (7,1% per entrambi)

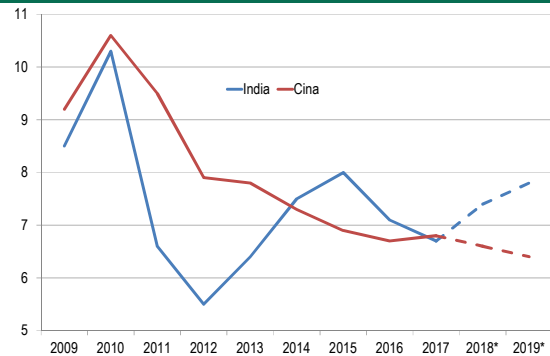
Seppure la favorevole congiuntura economica e l'intenso processo di modernizzazione in corso sono argomenti rilevanti, il possibile raggiungimento (per non dire un "sorpasso") dell'India nei confronti della Cina non è ancora ipotizzabile neppure in un futuro lontano.

Le economie trainanti dell'economia globale



Fonte: elaborazione Servizio Studi Bnl su dati Fmi

India e Cina: dinamica di crescita (tasso di crescita reale annuo)



Fonte: Fmi (*) : previsione Fmi

Luci e ombre della congiuntura economica attuale

Nei mesi più recenti l'economia indiana ha evidenziato segnali di accelerazione (+7,2% a/a nel quarto trimestre 2017) rendendo credibile la previsione ufficiale di un tasso di sviluppo del 7-7,5% nel biennio appena iniziato, con alcuni previsori (il Fmi, ad esempio) anche più ottimisti. La forza della domanda interna ha accresciuto il disavanzo commerciale con l'estero (\$151 mld nei dodici mesi terminanti a gennaio 2018) spingendolo al massimo dal novembre 2013. Oltre agli impulsi derivanti dalla congiuntura interna ad ampliare il disavanzo negli scambi con l'estero ha contribuito la rivalutazione della rupia (+5% circa rispetto al dollaro statunitense da inizio 2017), circostanza che ha indebolito le esportazioni indiane proprio in una fase di espansione dell'economia mondiale. La capacità di vendita all'estero rimane limitata con un flusso di esportazioni annue di \$320-30 mld. La Cina è la principale controparte degli scambi (12% dell'interscambio totale) ma anche il paese con il quale da tempo più ampio è il saldo negativo (quasi due quinti di quello totale).

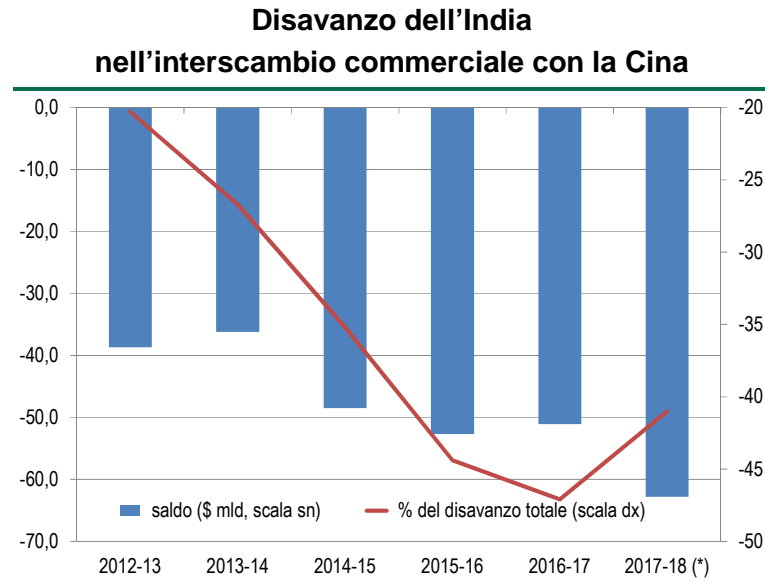
Al disavanzo commerciale si somma quello dei servizi con un conseguente saldo negativo delle partite correnti stimato intorno al 2% del Pil, un importo consistente ma lontano dai livelli toccati nel 2011-12 quando si posizionò poco al di sotto del 5%. La favorevole dinamica delle riserve valutarie (\$421 mld all'inizio di marzo 2018, + \$57 mld nell'ultimo anno) mostra chiaramente come l'afflusso di capitali dall'estero consenta di finanziare agevolmente il disavanzo corrente.

La dinamica economica indiana continua a presentare una spiccata vulnerabilità sul versante energetico, aspetto di rilievo a fronte del rialzo in atto delle quotazioni del petrolio. In effetti, l'India è (2016) il terzo maggiore importatore mondiale di petrolio, con un flusso di acquisti annui prossimo al 30% delle importazioni indiane. Si stima che un aumento di \$10 del costo del barile¹ possa determinare una riduzione del tasso di crescita di 0,2-0,3 punti percentuali, un incremento dell'1,7% dei prezzi all'ingrosso, un peggioramento di \$9-10 mld del saldo delle partite correnti.

L'inflazione continua a muoversi su livelli moderati (4,4% a febbraio), ben dentro la fascia obiettivo stabilita dalle autorità (2-6%), circostanza che consente di escludere inasprimenti della politica monetaria nel futuro più immediato. Da inizio 2015 il tasso di

¹ Nell'anno terminato il 4 aprile scorso la quotazione del petrolio WTI (West Texas Intermediate) risulta aumentata di \$11,5, quella del petrolio Brent di quasi \$13.

riferimento (Policy Repo Rate) è stato gradualmente corretto al ribasso (attualmente al 6%).



Fonte: India, Department of Commerce.

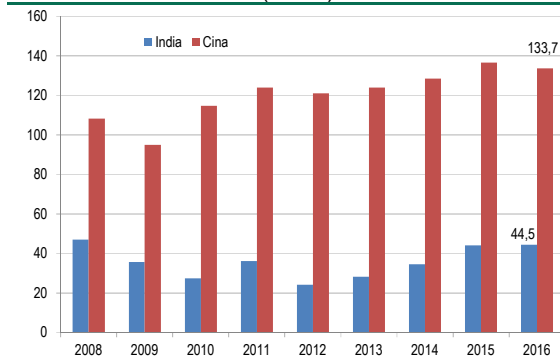
Anno fiscale (aprile – marzo); per 2017-18 stima Servizio Studi Bnl.

Investimenti e consumi privati

Aspetto poco brillante della dinamica economica indiana continuano ad essere gli investimenti. Al di là di fluttuazioni congiunturali, la loro consistenza risulta da tempo insoddisfacente. In rapporto al Pil gli investimenti fissi lordi sono prima saliti dal 26,5% del 2003 al 35,6% del 2007 e poi ridiscesi al 26,4% attuale. Nel loro ambito la componente privata è decisamente modesta, mentre quella pubblica è relativamente ampia. La condizione complessiva della finanza pubblica (disavanzo corrente e debito pubblico, rispettivamente, al 3,5% e al 68-69% del Pil) non lasciano molto spazio per un'ulteriore espansione di quest'ultima componente, particolarmente importante soprattutto per coprire la carenza di infrastrutture del Paese (fabbisogno di investimenti entro il 2040 stimato a \$4.000 mld).

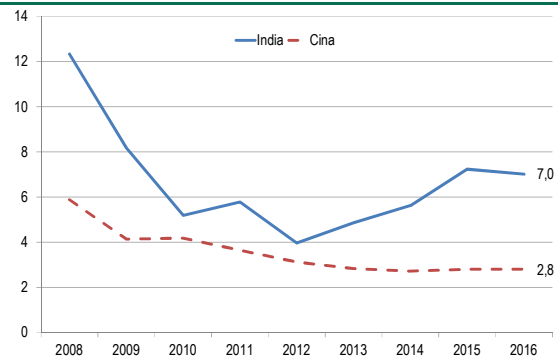
Ad irrobustire il processo di accumulazione del capitale fisso contribuisce da tempo un importante flusso di investimenti dall'estero saliti dai \$24 mld del 2012 ai \$44,5 mld del 2016, importo che pone l'India al 9° posto a livello globale tra le destinazioni degli investimenti diretti all'estero. Nel 2016 (ultimo disponibile), tuttavia, il flusso diretto in India risultava pari ad appena un terzo del corrispondente dato della Cina. Almeno in parte questa differenza si deve alle difficoltà che si incontrano per avviare e gestire i progetti d'investimento: malgrado il recupero di ben 30 posizioni, l'India si posiziona al 100° posto (su 190) nella graduatoria (Doing Business) annualmente redatta dalla Banca Mondiale, 22 posizioni dopo la Cina. Nell'insieme la quota degli investimenti sul Pil è in India 10 punti percentuali inferiore a quella della Cina (33% vs 43%).

**Afflusso netto degli
Investimenti Diretti dall'Estero (Ide)
(mld \$)**



Fonte: Unctad, World Investment Report 2017

**India – Cina: contributo % degli Ide
al totale degli investimenti annui**



Fonte: Unctad, World Investment Report 2017

Anche la dinamica dei consumi privati si presenta insufficiente per assicurare una solida crescita del mercato interno. In effetti, manca ancora un'ampia classe media. In un recente articolo², la piramide sociale indiana è stata così descritta: il primo 1% degli indiani adulti (circa 8 milioni di persone) ha un reddito annuo analogo a quello medio di Hong Kong (in PPA 2017, \$60mila); il successivo 9% si trova in una situazione paragonabile a quella prevalente nei paesi dell'Europa orientale (\$25-35mila); al di sotto di questa seconda fascia si colloca un ampio insieme di indiani (40%) che vive in condizione non diversa da quella riscontrabile in Pakistan e Bangladesh (\$4-5mila); il restante 50% (oltre mezzo miliardo di individui) vive in modo non troppo diverso da quanto avviene nei più poveri paesi africani. Solo una famiglia su 45 possiede una macchina e meno del 30% delle donne fa parte delle forze di lavoro.

Un potente traino allo sviluppo dei consumi privati è atteso dal processo di urbanizzazione, ancora in una fase iniziale. In India la popolazione urbana è pari al 33% del totale a fronte del 56% della Cina e del 70-80% riscontrabile in Italia, Germania e Francia. Occorreranno alcuni decenni per vedere lo sviluppo di un'ampia classe media con stili di vita comparabili almeno a quelli degli attuali paesi emergenti. Assumendo come riferimento la situazione attuale, il reddito procapite (in PPA) indiano dovrebbe più che raddoppiare per allinearsi a paesi come Cina o Brasile e quadruplicarsi per raggiungere una condizione analoga a quella di Polonia, Ungheria o Russia. Il tempo necessario per completare questo "inseguimento" è ovviamente legato anche al ritmo della crescita demografica che pur sceso di un terzo (dall'1,8% del 2000 all'attuale 1,1%) è comunque ancora relativamente intenso (15 milioni di individui in più ogni anno), soprattutto quando si realizza in un territorio complessivamente limitato (la densità di popolazione per km² in India è quasi tre volte quella della Cina).

Gli interventi per rafforzare il processo di sviluppo

Le autorità indiane sono costantemente impegnate a dare basi più solide al processo di sviluppo del Paese, uno sforzo che a volte risulta confuso ma che comunque sta producendo risultati decisamente importanti. Tra gli interventi in corso di realizzazione un posto di assoluto rilievo spetta al progetto (denominato Aadhaar) finalizzato a dare un'identità certa ad ogni cittadino indiano (codice numerico di 12 caratteri basato su foto e informazioni biometriche quali impronte digitali e iride degli occhi). Il programma,

² The Economist, 13 gennaio 2018, The missing middle class.

avviato nel gennaio 2009 e sostenuto dagli ultimi due governi, è ora di fatto completato (quasi 1,2mlrd di codici identificativi emessi). Tra le molte ricadute, il programma consente di accelerare il processo di inclusione sociale e di rendere più efficienti le politiche di sostegno alle fasce economicamente più deboli della popolazione, superando il sistema dei sussidi ai prodotti base da tempo ritenuto inefficiente e fonte di corruzione e sprechi.

La realizzazione di Aadhaar ha fatto anche compiere un rilevante balzo in avanti al processo di inclusione finanziaria, rendendo possibile l'apertura di circa 250 milioni nuovi conti correnti, un passo importante per dare spessore al circuito nazionale dei pagamenti. Pur in (lenta) crescita, il ricorso ai servizi bancari rimane comunque molto modesto.

Ugualmente finalizzate ad accelerare il processo di modernizzazione del Paese sono due più recenti iniziative tese a ridimensionare l'economia sommersa. Su questi provvedimenti il governo in carica ha giocato molta della sua popolarità, una scommessa il cui esito si potrà conoscere nelle prossime elezioni politiche previste entro la prima metà del 2019.

Nella definizione indiana due sono i parametri minimi per considerare un'impresa appartenente al sistema produttivo "ufficiale": versare i contributi previdenziali per i propri dipendenti ed essere iscritta nei registri fiscali. Ad una recente rilevazione solo lo 0,6% delle imprese risultava soddisfare entrambi i criteri; il 12% era regolare solo sotto il profilo fiscale; l'87% delle imprese indiane risultava irregolare sotto entrambi i profili. Le imprese sommerse dominano ampiamente il settore agricolo. Se si focalizza l'attenzione sulle attività extra-agricole le imprese regolari sotto il profilo fiscale risultavano impiegare il 53% degli occupati totali; ampiamente inferiore (31%) l'analoga percentuale riferita al comportamento contributivo.

Per disarticolare quest'ampia economia sommersa l'8 novembre 2016 è stata improvvisamente disposta la messa fuori corso delle banconote da 500 e 1000 rupie e la loro sostituzione con una nuova serie di banconote. Ai possessori delle vecchie banconote è stata offerta la possibilità di scambiarle con quelle di nuova emissione senza grandi formalità presso qualunque agenzia bancaria ma solo per limitatissimi importi e solo per pochi giorni dopo l'emanazione del provvedimento (entro il 25 novembre). Per non dover subire una perdita, milioni di indiani si sono dovuti mettere in fila davanti agli sportelli bancari e depositare sul proprio conto corrente l'ampio ammontare di contante in loro possesso, operazione possibile solo fino al 31 dicembre. Ad oltre un anno di distanza persistono dubbi sulla validità del provvedimento: da un lato, il drenaggio della liquidità in circolazione risulta essere stato solo temporaneo; dall'altro lato, il provvedimento avrebbe accentuato il rallentamento congiunturale già in atto (iniziato a metà 2016 si è esaurito nel terzo trimestre 2017).

Il secondo intervento per modernizzare il circuito economico è stata l'introduzione (luglio 2017) della Goods and Service Tax (Gst), un provvedimento che ha avvicinato l'architettura dell'imposizione indiretta in India a quella dei paesi avanzati. La Gst, articolata su 5 aliquote (dal 3% al 28%), è una tassa sul valore aggiunto che sostituisce tutte le imposte indirette che gravavano sulla produzione di beni e servizi (17 imposte tra statali e federali). La Gst, quindi, favorisce l'unificazione fiscale della realtà indiana³ e pone le premesse per un allargamento della base imponibile.

La riforma è stata concepita per modificare in modo strutturale il funzionamento del circuito economico indiano. Secondo prime indicazioni, la novità avrebbe incrementato

³ L'India è una federazione di 29 stati e 7 territori dotati di un certo grado di autonomia politico-amministrativa.

sensibilmente il numero delle imprese registrate e il gettito totale ma (come prima segnalato) queste grandezze muovono da livelli molto modesti. Occorrerà tempo prima che il rapporto tra entrate fiscali e Pil dell'India salga a livelli almeno comparabili a quello di altri paesi emergenti (oggi questo rapporto è poco al di sopra della doppia cifra, tra i più bassi del mondo, orientativamente la metà di quello di Polonia o Brasile).

Il processo di risanamento del sistema bancario

Il sistema bancario costituisce uno degli aspetti di maggiore fragilità dell'attuale sistema economico indiano. Gli istituti di credito pubblici rappresentano il 70% circa dell'intero circuito bancario ma sono al contempo titolari del 90% dei crediti di difficile recupero. L'incidenza dei prestiti deteriorati nel portafoglio prestiti risultava (settembre 2017) pari al 16% nel caso delle banche pubbliche, oltre tre volte quello delle banche private e delle banche estere (4,7% e 4,2%, rispettivamente). Questo scenario condiziona ampiamente la dinamica del credito, in particolare quello verso le imprese (tassi di crescita negativi per gran parte del 2017, appena positivi nei mesi più recenti). Secondo alcune elaborazioni, per la prima volta nella storia dell'India, i nuovi finanziamenti delle banche pubbliche sarebbero nel 2017 risultati inferiori a quelli erogati da banche private e operatori finanziari non bancari. Secondo numerosi osservatori questa debolezza del credito bancario sarebbe una delle cause della modesta dinamica degli investimenti privati.

Il sistema bancario indiano ha attraversato quasi indenne la crisi finanziaria internazionale del 2008-09 ma si è successivamente indebolito per l'intensa e poco prudente espansione dei prestiti avvenuta nel decennio successivo (tra il 2008 e il 2016 le banche pubbliche hanno accresciuto il loro portafoglio di circa il 150%). Nella pubblicistica indiana e spesso anche nei documenti ufficiali, si usa frequentemente l'espressione "twin balance sheet problem" per evidenziare che la debolezza delle banche è fortemente legata alle altrettanto gravi difficoltà mostrate dalle (grandi) imprese, prevalentemente pubbliche. In un documento inviato lo scorso anno al Parlamento (Economic Survey 2016-17) si affermava che il 40% circa del debito delle imprese era di competenza di operatori il cui margine operativo non arrivava neppure a coprire gli interessi da corrispondere sul debito e appena 12 società sarebbero titolari di oltre un quarto del totale dei finanziamenti irregolari.

Per superare questa situazione alla fine dello scorso anno le autorità indiane hanno messo a punto un ampio piano di ricapitalizzazione delle banche pubbliche, per risanare il loro portafoglio prestiti e consentire il pieno rispetto dei requisiti patrimoniali. In verità, negli ultimi 30 anni le autorità sono intervenute più volte per rafforzare le banche pubbliche, l'ultima volta nel 2015-16 con un intervento complessivamente pari a circa 750 mld di rupie.

L'intervento annunciato nell'ottobre dello scorso anno differisce dai precedenti non solo per la dimensione ma anche perché, diversamente dal passato, al supporto finanziario dovrebbe accompagnarsi una profonda riorganizzazione del settore. La ricapitalizzazione attuale ammonta a 2.110 mld di rupie (\$32 mld, l'1,3-1,4% del Pil dell'India) dei quali un quarto circa (580 mld di rupie) da raccogliere sul mercato e il resto forniti dallo Stato. Per ridurre l'impatto sui conti pubblici l'intervento statale sarà attuato con un'emissione di obbligazioni a lungo termine (10-15 anni) che verranno sottoscritte dalle banche coinvolte nel programma le quali riceveranno successivamente analogo importo come sottoscrizione di un loro aumento di capitale. Con questo percorso finanziario l'operazione di ricapitalizzazione non grava interamente sul bilancio pubblico del primo anno ma risulta distribuita su più anni (su

ogni bilancio annuale pesa il servizio delle obbligazioni emesse, interessi e quota ammortamento).

L'ampiezza finanziaria di questo intervento apre la strada ad un ampio progetto di riforma la cui realizzazione non si preannuncia però facile. A parte State Bank of India (totale attivo poco al di sotto di \$450mld), le altre 20 banche pubbliche sono di dimensione relativamente limitata con attività fortemente concentrata nelle rispettive realtà locali circostanza che inevitabilmente determina un forte condizionamento sulla gestione. La presenza dello Stato nel loro azionariato è molto elevata (orientativamente 60-80%) e quasi sempre rafforzata (10-15%) da quella di Life Insurance Corporation of India, una compagnia assicurativa pubblica. L'attuale normativa vincola lo Stato a mantenere il pieno controllo (almeno 51%) di queste realtà.

Tutte queste circostanze rendono difficile l'avvio di una incisiva azione di riforma del settore. Per adesso ci si concentra sul conseguimento di due obiettivi intermedi e cioè da un lato favorire l'ingresso di investitori privati (determinando quindi una diluizione del controllo), dall'altro lato favorire operazioni di aggregazioni in modo da ridurre fortemente il numero di questi istituti di credito.

Per evitare il riproporsi dell'attuale scenario, il processo di rafforzamento patrimoniale è accompagnato dalla riscrittura di alcune importanti disposizioni, tra cui in particolare quelle che regolano le grandi esposizioni e la concentrazione del rischio. Queste novità normative si combinano con la riforma delle procedure di insolvenza delle imprese, riforma completata lo scorso anno e tesa ad accrescerne l'efficacia e la tempestività.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.

Direttore Responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com