

Economia

India

Su un sentiero di rallentamento

La crescita economica dovrebbe rimanere solida nel 1° trimestre, supportata dagli investimenti. La debolezza della domanda estera, segnali ancora incerti sulle prospettive dei consumi privati e gli effetti ritardati della restrizione delle condizioni finanziarie ci inducono a mantenere invariate le previsioni di crescita del PIL a 5,2% nel 2023, seguite da un recupero a 6,2% a/a nel 2024.

Il PIL indiano è cresciuto del 4,4% a/a nel 4° trimestre da 6,3% a/a del trimestre precedente, **chiudendo il 2023 con una crescita del 6,7%**, due decimi di punto al di sotto della nostra previsione (6,9%). L'Ufficio Statistico ha inoltre rivisto i dati di contabilità nazionale fino al 2020, operando una **revisione al rialzo della crescita da -6,6% a -6,0% nel 2020 e da 8,3% a/a a 8,9% nel 2021**. La **decelerazione** tendenziale **del 4° trimestre** è spiegato in parte da **un effetto base sfavorevole e, dal lato della domanda, dalla frenata dei consumi privati** (da 8,8% a/a nel 3° trimestre a 2,1% a/a nel 4°) e da un contributo del canale estero ancora lievemente negativo. **Dal lato dell'offerta, la spinta al ribasso è venuta dal rallentamento dei servizi** (da 9,4% a/a a 6,2% a/a). Secondo la serie destagionalizzata calcolata dall'OCSE, la crescita avrebbe comunque perso velocità in termini congiunturali, decelerando da 1,7% t/t nel 3° trimestre a 0,7% nel 4°.

I dati disponibili dei primi due mesi dell'anno puntano a una **crescita solida e in lieve accelerazione congiunturale nel 1° trimestre**, ma danno **segnali di un rallentamento successivo**. La **produzione industriale** è salita del 5,2% a/a in gennaio, trainata dall'aumento della produzione dei beni capitali, soprattutto per le infrastrutture, mentre la produzione di beni di consumo durevoli resta ancora in contrazione tendenziale. L'indice PMI **manifatturiero** punta ad un sostenuto ritmo di espansione dell'attività anche in febbraio, grazie ad un aumento degli ordini interni, mentre indica un **rallentamento degli ordini esteri**, già visibile nel calo tendenziale delle esportazioni, anche al netto del petrolio (fig. 3). La **fiducia delle imprese** si posiziona ancora **su livelli elevati** per il 1° trimestre del 2023, pur inferiori al 4° trimestre (fig. 5) e nell'indagine della RBI le imprese si aspettano un minor ritmo di crescita degli ordini nei due trimestri successivi. Gli arrivi di turisti e i ricavi del settore turistico sono in netto aumento e l'indice PMI del settore dei **servizi** è rimasto su livelli molto alti (58,3 in media tra gennaio e febbraio), prefigurando una robusta espansione dell'attività del settore nel 1° trimestre, pur registrando una moderazione delle aspettative (fig. 8). Le **importazioni** al netto di petrolio e preziosi **hanno iniziato a contrarsi** in termini tendenziali da inizio anno (-3,9% a/a in febbraio) offrendo un segnale di indebolimento della domanda interna. Tuttavia, l'aumento delle importazioni di macchinari e il sostenuto andamento del credito (fig. 9) supportano le attese di una dinamica ancora robusta degli investimenti nella prima metà dell'anno. La più elevata contrazione delle esportazioni prefigura un contributo ancora negativo del canale estero almeno nel 1° trimestre.

Il Governo indiano ha indicato un **obiettivo di deficit al 5,9% del PIL per l'AF2023-24**, in diminuzione da 6,4% per l'AF2022-23 e ha riconfermato l'obiettivo di medio-lungo termine di ridurre il deficit al di sotto del 4,5% del PIL nell'AF2025-26. La riduzione del rapporto deficit/PIL nell'AF2023-24 risulta nel complesso credibile anche se riteniamo che esistano dei **rischi di sfioramento nell'ordine di 0,2-0,3% del PIL** dovuti a **ipotesi ottimiste sulla crescita delle entrate e del PIL nominale** e a un possibile aumento della spesa per sussidi se l'acuirsi delle tensioni geopolitiche alimentasse un nuovo **aumento dei prezzi delle materie prime**. Il Governo ha cercato di raggiungere un **equilibrio tra supporto alla crescita e contenimento del deficit**, privilegiando la spesa per investimenti e offrendo particolare sostegno alla classe media e al settore manifatturiero. Si propone, infatti, l'**obiettivo molto ambizioso di incrementare la spesa totale per investimenti del 30,1% nell'AF2023-24 dopo un sostanzioso aumento del 26,2% nell'AF2022-23**. La spesa pubblica in conto capitale è salita al 22% della spesa totale dal 12% nel 2020-21, e gli aumenti sono stati indirizzati in particolare a **ferrovie, strade e ponti, energia, telecomunicazioni e difesa**.

30 marzo 2023

Focus

Direzione Studi e Ricerche

International Research Network

Silvia Guizzo

Economista - Asia ex-Giappone

An English version of this report is available on the Intesa Sanpaolo intranet site

Gli **investimenti nel 2023** resteranno quindi **sostenuti da una cospicua spesa pubblica** in infrastrutture, ma la **forza di traino attesa sugli investimenti privati** potrebbe rivelarsi **ancora debole** perché, come rileva il [CMIE, l'utilizzo della capacità produttiva resta basso](#) in particolare per le imprese di produzione di energia elettrica, di raffinazione di prodotti petroliferi e di produzione di acciaio e cemento. Secondo l'indagine OBICUS della RBI, l'utilizzo della capacità produttiva, pari a 74% nel 3° trimestre del 2023, è ancora al di sotto del picco del 3° trimestre del 2019 (76,1%) e distante dal massimo del periodo 2010-2011, in media tra il 77% e il 78%.

La **fiducia dei consumatori** sta continuando a migliorare (fig. 6) pur rimanendo ancora nella zona di pessimismo, e i dati sui pagamenti elettronici e sulle vendite di automobili (fig. 2), indicano una tenuta dei consumi, tuttavia, l'elevata inflazione continua ad erodere i salari, che in termini reali sono stati in contrazione negli ultimi due anni, in particolare nelle aree urbane, dove il tasso di disoccupazione è più elevato. Quest'ultimo rimane, inoltre, anche nelle zone rurali superiore ai livelli pre-pandemia. Le **prospettive dei consumi** restano quindi **ancora di rallentamento**. Un recupero del potere d'acquisto sarà possibile solo nella seconda parte dell'anno in linea con la moderazione attesa dell'inflazione. Lasciamo **invariate le previsioni di decelerazione** della crescita del PIL **a 5,2% nel 2023**, determinata dalla debolezza della domanda e dagli effetti ritardati della restrizione delle condizioni finanziarie, **seguita da un recupero a 6,2% a/a nel 2024**.

L'**inflazione** dei prezzi al consumo, a 6,4% in febbraio, è ancora al di sopra dell'intervallo target della RBI (fig. 10). Diverse misure dell'inflazione core restano elevate poco al di sopra del 6% con le variazioni congiunturali poco sopra la media storica. Un effetto base favorevole e il calo dei prezzi dei carburanti dovrebbe favorire una **diminuzione dell'inflazione a 5,4% nel 2023 e a 4,2% nel 2024**. La distribuzione di cereali gratuiti e le attese di un buon raccolto dovrebbero contribuire al rallentamento dei prezzi anche nel **comparto alimentari** nel corso dell'anno, anche se i **rischi restano al rialzo** dopo che l'istituto meteorologico indiano ha certificato lo scorso febbraio come il più caldo dal 1901 e ha segnalato altre possibili ondate di calore tra marzo e maggio, in particolare nelle regioni centrali e nordorientali. Diversi istituti meteorologici (USA, Australia) hanno inoltre indicato un aumento della probabilità del verificarsi del fenomeno di **El Niño** nella seconda metà dell'anno, con ulteriori possibili effetti negativi sull'andamento della piovosità.

La RBI ha alzato i tassi di 25pb e ha mantenuto invariato l'orientamento restrittivo alla riunione dell'8 febbraio. Riteniamo che la Banca centrale possa ancora effettuare **un ultimo rialzo di 25pb alla riunione del 3-6 aprile**, passando ad un orientamento neutrale. Ci aspettiamo anche che **all'interno del Comitato si accentuino le contrapposizioni**, a maggior ragione dopo la pubblicazione del bollettino di marzo, dove uno studio auspica un aggiornamento dei pesi del paniere del CPI, che nella versione attuale sovrastimerebbe l'inflazione core. Ci aspettiamo tassi fermi nel resto dell'anno e l'avvio di un ciclo di tagli da metà del 2024, per complessivi 75pb.

Il **cambio USD/INR** è oscillato nell'intervallo 81,10-82,89 tra metà novembre e fine marzo, deprezzandosi nelle fasi di deflusso di capitali dai paesi emergenti determinate dalle variazioni dei differenziali di interesse con gli USA (fig. 11 e fig. 16). Riteniamo che il cambio possa continuare a **oscillare nel range 81-82 nel breve termine** per poi entrare in un **sentiero di moderato apprezzamento da metà anno fino ad arrivare poco sotto 80 per fine 2023**, grazie sia all'atteso rientro dell'inflazione sia a rendimenti comunque elevati rispetto agli USA e agli altri paesi emergenti dell'Asia.

Tab. 1 - Previsioni

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
PIL (prezzi costanti)	4.6	-6.0	8.9	6.7	5.2	6.2
Consumi privati	6.3	-6.6	11.9	8.2	3.4	5.6
Consumi pubblici	4.0	-4.6	9.1	2.7	8.2	10.3
Investimenti fissi	2.8	-11.1	17.6	10.5	3.3	5.6
Esportazioni	1.6	-12.2	24.3	16.2	-0.7	3.9
Importazioni	0.0	-17.1	23.9	18.6	-4.8	3.8
Produzione industriale	0.7	-11.0	12.7	4.4	1.6	4.9
Inflazione (CPI)	3.7	6.6	5.1	6.7	5.4	4.2
Tasso di disoccupazione (%)	4.3	9.4	8.2	6.7	5.8	5.4
Salari medi	6.4	-0.9	9.1	6.8	6.5	5.8
Tasso Mibor 3 mesi (media) (%)	6.97	6.08	3.81	5.26	7.11	6.39
Rendimento titoli governativi 10 anni (media) (%)	6.68	4.75	6.16	7.17	7.20	6.93
Cambio USD/INR (media)	70.42	74.13	73.92	78.61	80.92	78.75
Saldo delle partite correnti (mld di USD)	-29.8	32.7	-33.4	-88.6	-38.0	-48.2
Saldo delle partite correnti (% del PIL)	-1.1	1.3	-1.1	-2.6	-1.1	-1.2
Saldo di bilancio (% del PIL)	-4.5	-6.0	-6.3	-6.9	-7.5	-5.9
Debito Pubblico Governo Centrale (% del PIL)	47.5	56.8	56.5	57.0	61.3	61.7

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Anno solare. Fonte: Oxford Economics Forecasting e Intesa Sanpaolo

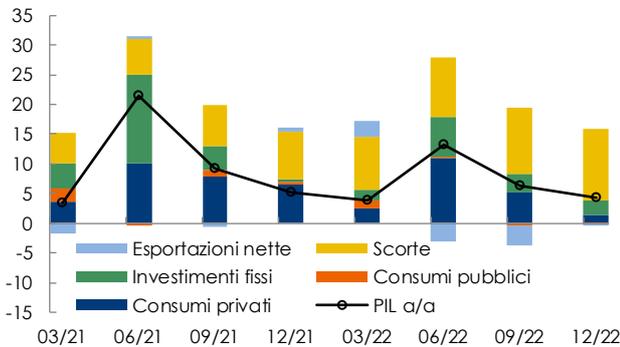
Tab. 2 - Vulnerabilità esterna

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P
Debito estero						
Debito estero / PIL (%)	19.8	21.2	19.3	20.0	18.9	17.8
Servizio debito / Export (%)	7.9	12.9	7.6	7.7	8.2	7.4
Debito estero breve/Debito estero totale (%)	19.0	18.4	20.7	23.9	25.8	27.3
Debito estero breve / Riserve (%)	24.7	18.9	21.3	31.6	31.6	31.7
Riserve in valuta estera (in mesi di importazioni)	8.9	14.3	10.6	6.9	7.3	7.3
Riserve in valuta estera (in miliardi di USD)	432.0	548.8	594.2	484.5	535.0	580.1
Fabbisogno finanziario lordo (mld USD)						
Fabbisogno estero lordo (1)(segno positivo=surplus)	-168.4	-138.0	-177.0	-257.9	-232.6	-264.0
Partite correnti	-29.8	32.7	-33.4	-88.6	-38.0	-48.2
Debito a medio lungo termine in scadenza	-34.8	-64.0	-40.1	-43.0	-41.7	-46.5
Debito a breve termine in scadenza	-103.9	-106.8	-103.5	-126.3	-153.0	-169.3
Copertura del fabbisogno finanziario lordo (mld USD):						
Prestiti a medio lungo termine	71.7	67.6	65.0	55.5	46.1	44.0
di cui						
Prestiti alle banche commerciali	39.9	35.5	39.0	32.0	30.0	29.0
Prestiti garantiti da stati o istituti internazionali (ODA)	16.1	19.1	11.0	10.5	9.6	8.0
Emissioni di titoli internazionali	15.7	13.0	15.0	13.0	6.5	7.0
Prestiti a breve termine	106.8	103.5	126.3	153.0	169.3	184.0
Investimenti diretti (flussi netti)	37.5	53.2	27.5	44.0	46.5	51.5
Investimenti di portafoglio (flussi netti)	11.8	18.6	-0.1	-26.7	20.1	20.5
Altri flussi di capitale netti (2)	5.0	21.0	6.2	-80.1	7.0	11.7
Variazione delle riserve (segno negativo=aumento)	-64.3	-125.9	-47.8	112.2	-56.4	-47.7

(1) Fabbisogno finanziario lordo = saldo delle partite correnti - debito a breve termine - debito a lungo termine in scadenza nell'anno; (2) Altri flussi di capitale, cambiamenti di valutazioni, errori ed omissioni. Fonte: EIU, OEF

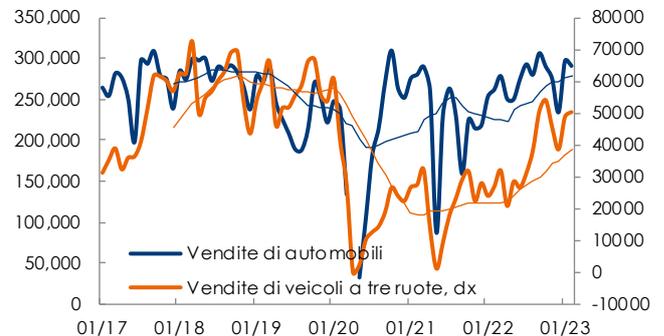
Quadro macroeconomico

Fig. 1 – PIL a/a e contributi alla crescita



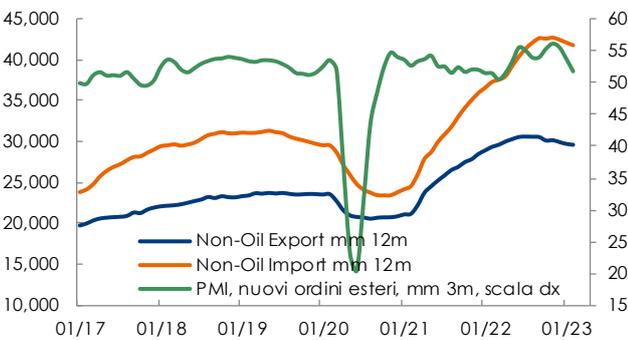
Fonte: CEIC

Fig. 2 – Vendite di veicoli a motore



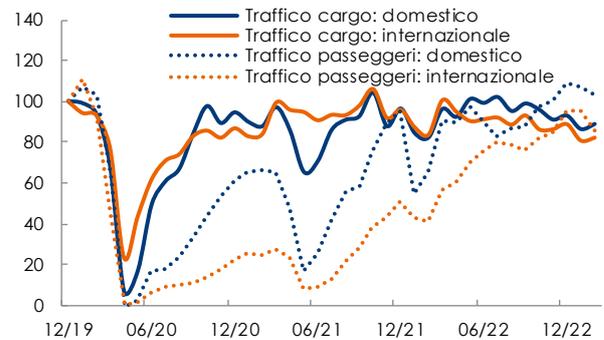
Fonte: CEIC

Fig. 3 - Commercio estero (milioni di USD)



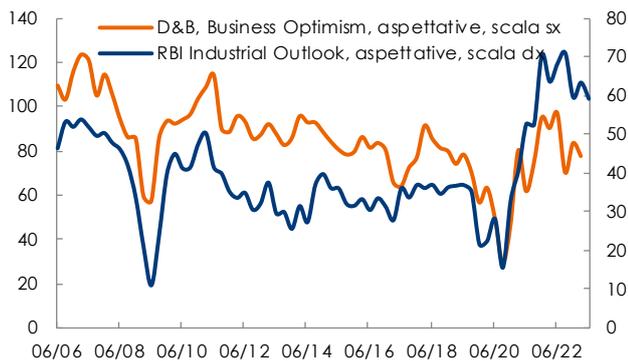
Fonte: Bloomberg, Markit, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Traffico cargo e passeggeri: ribasato media 2019=100



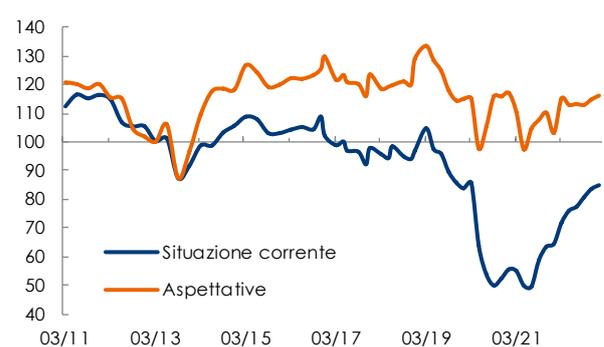
Fonte: CEIC ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Fiducia delle imprese



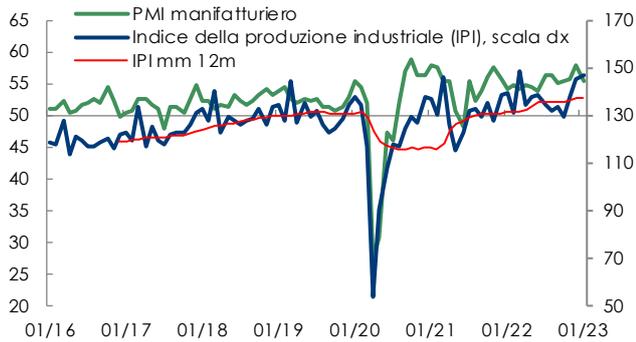
Fonte: CEIC

Fig. 6 - Fiducia dei consumatori



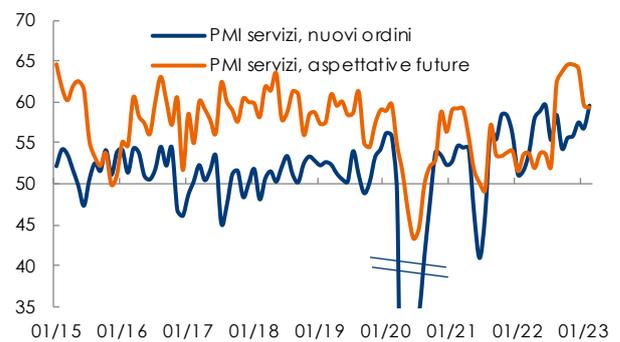
Nota: Indagine trimestrale sulla fiducia dei consumatori della RBI. Fonte: CEIC

Fig. 7 – Produzione industriale



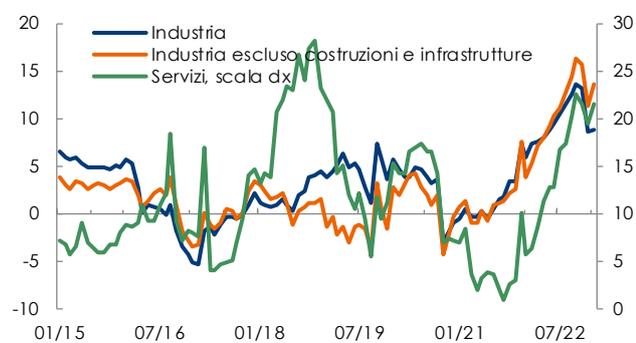
Fonte: CEIC, IHS-Markit

Fig. 8 - Servizi



Fonte: IHS-Markit

Fig. 9 - Credito (var. % a/a)



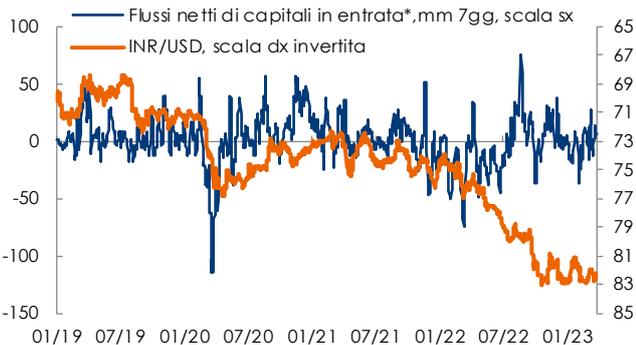
Fonte: CEIC

Fig. 10 - Inflazione



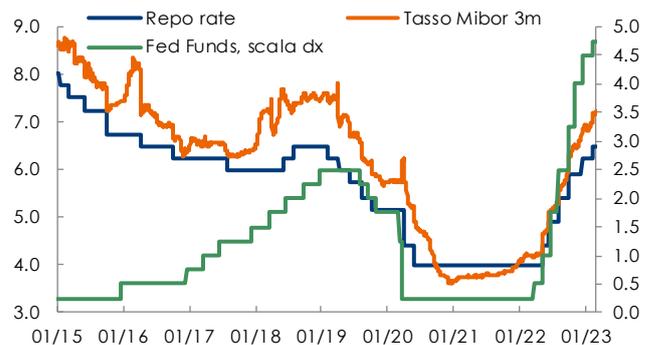
Nota: (*) stima Intesa Sanpaolo. Fonte: CEIC

Fig. 11 - Flussi di portafoglio (miliardi di INR) e cambio



Nota: (*) Acquisti netti degli investitori stranieri istituzionali. Fonte: CEIC

Fig. 12 - Tassi ufficiali e mercato monetario



Fonte: CEIC, Bloomberg

Mercati finanziari

Fig. 13 - Rendimenti dei titoli governativi (%)



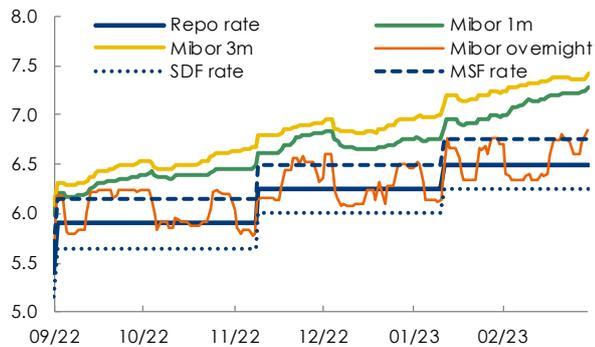
Fonte: Bloomberg

Fig. 14 - Pendenza della curva governativa (pb)



Fonte: Bloomberg

Fig. 15 - Tassi di mercato monetario (%)



Fonte: Bloomberg

Fig. 16 - Titoli governativi in valuta locale: spread su US Treasury (pb)



Fonte: Bloomberg

Fig. 17 - Cambio



Fonte: Bloomberg

Nota: I prezzi sono aggiornati al 29.03.2023

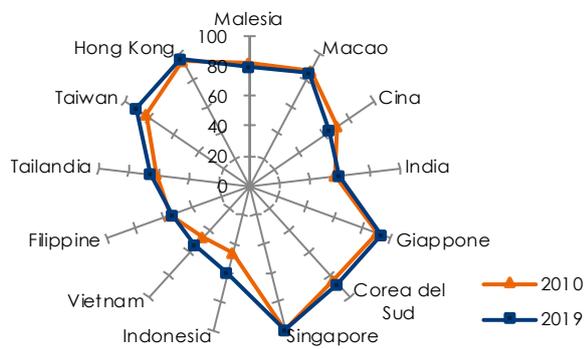
Fig. 18 - Borsa: indici ribasati al 29/09/2022=100



Fonte: Bloomberg

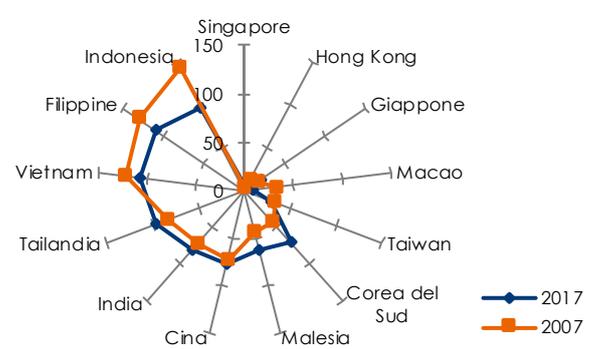
Indicatori sociopolitici

Fig. 19 - Governance Economica



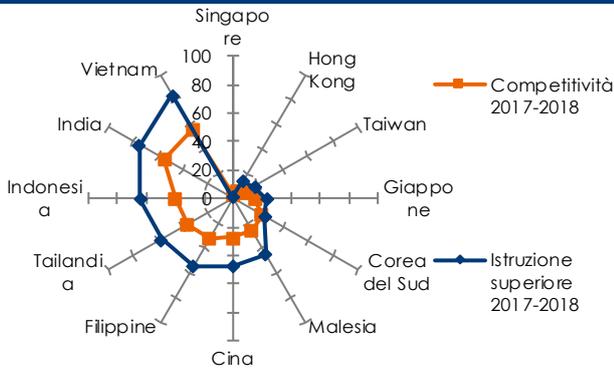
Nota: classifica, 100= più alto, 0= più basso. Fonte: World Bank

Fig. 20 - Indice di percezione della corruzione



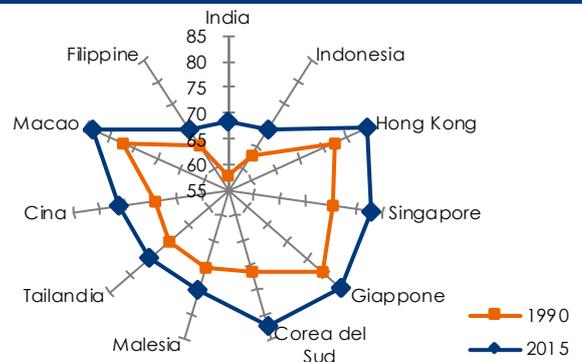
Nota: classifica, 1= più bassa percezione di corruzione. Fonte: Transparency

Fig. 21 - Competitività e istruzione superiore



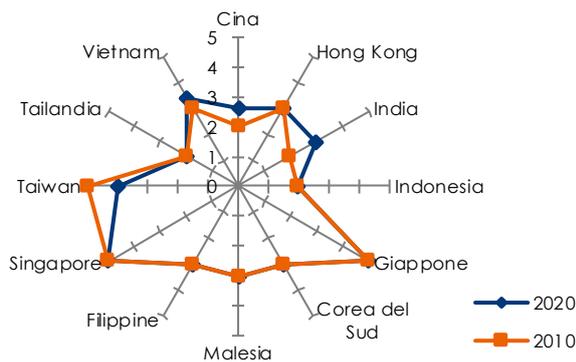
Nota: classifica, 1= più alto. Fonte: World Economic Forum

Fig. 22 - Aspettativa di vita (anni)



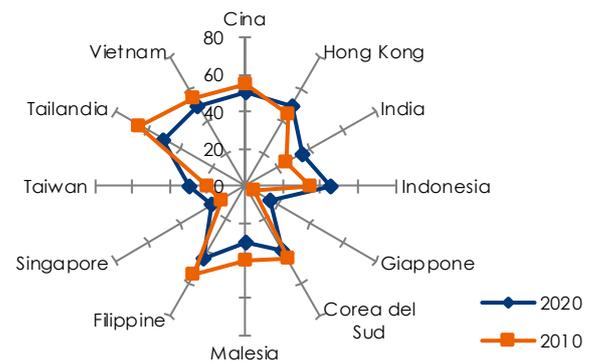
Fonte: World Bank

Fig. 23 - Rischio di disordini sociali



Nota: 5= molto basso, 1= molto alto. Fonte: EIU

Fig. 24 - Rischio di instabilità politica



Nota: 100=più alto. Fonte: EIU

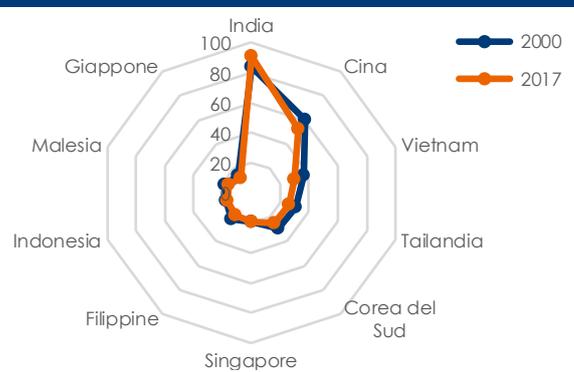
Indicatori ambientali

Fig. 25 - Emissioni di CO₂ (tonnellate metriche pro capite)



Fonte: World Bank

Fig. 26 - Livello di PM_{2.5} (microgrammi per m³)



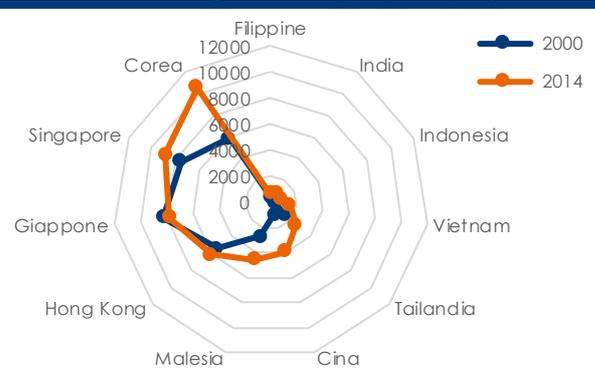
Fonte: World Bank; Hong Kong: non rilevato

Fig. 27 - Consumo di energia (kg equivalenti di petrolio pro capite)



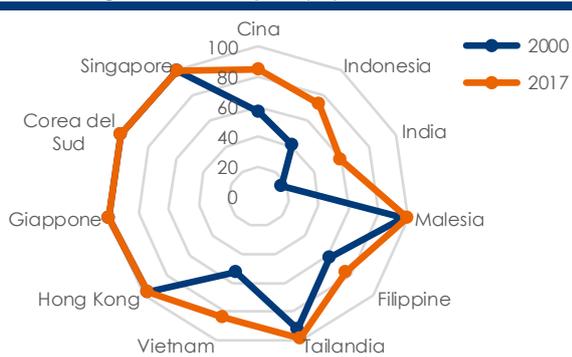
Fonte: World Bank

Fig. 28 - Consumo di energia elettrica (kWh pro capite)



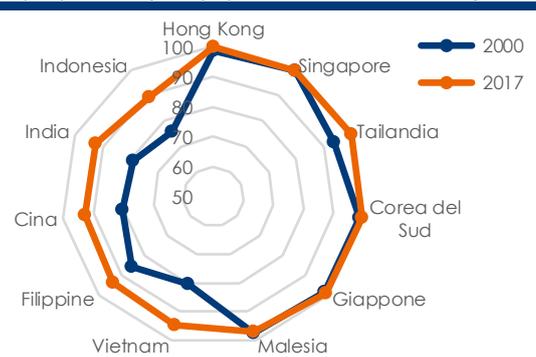
Fonte: World Bank

Fig. 29 - Servizi igienici di base (% di popolazione con accesso a)



Fonte: World Bank

Fig. 30 - Acqua potabile (% di popolazione con accesso a)



Fonte: World Bank

Importanti comunicazioni

Gli economisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo S.p.A. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo S.p.A. affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo S.p.A.

La presente pubblicazione non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti ai quali si rivolge. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato hanno la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, prevede, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, che comprendono adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, ivi incluse le società del loro gruppo, nella produzione di documenti da parte degli economisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed Operazioni personali di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – International Research Network, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Research Department – Head of Department Gregorio De Felice**Coordination International Research Network****e-mail address****Giovanni Barone (Head)**

giovanni.barone1@intesasnpaolo.com

ISP Research Department (Headquarter Team)**Macroeconomic Research**

Silvia Guizzo (Asia ex-Japan)

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com

Debora Palmieri (Latin America and Sub-Saharan Africa)

debora.palmieri@intesasnpaolo.com

Francesca Pascali (MENA and EE)

francesca.pascali@intesasnpaolo.com

Antonio Pesce (CEE and SEE Countries and Quantitative Analysis)

antonio.pesce@intesasnpaolo.com

Francesco Martinelli (Data Base and Quantitative Analysis)

francesco.martinelli4@intesasnpaolo.com

Trade & Industry, Banking and Market Research

Wilma Vergi (Trade and Industry)

wilma.vergi@intesasnpaolo.com

Vincenzo Petrignano (Financial Markets)

vincenzo.petrignano@intesasnpaolo.com

Davidia Zucchelli (Banking)

davidia.zucchelli@intesasnpaolo.com

Pamela Furlan

pamela.furlan@intesasnpaolo.com

ISP International Subsidiaries Research Departments:**VUB (Slovakia, Czech Republic and Poland)**

Zdenko Štefanides (Head)

zstefanides@vub.sk

Michal Lehuta

mlehuta1@vub.sk

Jacob Obst

jobst@vub.sk

CIB (Hungary)

Mariann Trippon (Head)

trippon.mariann@cib.hu

Andras Bukovszki

bukovszki.andras@cib.hu

PBZ (Croatia, Bosnia I Hercegovina and Slovenia)

Ivana Jovic (Head)

ivana.jovic@pbz.hr

Ana Lokin

ana.lokin@pbz.hr

Ivan Odrčić

ivan.odrcic@pbz.hr

Banca Intesa (Serbia)

Marija Savic (Head)

marija.v.savic@bancaintesa.rs

Tijana Matijasevic

tijana.matijasevic@bancaintesa.rs

Milos Drezga

milos.drezga@bancaintesa.rs

Jelena Draskovic

jelena.draskovic@bancaintesa.rs

Sanja Djokic

sanja.djokic@bancaintesa.rs

Katarina Bubonja

katarina.bubonja@bancaintesa.rs

Alexbank (Egypt)

Samer Halim (Head)

samer.halim@alexbank.com

Mariam Massoud

mariam.massoud@alexbank.com

Aly Fayad

aly.fayad@alexbank.com

Mayada Hassan

mayada.hassan@alexbank.com

ISP International Subsidiaries Research Contacts:**Intesa Sanpaolo Bank (Albania)**

Kledi Gjordeni

kledi.gjordeni@intesasnpaolobank.al

Intesa Sanpaolo Bank (Romania)

Marius Pacurari (Head)

marius.pacurari@intesasnpaolo.ro

Pravex Bank (Ukraine)

Artem Krasovskiy

artem.krasovskiy@pravex.ua

Eximbank (Moldova)

Natalia Mihalas

natalia.mihalas@eximbank.com

Olga Pista

olga.pista@eximbank.com