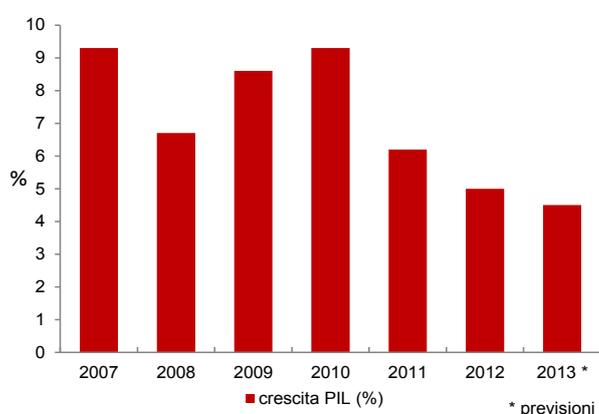


India: la rupia debole rallenta l'acciaio indiano

Un rallentamento annunciato

L'economia indiana ha registrato nel 2012 il tasso di crescita del PIL peggiore degli ultimi dieci anni, pari al 5%. Mentre il trend al ribasso di produzione industriale e investimenti continua dal 2011, il rallentamento del 2012 è stato esacerbato da un calo del settore servizi, una contrazione delle esportazioni, una riduzione della spesa pubblica (attuata nella seconda metà del 2012 con l'obiettivo di contenere l'elevato deficit fiscale) e un indebolimento dei consumi privati (a causa degli elevati tassi di interesse e della crescente inflazione). Il Q2 2013 (giugno 2013) ha chiuso con una crescita del 4,4% a/a, in linea con il tasso previsto su base annuale per il 2013.

Crescita del PIL



Fonte: Moody's, settembre 2013

Inflazione e tasso di policy

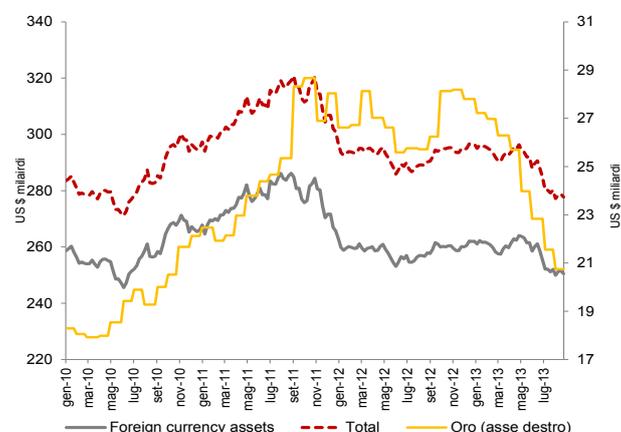


Rupia sotto pressione e risposta della Banca Centrale

In seguito all'annuncio da parte della Fed di un *softening* della politica monetaria espansiva americana, l'India ha subito una riduzione degli afflussi di capitali esteri¹. La valuta è stata oggetto di pressioni che hanno portato a un deprezzamento nei confronti del dollaro USA (-19% contro il dollaro da maggio 2013), causando di conseguenza un nuovo aumento dell'inflazione (WPI pari a 5,8% a luglio 2013).

Questo effetto è stato amplificato dai problemi strutturali che caratterizzano il paese: elevato deficit di parte corrente (stimato al -4,9% del PIL per il 2013), dipendenza dalle importazioni di materie prime ed energia, economia *demand-led*.

Riserve internazionali e oro



Fonte: Reserve Bank of India

Tasso di cambio Rupia vs US\$ (giornaliero)



La crescita dell'inflazione potrà causare un'inversione nella politica monetaria che, a partire da gennaio 2013, aveva intrapreso un percorso di graduale allentamento per favorire la crescita. Il deflusso dei capitali esteri, l'aumento del deficit di parte corrente (a cui ha contribuito negli ultimi mesi del 2012 l'acquisto di oro da parte della popolazione locale) e gli interventi della Banca Centrale a difesa della valuta (in particolare a partire da maggio 2013), hanno determinato una graduale erosione delle riserve in valuta estera, che restano comunque ad un livello adeguato (copertura di circa 6 mesi di import).

La *Reserve Bank of India*, guidata dallo scorso agosto dall'economista Raghuram Rajan, ha recentemente attuato alcune misure per porre rimedio al deprezzamento della valuta e che possano stimolare la crescita: i) imposizione di alcune restrizioni all'acquisto di oro², ii) minori ostacoli all'apertura di filiali bancarie (norma che dovrebbe entrare in vigore a gennaio 2014), iii) la possibilità per le banche domestiche di effettuare swap sui depositi FCNR³ a tassi agevolati⁴, riducendo, così, il costo dell'*hedging*, iv) innalzamento del limite di indebitamento in valuta estera: le banche potranno, ora, prendere a prestito fino al 100% del *tier 1 capital* (precedentemente la soglia era fissata al 50%).

Queste misure dovrebbero incentivare i depositi in valuta estera e permettere alla banca centrale di aumentare le proprie riserve in valuta forte. Allo stesso tempo, però, espongono il sistema bancario e la banca centrale stessa al rischio di notevoli perdite nel caso si dovesse verificare un ulteriore marcato deprezzamento della valuta locale.

L'impatto del deprezzamento della valuta

L'impatto del deprezzamento della rupia sul costo del servizio del debito può essere considerato contenuto, in quanto solo l'8% del debito pubblico è denominato in valuta estera. Di questo il debito sovrano in valuta estera ammonta a 81,7 US \$/mld (pari a circa il 4,4% del PIL), il 53% del quale nei confronti di multilaterali e per la quasi totalità a lungo termine.

L'indebitamento in valuta estera del settore privato indiano rappresenta, a livello aggregato, circa il 15% del PIL (circa 290 US \$/mld). I bilanci delle imprese con un elevato debito in valuta estera e di quelle aziende che, per necessità produttive, importano materie prime⁶, sono i più esposti alle conseguenze della fluttuazione del tasso di cambio (come ad esempio le imprese del settore della raffinazione di prodotti petroliferi).

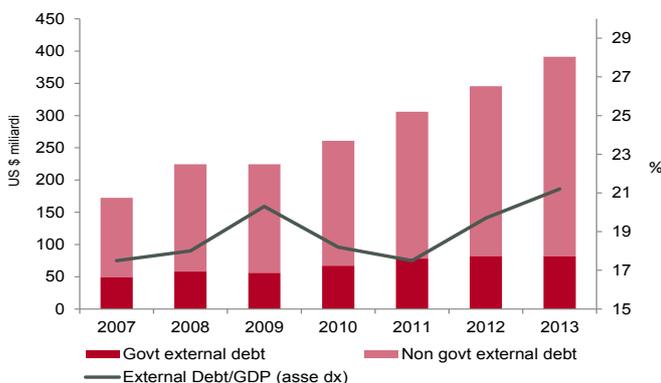
Anche le imprese del settore dell'acciaio hanno la necessità di importare energia e alcune materie prime come il *coking coal*⁷. Il forte deprezzamento della rupia, aumentando il costo delle importazioni, avrà quindi un impatto sui costi di approvvigionamento.

Il minerale di ferro (*iron ore*, principale componente dell'acciaio), invece, è importato solo in minima parte, poiché l'India è ricca di giacimenti. Una rupia debole avrebbe, quindi, un effetto limitato sul costo delle produzioni che utilizzano principalmente questa materia prima. Negli ultimi anni, però, molti giacimenti sono stati chiusi per via di alcune operazioni di estrazione illegali, in particolare nell'area di Karnataka⁸, Goa e Odisha. Questo sta creando una pressione al rialzo sui prezzi interni dell'*iron ore*, oltre ad alcuni problemi lungo la *supply chain*.

Il settore sta, quindi, sperimentando un generale aumento dei costi di produzione. Per rispondere alla conseguente riduzione dei margini, alcune compagnie stanno aumentando il prezzo dei prodotti: SAIL, Essar Steel, Jindal Steel e Power and JSW Steel hanno aumentato i prezzi del 4-5% nel mese di settembre 2013, fino ad un massimo di 2500 rupie per tonnellata.

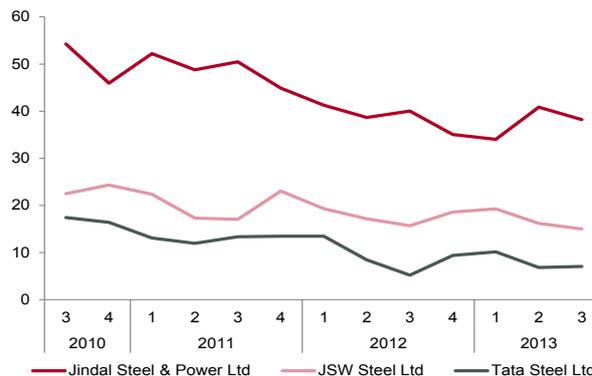
Oltre all'effetto negativo sulla marginalità, il deprezzamento della valuta impatta su quelle imprese che vendono i propri prodotti principalmente sul mercato domestico⁹ e che hanno un indebitamento in valuta estera sensibile¹⁰, poiché saranno costrette a rimborsare quote di capitale e interessi più elevate.

Debito estero



Fonte: Indian Ministry of Finance. *dati al 31 Marzo

Margine EBITDA (% del fatturato)



Fonte: Bloomberg

La politica dei dazi

Il *Directorate General of Foreign Trade* nel 2013 ha ridotto i dazi all'import di acciaio¹¹ (destinato allo sviluppo infrastrutturale) per rispondere ad un'offerta inadeguata a soddisfare la domanda interna¹². Ciò ha sollevato preoccupazioni da parte dell'industria siderurgica indiana che soffre di un maggiore costo delle materie prime (*infra*) e della debole domanda domestica. Inoltre la nuova proposta governativa di ridurre le barriere tariffarie all'export di *iron ore* (dal 30% al 20%), unita al vantaggio competitivo derivante dalla rupia debole, potrebbe incentivare le imprese minerarie indiane ad esportare la materia prima piuttosto che destinarla al mercato domestico, costringendo le acciaierie indiane ad importare maggiori quantità di minerale di ferro (a costi superiori).

Alla luce di queste considerazioni, l'*outlook* del settore dell'acciaio indiano rimane incerto. Il tasso di crescita della produzione domestica sarà contenuto a causa degli effetti descritti in precedenza.

Dal lato della domanda, il settore delle costruzioni e le infrastrutture sostenuti dai piani di urbanizzazione e dai progetti infrastrutturali previsti dal 12° piano quinquennale (2012-17), fungeranno da driver di crescita. Secondo Morgan Stanley, il tasso di crescita medio del consumo di acciaio nel periodo 2013-2017 sarà del 7,9% (8,1% per i prodotti piani e 7,7% per i lunghi). Nonostante ciò il recente peggioramento della congiuntura e la volatilità del contesto operativo, potrebbe far rivedere queste previsioni al ribasso.

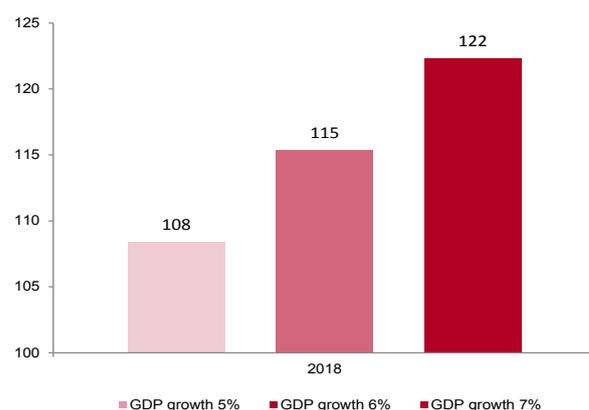
Box: Elasticità dei consumi di acciaio

L'*Institute for steel development and growth* indiano stima che l'elasticità dei consumi dell'acciaio rispetto alla dinamica del PIL è pari a 1,1.

Prevedendo, ad esempio, una crescita dell'economia indiana ad un tasso medio annuale del 6% fino al 2018 (previsioni *Oxford Economics*), la domanda di acciaio dovrebbe, quindi, aumentare del 6,6%, portando il consumo di acciaio a circa 115 Mt nel 2018.

Data questa relazione, qualora l'economia indiana dovesse crescere a tassi inferiori (attualmente la crescita stimata al 2013 è intorno al 4,5%), anche la domanda di acciaio ne risentirebbe. Di seguito alcune previsioni sulla domanda di acciaio in India ipotizzando elasticità pari ad 1,1 e tre differenti tassi medi annuali di crescita del PIL.

Previsione domanda di acciaio nel 2018
(elasticità consumi rispetto al PIL pari a 1,1)



Fonte: Elaborazioni SACE

¹ In particolare la SEBI (*Securities and Exchange Board of India*) riporta un deflusso di capitali esteri da parte di investitori istituzionali (FII) pari a circa 10 \$/mld tra giugno e luglio 2013.

² Il 20% delle importazioni di oro devono essere effettuate per soli fini di export. L'oro deve essere conservato in magazzini doganali e sono permesse importazioni solo dopo che almeno il 75% dell'oro stipato nei magazzini è stato esportato.

³ Foreign Currency Non Resident deposit

⁴ La Banca Centrale ha concesso alle banche la possibilità di effettuare currency swap ad un tasso agevolato fisso del 3,50% (contro il 8-9% del tasso praticato sul mercato) sui FCNR deposit per l'intera durata del deposito.

⁵ IDA, IBRD, Asian Development Bank

⁶ La quota delle importazioni sul PIL indiano è cresciuta notevolmente: nel 2003 valevano il 15% del PIL, mentre oggi valgono il 32% del PIL.

⁷ L'India importa un'ingente quantità di coking coal (circa il 60% del fabbisogno): nel 2012 le importazioni sono state pari a circa 31 milioni di tonnellate, una quantità che dovrebbe raggiungere i 40 Mt nel 2015 (fonte Ernst&Young).

⁸ Secondo Morgan Stanley: "We do not expect iron ore supplies in Karnataka to be meaningfully restored, which in turn should limit capacity utilizations for JSW."

⁹ Queste aziende sostengono, infatti, parte dei costi in valuta estera, mentre fatturano in valuta locale. A parità di volumi questo mismatch provoca un aumento dei costi.

¹⁰ Il debito in valuta estera rispetto al debito totale è pari al: 36% per Bhushan, 85% per ISMT, 51% per SAIL, 43% per Tata Steel (fonte Fitch).

¹¹ <http://steel.gov.in/Quality%20Control%20Order.htm>

¹² Nel 2012 il consumo di acciaio è stato superiore alla produzione, rendendo l'India un importatore netto di crude steel; in particolare dalla Corea del Sud e dal Giappone con cui il governo ha stipulato un Free Trade Agreement, che prevede tariffe doganali agevolate su alcuni prodotti siderurgici.