

Macro Rapid Response

Cina: la PBoC taglia i tassi e rimodula la comunicazione 24 gennaio 2024

La PBOC ha annunciato un taglio del coefficiente di riserva obbligatoria di 50pb, con effetto dal 5 febbraio, e un taglio di 25pb sui tassi di rifinanziamento delle finestre dedicate all'agricoltura e alle piccole e medie imprese dal 25 gennaio.

Il Governatore ha evidenziato che la Cina deve affrontare una domanda insufficiente e problemi di sovracapacità industriale in alcuni settori e che la Banca centrale tiene conto del livello dell'inflazione nel definire quello dei tassi ufficiali, precludendo ad un ulteriore allentamento monetario nel corso dell'anno.

Durante la conferenza stampa del Consiglio di Stato, il governatore della PBoC, Pang Gongsheng, ha annunciato oggi un **taglio del coefficiente di riserva obbligatoria** (Required Reserve Ratio, RRR) **di 50pb, con effetto dal 5 febbraio** (che libererà fondi per un trilione di yuan) e un **taglio ai tassi di rifinanziamento e di sconto sulle finestre dedicate all'agricoltura e alle piccole e medie imprese di 25pb**, con effetto dal 25 gennaio, così da favorire un abbassamento del tasso di prestito per la clientela primaria (Loan Prime Rate, LPR).

Il Governatore Pan Gongsheng ha evidenziato che la Cina deve affrontare una **domanda insufficiente e problemi di sovracapacità produttiva** in alcuni settori industriali. Ha, inoltre, sottolineato che i rialzi dei tassi in Europa e negli USA hanno avuto sensibili effetti anche in altri paesi del mondo ma **la vicina svolta della politica monetaria americana crea ora ulteriore spazio di manovra per la PBoC**. La minore divergenza tra le politiche monetarie sulle due sponde del Pacifico nel 2024 fornirà, inoltre, sostegno al cambio USD/CNY, che la Banca centrale vuole mantenere sostanzialmente stabile contrastando movimenti unilaterali.

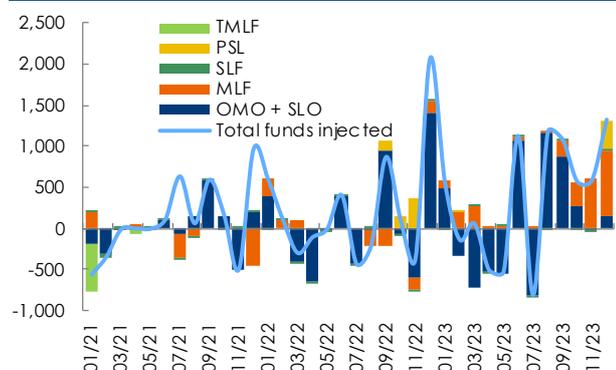
Secondo Pan lo spazio di manovra della PBoC rimane di per sé ampio, in quanto il livello del tasso di riserva obbligatoria è relativamente ancora elevato (10,5% per le grandi banche; 8,5% per le piccole banche) e la Banca centrale intende utilizzare tutta la gamma strumenti a disposizione per assicurare un'ampia liquidità, un'adeguata crescita del credito e un più efficiente utilizzo dei fondi erogati. La PBOC ha infatti aumentato l'immissione di fondi nel sistema a fine anno (fig. A), anche attraverso la Pledged Supplementary Lending Facility (350 miliardi di CNY a finanziamento di progetti di edilizia popolare e riqualificazione urbana). Allo stesso tempo la PBoC intende, comunque, mantenere un **atteggiamento prudente** restringendo il credito ai settori che presentano sovracapacità produttiva e continuando ad impegnarsi per ridurre i rischi finanziari dei governi locali, rischi che, nel complesso, secondo Pan rimangono gestibili.

Direzione Studi e Ricerche

International Research Network

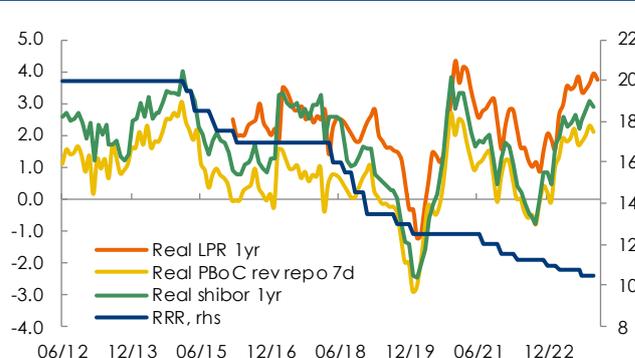
Silvia Guizzo
Economista – Asia Ex Giappone

Fig. A - Operazioni di rifinanziamento – immissione di fondi (milioni di CNY)



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CEIC

Fig. B - Tassi reali e coefficiente di riserva obbligatoria (%)



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CEIC

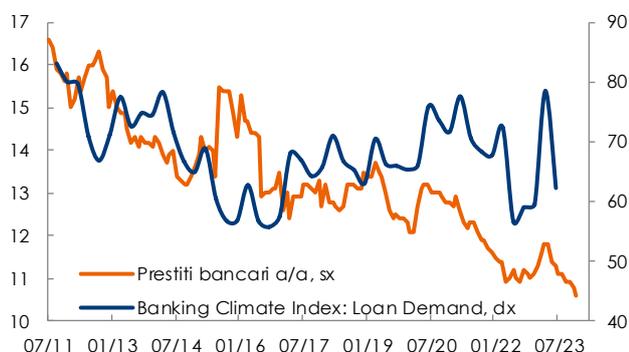
Il Governatore ha evidenziato che la Banca centrale tiene conto dei tassi reali nel determinare i tassi ufficiali e ha assicurato che le Autorità continuano a lavorare per un **miglior coordinamento tra la politica monetaria, fiscale, creditizia ed economica**. Il rallentamento economico e la deflazione superiore alle stesse attese della PBoC hanno verosimilmente spinto la Banca centrale ad un taglio superiore alle nostre aspettative e a quelle di consenso (25pb).

Trivium China rileva¹ che, a partire dai comunicati della Conferenza Centrale sul Lavoro Economico di dicembre a quelli della PBoC di inizio gennaio, nonché ad alcune interviste di Autorità **a cavallo d'anno**, si nota un **cambiamento nella formulazione degli obiettivi della politica monetaria rispetto al passato** che indicherebbe uno spostamento del focus delle Autorità sulla crescita economica nel breve periodo ("progresso per mantenere la stabilità") e preluderebbe a un maggior allentamento monetario nel 2024, seppur mirato. Mentre, infatti, negli anni passati le Autorità definivano **la crescita prevista dell'offerta di moneta (M2) e del credito sociale aggregato** (*Aggregate Financing for the Real Economy, AFRE*) "sostanzialmente in linea con la crescita del PIL nominale", più recentemente le stesse Autorità hanno sottolineato che la crescita di questi aggregati **deve essere in linea con gli obiettivi attesi di crescita dell'economia e dell'inflazione**.

Reputiamo che la decisione di un taglio di 50pb - piuttosto che di 25pb - e le parole del Governatore, in particolare la sottolineatura sui tassi reali (che sono ora risaliti vicino ai massimi storici, fig. B), riflettano questo cambiamento e **preludano ad un taglio di 10pb dei tassi sulle operazioni di rifinanziamento nel breve termine, seguito da un secondo taglio di pari entità nel 2° trimestre dove ci aspettiamo anche un ulteriore taglio del RRR di 25pb del RRR** (rispetto alle previsioni dello scenario di dicembre che incorporavano un solo taglio di 25pb del RRR e un solo taglio di 10pb del tasso reverse repo).

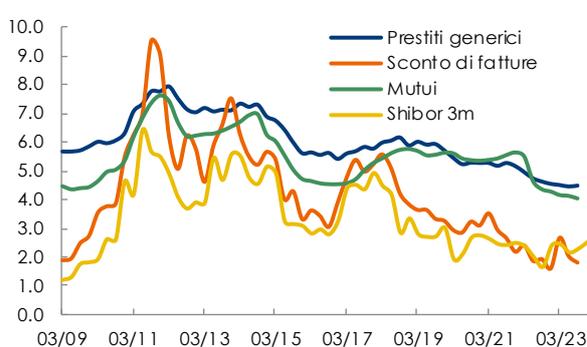
Riteniamo che in ogni caso l'allentamento monetario continuerà ad essere **mirato e votato alla prudenza**. Lo stesso Governatore ha, infatti, annunciato una **restrizione dei finanziamenti ai settori in sovracapacità produttiva** nonché ricordato che verranno aumentate sia le misure controcicliche ma anche quelle cross-cicliche, **tenendo anche conto dei rischi finanziari sui governi locali**. Infine, rileviamo che la dinamica del credito non ha finora beneficiato molto dell'allentamento monetario e delle quote assegnate a causa di una domanda di credito che rimane molto bassa (anche se i dati relativi all'Indagine trimestrale della PBoC sono fermi al 2° trimestre del 2023, fig. C). A maggior ragione, ci aspettiamo quindi un **ulteriore supporto dalla politica fiscale nei prossimi mesi**.

Fig. C - Prestiti bancari e domanda di credito



Fonte: CEIC

Fig. D - Tassi nominali



Fonte: CEIC

¹ "Monetary Policy takes on a bigger role", Trivium China Flash Talk, 12 January 2024

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti 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.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono

realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

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, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi 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, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti 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 altri presidi 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. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo S.p.A. agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

Alessio Tiberi

alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

Aniello Dell'Anno

aniello.dellanno@intesasanpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasanpaolo.com

Coordination International Research Network

Giovanni Barone (Head)

giovanni.barone1@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Silvia Guizzo (Asia ex-Japan)

silvia.guizzo@intesasanpaolo.com

Debora Palmieri (Latin America and Sub-Saharan Africa)

debora.palmieri@intesasanpaolo.com

Francesca Pascali (MENA and EE)

francesca.pascali@intesasanpaolo.com

Antonio Pesce (CEE and SEE Countries and Quantitative Analysis)

antonio.pesce@intesasanpaolo.com

Francesco Martinelli (Data Base and Quantitative Analysis)

francesco.martinelli4@intesasanpaolo.com

Trade & Industry, Banking and Market Research

Wilma Vergi (Trade and Industry)

wilma.vergi@intesasanpaolo.com

Vincenzo Petrignano (Financial Markets)

vincenzo.petrignano@intesasanpaolo.com

Davidia Zucchelli (Banking)

davidia.zucchelli@intesasanpaolo.com

Pamela Furlan

pamela.furlan@intesasanpaolo.com