

Macro Rapid Response

Cina: la PBoC taglia i tassi anche sulla MLF

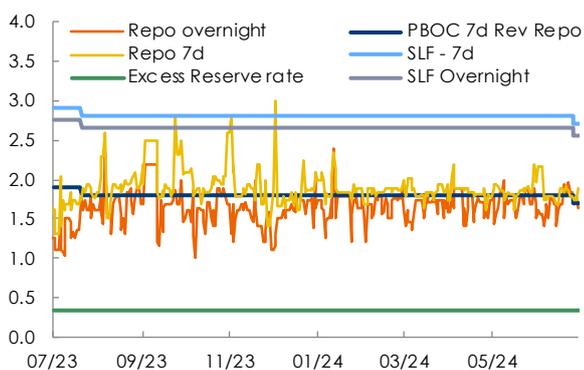
Dopo il taglio di 10pb del tasso reverse repo effettuato lunedì, la PBoC, a sorpresa, ha tagliato di 20pb anche il tasso sulle operazioni di rifinanziamento a un anno. La successione ravvicinata delle mosse e le considerazioni sulla situazione economica corrente emerse dal Terzo Plenum denotano una certa preoccupazione delle Autorità e la determinazione a fornire in tempi rapidi maggiori misure di supporto all'economia.

L'avvio di un ciclo di tagli da parte della Fed nell'autunno potrebbe creare maggiore spazio di azione per la PBoC, limitando la pressione al deprezzamento su renminbi. Riteniamo, tuttavia, che la Banca centrale continuerà a preferire un allentamento monetario effettuato in prevalenza attraverso l'utilizzo di fondi strutturali più che attraverso significativi tagli dei tassi in un contesto di riforma graduale dei tassi di interesse.

La PBoC ha tagliato di 20pb il tasso sulla finestra di rifinanziamento ad un anno (Medium-term Lending Facility, MLF) portandolo da 2,50% a 2,30%, in un'operazione straordinaria rispetto a quelle che si tengono ogni metà del mese. Si tratta del taglio di maggior entità dall'aprile 2020 (20pb); successivamente la PBoC ha, infatti, attuato solo mosse di 10pb. Il **taglio** segue quello di 10pb, effettuato lunedì, sulle operazioni di rifinanziamento, che ha portato il **tasso reverse repo a 7gg** da 1,80% a 1,70%. Contemporaneamente le banche hanno annunciato una **riduzione di pari entità dei tassi LPR** a uno e cinque anni portandoli, rispettivamente, a 3,35% e 3,95%.

Le maggiori banche (tra cui ICBC, ABC, BoC) hanno inoltre annunciato un **taglio di 20pb** anche **dei tassi sui depositi**, apparentemente anche in seguito alla moral suasion da parte della PBoC, così da evitare un ulteriore calo del margine netto di interesse che, nonostante i tre tagli nel 2023, è sceso fino a un minimo dell'1,54% alla fine del 1° trimestre 2024, al di sotto dell'1,8% considerato necessario per garantire la profittabilità nel settore.

Fig. A – Tassi ufficiali e tassi interbancari



Fonte: Bloomberg

Fig. B – Tassi monetari e governativi



Fonte: Bloomberg

Mentre il taglio di 10pb sul tasso reverse repo a7gg poteva avere più valore segnaletico che effettivo, quello del tasso MLF potrà riflettersi anche in un'ulteriore riduzione dei tassi sui mutui attraverso una verosimile prossima discesa del LPR¹. Tuttavia, da solo, **difficilmente potrà avere**

¹ Il Loan Prime Rate (LPR) è il risultato di una media dei tassi sulla clientela prime di un gruppo di banche principali che vengono comunicati ogni mese alla PBoC. Le banche calcolano il proprio LPR con uno spread sul tasso delle operazioni di rifinanziamento di pari scadenza presso la Banca centrale (Medium-Term Lending Facility rate, MLF rate). Il tasso sui mutui è agganciato al LPR a cinque anni.

25 luglio 2024

Research Department

International Research Network

Silvia Guizzo

Economista – Asia Ex Giappone

un impatto sull'andamento della dinamica del credito, in costante rallentamento e limitata dalla bassa domanda più che da una minore offerta, sulla quale i controlli quantitativi sono già stati allentati.

Riteniamo che la **successione ravvicinata delle mosse e le considerazioni** sulla situazione economica corrente emerse nel primo [comunicato riassuntivo del Terzo Plenum](#) appena concluso², denotino una certa **preoccupazione delle Autorità e la loro determinazione a fornire in tempi rapidi maggiori misure di supporto all'economia**.

L'avvio di un ciclo di tagli da parte della Fed nell'autunno potrebbe creare maggiore spazio di azione per la PBoC, limitando la pressione al deprezzamento su renminbi. Riteniamo, tuttavia, che la Banca centrale continuerà a preferire un **allentamento monetario effettuato in prevalenza attraverso l'utilizzo di fondi strutturali più che attraverso significativi tagli dei tassi**.

Continuiamo pertanto ad aspettarci che la PBoC **tagli i tassi sulle operazioni di rifinanziamento di soli altri 10pb e riduca il coefficiente di riserva obbligatoria per complessivi 50pb entro fine anno**.

La PBoC a inizio luglio ha, infatti, annunciato **interventi sul mercato dei titoli di Stato per impedire un ulteriore calo dei rendimenti a lungo termine** e per meglio gestire la liquidità del sistema. La Banca centrale era intervenuta due volte in primavera per mettere in guardia, in particolare, le piccole banche regionali, dall'eccedere negli acquisti dei titoli di Stato, sottolineando i rischi derivanti da uno storno del mercato. **I rendimenti sul decennale sono scesi**, infatti, da un massimo di 2,70% a inizio dicembre fino a 2,28% a inizio marzo, toccando un minimo di 2,21% a fine giugno e portandosi **al di sotto del tasso MLF a un anno** (fig. B); similmente sono scesi molto anche i tassi sul trentennale e sul cinquantennale. Avendo pochi titoli in portafoglio, 1.524 miliardi di CNY secondo i dati di bilancio, meno del 5% del circolante, (con gli ultimi acquisti significativi risalenti al 2007), la PBoC ha deciso di **acquistare in repo i titoli dai primary dealers, ossia dalle principali banche, per poi rivenderli sul mercato secondario**. Ha inoltre deciso di permettere alle banche di richiedere una riduzione o una esenzione dalle garanzie nelle operazioni della MLF così da allentare le tensioni sul mercato causate dalla scarsità di titoli in circolazione.

La Banca centrale aveva accennato all'acquisto di titoli governativi a fine maggio in un articolo del "Financial News", giornale dalla stessa supportato, in cui sottolineava che **i rendimenti a lungo termine** dovrebbero scambiare in un **intervallo ragionevole tra 2,5% e 3,0%**, dove hanno scambiato negli ultimi anni. Il governatore Pan Gongsheng aveva poi ripreso l'argomento, insieme a quello della **riforma dei tassi di interesse** in un [intervento al Lujiazui Forum](#) il 19 giugno³, segnalando che gli interventi sul mercato dei governativi sarebbero stati gradualisti. Lo stesso Governatore ha dichiarato che **la PBoC sta monitorando gli investimenti in titoli di Stato da parte delle istituzioni finanziarie non bancarie**. Bloomberg, citando fonti anonime, riporta che la NFRA avrebbe chiesto ad alcune banche rurali di ridurre la duration media dei titoli in portafoglio durante il consueto controllo mensile⁴. Successivamente la Banca centrale ha richiesto alle sue sedi regionali in almeno tre province (Zhejiang, Jiangsu e Jilin) di controllare le posizioni in titoli di Stato, struttura della proprietà e leverage delle banche locali⁵.

La PBoC ha successivamente annunciato che effettuerà **operazioni di repo e reverse repo overnight addizionali** nel pomeriggio⁶, ad un tasso rispettivamente di **20pb al di sotto e 50pb al di sopra del tasso rev repo a 7 giorni**, con **l'obiettivo di restringere il corridoio in cui si muovono i**

² Si veda: "[La debolezza dei consumi richiede nuove misure di supporto](#)", Cina Update Economia del 23 luglio 2024, ISP Research Department.

³ "PBOC's New Tools May Spur Big Shift in How It Manages Money", Bloomberg News 19 June 2024.

⁴ "China Regulator Said to Ask Some Banks to Cut Back Bond Risk", Bloomberg News, 11 July 2024.

⁵ "PBOC Questions Banks on Bond Holdings in Push to Cool Rally (1)", Bloomberg News, 17 July 2024.

⁶ "[New repo, reverse repo tools to guide interest rates](#)", China Daily, 8 July 2024.

tassi di mercato interbancario e monetario, assicurando una "ragionevole e sufficiente liquidità" al sistema bancario. Ricordiamo che attualmente i tassi reverse repo a una settimana si muovono (fig. A) tra un minimo, costituito dal tasso di interesse sulle riserve in eccesso (ora a 0,35%), e un massimo, costituito dal tasso sulla finestra di sconto (2,65% per l'overnight e 2,80% per quello a 7gg). L'intervallo di ridurrebbe quindi da 245pb a 70pb.

Dall'intervento di Pang Gongsheng al Lujiazui Forum sopra citato emerge l'intento della Banca centrale di volersi **muovere verso un sistema con un solo tasso benchmark di riferimento**, che potrebbe verosimilmente essere l'**attuale tasso reverse repo a 7g**. A questo si affianca la volontà di passare da un sistema ancora parzialmente basato sul controllo quantitativo del credito ad uno basato sul solo controllo del prezzo del credito, ossia dei tassi di interesse, in linea con le altre economie di mercato. Pur in mancanza di dettagli, si tratterebbe della **riforma più significativa dal 2014**, quando furono introdotti la MLF ad un anno e il relativo tasso. Il Loan Prime Rate (LPR), il miglior tasso che le banche applicano alla clientela primaria, fu poi introdotto nel 2019, e calcolato con uno spread sul MLF. Tuttavia, questi tassi e, in particolare, il tasso MLF a un anno, non sembrano aver sempre contribuito ad un efficace trasmissione della politica monetaria: a volte il LPR non ha seguito i tagli del tasso sulla MLF e i rendimenti obbligazionari dei titoli a lungo termine sono addirittura scesi al di sotto di quest'ultimo, così come anche i tassi shibor a 12 mesi o quelli sui certificati di deposito negoziabili di pari scadenza, rendendo più conveniente per le banche rifinanziarsi sul mercato interbancario che ricorrere alla MLF (fig. B). Il Governatore ha inoltre accennato alla volontà della PBoC di **riformare il LPR in modo che rifletta più fedelmente il livello dei tassi di interesse** nel mercato dei prestiti.

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 15c-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 da Research Department 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 Research Department - 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

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