

# MEFIM

MODELLO  
ECONOMETRICO  
FINANZIARIO  
INTERNAZIONALE  
MENSILE

Dicembre 2016

Il Modello Econometrico Finanziario Internazionale Mensile (MEFIM) è un modello di tipo strutturale costituito da due blocchi: italiano e internazionale.

La parte italiana concerne le interrelazioni fra le variabili monetarie e finanziarie italiane di maggior interesse. Tali variabili, rilevate mensilmente, possono essere racchiuse in 4 blocchi:

- 1) tassi interbancari: overnight, interbancario a 1, 3 e 6 mesi ed il tasso di policy dei pronti contro termine;
- 2) titoli di stato: i BOT nelle loro 3 scadenze, struttura a termine da 1 a 10 anni, il rendiob e il rendistat;
- 3) tassi bancari: attivi e passivi sia in termini marginali che medi;
- 4) volumi bancari: impieghi e depositi sia a livello totale che in alcuni principali sotto categorie;

Le esogene sono: Tasso di Riferimento, indice COMIT, indice della produzione industriale, tasso d'inflazione.

Il mercato internazionale comprende le strutture a termine da 1 a 10 anni per i principali Paesi industrializzati: USA, Germania, Giappone, Francia e Regno Unito.

Le esogene sono rappresentate dal tasso d'intervento delle autorità monetarie, dal rendimento sugli eurodepositi a 3 mesi, dall'indice di borsa, dall'indice della produzione industriale, dall'indice dei prezzi al consumo e, per USA e Germania, quantità di moneta.

Il modello è stimato con dati che vanno da maggio 1986 a novembre 2016.

Nell'individuazione della struttura ottimale si sono sottoposti a verifica empirica i concetti della teoria economica e finanziaria tramite l'analisi econometrica. In particolare l'uso dell'analisi di cointegrazione è stato in grado di mettere in evidenza la struttura che nel lungo periodo governa i tassi di interesse, i depositi e gli impieghi bancari al fine di poter inserire nel modello equazioni nella forma ECM (Error Correction Mechanism).

Gli scenari di coerenza, come risultato del modello, sono forniti mensilmente sulla base di simulazioni che tengono conto delle nuove informazioni derivanti dall'aggiornamento dei dati.

Con la stessa frequenza GRETA riunisce il proprio Comitato Finanza formato da docenti dell'Università "Ca' Foscari" di Venezia e da esperti del settore bancario al fine di valutare gli andamenti prospettici delle variabili esogene del modello e verificare la coerenza dei risultati sulle variabili endogene ottenute da MEFIM.

La pubblicazione è a cura di Lucia Trevisan e Francesca Volo.

---

Questa nota ha finalità puramente informative e riflette le opinioni di GRETA. Essa non intende sollecitare posizioni di rischio di alcun tipo. I dati sono derivati da fonti ritenute affidabili, ma nel merito delle quali GRETA non ha responsabilità diretta.

## IL QUADRO GENERALE

Nel mese di novembre lo scenario macroeconomico internazionale è stato caratterizzato da un aumento generalizzato dei rendimenti e da un rafforzamento del dollaro. Le cause vanno cercate nel risultato delle elezioni presidenziali americane che hanno visto vincitore il repubblicano Donald Trump.

Il suo insediamento alla Casa Bianca dal 20 gennaio dovrebbe portare ad un *break* strutturale di politica economica americana, perché **intende sostituire la politica monetaria con quella fiscale, come strumento principale di intervento per stimolare l'economia.**

Tutto ciò ha generato aspettative di una più forte crescita economica in USA, ma anche di problemi di debito pubblico, con uno spostamento di capitali dal mercato obbligazionario a quello azionario: i rendimenti sui titoli di Stato americani con scadenza a

10 anni sono aumentati dall'1.8% di inizio novembre al 2.3% di fine mese e la borsa ha registrato nuovi record storici. Ci aspettiamo che questi livelli vengano mantenuti, se non incrementati, anche nei prossimi mesi, a mano a mano che Trump terminerà di definire la composizione della squadra di governo e renda ancora più certa la sua nuova linea di politica economica.

A fronte di interventi sul piano fiscale fortemente espansivi, la FED dovrà attuare una politica monetaria più restrittiva rispetto allo scenario delineato nel mese precedente, per evitare che l'economia, già vicino al pieno impiego, rischi di surriscaldarsi e generi inflazione. Un primo segnale in questa direzione è già giunto in occasione della testimonianza del presidente Yellen al Congresso tenuta il 17 novembre, in cui ha dichiarato che:

*"un aumento dei tassi ufficiali potrebbe accadere relativamente presto se l'economia continuerà a mostrare ulteriori progressi".*

Un rialzo dei tassi ufficiali a dicembre è oramai scontato, dopo queste dichiarazioni, visto in un'ottica di normalizzazione della politica monetaria dopo il lungo periodo di liquidità eccezionalmente abbondante. Tuttavia, per capire la risposta di medio/lungo termine che la FED intende dare al nuovo scenario politico si dovranno analizzare attentamente i toni che userà alla prossima riunione del 13-14 dicembre, la prima dopo le elezioni presidenziali.

Riteniamo più probabile che il linguaggio di comunicazione della FED, pur essendo più incisivo rispetto al passato in termini restrittivi, non sia troppo forte, per non alimentare eccessivamente aspettative di rialzi già in parte incorporate nei livelli dei rendimenti dei titoli di Stato e di apprezzamento del dollaro, sia nei confronti dell'euro che dello yen, raggiunti a fine novembre. L'argomentazione a favore di questa ipotesi si basa sul fatto che la FED terrà conto degli effetti restrittivi indiretti dovuti a questi aggiustamenti già avvenuti.

Pertanto, **lo scenario più probabile potrebbe essere quello di un ulteriore rialzo dei tassi ufficiali a marzo**, per poi attendere l'evoluzione dello scenario anche nelle altre macroaree, alle prese con segnali di ripresa economica ancora troppo timidi e, per quanto riguarda l'Europa, con possibili tensioni politiche derivanti dalla fitta agenda elettorale.

L'ipotesi di una politica monetaria più restrittiva da parte della FED è supportata anche da altri due nuovi fattori:

1) Il 30 novembre alla riunione di Vienna, i paesi OPEC hanno firmato un accordo per un taglio congiunto della produzione di 1.2 milioni di barili al giorno. Si tratta del primo taglio da 8 anni e molto più ampio rispetto all'accordo preliminare raggiunto in primavera ad Algeri di 0.5-1 milioni. L'Arabia Saudita contribuirà per quasi la metà della riduzione, mentre l'Iraq avrà la sua prima quota dagli anni '90, dopo la cancellazione delle sanzioni. La conseguenza immediata è stata un aumento del 7% del prezzo del petrolio, portandosi al di sopra dei 50 dollari/barile; quella di medio termine sarà molto probabilmente una rigidità verso il basso delle quotazioni del greggio. Pur non aspettandoci un'eccessiva ulteriore tensione nel mercato del petrolio, riteniamo che quotazioni tra i 50-55 dollari/barile nei prossimi mesi non avranno più il ruolo svolto finora di spingere l'inflazione verso il basso.

Il quadro generale	3
Gli ultimi dati	5
Gli scenari	10
Grafici variabili esogene	11
Commento ai risultati	13
Grafici variabili endogene	14
Grafici struttura a termine	16
Grafici volumi	17
Tabella scenario A	18
Tabella scenario B	19
Tabella scenario C	20
Grafici storici	21

2) La revisione dei dati trimestrali americani ha riaggiustato la crescita economica leggermente verso l'alto (da +2.9% a +3.2% variazione trimestrale annualizzata, da +1.5% a +1.6% tendenziale) e il settore petrolifero, che era quello ad aver sofferto di più per la politica dei prezzi bassi del greggio attuata fino ad ora dai paesi OPEC, potrebbe ricominciare a crescere.

In Giappone, i dati del PIL del terzo trimestre dell'anno in corso segnano un recupero dell'economia nipponica, ma la crescita non può ancora contare su un supporto significativo della domanda interna, nonostante la politica monetaria ultra espansiva da parte della Banca Centrale.

Nel mese di novembre, il superamento delle elezioni presidenziali americane ha fatto emergere **due nuovi fattori importanti** che possono influire sulla dinamica del canale estero giapponese: il maggiore protezionismo annunciato dal nuovo presidente degli USA, soprattutto verso i paesi asiatici, e la **battuta d'arresto nel rafforzamento dello yen**. Il primo penalizzerebbe le esportazioni, mentre il secondo le favorirebbe. Per il momento, risulta difficile quantificare l'effetto complessivo, tuttavia la minor forza dello yen potrebbe agire più nel breve termine rispetto al secondo fattore.

Sul fronte europeo, le parole di Draghi di fine novembre *"la crescita è più robusta e l'inflazione in ripresa"* sono state dettate dai dati macroeconomici che segnalano un lieve ma costante miglioramento della zona euro: i risultati sono, infatti, buoni sia dal lato della crescita, con un dato preliminare del PIL del terzo trimestre di +0.3% rispetto al trimestre precedente e +1.6% tendenziale (a/a), sia dal lato della deflazione che prosegue il suo allontanamento dall'area negativa (+0.6% a/a a novembre).

I fattori che potranno supportare la ripresa economica in atto saranno:

- una riapertura del flusso delle esportazioni dell'area verso la Russia, dal momento che la nuova politica estera di Trump ha aumentato la probabilità di una cancellazione delle sanzioni imposte alla Russia dopo il caso della Crimea;
- la **debolezza dell'euro**, sia per fattori endogeni dovuti ai focolai di anti-europeismo, sia per fattori esogeni dovuti alla ritrovata forza del dollaro dopo le elezioni presidenziali, che dovrebbe aiutare il canale estero;
- il proseguimento della politica monetaria espansiva della BCE con una probabile estensione del *Quantitative Easing* oltre marzo 2017.

Tuttavia, il ciclo economico europeo dovrà fare i conti con gli effetti restrittivi indiretti dovuti ai più alti rendimenti sui titoli di Stato, sia attraverso il canale di trasmissione dagli USA, sia per le tensioni politiche che domineranno inevitabilmente il 2017. Dopo la Brexit, il timore di governi anti-europeisti rimane elevato in vista delle elezioni in Francia (in primavera), Olanda, Germania (in autunno) e, in caso di vittoria del "no" al referendum costituzionale, anche in Italia.

## GLI ULTIMI DATI

La revisione dei dati trimestrali del PIL statunitense relativi al terzo trimestre ha consolidato la crescita economica con un aggiustamento verso l'alto della variazione trimestrale annualizzata da un +2.9% preliminare a +3.2% (da +1.5% a +1.6% quella tendenziale a/a). **Il miglioramento va attribuito in gran parte ad un contributo positivo più incisivo dei consumi** (da +1.5% t/t a +1.9% t/t), **che però segnano in ogni caso una certa debolezza rispetto al trimestre precedente**. Resta, quindi, sostanzialmente invariata l'analisi delle componenti rispetto ai dati preliminari, con il **buon apporto del canale estero di quasi un punto percentuale**, grazie ad un aumento rilevante delle esportazioni (+10.1% t/t) ed una dinamica contenuta delle importazioni (+2.1%). **Prosegue, invece, la debolezza degli investimenti fissi**, in particolare quelli residenziali che hanno registrato un -4.4% t/t annualizzato.

Le nuove informazioni provenienti dai dati mensili dimostrano una relativa maggiore forza dell'economia americana con l'avvicinarsi della conclusione dell'anno in corso, soprattutto quelli relativi a novembre che incorporano il nuovo scenario post-elezioni presidenziali.

Nel mercato del lavoro, in ottobre il tasso di disoccupazione è ritornato al 4.9% dal 5% del mese precedente e **l'occupazione nel settore non agricolo (*non farm payrolls*)**, pur registrando un incremento più contenuto rispetto alle attese (+161 mila unità rispetto a +173 mila) **ha visto un'importante revisione al rialzo del dato precedente relativo a settembre** (da +156 mila unità a +191 mila). Il presidente Yellen alla testimonianza al Congresso del 17 novembre ha sottolineato come l'occupazione sia cresciuta in media di 180.000 unità da gennaio a ottobre, a volte ad un passo più debole dell'anno precedente, ma al di sopra del livello necessario per assorbire i nuovi entranti nella forza lavoro.

Dal lato dell'offerta, in ottobre la produzione industriale è rimasta stabile ma **gli ordini di beni durevoli hanno registrato un forte incremento** (+4.8% m/m), anche considerando il dato scorporato dalla componente più volatile dei trasporti (+1% m/m). Gli indici di fiducia dei produttori rimangono sopra la soglia dei 50 punti, che indica la demarcazione tra un'economia in contrazione e una in espansione, **ed è da segnalare soprattutto il grande balzo dell'NAPM relativo a novembre** da 50.6 a 57.6 (ben al di sopra delle attese di 52.4), un dato particolarmente significativo perché rilevato dopo le elezioni presidenziali, fonte principale di incertezza.

Buoni i segnali anche dal settore edilizio, dove gli avvii di nuovi cantieri hanno registrato un brillante incremento del 25.5% m/m in ottobre, dopo i pesanti cali del 5.6% m/m e del 9.5% m/m in agosto e settembre, rispettivamente.

Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio e la fiducia dei consumatori supportano un'ipotesi di una buona crescita dei consumi nell'ultimo trimestre dell'anno: in ottobre il primo indicatore ha segnato un incremento dello 0.8% m/m e, in novembre, la fiducia dei consumatori, superata l'incertezza delle elezioni presidenziali ha ripreso a correre portandosi a 107.1 da 100.8 del mese precedente.

Gli indicatori dei prezzi per il momento non segnalano vere tensioni inflazionistiche: in ottobre, la variazione del CPI *core* è rimasta stabile a +2.2% e i salari orari hanno leggermente ridimensionato la loro dinamica (da +0.3% m/m a +0.2% m/m) riportando il tasso tendenziale a +2.4% da +2.65% del mese precedente.

Pertanto, i recenti dati macroeconomici aumentano la probabilità di una politica monetaria restrittiva da parte della FED, ma è soprattutto il nuovo scenario politico post-elezioni che impone alla Banca Centrale americana un'inversione di rotta più incisiva rispetto a quanto atteso nei mesi precedenti.

## USA

*La politica fiscale ultra espansiva di Trump impone un bilanciamento con una politica monetaria restrittiva*

I principali interventi che il nuovo presidente Donald Trump intende mettere in atto dal suo insediamento del 20 gennaio 2017 sono:

- **la riforma fiscale più imponente dai tempi di Reagan**, con tagli delle tasse per la classe media e per le imprese. Intende portare le imposte societarie dal 30% al 15% e fare nuovi investimenti in infrastrutture per 500 miliardi di dollari. Il nuovo segretario al tesoro Mnuchin mira ad una crescita duratura di 3-4%;
- **puntare sull'energia tradizionale** (petrolio, gas, carbone) e non sulle rinnovabili;
- **maggiore protezionismo verso il Messico e i paesi asiatici**. Il nuovo segretario al commercio Wilbur Ross intende non rispettare l'accordo commerciale TPP con 16 paesi asiatici e sostituirlo con accordi bilaterali per aumentare le esportazioni americane;
- **deregolamentare il settore finanziario**, rivedendo la riforma Dodd-Frank introdotta da Obama nel 2008 dopo la crisi globale. L'obiettivo sarà quello di rendere più semplici i vincoli per le banche in modo che prestino maggiormente alle imprese;
- **riallacciare i rapporti con la Russia e limitare la presenza americana nella NATO**.

Le intenzioni di una politica fiscale molto espansiva imporranno alla FED un percorso di politica monetaria più restrittivo rispetto a quanto atteso prima delle elezioni presidenziali, per controbilanciarne gli effetti ed evitare rischi inflazionistici. Rischi che sono aumentati anche dopo l'accordo di Vienna dei paesi OPEC per un taglio della produzione di greggio.

Pertanto, **riteniamo probabile, oltre ad un rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base a dicembre dell'anno in corso, un ulteriore incremento a marzo (Scenario C)**. Non escludiamo un'altra mossa a giugno (Scenario A), ma al momento dovrebbe essere meno probabile per il fatto che sono già in atto effetti restrittivi indiretti dovuti ai recenti aggiustamenti verso l'alto dei rendimenti dei titoli di Stato e al rafforzamento del dollaro, che potrebbe sottrarre crescita attraverso un indebolimento delle esportazioni. Inoltre, alla forza autonoma della valuta statunitense si deve sommare la debolezza intrinseca dell'euro per le incertezze politiche dell'area dovute all'intensa agenda elettorale del 2017.

I dati del PIL del terzo trimestre dell'anno in corso segnano un recupero dell'economia giapponese con un aumento dello 0.5% t/t, dopo un più debole +0.2% t/t del trimestre precedente e superiore alle attese (+0.2% t/t). Tuttavia, la crescita tendenziale rimane ancora al di sotto dell'1% (+0.8% a/a). **In controtendenza con il trimestre precedente, sono state sostanzialmente le esportazioni nette a contribuire alla crescita (+0.5% t/t)**, grazie ad un incremento del 2% t/t delle esportazioni e ad una diminuzione dello 0.6% t/t delle importazioni. **Fino a prima delle elezioni presidenziali americane, il canale estero era stato penalizzato dal forte apprezzamento dello yen per lo spostamento di capitali dall'area USA, ma l'elezione di Donald Trump, a favore di un'aggressiva politica fiscale espansiva, ha interrotto e invertito questo flusso di capitali**. Quindi, è possibile che il canale estero possa beneficiare di questa **minore forza della valuta nipponica**.

Per il momento i dati mensili danno indicazioni miste.

**Dal lato dell'offerta**, la produzione industriale, pur registrando ad ottobre un limitato incremento dello 0.1% m/m, ha visto un'importante revisione al rialzo per il mese di settembre, da 0% m/m a +0.6% m/m. Tuttavia, gli ordini di macchinari in settembre hanno proseguito su di una tendenza negativa con un -3.3% m/m dopo un -2.2% m/m di agosto.

Anche **dal lato della domanda**, in ottobre il dato sulle vendite al dettaglio particolarmente positivo (+4.7% m/m) è stato offuscato da una diminuzione rilevante dei consumi privati (-2.9% m/m) che va a compensare completamente il risultato del mese precedente (+2.8% m/m), del reddito disponibile (-1.7% m/m) e della fiducia dei consumatori (da 43 a 42.3).

## GIAPPONE

*Dopo le elezioni di Donald Trump in USA, si è ridimensionata la forza dello yen*

Gli indicatori dei prezzi segnalano ancora deflazione, con una variazione tendenziale del CPI *core* ad ottobre ancora negativa (-0.3% a/a).

Dall'analisi di questi dati, emerge pertanto la convinzione che **il Giappone potrà crescere nei trimestri futuri essenzialmente se il canale estero supporterà la crescita**, perché la domanda interna sembra non riuscire ad incorporare a pieno i vantaggi della politica monetaria ultra espansiva messa in atto dalla Banca Centrale fin dal 2013.

**Due nuovi fattori emersi nel mese di novembre potranno agevolare o contrastare il contributo del canale estero:** da un lato, il maggiore protezionismo annunciato dal nuovo presidente degli USA soprattutto verso i paesi asiatici dovrebbe frenare le esportazioni giapponesi; dall'altro **la battuta d'arresto nel rafforzamento dello yen** dovrebbe agevolarle. Difficile quantificare l'effetto complessivo, tuttavia la minor forza dello yen potrebbe agire più nel breve termine rispetto al secondo fattore

Dai dati trimestrali non abbiamo informazioni aggiuntive rispetto al mese precedente. Rimane disponibile solo il dato preliminare aggregato del PIL per il terzo trimestre, e non le componenti. Ciò che si può rilevare è che, contrariamente ai trimestri precedenti, all'aumento dello 0.3% t/t per l'intera area ha contribuito di più l'Italia (+0.3% t/t) rispetto a Germania (+0.2%) e Francia (+0.2%).

Per quanto riguarda i dati mensili, **l'inflazione a novembre ha confermato il lento allontanamento dall'area negativa:** l'indice globale si è portato a +0.6% a/a da +0.5% a/a del mese precedente e quello *core* (esclusi gli alimentari e l'energia) si è mantenuto a +0.8% a/a. **L'accordo di Vienna siglato dai paesi OPEC il 30 novembre, per un taglio congiunto della produzione di petrolio, rendendo meno probabile un livello del prezzo del greggio al di sotto di 50 dollari/barile, potrebbe aiutare l'Area Euro a superare il problema della deflazione.**

Per quanto riguarda la crescita, invece, i segnali sia dalla domanda che dall'offerta sono meno confortanti del mese scorso.

La produzione industriale, dopo il buon dato di agosto, rivisto tra l'altro al rialzo a +1.8% m/m, in settembre ha registrato un calo dello 0.8% m/m, attribuibile in gran parte alle difficoltà del settore delle costruzioni (-0.9% m/m). Le vendite al dettaglio confermano la debolezza dei consumi, con una diminuzione dello 0.2% m/m in settembre e la revisione al ribasso anche del dato del mese precedente a -0.2% m/m.

Tuttavia, gli indici di fiducia dei produttori dimostrano ottimismo sul futuro: tutti gli indicatori sono aumentati e consolidano la distanza dalla soglia dei 50 punti, indicando un'attività produttiva in espansione. Essendo dati relativi a novembre, danno indicazioni più aggiornate rispetto agli altri indicatori e fanno ben sperare per un PIL in crescita nella parte finale dell'anno in corso. Il PMI manifatturiero è aumentato da 53.5 a 53.7 e quello dei servizi da 52.8 a 54.1, entrambi al di sopra delle attese. L'ESI (*Economic Sentiment Indicatore*), dopo il balzo di ottobre da 104.9 a 106.4, ha confermato la tendenza con un ulteriore rialzo, sia pur limitato, raggiungendo il livello di 106.5.

**Da un lato, la zona Euro potrebbe beneficiare della nuova politica estera di Trump.** Il riavvicinamento degli USA alla Russia potrebbe aprire la strada ad una cancellazione delle sanzioni imposte alla Russia dopo il caso della Crimea e riaprire il flusso delle esportazioni europee verso quell'area. **Dall'altro però, la timida crescita economica dovrà fare i conti con gli effetti restrittivi indiretti dovuti ai più alti rendimenti sui titoli di Stato, sia attraverso il canale di trasmissione dagli USA, sia per le tensioni politiche che domineranno inevitabilmente il 2017.** Dopo la Brexit, il timore di governi anti-europeisti rimane elevato in vista delle elezioni in Francia (in primavera), Olanda, Germania (in autunno) e, in caso di vittoria del "no" al referendum costituzionale, anche in Italia. Quest'ultima ha puntato finora sul capitale privato per risanare le banche, ma in caso di instabilità politica e di inevitabile aumento del costo del debito pubblico, gli investitori istituzionali saranno meno disposti a far affluire capitali in tale settore. **Se ci fosse**

## AREA EURO

*I rischi politici rimangono il fattore determinante per il futuro dell'Area*

un'altra crisi bancaria in Italia, ne verrebbe colpita l'intera Eurozona.

A fronte di tali rischi, il presidente Draghi non può che giocare la carta dell'estensione del *Quantitative Easing* oltre la scadenza di marzo 2017 e riteniamo poco probabile che ne ridimensioni la quantità.

In Germania, i dati trimestrali sulla crescita economica nel terzo trimestre segnano un **incremento positivo, ma ridimensionato rispetto al dato precedente**: il PIL è aumentato dello 0.2% t/t, contro un +0.4% t/t del secondo trimestre. Nonostante ciò, il tasso di crescita tendenziale è rimasto invariato a +1.7% a/a.

L'analisi delle componenti rivela, da un lato, un **consolidamento della tendenza positiva dei consumi** con un contributo alla crescita di +0.2% t/t, contro il +0.1% t/t precedente; dall'altro un **indebolimento del canale estero** con un contributo negativo delle esportazioni nette dello 0.3%, dovuto proprio ad una contrazione delle esportazioni a fronte di una dinamica positiva delle importazioni.

Le rilevazioni mensili disponibili sono in gran parte relative a settembre, per cui già incorporate nei dati del terzo trimestre. Il risultato negativo della produzione industriale (-1.8% m/m), degli ordini (-0.6% m/m) e delle esportazioni (-1.18% m/m) conferma quanto specificato sopra. La crescita tedesca può contare comunque su una buona domanda interna con le vendite al dettaglio in ottobre in aumento del 2.4% m/m (dopo il calo dell'1.4% m/m di settembre) e un tasso di disoccupazione sceso ulteriormente in novembre a 5.7% da 5.8%.

**L'inflazione in novembre è rimasta stabile** a +0.7% a/a in termini globali. Va tuttavia sottolineato che l'indice *core* di ottobre ha subito una revisione al rialzo da +0.7% a/a a +1.1% a/a.

## Germania

In Francia, i dati trimestrali del PIL del terzo trimestre segnalano un **recupero sul piano congiunturale dell'economia (+0.2% t/t) dopo la contrazione subita nel secondo trimestre (-0.1%)**, scongiurando una recessione (in base alla definizione tecnica, si ha recessione quando il PIL registra due dati consecutivi negativi in termini congiunturali (t/t)).

Dall'analisi delle componenti, inoltre, **emerge un risultato positivo in gran parte dovuto semplicemente ad un accumulo di scorte**, che hanno contribuito per un +0.7% alla crescita del PIL totale. I consumi e gli investimenti sono rimasti alla finestra con un'invarianza rispetto al trimestre precedente. Come per la Germania, **la componente rilevante che ha sottratto crescita è stata quella del canale estero (-0.6%)**, a causa di un aumento delle importazioni del 2.5% t/t, rispetto a una dinamica contenuta al +0.5% t/t delle esportazioni.

Anche per la Francia, le rilevazioni mensili sono riferite in gran parte a settembre, quindi già incorporate nei dati del terzo trimestre. Il risultato negativo della produzione industriale (-1.1% m/m) e delle esportazioni (-2.2% m/m) ripercorre le considerazioni fatte in precedenza.

**In novembre, l'inflazione, pur rimanendo invariata rispetto ad ottobre, ha registrato un aggiustamento verso l'alto in termini tendenziali (a/a), portandosi a +0.7% (da +0.5%).**

**Va sottolineato, tuttavia, che lo scenario rimarrà dominato dalla componente politica in vista delle elezioni presidenziali di aprile.** Con la forza del partito estremista di Le Pen, la Francia rappresenta uno dei focolai più pericolosi di anti-europeismo a cui i mercati finanziari guardano con preoccupazione. La recente rinuncia a ricandidarsi dell'attuale presidente Holland, data la sua impopolarità nei sondaggi, potrebbe dare maggiore capacità al suo partito di contrastare la rivale, ma il Paese rimarrà osservato speciale e le turbolenze finanziarie in prossimità delle elezioni non mancheranno.

## Francia



## Italia

In Italia, il dato preliminare del PIL relativo al terzo trimestre di +0.3% t/t, per il momento disponibile solo in aggregato, testimonia una crescita superiore a quella di Germania e Francia (entrambe +0.2% t/t), in controtendenza rispetto al passato.

Se il risultato venisse confermato dalle rilevazioni definitive, il Paese potrebbe centrare l'obiettivo del Governo di una crescita nel 2016. Infatti, il dato tendenziale si è portato a +0.9% a/a da +0.7% a/a del trimestre precedente.

**Purtroppo, però, le indicazioni dai dati mensili non sono positive per la crescita economica.** A parte le rilevazioni relative al mese di settembre già incorporate nel dato del terzo trimestre, come la produzione industriale (-0.8% m/m) e le vendite al dettaglio (-0.6% m/m), gli ordini all'industria, che vanno letti in termini prospettici di attività produttiva futura, hanno registrato un pesante arretramento (-6.8% m/m).

Riferendosi al mese di novembre, i dati sugli indici di fiducia dei produttori e dei consumatori sono più significativi al fine dell'analisi. I primi danno segnali contrastanti con il PMI, sia dei servizi che del settore manifatturiero, in aumento e ben al di sopra della soglia dei 50 punti, mentre la fiducia estratta dalle componenti dell'ESI dimostra la tendenza opposta. La fiducia dei consumatori registra una leggera limatura verso il basso.

Resta il fatto, comunque, che l'eventuale vittoria del "no" al referendum costituzionale e l'instabilità politica conseguente potrebbero mettere a dura prova la fiducia di entrambi, produttori e consumatori, e il sentiero di timida crescita.

Sulla base delle considerazioni precedenti, sono stati definiti i seguenti tre scenari:

## GLI SCENARI

## A (35%)

**Usa:** La probabilità di una politica fiscale fortemente espansiva, dopo l'insediamento del nuovo presidente americano Donald Trump, e una conseguente economia più tonica con un passo di crescita intorno al 2.5-3%, impongono alla FED un percorso di politica monetaria più restrittivo rispetto alle attese del mese precedente. Dopo un rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base a dicembre, visto più come una mossa per normalizzarne il livello, nel 2017 la FED proseguirà nella politica monetaria restrittiva con altri due rialzi della stessa entità a marzo e a giugno, con l'obiettivo di controllare le aspettative inflazionistiche che le promesse di Trump hanno alimentato: aumenta il rischio che l'economia americana, già vicina al pieno impiego, cresca troppo velocemente.

**Area Euro:** La vittoria del "sì" al referendum costituzionale italiano toglie il principale fattore di incertezza sofferto negli ultimi mesi. L'economia reale prosegue il suo passo di crescita timido ma positivo, allontanando il rischio deflazione. Pur con un'intensa stagione elettorale nel 2017 in tutta l'area, i rendimenti si sgonfiano ritornando su livelli più coerenti ad uno scenario di timida ripresa. La BCE, attraverso un'attenta politica di comunicazione, mantiene vive le speranze di un'estensione del *Quantitative Easing* oltre marzo 2017. Il rendimento del BTP decennale scenderà intorno a 1.7% e lo *spread* a 130 punti base. La politica monetaria più restrittiva della FED spingerebbe il dollaro sotto a 1.05 nei confronti dell'euro e genererebbe rendimenti più alti rispetto allo scenario B.

## B (10%)

**Usa:** Pur con una politica fiscale espansiva dopo l'insediamento del nuovo presidente americano Donald Trump, l'economia continua su un passo di crescita abbastanza moderato intorno a 1.5-2% per gli effetti restrittivi indiretti dovuti a: 1) rendimenti elevati che incorporano il maggiore rischio sul debito pubblico americano; 2) dollaro forte, come conseguenza del fatto che la FED rimane l'unica banca centrale ad attuare una politica monetaria restrittiva. Dopo un rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base a dicembre, visto più come una mossa per normalizzarne il livello, nel 2017 la FED attuerà solo un altro rialzo a marzo.

**Area Euro:** La vittoria del "sì" al referendum costituzionale italiano toglie il principale fattore di incertezza sofferto negli ultimi mesi. L'economia reale prosegue il suo passo di crescita timido ma positivo, allontanando il rischio deflazione. Pur con un'intensa stagione elettorale nel 2017 in tutta l'area, i rendimenti si sgonfiano ritornando su livelli più coerenti ad uno scenario di timida ripresa. La BCE, attraverso un'attenta politica di comunicazione, mantiene vive le speranze di un'estensione del *Quantitative Easing* oltre marzo 2017. Il rendimento del BTP decennale scenderà intorno a 1.5% e lo *spread* a 120 punti base. La politica monetaria restrittiva della FED in gran parte scontata già nel mese di novembre manterrebbe il dollaro intorno a 1.05 nei confronti dell'euro.

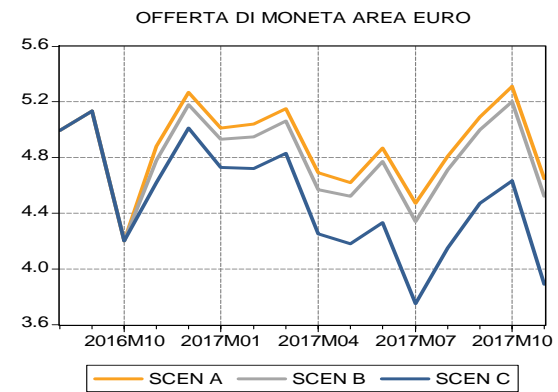
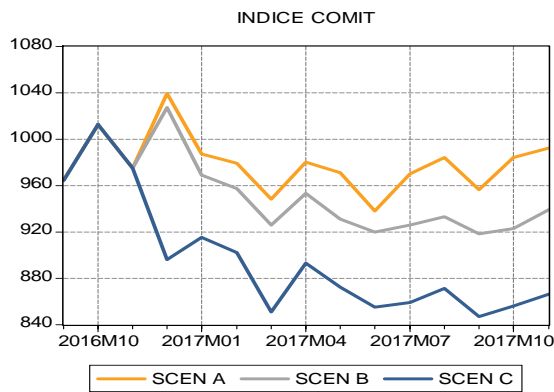
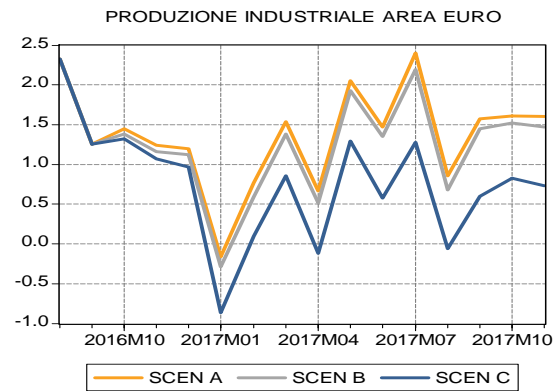
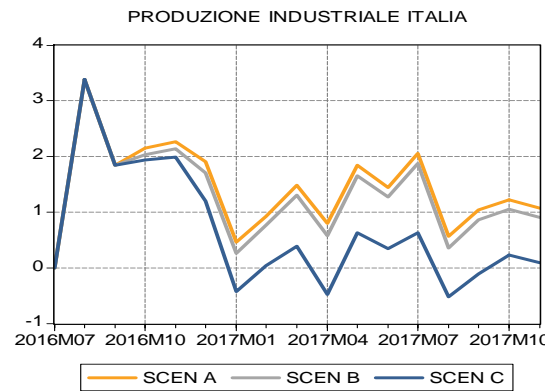
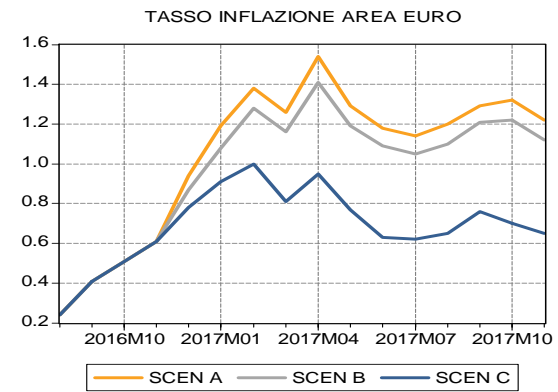
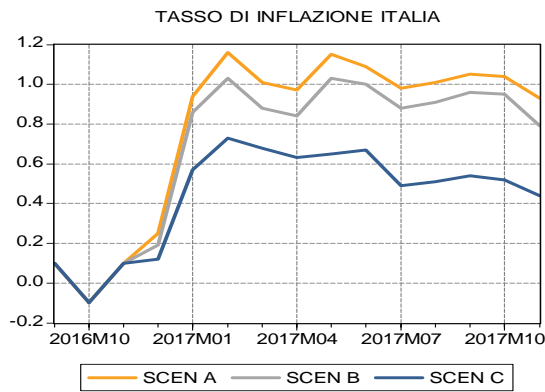
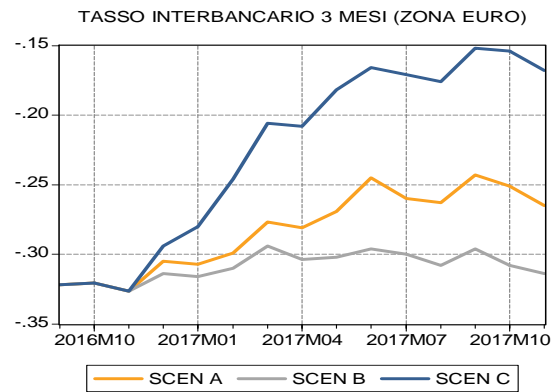
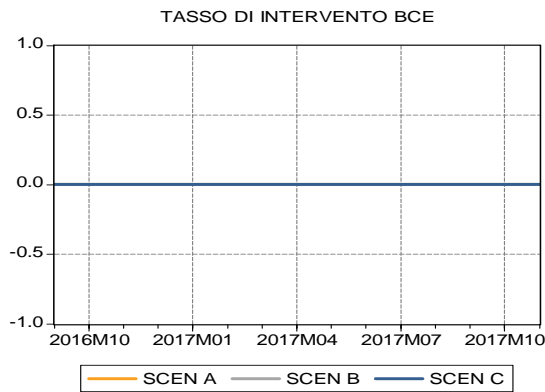
## C (55%)

**Usa:** Pur con una politica fiscale espansiva dopo l'insediamento del nuovo presidente americano Donald Trump, l'economia continua su un passo di crescita abbastanza moderato intorno a 1.5-2% per gli effetti restrittivi indiretti dovuti a: 1) rendimenti elevati che incorporano il maggiore rischio sul debito pubblico americano; 2) dollaro forte, come conseguenza del fatto che la FED rimane l'unica banca centrale ad attuare una politica monetaria restrittiva. Dopo un rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base a dicembre, visto più come una mossa per normalizzarne il livello, nel 2017 la FED attuerà solo un altro rialzo a marzo.

**Area Euro:** La vittoria del "no" al referendum costituzionale italiano genera instabilità politica e finanziaria non solo in Italia, ma anche nell'intera zona euro per effetto contagio, soprattutto attraverso una crisi del settore bancario. La BCE, per contenere le tensioni finanziarie e neutralizzarne l'effetto restrittivo sull'economia dell'area, estenderà il *Quantitative Easing* oltre marzo 2017 mantenendone invariato l'ammontare. Il rendimento del BTP decennale salirà oltre il 3-3.2% e lo *spread* oltre i 250-270 punti base. Le turbolenze finanziarie della zona euro spingeranno i capitali verso l'area dollaro e questo, unito alla politica monetaria restrittiva della FED, potrebbe spingere la valuta americana vicino alla parità rispetto all'euro.

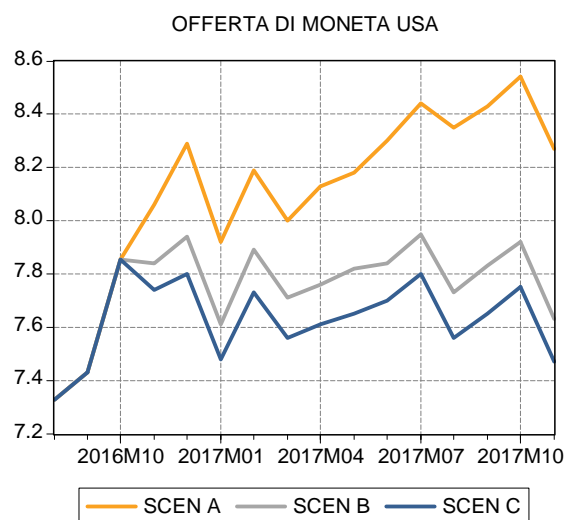
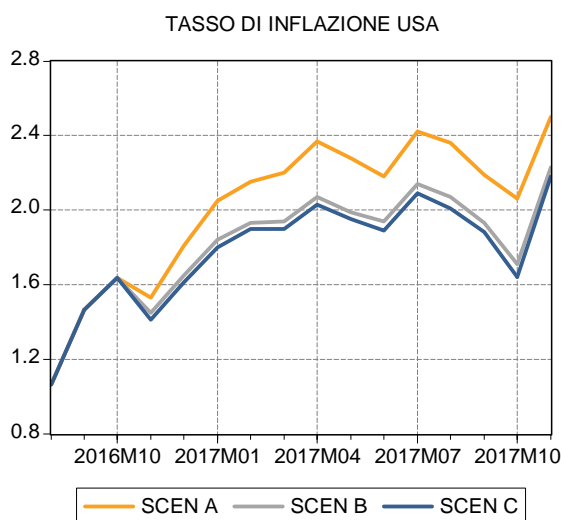
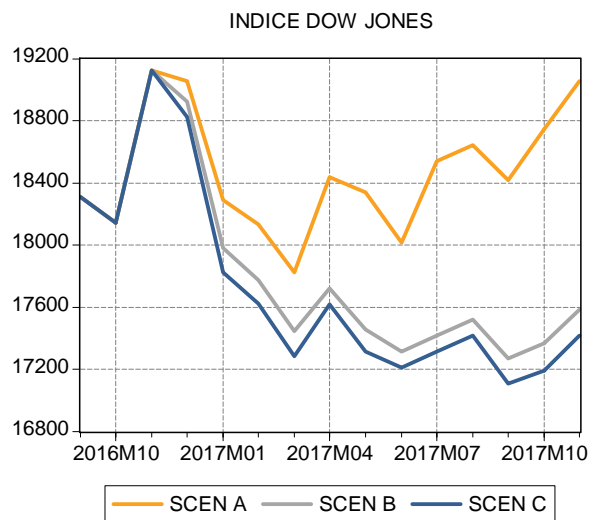
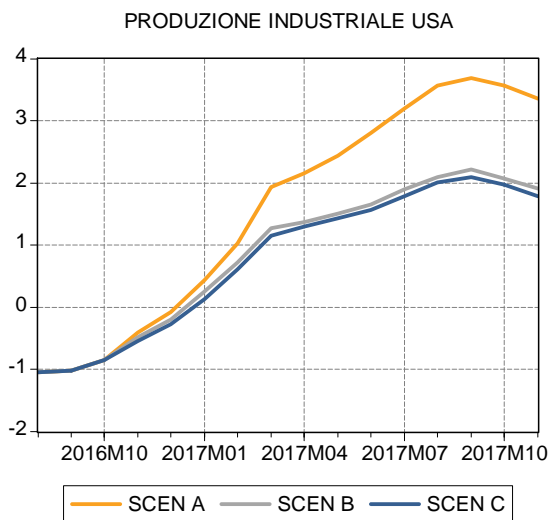
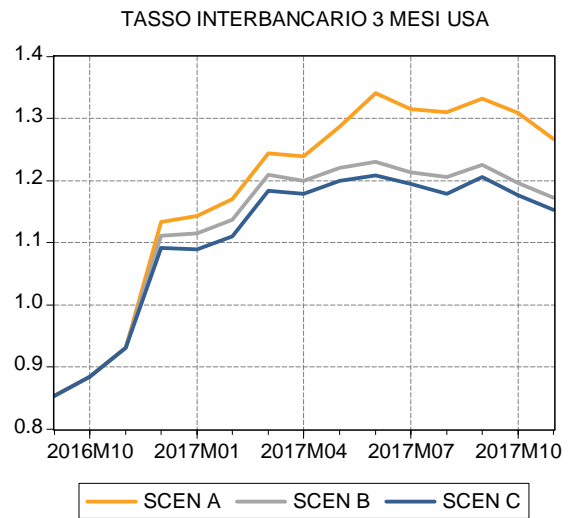
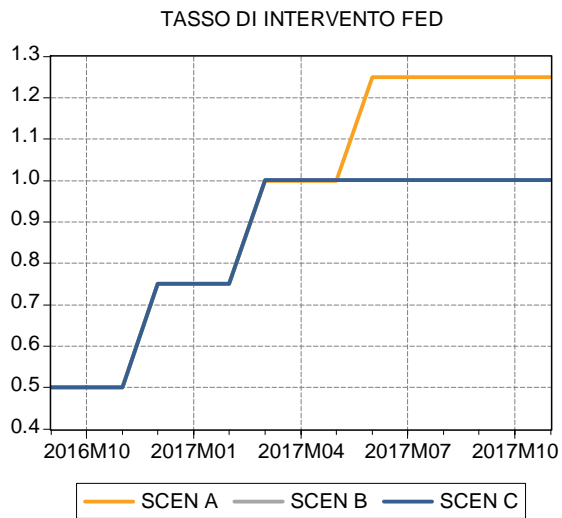
## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

### Dati mensili



## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

### Dati mensili



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

Anche in novembre i saggi interbancari europei sono rimasti stabili sui livelli precedenti: il tasso a 1 mese è stato invariato (-0.38%) mentre il 3 mesi e il 6 mesi sono stati limati al ribasso molto lievemente (a -0.33% da -0.32% e -0.22% da -0.21% rispettivamente). **Nello scenario C che ipotizza due rialzi dei tassi da parte della FED, a dicembre 2016 e a marzo 2017, e la vittoria del "no" al referendum costituzionale in Italia, i saggi dovrebbero aumentare rispetto ai livelli attuali** (-0.27%, -0.18% e -0.09% l'1, il 3 e il 6 mesi a novembre 2017). Nello scenario A, nel quale si prevedono tre rialzi da parte della FED da dicembre 2016 a giugno 2017 e la vittoria del "sì" al referendum costituzionale italiano, i tassi interbancari sono visti in lieve aumento rispetto ai livelli attuali e alla fine dell'orizzonte predittivo potrebbero attestarsi a -0.34% l'1 mese, -0.28% il 3 mesi e -0.19% il 6 mesi. Nello scenario B, che differisce da A solo per la politica attuata dalla FED che interviene solo due volte (a dicembre e a marzo) i tassi sono previsti pressoché stabili rispetto a novembre 2016 (-0.38%, -0.33% e -0.22% rispettivamente, a novembre 2017).

In novembre i tassi della struttura a termine italiana hanno risentito dell'incertezza circa l'esito del referendum costituzionale, esibendo rialzi importanti rispetto a ottobre, quando già avevano fatto un balzo, dopo 4 mesi di sostanziale stabilità. Il tasso sui BTP a 3 anni si è portato allo 0.46% (da 0.26%) il 5 anni allo 0.91% (da 0.65%) il 7 anni all'1.46% (da 1.11%) e il decennale all'2.01% (da +1.68%). **Nello scenario C, l'instabilità politica derivante dalla vittoria del "no" spinge verso l'alto i rendimenti in Italia** (+0.83% il 3 anni, +1.60% il 5 anni, +2.27% il 7 anni e +3.18% il 10 anni alla fine dell'orizzonte di previsione). Nello scenario B, l'esito referendario favorevole alla riforma della Costituzione riporta i rendimenti ai livelli registrati prima dell'estate 2016 (-0.06% il 3 anni, allo 0.33% il 5 anni, all'0,95% il 7 anni e all'1.46% il 10 anni alla fine dell'orizzonte di previsione). Nello scenario A, che differisce da B perché nel primo caso si prevedono tre interventi da parte della FED da dicembre 2016 a giugno 2017 mentre nel secondo solo due, i rendimenti subirebbero solo in parte l'effetto trascinarsi dei tassi statunitensi (rispettivamente +0.12%, +0.60%, +1.20% e 1.71% a novembre 2017).

In settembre i tassi medi sui depositi (+0.42%) e sui prestiti (+2.97%) sono rimasti pressoché stabili rispetto al mese precedente (+0.42% e +2.99% rispettivamente). **In tutti e tre gli scenari delineati, i tassi bancari sono visti pressoché invariati o in debole crescita durante il periodo predittivo:** nello scenario C il saggio medio sui depositi a novembre 2017 potrebbe toccare lo 0.53% e quello sui prestiti il 3.00%; nello scenario A +0.51% per i depositi e +2.95% per gli impieghi; in B +0.49% e +2.94% rispettivamente.

In settembre il ritmo di crescita sia dei depositi sia dei prestiti totali è aumentato rispetto al mese precedente: i primi sono saliti dello 0,32% a/a (da +0.12% a/a) mentre i secondi del 2.86% a/a (da +2.72% a/a). **In base ai risultati delle simulazioni, nello scenario più probabile (C) la dinamica di entrambe le poste potrebbe rallentare alla fine dell'orizzonte di previsione** (+0.08% a/a gli impieghi e +1,49% a/a la raccolta). Negli scenari A e B, a novembre 2017, il passo potrebbe essere superiore sia per i prestiti (+0.88% a/a e +0.64% a/a rispettivamente) sia per i depositi (+2.85% a/a e +2.53% a/a).

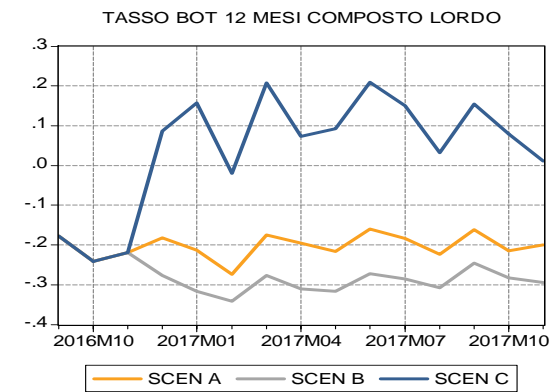
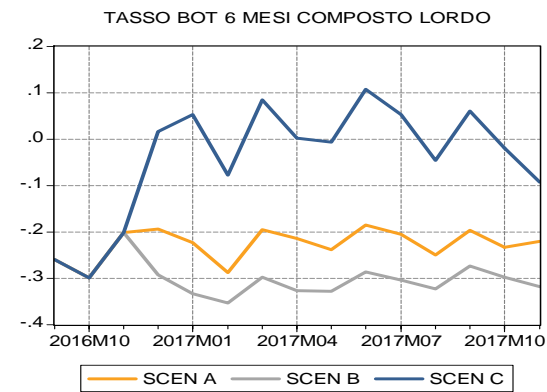
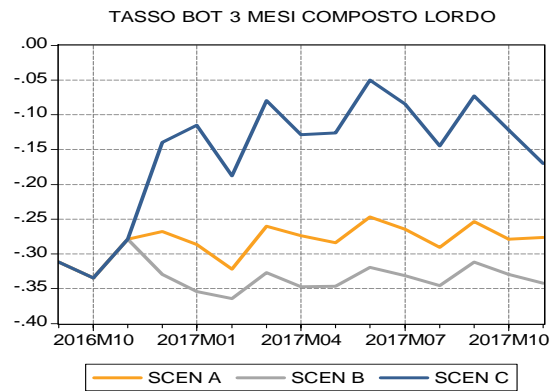
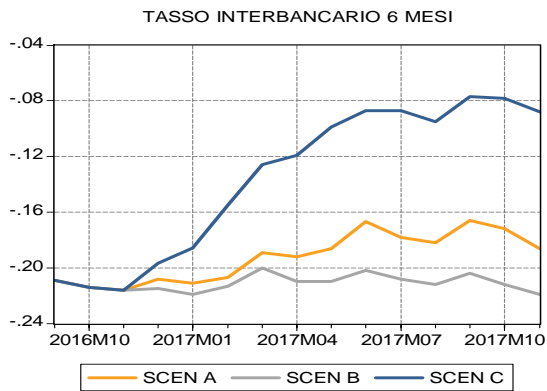
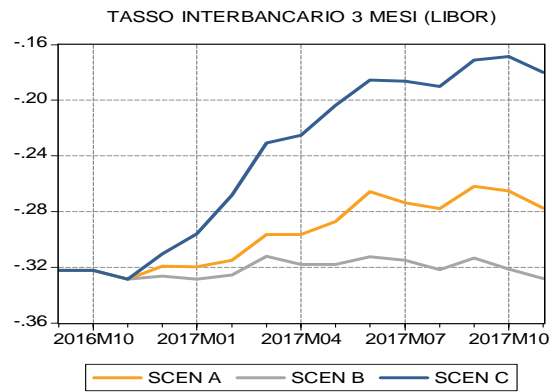
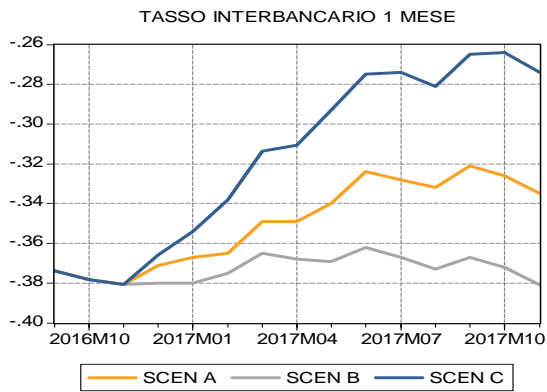
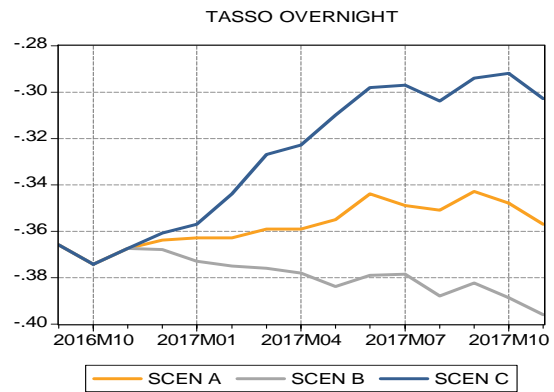
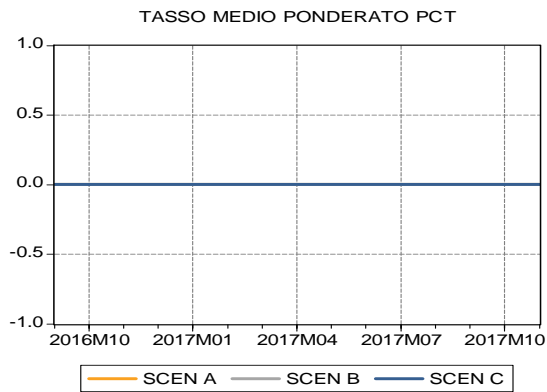
### TASSI INTERBANCARI

### STRUTTURA A TERMINE

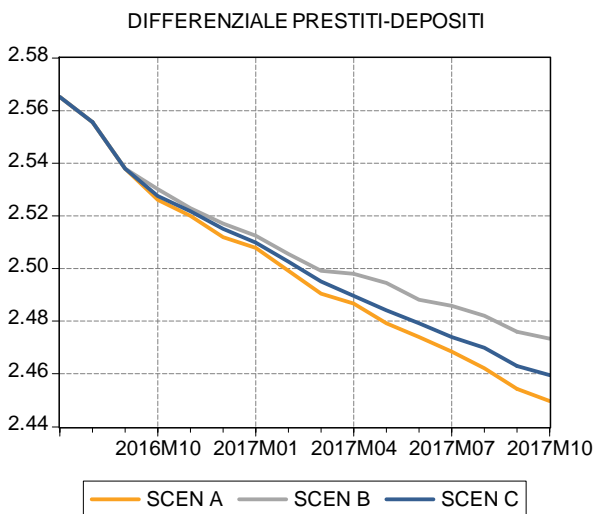
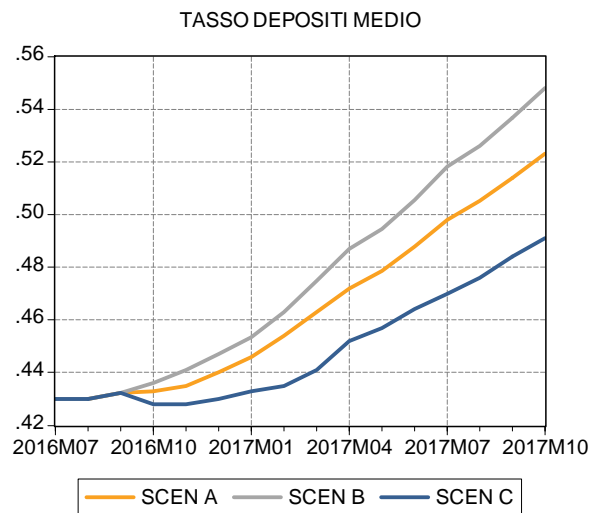
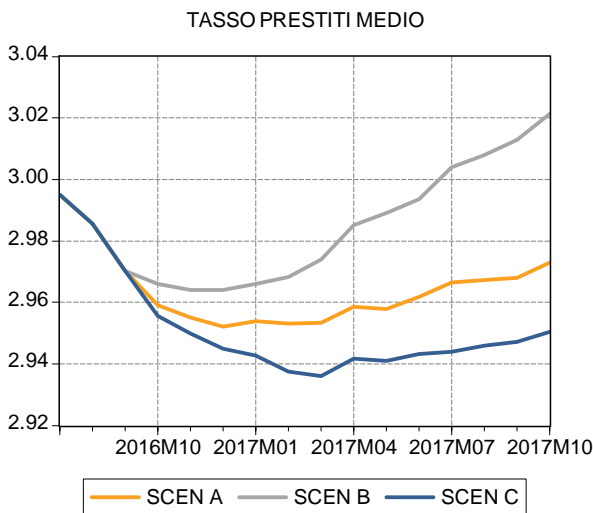
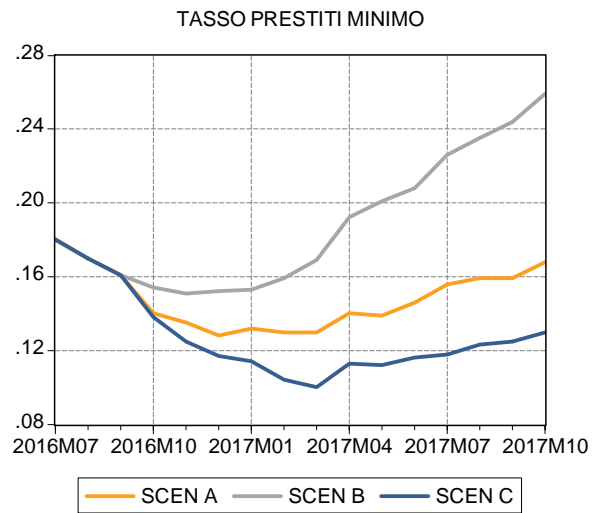
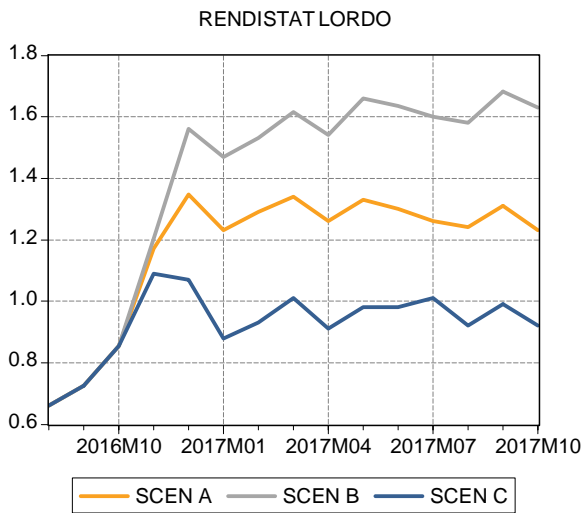
### TASSI BANCARI

### VOLUMI

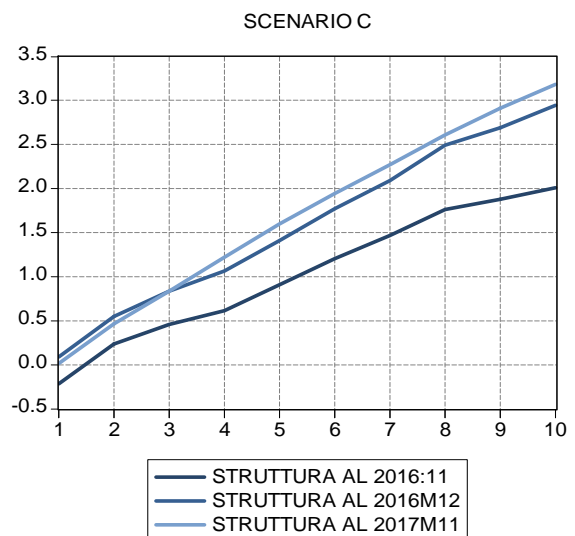
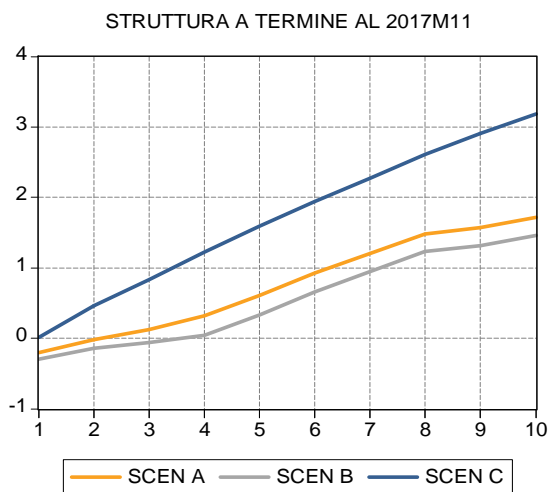
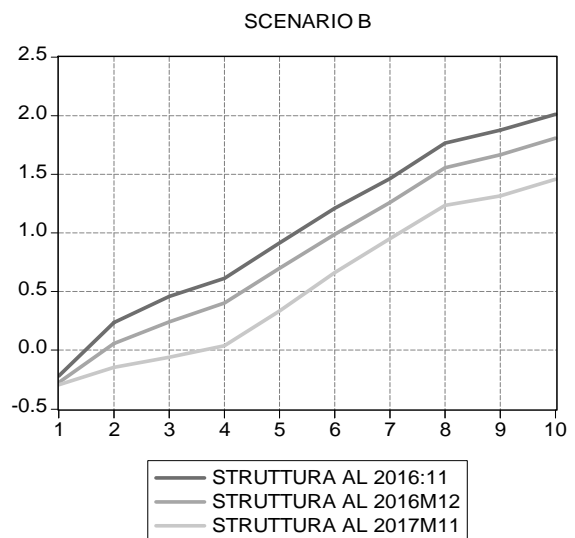
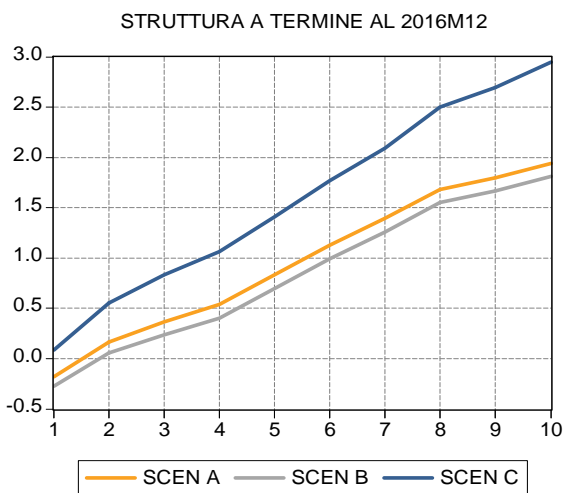
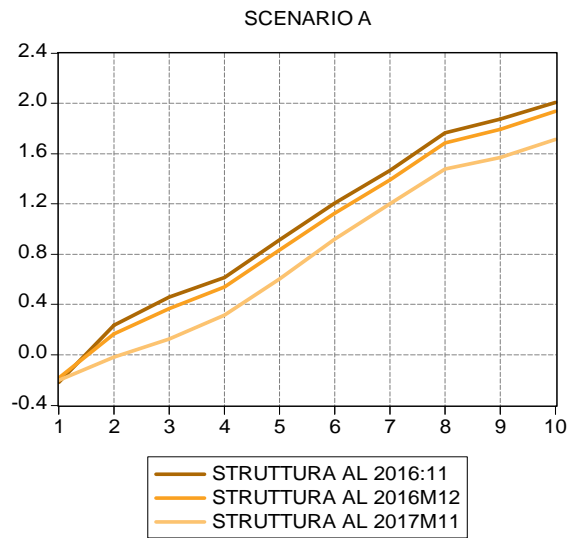
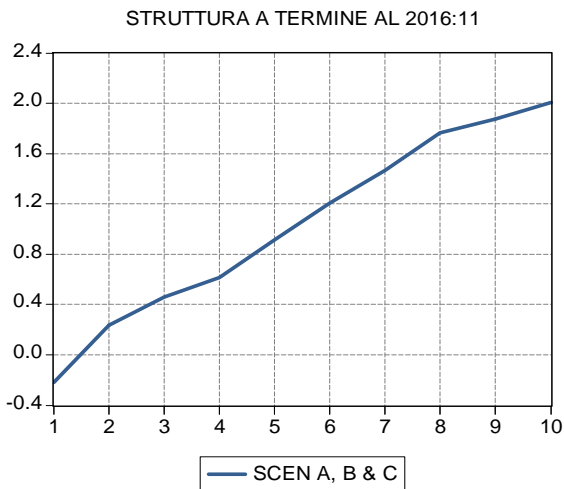
## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE  
TASSI - Dati mensili

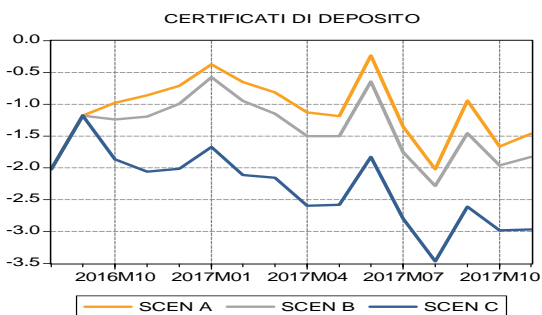
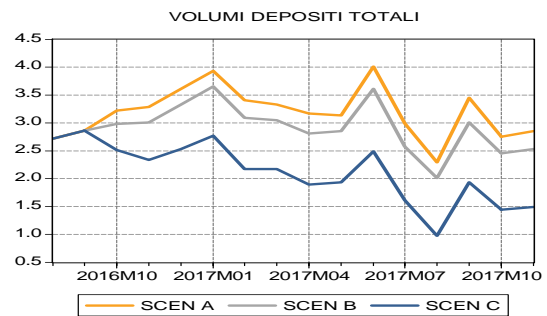
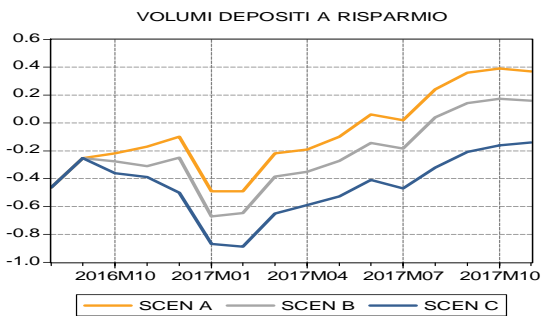
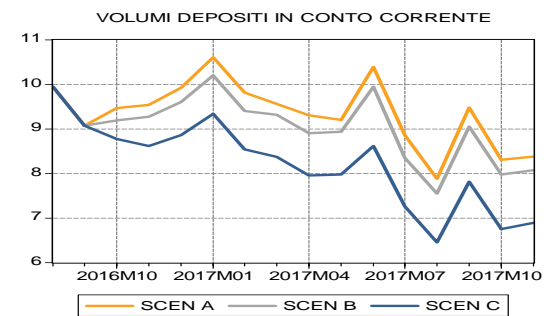
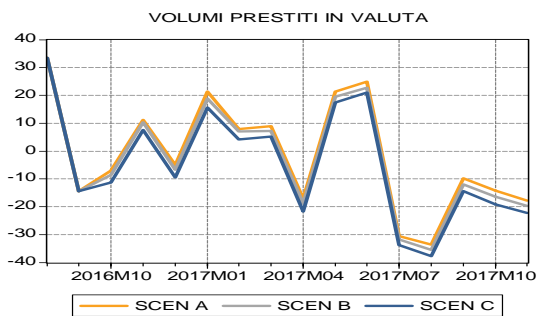
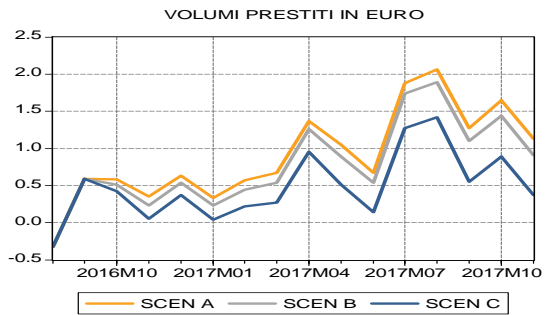
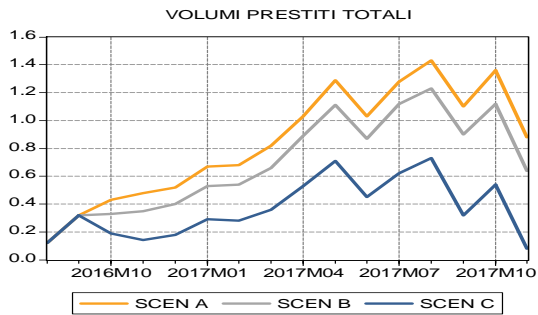
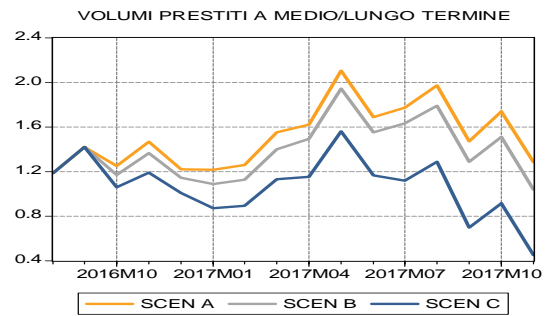
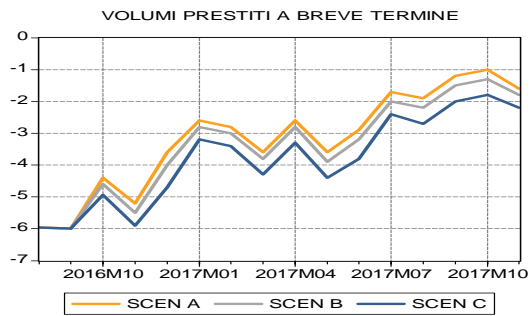


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE  
STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili





## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



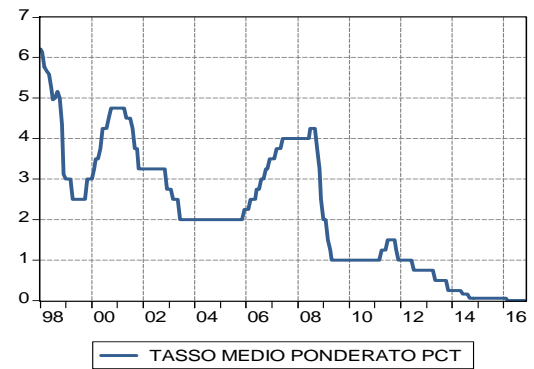
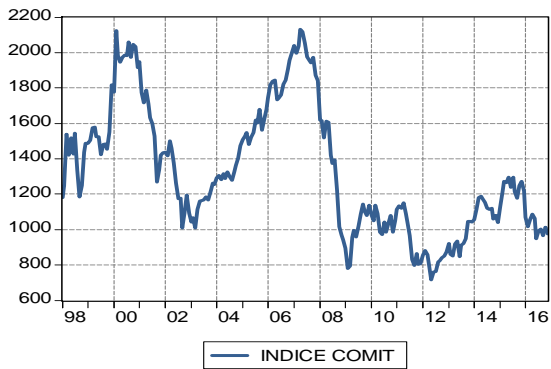
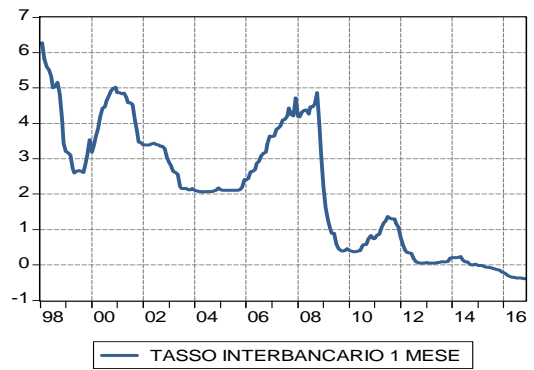
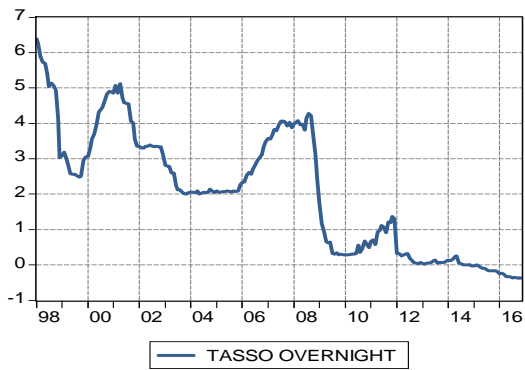
SCENARIO A	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1063	949	993	1003	965	1013	975	1039	987	979	948	980	971	938	970	984	956	984	992	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	-0.3	0.2	0.0	3.4	1.8	2.2	2.3	1.9	0.5	0.9	1.5	0.8	1.8	1.4	2.1	0.6	1.0	1.2	1.1	
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.3	-0.2	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	0.1	0.2	0.9	1.2	1.0	1.0	1.2	1.1	1.0	1.0	1.1	1.0	0.9	
<b>ENDOGENE</b>																				
<b>TASSI</b>																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.34	-0.34	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.34	-0.35	-0.35	-0.34	-0.35	-0.36	
T. Interb. 1m lett.	-0.35	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.35	-0.35	-0.34	-0.32	-0.33	-0.33	-0.32	-0.33	-0.34	
T. Interb. 3m lett.	-0.28	-0.28	-0.30	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32	-0.30	-0.30	-0.29	-0.27	-0.27	-0.28	-0.26	-0.27	-0.28	
T. Interb. 6m lett.	-0.16	-0.17	-0.19	-0.20	-0.21	-0.21	-0.22	-0.21	-0.21	-0.21	-0.19	-0.19	-0.19	-0.17	-0.18	-0.18	-0.17	-0.17	-0.19	
T. Depositi medio	0.46	0.45	0.43	0.43	0.42	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	0.45	0.46	0.46	0.47	0.48	0.49	0.50	0.51	
T. Prestiti medio	3.09	3.05	2.99	2.99	2.97	2.95	2.95	2.94	2.94	2.94	2.94	2.94	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	
T.prest. medio - T.dep. medio	2.63	2.60	2.56	2.56	2.55	2.53	2.53	2.52	2.51	2.51	2.50	2.49	2.49	2.48	2.48	2.47	2.46	2.45	2.45	
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(*)</sup>	-0.31	-0.24	-0.27	-0.30	-0.31	-0.33	-0.28	-0.27	-0.29	-0.32	-0.26	-0.27	-0.28	-0.25	-0.26	-0.29	-0.25	-0.28	-0.28	
T. BOT comp. lordo 6m	-0.26	-0.15	-0.19	-0.24	-0.26	-0.30	-0.20	-0.19	-0.22	-0.29	-0.20	-0.21	-0.24	-0.19	-0.21	-0.25	-0.20	-0.23	-0.22	
T. BOT comp. lordo 12m	-0.14	-0.12	-0.18	-0.19	-0.18	-0.24	-0.22	-0.18	-0.21	-0.27	-0.18	-0.20	-0.22	-0.16	-0.18	-0.22	-0.16	-0.21	-0.20	
Rendistat lordo	0.92	0.89	0.73	0.66	0.73	0.86	1.26	1.23	1.06	0.97	1.04	0.95	1.00	1.08	1.03	0.99	1.08	1.03	0.95	
Rendistat netto	0.81	0.78	0.64	0.58	0.63	0.75	1.10	1.08	0.93	0.85	0.91	0.83	0.88	0.95	0.90	0.87	0.95	0.90	0.83	
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	0.05	-0.02	0.03	0.01	0.02	0.26	0.46	0.37	0.19	0.12	0.23	0.15	0.12	0.23	0.15	0.11	0.24	0.18	0.12	
Rend. BTP a 5 anni	0.43	0.31	0.32	0.31	0.34	0.65	0.91	0.84	0.67	0.60	0.69	0.61	0.64	0.74	0.66	0.62	0.74	0.67	0.60	
Rend. BTP a 7 anni	0.90	0.76	0.73	0.74	0.77	1.11	1.46	1.39	1.24	1.17	1.27	1.20	1.22	1.32	1.26	1.21	1.33	1.27	1.20	
Rend. BTP a 10 anni	1.46	1.31	1.22	1.20	1.25	1.68	2.01	1.94	1.79	1.72	1.80	1.72	1.74	1.83	1.77	1.72	1.83	1.77	1.71	
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2327.019	2341.875	2318.891	2321.512	2335.236	2331.969	2347.440	2345.718	2361.104	2371.360	2373.31	2367.18	2357.04	2366.00	2348.57	2354.71	2360.92	2363.68	2368.10	
Prestiti in euro	2299.530	2307.148	2275.947	2280.537	2299.412	2289.502	2316.328	2302.658	2315.197	2333.071	2326.949	2331.25	2323.675	2322.61	2318.74	2327.52	2328.61	2327.28	2342.50	
Prestiti in valuta	27.489	34.727	42.944	40.975	35.824	42.466	31.111	43.060	45.907	38.289	46.357	35.933	33.363	43.390	29.838	27.193	32.309	36.404	25.594	
Prestiti a breve	331.567	336.123	327.998	324.739	324.558	322.003	327.595	325.604	326.441	325.609	322.039	319.038	319.631	326.375	322.422	318.569	320.663	318.783	322.353	
Prestiti a m/l	1995.452	2005.752	1990.893	1996.773	2010.678	2009.966	2019.845	2020.113	2034.663	2045.751	2051.267	2048.144	2037.407	2039.621	2026.151	2036.141	2040.260	2044.901	2045.744	
Depositi totali	2240.100	2274.704	2264.693	2255.092	2266.683	2275.929	2253.756	2278.993	2308.817	2328.673	2330.940	2344.538	2310.215	2365.920	2332.407	2306.734	2344.884	2338.517	2317.988	
Depositi in c/c	899.207	900.489	922.609	913.648	918.525	946.767	932.186	964.004	967.132	955.256	968.056	993.718	981.934	994.050	1004.352	985.643	1005.509	1025.348	1010.304	
Depositi a risparmio	301.603	300.411	299.938	299.898	299.056	298.093	298.322	300.709	302.533	303.147	303.226	302.374	301.301	300.591	299.998	300.618	300.133	299.255	299.426	
Certif. deposito	1039.290	1073.804	1042.146	1041.546	1049.102	1031.069	1023.247	1014.280	1039.152	1070.270	1059.658	1048.445	1026.980	1071.279	1028.057	1020.472	1039.242	1013.913	1008.258	
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	0.39	0.11	-0.37	0.12	0.32	0.43	0.48	0.52	0.67	0.68	0.82	1.03	1.29	1.03	1.28	1.43	1.10	1.36	0.88	
Prestiti in euro	1.28	-0.26	-1.21	-0.33	0.59	0.58	0.35	0.63	0.33	0.57	0.67	1.37	1.05	0.67	1.88	2.06	1.27	1.65	1.13	
Prestiti in valuta	-42.20	32.94	81.51	33.53	-14.34	-7.04	11.21	-5.03	21.42	7.87	8.97	-17.03	21.37	24.95	-30.52	-33.63	-9.81	-14.27	-17.73	
Prestiti a breve	-4.29	-5.51	-7.16	-5.96	-6.00	-4.40	-5.20	-3.60	-2.60	-2.80	-3.60	-2.60	-3.60	-2.90	-1.70	-1.90	-1.20	-1.00	-1.60	
Prestiti a m/l	1.21	1.12	0.85	1.19	1.42	1.25	1.47	1.22	1.22	1.26	1.55	1.62	2.10	1.69	1.77	1.97	1.47	1.74	1.28	
Depositi totali	2.06	3.19	3.51	2.72	2.86	3.22	3.29	3.61	3.93	3.41	3.33	3.17	3.13	4.01	2.99	2.29	3.45	2.75	2.85	
Depositi in c/c	7.53	8.10	11.10	9.94	9.07	9.46	9.54	9.92	10.60	9.81	9.56	9.30	9.20	10.39	8.86	7.88	9.47	8.30	8.38	
Depositi a risparmio	-0.52	-0.99	-0.34	-0.46	-0.25	-0.22	-0.17	-0.10	-0.49	-0.49	-0.22	-0.19	-0.10	0.06	0.02	0.24	0.36	0.39	0.37	
Certif. deposito	-1.53	0.54	-1.35	-2.02	-1.18	-0.98	-0.86	-0.71	-0.37	-0.66	-0.81	-1.13	-1.18	-0.24	-1.35	-2.02	-0.94	-1.66	-1.46	

SCENARIO B	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1063	949	993	1003	965	1013	975	1027	969	957	926	953	931	920	926	933	918	923	939	939
Produzione Industriale (Var. % a/a)	-0.3	0.2	0.0	3.4	1.8	2.0	2.1	1.7	0.3	0.8	1.3	0.6	1.7	1.3	1.9	0.4	0.9	1.1	0.9	0.9
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.3	-0.2	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	0.1	0.2	0.9	1.0	0.9	0.8	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0	0.8	0.8
<b>ENDOGENE</b>																				
<b>TASSI</b>																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.34	-0.34	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.38	-0.39	-0.40	-0.40
T. Interb. 1m lett.	-0.35	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38
T. Interb. 3m lett.	-0.28	-0.28	-0.30	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.31	-0.32	-0.32	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.32	-0.33	-0.33
T. Interb. 6m lett.	-0.16	-0.17	-0.19	-0.20	-0.21	-0.21	-0.22	-0.22	-0.22	-0.21	-0.20	-0.21	-0.21	-0.20	-0.21	-0.21	-0.20	-0.21	-0.22	-0.22
T. Depositi medio	0.46	0.45	0.43	0.43	0.42	0.42	0.41	0.41	0.42	0.42	0.43	0.44	0.44	0.45	0.46	0.47	0.47	0.48	0.49	0.49
T. Prestiti medio	3.09	3.05	2.99	2.99	2.97	2.95	2.94	2.94	2.93	2.93	2.93	2.93	2.94	2.94	2.94	2.94	2.94	2.94	2.94	2.94
T.prest. medio - T.dep. medio	2.63	2.60	2.56	2.56	2.55	2.53	2.53	2.52	2.52	2.51	2.50	2.50	2.49	2.49	2.48	2.47	2.47	2.46	2.45	2.45
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.31	-0.24	-0.27	-0.30	-0.31	-0.33	-0.28	-0.33	-0.35	-0.36	-0.33	-0.35	-0.35	-0.32	-0.33	-0.35	-0.31	-0.33	-0.34	-0.34
T. BOT comp. lordo 6m	-0.26	-0.15	-0.19	-0.24	-0.26	-0.30	-0.20	-0.29	-0.33	-0.35	-0.30	-0.33	-0.33	-0.29	-0.30	-0.32	-0.27	-0.30	-0.32	-0.32
T. BOT comp. lordo 12m	-0.14	-0.12	-0.18	-0.19	-0.18	-0.24	-0.22	-0.28	-0.32	-0.34	-0.28	-0.31	-0.32	-0.27	-0.29	-0.31	-0.25	-0.28	-0.29	-0.29
Rendistat lordo	0.92	0.89	0.73	0.66	0.73	0.86	1.26	1.12	0.88	0.80	0.87	0.78	0.76	0.85	0.80	0.75	0.87	0.81	0.68	0.68
Rendistat netto	0.81	0.78	0.64	0.58	0.63	0.75	1.10	0.98	0.77	0.70	0.76	0.68	0.67	0.74	0.70	0.66	0.76	0.71	0.60	0.60
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	0.05	-0.02	0.03	0.01	0.02	0.26	0.46	0.24	0.04	-0.02	0.04	-0.01	-0.02	0.04	0.00	-0.03	0.05	0.00	-0.06	-0.06
Rend. BTP a 5 anni	0.43	0.31	0.32	0.31	0.34	0.65	0.91	0.70	0.48	0.44	0.48	0.39	0.38	0.45	0.41	0.35	0.45	0.40	0.33	0.33
Rend. BTP a 7 anni	0.90	0.76	0.73	0.74	0.77	1.11	1.46	1.26	1.06	1.02	1.07	0.99	0.97	1.05	1.01	0.96	1.06	1.01	0.95	0.95
Rend. BTP a 10 anni	1.46	1.31	1.22	1.20	1.25	1.68	2.01	1.81	1.61	1.57	1.61	1.52	1.49	1.56	1.53	1.48	1.56	1.52	1.46	1.46
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2327.019	2341.875	2318.891	2321.512	2335.236	2329.647	2344.403	2342.917	2357.821	2368.063	2369.54	2363.90	2352.85	2362.25	2344.86	2350.07	2356.25	2355.74	2359.41	2359.41
Prestiti in euro	2299.530	2307.148	2275.947	2280.537	2299.412	2287.909	2313.559	2300.598	2312.889	2330.056	2323.944	2328.72	2319.996	2319.61	2315.55	2323.64	2324.71	2320.85	2334.61	2334.61
Prestiti in valuta	27.489	34.727	42.944	40.975	35.824	41.738	30.844	42.319	44.931	38.007	45.595	35.182	32.853	42.642	29.314	26.427	31.548	34.884	24.795	24.795
Prestiti a breve	331.567	336.123	327.998	324.739	324.558	321.329	326.558	324.253	325.771	324.939	321.371	318.382	318.636	325.367	321.438	317.595	319.690	317.152	320.680	320.680
Prestiti a m / l	1995.452	2005.752	1990.893	1996.773	2010.678	2008.317	2017.845	2018.664	2032.050	2043.124	2048.169	2045.519	2034.213	2036.882	2023.425	2032.472	2036.563	2038.587	2038.727	2038.727
Depositi totali	2240.100	2274.704	2264.693	2255.092	2266.683	2270.637	2247.646	2272.834	2302.597	2321.467	2324.624	2336.357	2303.943	2356.821	2322.896	2300.419	2334.910	2326.268	2304.512	2304.512
Depositi in c / c	899.207	900.489	922.609	913.648	918.525	944.399	929.916	961.172	963.564	951.698	965.867	990.037	979.477	989.979	999.635	982.634	1001.595	1019.701	1004.941	1004.941
Depositi a risparmio	301.603	300.411	299.938	299.898	299.056	297.920	297.906	300.257	301.982	302.664	302.722	301.883	300.784	299.981	299.385	300.013	299.481	298.430	298.378	298.378
Certif. deposito	1039.290	1073.804	1042.146	1041.546	1049.102	1028.319	1019.825	1011.405	1037.051	1067.105	1056.035	1044.437	1023.682	1066.861	1023.875	1017.773	1033.835	1008.136	1001.193	1001.193
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	0.39	0.11	-0.37	0.12	0.32	0.33	0.35	0.40	0.53	0.54	0.66	0.89	1.11	0.87	1.12	1.23	0.90	1.12	0.64	0.64
Prestiti in euro	1.28	-0.26	-1.21	-0.33	0.59	0.51	0.23	0.54	0.23	0.44	0.54	1.26	0.89	0.54	1.74	1.89	1.10	1.44	0.91	0.91
Prestiti in valuta	-42.20	32.94	81.51	33.53	-14.34	-8.64	10.25	-6.67	18.84	7.08	7.18	-18.76	19.51	22.79	-31.74	-35.50	-11.94	-16.42	-19.61	-19.61
Prestiti a breve	-4.29	-5.51	-7.16	-5.96	-6.00	-4.60	-5.50	-4.00	-2.80	-3.00	-3.80	-2.80	-3.90	-3.20	-2.00	-2.20	-1.50	-1.30	-1.80	-1.80
Prestiti a m / l	1.21	1.12	0.85	1.19	1.42	1.17	1.37	1.14	1.09	1.13	1.40	1.49	1.94	1.55	1.63	1.79	1.29	1.51	1.03	1.03
Depositi totali	2.06	3.19	3.51	2.72	2.86	2.98	3.01	3.33	3.65	3.09	3.05	2.81	2.85	3.61	2.57	2.01	3.01	2.45	2.53	2.53
Depositi in c / c	7.53	8.10	11.10	9.94	9.07	9.19	9.27	9.60	10.19	9.40	9.31	8.90	8.93	9.94	8.35	7.55	9.04	7.97	8.07	8.07
Depositi a risparmio	-0.52	-0.99	-0.34	-0.46	-0.25	-0.28	-0.31	-0.25	-0.67	-0.65	-0.39	-0.35	-0.27	-0.14	-0.18	0.04	0.14	0.17	0.16	0.16
Certif. deposito	-1.53	0.54	-1.35	-2.02	-1.18	-1.24	-1.19	-1.00	-0.57	-0.95	-1.15	-1.50	-1.50	-0.65	-1.75	-2.28	-1.46	-1.96	-1.83	-1.83

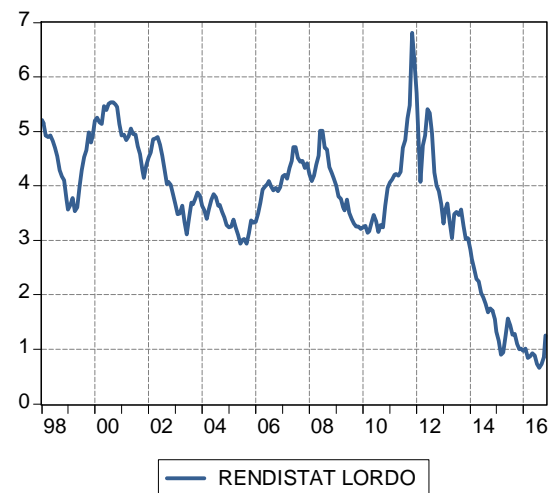
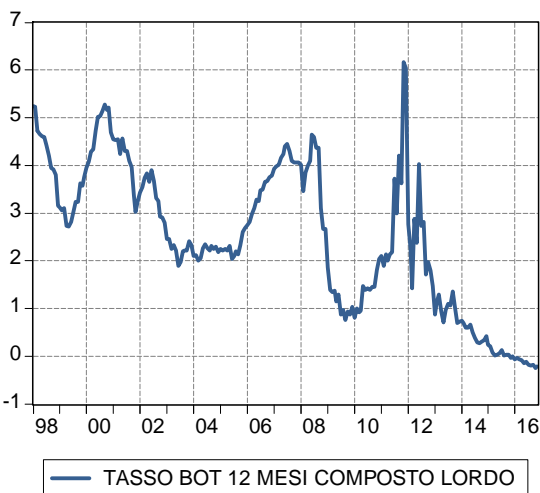
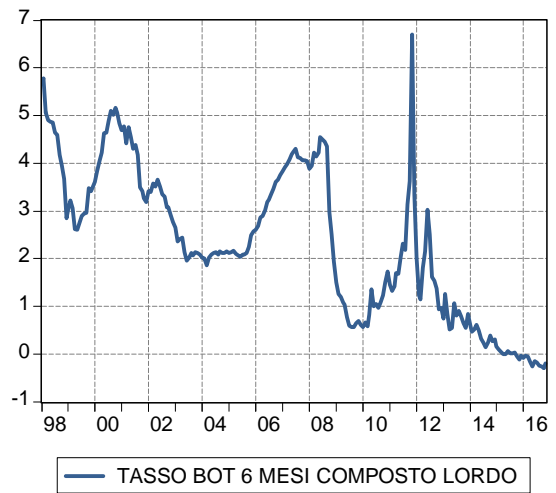
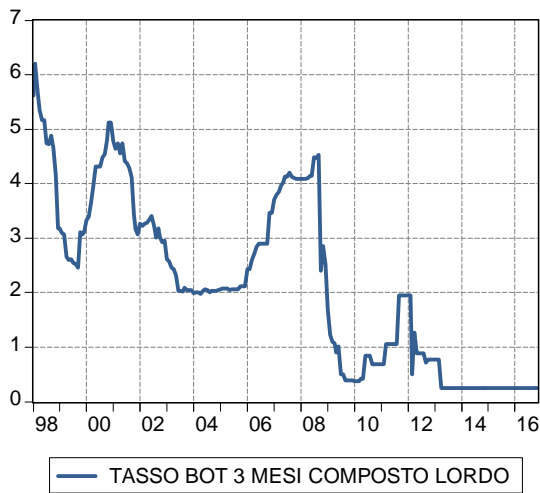
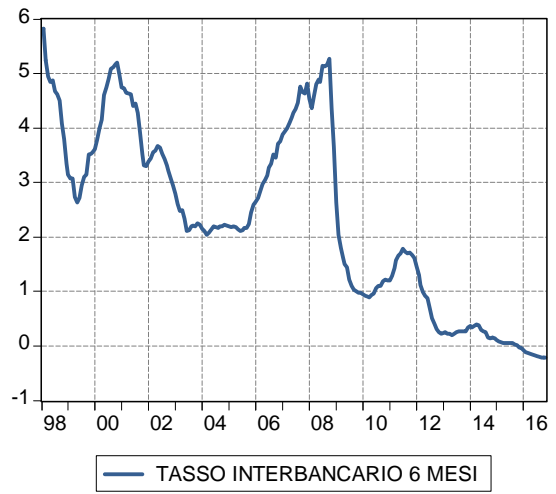
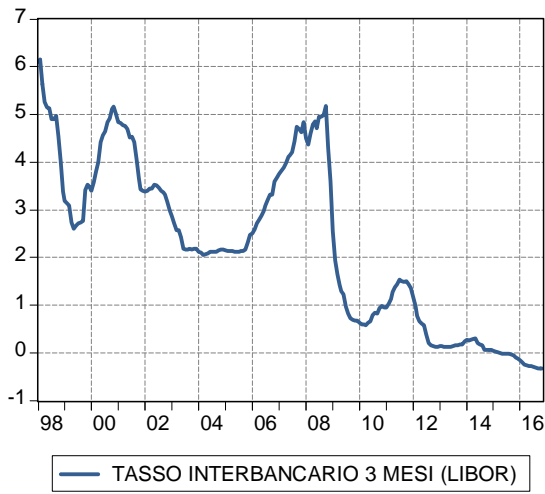
SCENARIO C	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1063	949	993	1003	965	1013	975	896	915	902	851	893	872	855	859	871	847	856	866	866
Produzione Industriale (Var. % a/a)	-0.3	0.2	0.0	3.4	1.8	1.9	2.0	1.2	-0.4	0.0	0.4	-0.5	0.6	0.3	0.6	-0.5	-0.1	0.2	0.1	0.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.3	-0.2	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	0.1	0.1	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
<b>ENDOGENE</b>																				
<b>TASSI</b>																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.34	-0.34	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.34	-0.33	-0.32	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29	-0.29	-0.30
T. Interb. 1m lett.	-0.35	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.37	-0.35	-0.34	-0.31	-0.31	-0.29	-0.28	-0.27	-0.28	-0.27	-0.26	-0.27	-0.27
T. Interb. 3m lett.	-0.28	-0.28	-0.30	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.31	-0.30	-0.27	-0.23	-0.23	-0.20	-0.19	-0.19	-0.19	-0.17	-0.17	-0.18	-0.18
T. Interb. 6m lett.	-0.16	-0.17	-0.19	-0.20	-0.21	-0.21	-0.22	-0.20	-0.19	-0.16	-0.13	-0.12	-0.10	-0.09	-0.09	-0.10	-0.08	-0.08	-0.09	-0.09
T. Depositi medio	0.46	0.45	0.43	0.43	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	0.45	0.46	0.47	0.48	0.49	0.50	0.51	0.52	0.53	0.53
T. Prestiti medio	3.09	3.05	2.99	2.99	2.97	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.96	2.96	2.97	2.98	2.99	2.99	2.99	3.00	3.00	3.00
T.prest. medio - T.dep. medio	2.63	2.60	2.56	2.56	2.55	2.53	2.53	2.52	2.52	2.51	2.51	2.50	2.50	2.50	2.49	2.49	2.48	2.48	2.47	2.47
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.31	-0.24	-0.27	-0.30	-0.31	-0.33	-0.28	-0.14	-0.12	-0.19	-0.08	-0.13	-0.13	-0.05	-0.09	-0.14	-0.07	-0.12	-0.17	-0.17
T. BOT comp. lordo 6m	-0.26	-0.15	-0.19	-0.24	-0.26	-0.30	-0.20	0.02	0.05	-0.08	0.08	0.00	-0.01	0.11	0.05	-0.05	0.06	-0.02	-0.09	-0.09
T. BOT comp. lordo 12m	-0.14	-0.12	-0.18	-0.19	-0.18	-0.24	-0.22	0.09	0.16	-0.02	0.21	0.07	0.09	0.21	0.15	0.03	0.16	0.08	0.01	0.01
Rendistat lordo	0.92	0.89	0.73	0.66	0.73	0.86	1.26	1.76	1.87	1.84	2.22	2.00	2.09	2.28	2.11	2.06	2.24	2.13	2.01	2.01
Rendistat netto	0.81	0.78	0.64	0.58	0.63	0.75	1.10	1.54	1.64	1.61	1.94	1.75	1.83	2.00	1.85	1.80	1.96	1.86	1.76	1.76
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	0.05	-0.02	0.03	0.01	0.02	0.26	0.46	0.84	0.90	0.77	1.13	0.88	0.91	1.02	0.94	0.85	1.01	0.92	0.83	0.83
Rend. BTP a 5 anni	0.43	0.31	0.32	0.31	0.34	0.65	0.91	1.41	1.52	1.37	1.71	1.56	1.65	1.76	1.68	1.61	1.78	1.69	1.60	1.60
Rend. BTP a 7 anni	0.90	0.76	0.73	0.74	0.77	1.11	1.46	2.09	2.19	2.07	2.41	2.28	2.37	2.47	2.37	2.31	2.44	2.37	2.27	2.27
Rend. BTP a 10 anni	1.46	1.31	1.22	1.20	1.25	1.68	2.01	2.94	3.07	2.97	3.19	3.15	3.20	3.25	3.19	3.18	3.31	3.26	3.18	3.18
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2327.019	2341.875	2318.891	2321.512	2335.236	2326.396	2339.497	2337.783	2352.192	2361.939	2362.48	2355.47	2343.54	2352.41	2333.27	2338.46	2342.71	2338.96	2341.37	2341.37
Prestiti in euro	2299.530	2307.148	2275.947	2280.537	2299.412	2285.860	2309.404	2296.708	2308.505	2324.952	2317.703	2321.59	2311.258	2310.38	2304.85	2312.92	2312.06	2306.20	2317.95	2317.95
Prestiti in valuta	27.489	34.727	42.944	40.975	35.824	40.536	30.093	41.075	43.687	36.987	44.774	33.876	32.283	42.035	28.416	25.538	30.650	32.754	23.420	23.420
Prestiti a breve	331.567	336.123	327.998	324.739	324.558	320.214	325.176	321.889	324.430	323.599	319.700	316.745	316.978	323.350	320.126	315.971	318.067	314.450	318.022	318.022
Prestiti a m / l	1995.452	2005.752	1990.893	1996.773	2010.678	2006.182	2014.321	2015.894	2027.762	2038.340	2042.777	2038.721	2026.563	2029.063	2013.142	2022.488	2024.642	2024.508	2023.346	2023.346
Depositi totali	2240.100	2274.704	2264.693	2255.092	2266.683	2260.274	2232.809	2255.238	2283.048	2300.750	2304.772	2315.450	2283.334	2331.344	2301.155	2276.966	2310.430	2292.822	2266.078	2266.078
Depositi in c / c	899.207	900.489	922.609	913.648	918.525	940.799	924.272	954.708	956.026	944.208	957.541	981.445	970.874	978.021	989.590	972.578	990.262	1004.302	987.955	987.955
Depositi a risparmio	301.603	300.411	299.938	299.898	299.056	297.675	297.665	299.505	301.378	301.929	301.920	301.163	300.005	299.179	298.528	298.938	298.428	297.198	297.248	297.248
Certif. deposito	1039.290	1073.804	1042.146	1041.546	1049.102	1021.801	1010.872	1001.025	1025.644	1054.613	1045.312	1032.843	1012.456	1054.144	1013.036	1005.450	1021.740	991.321	980.875	980.875
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	0.39	0.11	-0.37	0.12	0.32	0.19	0.14	0.18	0.29	0.28	0.36	0.53	0.71	0.45	0.62	0.73	0.32	0.54	0.08	0.08
Prestiti in euro	1.28	-0.26	-1.21	-0.33	0.59	0.42	0.05	0.37	0.04	0.22	0.27	0.95	0.51	0.14	1.27	1.42	0.55	0.89	0.37	0.37
Prestiti in valuta	-42.20	32.94	81.51	33.53	-14.34	-11.27	7.57	-9.41	15.55	4.20	5.25	-21.77	17.44	21.05	-33.83	-37.67	-14.44	-19.20	-22.18	-22.18
Prestiti a breve	-4.29	-5.51	-7.16	-5.96	-6.00	-4.93	-5.90	-4.70	-3.20	-3.40	-4.30	-3.30	-4.40	-3.80	-2.40	-2.70	-2.00	-1.80	-2.20	-2.20
Prestiti a m / l	1.21	1.12	0.85	1.19	1.42	1.06	1.19	1.01	0.87	0.89	1.13	1.15	1.56	1.16	1.12	1.29	0.69	0.91	0.45	0.45
Depositi totali	2.06	3.19	3.51	2.72	2.86	2.51	2.33	2.53	2.77	2.17	2.17	1.89	1.93	2.49	1.61	0.97	1.93	1.44	1.49	1.49
Depositi in c / c	7.53	8.10	11.10	9.94	9.07	8.77	8.61	8.86	9.33	8.54	8.37	7.95	7.97	8.61	7.26	6.45	7.81	6.75	6.89	6.89
Depositi a risparmio	-0.52	-0.99	-0.34	-0.46	-0.25	-0.36	-0.39	-0.50	-0.87	-0.89	-0.65	-0.59	-0.53	-0.41	-0.47	-0.32	-0.21	-0.16	-0.14	-0.14
Certif. deposito	-1.53	0.54	-1.35	-2.02	-1.18	-1.87	-2.06	-2.01	-1.67	-2.11	-2.16	-2.60	-2.58	-1.83	-2.79	-3.47	-2.61	-2.98	-2.97	-2.97

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili

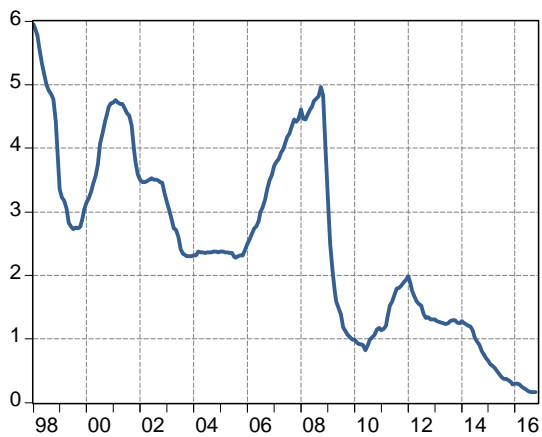


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI  
Dati mensili

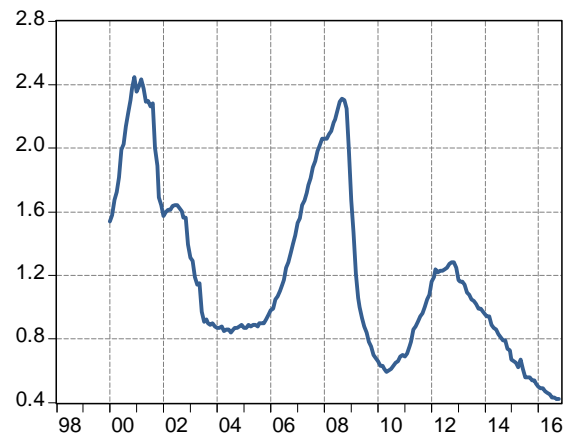


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

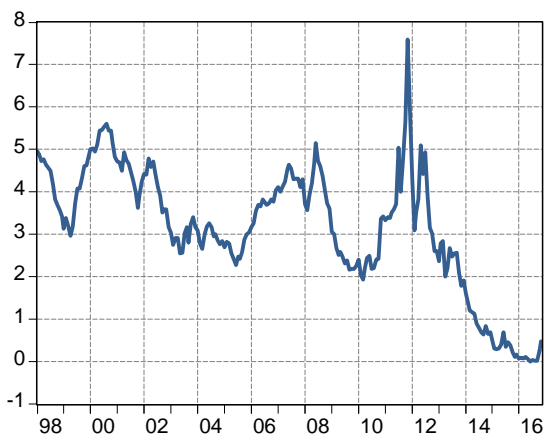
Dati mensili



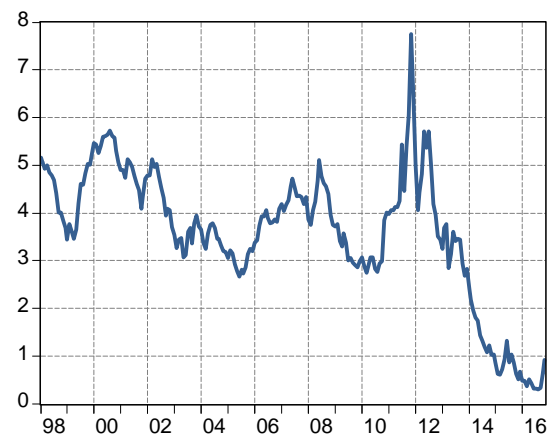
TASSO PRESTITI MINIMO



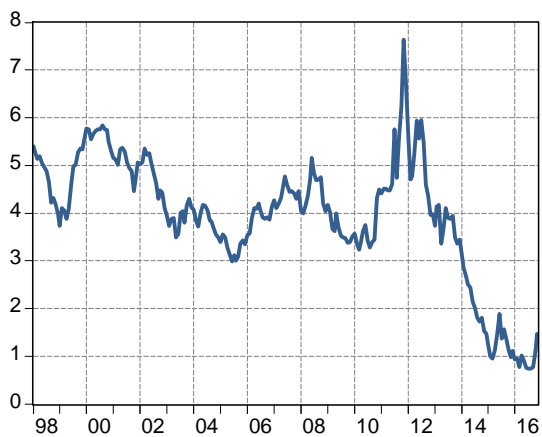
TASSO DEPOSITI MEDIO



RENDIMENTO A 3 ANNI



RENDIMENTO A 5 ANNI



RENDIMENTO A 7 ANNI



RENDIMENTO A 10 ANNI

VOLUMI DI BASE: LIVELLI STORICI  
 Dati mensili - Variazione % annua

