

MEFIM

MODELLO
ECONOMETRICO
FINANZIARIO
INTERNAZIONALE
MENSILE

Gennaio 2017

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 dicembre 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

Il mese di dicembre ha segnato una svolta di politica monetaria da parte della Banca Centrale americana. All'ultima riunione del 2016 è stato deciso l'aumento di 25 punti base dei tassi di riferimento, già ampiamente scontato dai mercati finanziari, portando il tasso sui Fed funds a +0.75% e Janet Yellen ha annunciato che probabilmente il 2017 sarà caratterizzato da altri tre rialzi della stessa entità. Nel rapporto della riunione sono stati puntualizzati due fattori di tale svolta: la forza del mercato del lavoro, ormai vicina al pieno impiego, e la minor distanza dell'inflazione dall'obiettivo del 2%, che imporrà alla Fed uno stretto monitoraggio della dinamica dei prezzi nell'anno in corso. Noi aggiungiamo l'altro fattore dell'aspettativa di una politica fiscale molto espansiva annunciata dal neo Presidente degli Stati Uniti, Donald Trump.

Pertanto, il previsto 'break' strutturale di politica economica americana, con una staffetta tra politica monetaria e politica fiscale, messo in evidenza il mese scorso, si è avverato.

Il 2017 inizia con la convinzione che il punto di minimo dei rendimenti sia oramai alle spalle. A fine dicembre, infatti, quelli sui titoli di Stato americani hanno raggiunto il livello di 2.5%, con un incremento di circa 70 punti base, e quelli europei ne hanno subito la tendenza per l'effetto di trasmissione. Inoltre, l'aspettativa di una politica monetaria restrittiva in USA, a fronte di quelle dell'euro-zona e giapponese ancora accomodanti, ha rafforzato il dollaro, sceso sotto quota 1.05 nei confronti dell'euro, che dovrebbe mantenere questa tendenza anche nel corso dell'anno. Non si esclude la possibilità di raggiungere la parità, ma questo dipenderà da quanto verrà realizzato effettivamente in termini di politica fiscale da Donald Trump.

Nonostante la Fed abbia sostanzialmente annunciato tre rialzi dei tassi ufficiali nel corso del 2017, riteniamo più probabile uno scenario (Scenario C) in cui avvengano due aumenti, di 25 punti base ciascuno, a marzo e a giugno. Tale ipotesi si basa sul fatto che il contesto macroeconomico internazionale è positivo, ma ancora debole: il PIL dell'Area Euro cresce al di sotto del 2% e potrebbe soffrire dell'aggiustamento verso l'alto dei rendimenti, già avvenuto negli ultimi mesi del 2016 per effetto trasmissione dagli Stati Uniti; in Giappone la crescita economica non supera l'1%; la Cina fatica a mantenere il livello minimo del 6.5% posto come obiettivo dal Governo ed è emersa l'ipotesi di un suo ammorbidimento in un range tra 6% e 7%, rispetto al 6.5%-7% del 2016 e al 7% del 2015; i Paesi emergenti soffrono e soffriranno per il dollaro forte. Inoltre, riteniamo che la Fed terrà conto degli effetti indiretti restrittivi già in atto da novembre (post-elezioni) sull'economia americana dovuti al rialzo dei rendimenti a media/lunga scadenza e dalla forza del dollaro.

Non escludiamo a settembre un ulteriore rialzo di 25 punti base dei tassi di riferimento (Scenario A), ma questo dipenderà dalla portata espansiva della politica fiscale di Trump. Poiché quanto annunciato dal neo Presidente finora è difficile da realizzare totalmente senza intaccare la stabilità dei conti pubblici, siamo propensi per uno scenario di politica monetaria restrittiva più cauta.

Il 'timing' di marzo e giugno si basa sulle seguenti considerazioni: 1) il neo Presidente si insedierà alla Casa Bianca dal 20 gennaio, per cui a marzo dovrebbero essere già note concretamente le sue mosse di politica fiscale; 2) la Fed ha posto l'accento sulla forza del mercato del lavoro e la vicinanza al livello di pieno impiego impone una politica monetaria restrittiva che giochi d'anticipo se vuole controbilanciare gli stimoli fiscali.

In Giappone, la Banca Centrale ha confermato la sua politica monetaria espansiva con un proseguimento del *Quantitative Easing* basato sull'obiettivo di rendimenti nulli sulle scadenze medio-lunghe dei titoli di Stato e ciò ha preservato il Paese dal rialzo generalizzato dei rendimenti che si è verificato a livello globale per effetto di trasmissione dagli USA. Questo atteggiamento di politica monetaria dovrebbe aiutare il Giappone a risolvere i rischi di deflazione ancora presenti negli ultimi dati mensili.

Sul fronte macroeconomico, la revisione dei dati trimestrali ha confermato la crescita del PIL nel terzo trimestre 2016 a +1% a/a ed emerge un maggior ottimismo rispetto al mese scorso sulla capacità della domanda interna di supportare la crescita giapponese nei prossimi trimestri, anche se il canale estero resta nel breve termine la fonte principale di sostegno al PIL, grazie all'indebolimento dello yen in atto a partire dal superamento delle elezioni presidenziali americane.

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

Nel medio termine, rimane da valutare l'effetto negativo di un eventuale maggiore protezionismo annunciato dal nuovo presidente degli USA soprattutto verso i Paesi asiatici.

Sul fronte europeo, la BCE all'ultima riunione del 2016 ha allungato i termini del *Quantitative Easing*, che avrebbe dovuto scadere nel marzo del 2017, fino alla fine dell'anno e oltre se necessario, ma contemporaneamente ha ridotto l'ammontare di acquisti dei titoli di Stato sul mercato secondario a 60 miliardi di euro mensili dai precedenti 80 miliardi, a partire da aprile fino a dicembre dell'anno in corso. Ha esteso gli acquisti a titoli con rendimenti al di sotto di -0.4% e con scadenza inferiore ai due anni. Questo è importante perché aumenta l'inclinazione della curva dei rendimenti: quelli a breve scendono perché ora comprati di più dalla BCE, quelli a lungo salgono perché comprati di meno. Ciò sarà positivo per le banche e le assicurazioni, i cui bilanci hanno sofferto con la politica dei tassi negativi.

Il rischio sistemico bancario nell'area dovrebbe ridursi anche alla luce della soluzione che prevede l'intervento statale sul Monte Paschi di Siena.

In sostanza, Draghi è stato un po' colomba perché ha allungato i termini del QE, ma anche un po' falco perché ne ha ridotto l'ammontare. È stato anche accorto nel non suscitare aspettative di politica monetaria restrittiva, specificando che non si tratta di un 'Tapering', cioè di un programma di assottigliamento progressivo degli acquisti fino all'azzeramento, ma semplicemente un ritorno alla quantità originaria del QE del 2015. Ha sottolineato che alla riunione di dicembre non si è discusso di 'Tapering' e che 'si è ben lontani da esigenze simili'. Da un lato, ha dichiarato che il rischio di deflazione non è più così reale, dall'altro, ha voluto ribadire che la politica monetaria rimane accomodante per uno scenario di incertezza diffusa. Quindi, la mossa di dicembre 2016 va interpretata come un intervento accomodante anche se ha ridotto la quantità del QE.

Se si tengono in considerazione le linee guida della BCE, rilasciate a dicembre, che prevedono un'inflazione a +0.2% nel 2016, +1.3% nel 2017 (grazie ad un cambiamento nella tendenza del prezzo del petrolio), +1.5% nel 2018 e +1.7% nel 2019, sembra per la Banca Centrale sia bassa la probabilità di una politica monetaria restrittiva prima della fine del mandato di Draghi (2019).

Dal punto di vista macroeconomico, la crescita del PIL dell'Area Euro nel terzo trimestre del 2016 è stata pari a quella americana in termini tendenziali (+1.7% a/a) e l'aspettativa che l'euro rimanga debole nei confronti del dollaro durante il 2017, dopo la svolta di politica monetaria della Fed, dovrebbe garantire un buon flusso di esportazioni a supporto della tendenza positiva della crescita già in atto.

Tuttavia, il ciclo economico europeo dovrà fare i conti con:

- i rischi politici e le spinte centrifughe anti-europeiste della tornata elettorale in Francia (23 aprile), Germania (in autunno), Olanda e forse Italia, già messi in evidenza nei mesi precedenti;
- l'effetto della Brexit che in primavera potrebbe iniziare a sentirsi, visto che il Primo Ministro britannico, Theresa May ha pianificato a marzo l'avvio concreto della procedura di uscita della Gran Bretagna dall'Unione Europea;
- gli effetti restrittivi indiretti dovuti ai più alti rendimenti sui titoli di Stato.

Per quando riguarda il petrolio, a fine 2016 si è verificato un accumulo di scorte in vista del taglio della produzione che inizia a gennaio dell'anno in corso e il prezzo del greggio si è portato stabilmente sopra i 50 dollari al barile. La probabilità che mantenga questa forza è elevata, ma non riteniamo che possa superare i 55-60 dollari al barile, almeno nella prima parte del 2017.

GLI ULTIMI DATI

I dati definitivi del PIL statunitense relativi al terzo trimestre hanno consolidato ulteriormente la crescita economica con un aggiustamento verso l'alto della variazione trimestrale annualizzata da un +3.2% della prima revisione a +3.5% (da +1.6% a +1.7% quella tendenziale a/a). **Il miglioramento va attribuito in gran parte ad una dinamica positiva di +1.4% t/t degli investimenti fissi non residenziali** rispetto ad una sostanziale invarianza (+0.1%t/t) della prima revisione. Ciò ha consentito di neutralizzare parzialmente la componente dei residenziali che rimane ampiamente negativa con un -4.1% t/t, dopo il pesante arretramento di -7.8% t/t del secondo trimestre. **L'altra revisione da sottolineare riguarda la spesa pubblica passata da +0.2% t/t a +0.8% t/t.** Resta, in ogni caso, sostanzialmente invariata la conclusione rispetto ai dati della prima revisione, con il **buon apporto del canale estero di quasi un punto percentuale**, grazie ad un aumento rilevante delle esportazioni (+10% t/t) ed una dinamica contenuta delle importazioni (+2.2%). **Il contributo alla crescita più rilevante rimane quello dei consumi** con +2% t/t, anche se in ridimensionamento dal secondo trimestre (+2.9% t/t).

Le nuove informazioni provenienti dai dati mensili evidenziano principalmente una maggiore forza nel mercato del lavoro. In novembre, il tasso di disoccupazione è sceso a +4.6% da +4.9%, avvicinandosi sempre di più al livello di pieno impiego, stimato in media al 4-4.5%; l'occupazione nel settore non agricolo (non farm payrolls) non ha deluso le aspettative, registrando un incremento di +178 mila unità, rispetto a +142 mila del mese precedente. La correzione al ribasso del dato di ottobre (da +161 mila unità a +142 mila) è stata compensata da un aggiustamento al rialzo del dato di settembre (da +191 mila a +208 mila).

Sul fronte dei prezzi, novembre ha mostrato una pausa di riflessione: l'indice PCE (Personal Consumption Expenditures), preferito dalla Fed rispetto al CPI (Consumer Price Index), è rimasto invariato sia in termini di variazione mensile (0% m/m), sia tendenziale (fermo a +1.4% a/a). Lo stesso indice depurato dalle componenti più volatili (core) ha corretto al ribasso a +1.6% a/a da +1.8% a/a. I salari orari sono diminuiti di -0.1% m/m, riportando il tendenziale a +2.5% a/a da +2.8% di ottobre. **Tuttavia**, si deve tener conto che, a partire da gennaio 2017, la produzione di greggio diminuirà in base all'accordo di Vienna del 30 novembre 2016. Questo, pur non generando forti correzioni al rialzo del prezzo del petrolio (dovrebbe rimanere intorno ai 55 dollari al barile), crea una certa rigidità verso il basso, per cui, **la dinamica inflazionistica non potrà più beneficiare di prezzi del greggio particolarmente bassi come è stato nel 2016.**

Dal lato dell'offerta, i dati di novembre non segnalano una particolare forza: la produzione industriale è diminuita di -0.4% m/m e gli ordini di beni durevoli con un -4.6% m/m hanno praticamente azzerato il consistente incremento di ottobre (+4.8% m/m). Tuttavia, se scorporiamo la componente più volatile dei trasporti, la serie degli ordini di beni durevoli registra un positivo +0.5% m/m, al di sopra delle attese di +0.2% m/m.

Gli indici di fiducia dei produttori ISM (manifatturiero e servizi) sono aumentati, confermando l'ottimismo di novembre già emerso dall'NAISM, disponibile con un mese di anticipo, ma quest'ultimo relativo al mese di dicembre ha subito una diminuzione da 57.6 a 54.6. In ogni caso, tutti gli indici sono ben al di sopra della soglia dei 50 punti che delimita la zona di espansione dell'economia da quella in contrazione.

Dal settore edilizio i segnali in novembre sono tutto sommato positivi: le vendite di nuove case sono aumentate di +5.2% m/m e la pesante diminuzione di -18.7% m/m degli avvii di nuovi cantieri va interpretata in modo fisiologico dopo il brillante incremento di +27.4% m/m di ottobre.

Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio hanno registrato in novembre un poco significativo +0.1% m/m, ma **la fiducia dei consumatori di dicembre**, con il grande balzo

USA

Il livello minimo dei rendimenti è ormai alle spalle

a 113.7 da 109.2, (in controtendenza rispetto alle attese di un ridimensionamento a 101.5) **incorpora l'entusiasmo generato dalle dichiarazioni del nuovo Presidente Donald Trump in termini di stimoli all'economia.**

Alla luce della precedente analisi, si può, quindi, dedurre che la virata in favore di una politica monetaria più restrittiva annunciata dal Presidente della Fed, Janet Yellen, alla riunione di dicembre del 2016, sia stata dettata dalla forza del mercato del lavoro prossimo al pieno impiego e dal rischio di surriscaldamento dell'economia americana nel caso in cui Donald Trump dia seguito concretamente ai suoi annunci di politica fiscale particolarmente espansiva.

La revisione dei dati del PIL del terzo trimestre del 2016 conferma la crescita dell'economia giapponese intorno all'1% a/a, pur con una correzione al ribasso della variazione trimestrale da +0.5% t/t del preliminare a +0.3% t/t. Sono stati rivisti al rialzo i dati del secondo trimestre da +0.2% t/t a +0.5% t/t (da +0.7% a/a a +0.9% a/a).

Le esportazioni nette rimangono la componente più rilevante nel contributo alla crescita del PIL (+0.3% t/t), nonostante il ridimensionamento della dinamica positiva delle esportazioni (+1.6% t/t rispetto al preliminare di +2% t/t) ed un minore calo delle importazioni (-0.4%t/t rispetto al preliminare di -0.6% t/t). Dalle elezioni americane dell'8 novembre 2016 il ridimensionamento dell'afflusso di capitali verso il Giappone ha invertito la tendenza al rafforzamento dello yen, per cui **la minor forza della valuta nipponica dovrebbe sostenere il canale estero nei prossimi trimestri.**

La dinamica dei consumi è stata rivista al rialzo dal preliminare +0,1% t/t a +0.3% t/t consentendo a questa fondamentale componente di contribuire alla crescita del PIL per un +0.2% t/t (rispetto allo 0% del preliminare).

Sempre sul fronte dei dati trimestrali, la Banca del Giappone ha pubblicato il **rapporto Tankan relativo al quarto trimestre del 2016, che evidenzia un miglioramento della fiducia presso le grandi imprese manifatturiere per la prima volta in sei trimestri.** Tra le rilevazioni del rapporto, si segnala un ulteriore irrigidimento del mercato del lavoro, mentre si traggono spunti per ipotizzare sorprese positive dal fronte dei futuri utili aziendali, in relazione al recente indebolimento dello yen.

I nuovi dati mensili a disposizione evidenziano un recupero.

Dal lato dell'offerta, a novembre la produzione industriale ha registrato un buon incremento di +1.5% m/m, dopo la sostanziale invarianza di ottobre. Gli ordini di macchinari, pur essendo riferiti ad ottobre, con il balzo di +4.1% m/m fanno sperare in una dinamica positiva nei mesi successivi di fine 2016-inizio 2017.

L'indice PMI manifatturiero a dicembre si è portato a 51.9 da 51.3 del mese precedente, confermando l'ottimismo emerso nel rapporto trimestrale Tankan.

Dal lato della domanda, in novembre le vendite al dettaglio hanno consolidato la loro dinamica positiva dopo il brillante dato di ottobre (+4.7% m/m), con un incremento di +1.4% m/m, e i consumi privati hanno recuperato dopo la contrazione di ottobre (-2.9% m/m) con un +2.3% m/m.

Gli indicatori dei prezzi segnalano ancora deflazione, con una variazione tendenziale del CPI *core* a novembre negativa (-0.4% a/a).

Dall'analisi precedente, emerge pertanto un maggior ottimismo rispetto al mese scorso sulla capacità della domanda interna di supportare la crescita giapponese nei prossimi trimestri, ma il canale estero dovrebbe rimanere nel breve termine la fonte principale di sostegno al PIL, grazie all'inversione di tendenza dello yen.

Nel medio termine, resta da valutare l'effetto negativo di un eventuale maggiore protezionismo annunciato dal nuovo presidente degli USA soprattutto verso i Paesi asiatici.

GIAPPONE

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

Con la pubblicazione dei dati trimestrali del PIL dell'Area Euro anche per le componenti, relativi al terzo trimestre del 2016, è stata rivista al rialzo la crescita tendenziale a +1.7% a/a da +1.6% a/a del preliminare, pur mantenendo invariata la variazione congiunturale a +0.3% t/t. Quindi, **viene confermata la lenta ma costante ripresa dell'economia dell'euro-zona: a livello tendenziale eguaglia la crescita degli USA**. I consumi sono la componente che maggiormente ha contribuito in termini positivi (+0.2% t/t) seguita dalla spesa pubblica e dalle scorte (entrambe +0.1% t/t). La maggiore flessibilità concessa ai Paesi periferici sul bilancio pubblico trova riscontro in una dinamica della spesa pubblica più sostenuta rispetto al passato (+0.5% e 0.4% t/t nel secondo e terzo trimestre, rispettivamente). Il canale estero non riesce a contribuire alla crescita del PIL per una sostanziale compensazione tra esportazioni e importazioni: entrambe sono aumentate in termini contenuti. Tuttavia, **il recente indebolimento dell'euro**, sceso sotto 1.05 nei confronti del dollaro per la doppia spinta proveniente dalla conferma di una politica accomodante da parte della BCE e dalla svolta di politica monetaria della Fed in termini restrittivi, **unito all'aspettativa che questa tendenza sia duratura, dovrebbe garantire nel 2017 un migliore apporto del canale estero alla crescita del PIL dell'Area Euro**.

I dati mensili inducono a credere che l'intonazione positiva della crescita economica, sia pur non brillante, sarà riscontrata anche nell'ultimo trimestre del 2016: a parte la produzione industriale, che in ottobre è diminuita di -0.1% m/m, gli altri indicatori sono positivi.

In novembre, sono buone le notizie dal mercato del lavoro: il tasso di disoccupazione è diminuito a 9.8% da 9.9% di ottobre, contro un'aspettativa di +10% e il dato del mese precedente è stato rivisto al ribasso da +10% a +9.9%.

Dal lato dell'offerta, pur con le incertezze sulla produzione industriale evidenziate sopra, il settore delle costruzioni in ottobre ha segnato un incremento di +0.8% m/m, azzerando il declino di pari entità di settembre. In dicembre, la fiducia dei produttori mantiene l'intonazione positiva soprattutto nel settore manifatturiero, grazie ad un incremento del PMI a 54.9 da 53.7 di novembre, contro un'aspettativa di 53.9. Qualche incertezza, invece, proviene dal settore dei servizi.

Dal lato della domanda, in ottobre le vendite al dettaglio hanno ripreso forza dopo le incertezze dei mesi precedenti con un +1.1% m/m.

Per quanto riguarda l'inflazione, 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. Lo stesso Draghi ha ribadito che il rischio deflazione è meno rilevante rispetto al passato e l'aspettativa di un prezzo del petrolio al di sopra dei 50 dollari al barile, dopo l'accordo di Vienna del 30 novembre sul taglio della produzione di greggio, dovrebbe sostenere l'inflazione dell'Area Euro.

Dall'altro lato, invece, si allontana la speranza di una ripresa dei flussi commerciali tra zona euro e Russia, dettata dalla nuova impostazione di politica estera di Donald Trump, dopo la decisione dell'Unione Europea di estendere di sei mesi le sanzioni nei confronti della Russia. Inoltre, la 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. Il timore di governi anti-europeisti rimane elevato in vista delle elezioni in Francia (il 23 aprile), Olanda, Germania (in autunno) e forse anche in Italia.

In Germania, non ci sono nuove informazioni dai dati trimestrali sul PIL rispetto al mese precedente: l'economia tedesca nel terzo trimestre del 2016 è cresciuta, ma meno che nella prima metà dell'anno. Si è consolidata la tendenza positiva dei consumi, mentre il canale estero si è indebolito.

AREA EURO

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

Germania

Dai dati mensili emerge un quadro più positivo, sia da lato dell'offerta che della domanda, precludendo ad un recupero della crescita economica tedesca.

In ottobre la produzione industriale ha registrato un +0.3% m/m e il brillante +4.9% m/m degli ordini all'industria ci dice che nei mesi successivi l'attività produttiva continuerà la sua intonazione positiva. Anche perché è supportata da un buon ottimismo dei produttori: in dicembre, il PMI manifatturiero ha registrato un dato superiore a quello del mese precedente (55.5 da 54.3) e alle attese (54.5); l'indice Ifo è cresciuto a 111 da 110.4 di novembre, raggiungendo i massimi da febbraio del 2014. Questo ci induce a credere che la principale economia europea inizierà il 2017 con il piede giusto.

Il sostanzioso incremento delle vendite al dettaglio di ottobre (+2.5% m/m) e la diminuzione del tasso di disoccupazione a 5.7% di novembre (da 5.8%) confermano la forza dei consumi.

L'inflazione in novembre è rimasta stabile a +0.7% a/a in termini globali, a +1% a/a in termini 'core'.

In Francia, la revisione dei dati trimestrali del PIL del terzo trimestre del 2016 limita la crescita tendenziale a +1% a/a da +1.1% a/a del preliminare, ma mantiene inalterata quella congiunturale a +0.2% t/t, confermando il recupero dell'economia francese dopo la contrazione subita nel secondo trimestre (-0.1%). Salvo qualche lieve aggiustamento al ribasso sulle scorte a favore delle esportazioni e dei consumi, rimane il quadro emerso dalle rilevazioni precedenti: **il risultato positivo è dovuto in gran parte ad un accumulo di scorte**, che hanno contribuito per un +0.6% alla crescita del PIL totale, e la componente rilevante che ha sottratto crescita è stata quella del canale estero (-0.6%), a causa di un aumento delle importazioni di +2.5% t/t, rispetto a una dinamica contenuta al +0.7% t/t delle esportazioni.

I nuovi dati mensili disponibili sono meno positivi rispetto alla Germania: da un lato, in ottobre il tasso di disoccupazione è sceso a 9.7% da 9.9% del mese precedente (rivisto al ribasso da 10.2%); il settore delle costruzioni ha recuperato con un incremento di +2.1% m/m, dopo il -1.7% di settembre, e la fiducia delle imprese a dicembre rimane alta. Dall'altro, però, la produzione industriale ha registrato una contrazione mensile di -0.2% m/m dopo il pesante -1.4% di settembre e a novembre sono rimaste invariate sia le vendite al dettaglio che la fiducia dei consumatori (a 98).

Sul fronte dei prezzi, 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%). L'indice 'core' è stabile a +0.6% a/a.

Inoltre, va sottolineato, che **lo scenario resta dominato dalla componente politica in vista delle elezioni presidenziali del 23 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. Il Paese rimarrà osservato speciale e le turbolenze finanziarie in prossimità delle elezioni non mancheranno.

In Italia, la revisione del dato trimestrale del PIL a livello aggregato, ha confermato la crescita di +0.3% t/t nel terzo trimestre del 2016 e ha portato ad un aggiustamento verso l'alto di quello tendenziale a +1% a/a dal preliminare +0.9%. Quindi, la crescita economica superiore a quella di Germania e Francia (entrambe +0.2% t/t), ne riduce lievemente il divario accumulatosi con la recessione prolungata che ha colpito il nostro Paese e rende più probabile il conseguimento dell'obiettivo di crescita del 2016 posto dal Governo. Si segnala, inoltre, che è stato rivisto al rialzo anche il dato del secondo trimestre con un +0.1% t/t rispetto all'invarianza della precedente pubblicazione.

Dall'analisi delle componenti del PIL, emerge anche per l'Italia una certa debolezza del canale estero, che ha sottratto alla crescita un -0.1% t/t, a causa di una scarsa dinamica

Francia

Italia

delle esportazioni (+0.1% t/t) a fronte di importazioni in aumento di +0.7% t/t. **La maggiore crescita rispetto al secondo trimestre va attribuita agli investimenti fissi**, che sono cresciuti di +0.8% t/t, **ad un riaccumulo di scorte (+0.1% t/t)** dopo il calo di -0.2% del trimestre precedente **e alla spesa pubblica che ha smesso di sottrarre crescita al PIL.**

I dati mensili danno indicazioni positive più dal lato della domanda che dell'offerta: in ottobre le vendite al dettaglio hanno registrato un +1.2% m/m e la fiducia dei consumatori di dicembre testimonia un certo ottimismo, con un balzo dell'indice Istat a 109.5, da 107 di novembre, contro un'aspettativa più cauta di 107.5.

Dal lato dell'offerta, qualche ombra proviene dalla produzione industriale invariata in ottobre e, in particolare, dal settore delle costruzioni, che sempre nello stesso mese ha registrato un calo di -0.9% m/m, dopo il crollo di -4.3%. Tuttavia, l'incremento degli ordini all'industria in ottobre (+0.9%) e le buone indicazioni dagli indici di fiducia dei produttori di novembre e dicembre, lasciano sperare in un recupero dell'attività produttiva.

L'inflazione in novembre ha recuperato con un +0.1% a/a (da -0.1% a/a del mese precedente) per l'indice globale e un +0.5% a/a (da +0.3% a/a del mese precedente) per il 'core', ma rimane pericolosamente ancora troppo prossima allo zero.

Resta, in ogni caso, il fatto che il proseguimento della tendenza positiva dell'economia italiana dipenderà dall'evoluzione dello scenario politico. Dopo la vittoria del 'no' al referendum costituzionale e le dimissioni del Presidente del Consiglio, Matteo Renzi, **la tenuta del Governo di transizione presieduto da Gentiloni fino al 2018, sarà fondamentale.** Dopo la sentenza della Consulta sull'Italicum prevista per il 24 gennaio, si potrà valutare il rischio di elezioni anticipate.

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

GLI SCENARI

A (30%)

Usa: Una politica fiscale fortemente espansiva dopo l'insediamento del nuovo Presidente americano Donald Trump e un conseguente brillante passo di crescita dell'economia intorno al 3%, impongono alla Fed un percorso di politica monetaria più restrittivo. Nel 2017 la Fed confermerà l'atteggiamento da 'falco' annunciato alla riunione di dicembre 2016 con tre rialzi, ciascuno di 25 punti base, a marzo, giugno e settembre. L'economia vicina al pieno impiego, stimolata da interventi espansivi sul fronte fiscale, deve essere inequivocabilmente frenata dalla politica monetaria per mantenere il controllo delle aspettative inflazionistiche. Il dollaro potrebbe raggiungere la parità entro fine anno.

Area Euro: L'economia continua stabilmente su di un passo di crescita moderato intorno al 2%, grazie alla politica monetaria espansiva della BCE e ad una maggiore flessibilità concessa alla politica fiscale dei Paesi periferici allo scopo di mitigare spinte populiste con la tornata di elezioni del 2017. L'intervento pubblico sul Monte Paschi di Siena riduce il rischio sistemico bancario italiano e, quindi, anche dell'intera area. Il Governo italiano arriva a fine mandato del 2018. La BCE, dopo la decisione di dicembre 2016 di estendere il QE fino a fine 2017, garantisce abbondante liquidità per l'intero periodo elettorale. **I rendimenti dell'intera area risentiranno dell'effetto di trasmissione dagli Stati Uniti:** il rendimento del BTP decennale potrà superare il 2% entro fine anno, ma lo spread rimarrà intorno a 160-170, dal momento che anche i rendimenti tedeschi subiranno la stessa tendenza.

B (10%)

Usa: La politica fiscale di Donald Trump sarà meno espansiva di quanto atteso. L'economia continuerà su un passo di crescita abbastanza moderato intorno a 1.5-2% per gli effetti restrittivi indiretti di rendimenti elevati, che incorporano il maggiore rischio sul debito pubblico americano, e del dollaro forte, come conseguenza del fatto che la Fed rimane l'unica Banca Centrale ad attuare una politica monetaria restrittiva. La Fed attenderà giugno per attuare un rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base.

Area Euro: Aumentano i rischi politici in vista delle elezioni in Francia in aprile, in Germania in autunno. In Italia, dopo l'esito del 24/1 della Consulta sull'Italiacum, le opposizioni chiedono elezioni anticipate. Tutto ciò genera turbolenze finanziarie che rischiano di intaccare la crescita economica tanto faticosamente conseguita dalla politica monetaria espansiva della BCE. **I rendimenti dell'intera area risentiranno sia per l'effetto di trasmissione dagli Stati Uniti che per ragioni endogene di instabilità politica:** il rendimento del BTP decennale si porterà al 2% durante il 2017 e potrà superare il livello del 2.2% entro la fine dell'anno, con uno spread intorno a 170-180.

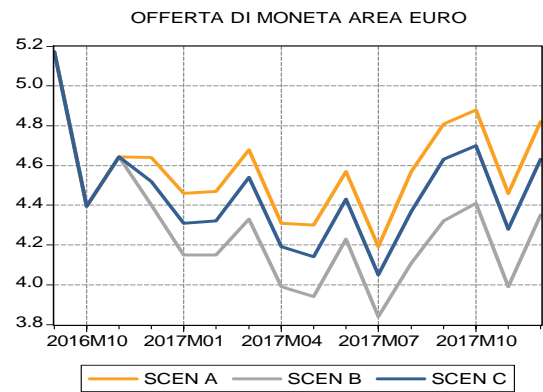
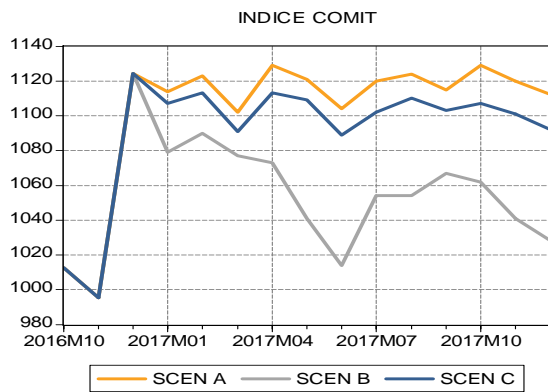
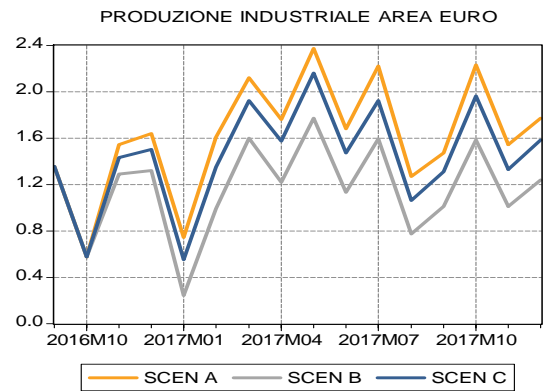
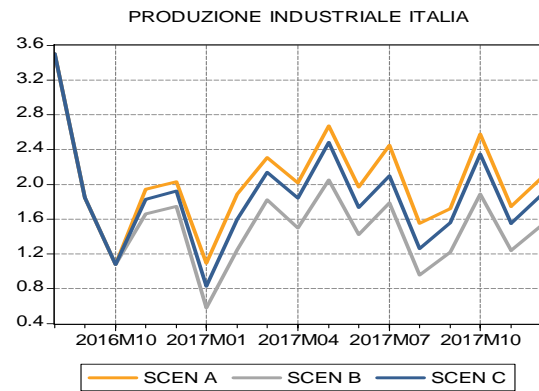
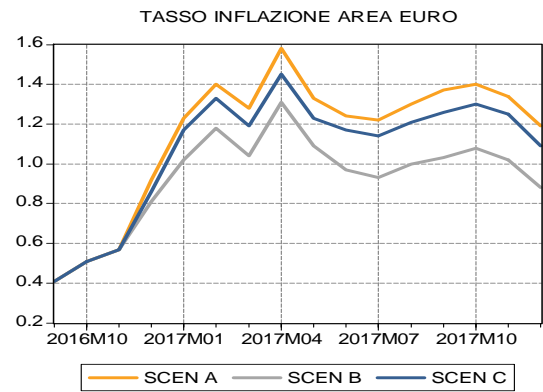
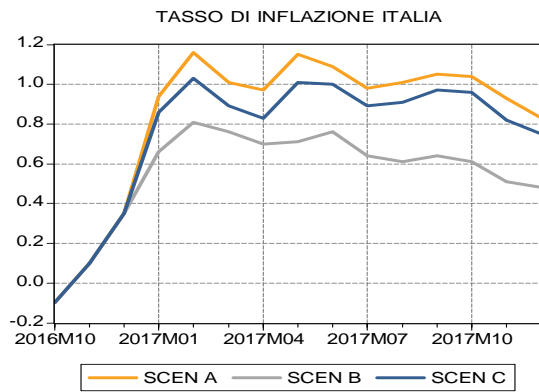
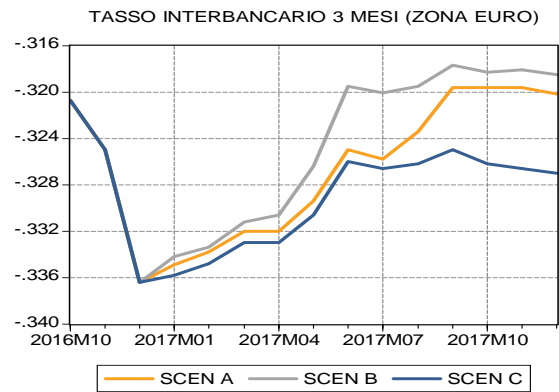
C (60%)

Usa: Una politica fiscale espansiva del nuovo Presidente americano Donald Trump e un conseguente passo di crescita dell'economia intorno al 2.5%, impongono alla Fed un percorso di politica monetaria restrittivo. Nel 2017 la Fed aumenterà i tassi di riferimento due volte, a marzo e giugno, di 25 punti base per ciascun intervento, per controllare le aspettative inflazionistiche future. Successivamente, tenendo conto degli effetti restrittivi indiretti di rendimenti elevati, che incorporano il maggiore rischio sul debito pubblico americano, e del dollaro forte, è attesa una pausa di riflessione per avere conferma sull'effettivo impatto della suddetta politica fiscale. Il dollaro potrebbe raggiungere livelli intorno a 1.02-1.03.

Area Euro: L'economia continua stabilmente su di un passo di crescita moderato intorno all'1.5-2%, grazie alla politica monetaria espansiva della BCE e ad una maggiore flessibilità concessa alla politica fiscale dei Paesi periferici allo scopo di mitigare spinte populiste con la tornata di elezioni del 2017. L'intervento pubblico sul Monte Paschi di Siena riduce il rischio sistemico bancario italiano e, quindi, anche dell'intera area. Il Governo italiano arriva a fine mandato del 2018. La BCE, dopo la decisione di dicembre 2016 di estendere il QE fino a fine 2017, garantisce abbondante liquidità per l'intero periodo elettorale. **I rendimenti dell'intera area risentiranno dell'effetto di trasmissione dagli Stati Uniti:** il rendimento del BTP decennale si aggusterà al rialzo intorno a 1.9-2%, ma lo spread rimarrà a 160-165 dal momento che anche i rendimenti tedeschi subiranno la stessa tendenza.

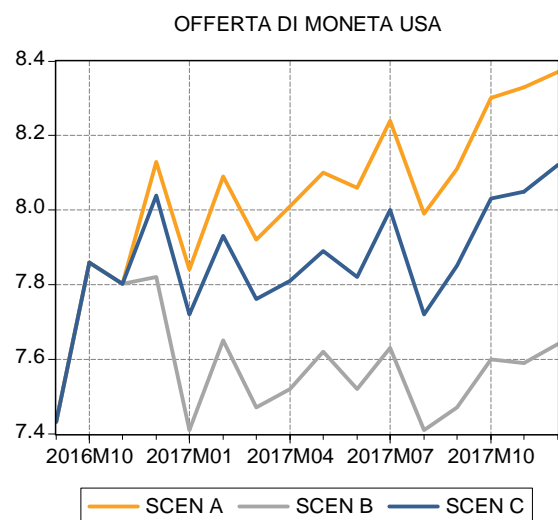
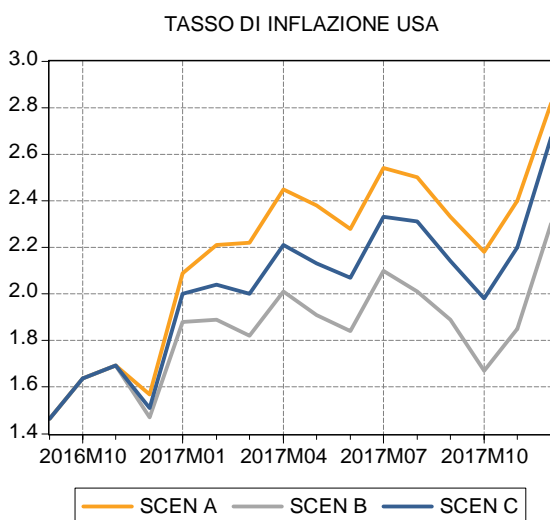
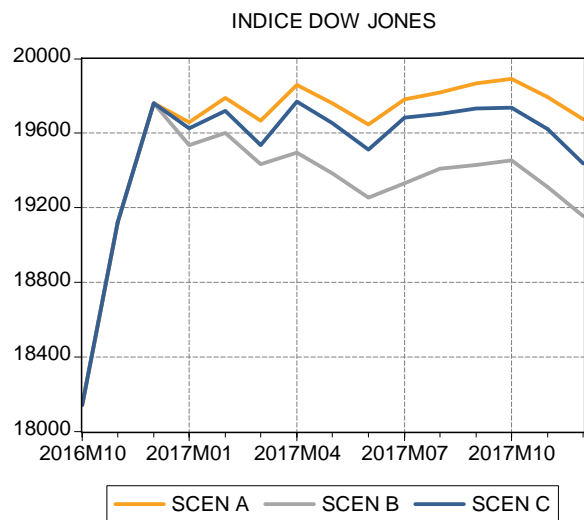
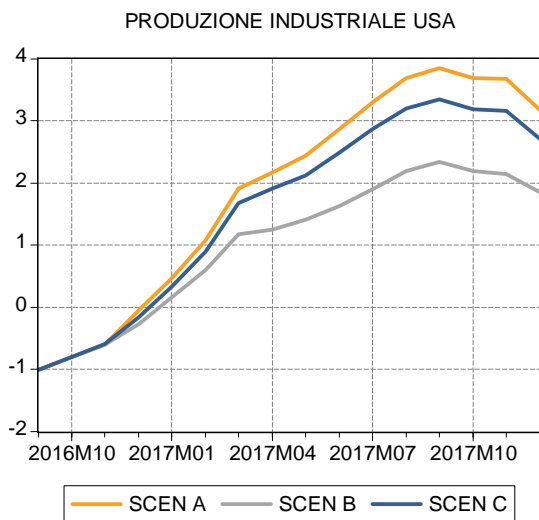
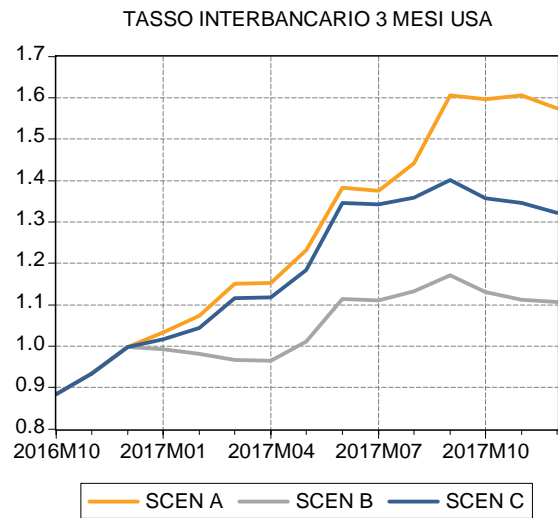
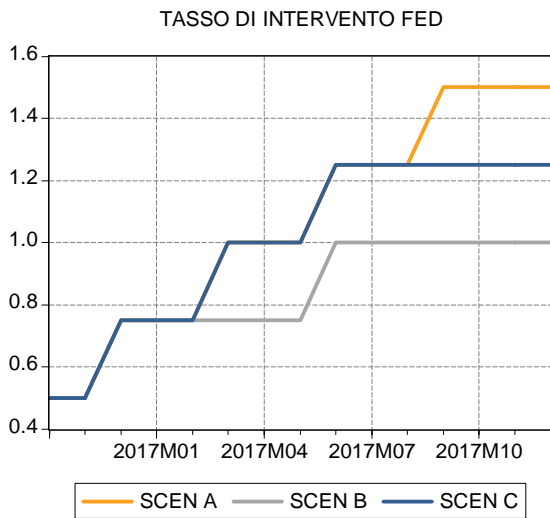
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

I saggi interbancari europei sono ormai stabili dal secondo trimestre del 2016 a -0.4%, -0.3% e -0.2%, rispettivamente per le scadenze a 1 mese, 3 mesi e 6 mesi, dopo che in marzo la BCE ha deciso di portare il tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema allo 0%. Tenuto conto che **a dicembre la BCE ha deciso una nuova estensione del QE fino alla fine del 2017** e che **l'intervento pubblico su Monte Paschi di Siena ha ridotto il rischio sistemico bancario per l'Italia**, i tassi dovrebbero mantenersi sui livelli attuali per intero periodo predittivo in tutti e tre gli scenari delineati.

In dicembre i tassi della struttura a termine italiana (+0.10%, +0.66%, +1.28% e +1.85% per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni) hanno corretto al ribasso rispetto a novembre (+0.46%, +0.91%, +1.46% e +2.01% rispettivamente) quando erano balzati a causa dell'incertezza circa l'esito del referendum costituzionale. Il rapido insediamento del nuovo Governo, lo scudo *anti-spread* e l'intervento dello Stato italiano a sostegno degli aumenti di capitale delle banche in crisi hanno riportato fiducia negli investitori e spinto al ribasso i rendimenti dei governativi, che tuttavia non hanno raggiunto i livelli esibiti in estate, a causa dell'effetto trascinamento dei *Treasury* statunitensi, in rialzo in seguito alla decisione del FOMC di alzare il costo del denaro di 25 pb. **Nello scenario C, nel quale s'ipotizza che la Fed innalzi i tassi di riferimento due volte, in marzo e in giugno, e che in Area Euro la politica accomodante della BCE garantisca abbondante liquidità per tutta l'intensa stagione elettorale, i rendimenti italiani sono visti in rialzo, a causa dell'effetto di trasmissione dagli USA** (+0.34% il 3 anni, +0.91% il 5 anni, +1.54% il 7 anni e +2.09% il 10 anni alla fine dell'orizzonte di previsione). Nello scenario A, a parità di condizioni in Area Euro, s'ipotizza un nuovo rialzo da parte della Fed in settembre, pertanto i rendimenti italiani sono attesi su livelli lievemente più alti (+0.50% il 3 anni, +1.08% il 5 anni, +1.70% il 7 anni e +2.25% il 10 anni a dicembre 2017). Nello scenario B, la Fed decide di fare un solo rialzo a marzo, poiché la politica fiscale di Trump si rivela meno espansiva di quanto atteso. In Europa, inoltre, si apre un periodo di forte instabilità politica e questo, insieme all'aumento dei rendimenti dei titoli statunitensi, determina l'aumento più marcato dei tassi della struttura a termine italiana (rispettivamente +0.59%, +1.20%, +1.82% e 2.37% a dicembre 2017).

In ottobre i tassi medi sui depositi (+0.4%) e sui prestiti (+2.9%) sono rimasti pressoché stabili rispetto al mese precedente (+0.4% e +3% rispettivamente). **In tutti e tre gli scenari delineati, i tassi bancari sono visti invariati o in lievissima crescita per tutto il periodo predittivo:** quello medio sui depositi a dicembre 2017 potrebbe toccare lo 0.5% e quello sui prestiti potrebbe rimanere al 3%.

In ottobre la crescita dei prestiti totali è rimasta debole come in settembre (+0.3% a/a) mentre i depositi totali sono aumentati ancora (+2.51% a/a) sebbene a un ritmo in continua attenuazione (+2.85% a/a nel mese precedente). **In base ai risultati delle simulazioni, negli scenari A e C la dinamica dei prestiti totali dovrebbe riprendersi, avvantaggiata dalle misure espansive della BCE** (+0.49% a/a e +0.59% a/a rispettivamente, a dicembre 2017) mentre in B, a causa della maggiore incertezza economica e politica, si potrebbe registrare qualche frenata (+0.20% a/a a fine orizzonte). In tutti gli scenari, la raccolta è positiva per tutto il periodo predittivo, tuttavia si attende un rallentamento dalla metà dell'anno, per la preferenza verso impieghi più redditizi (+1.53% a/a, +1.74% a/a e +0.98% a/a rispettivamente in C, A e B).

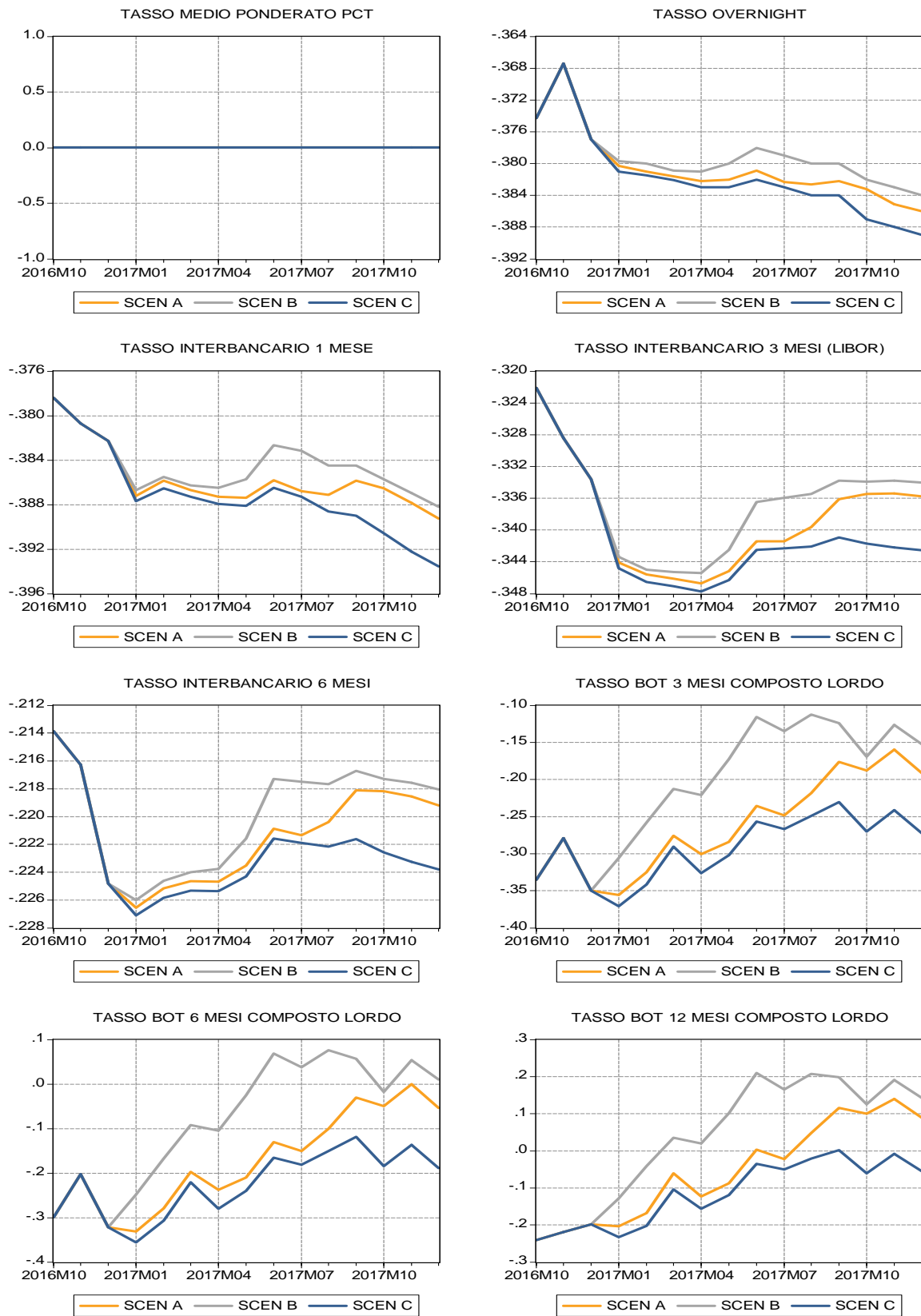
TASSI INTERBANCARI

STRUTTURA A TERMINE

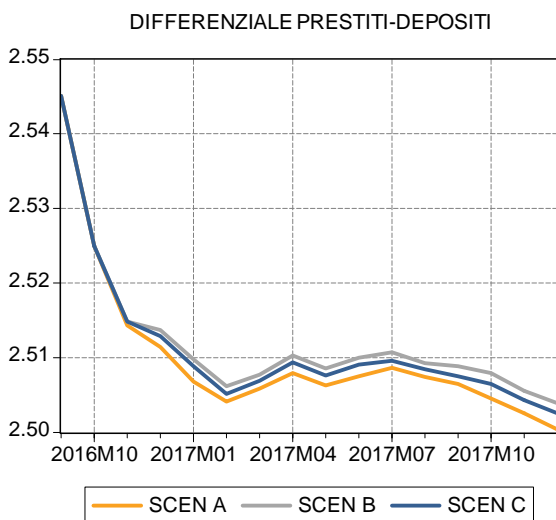
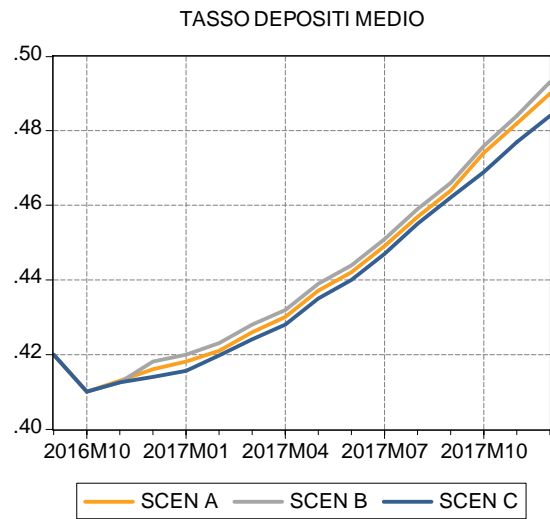
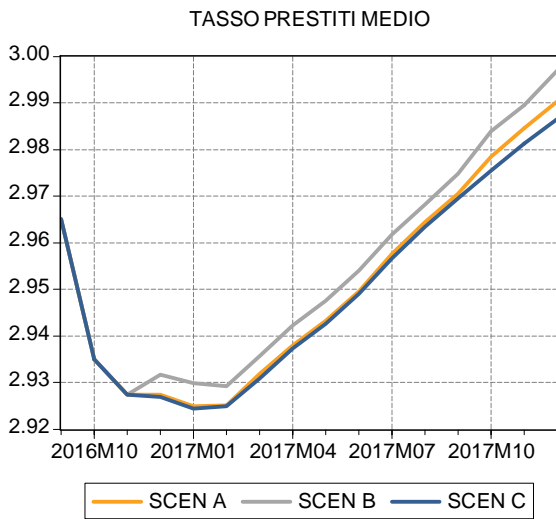
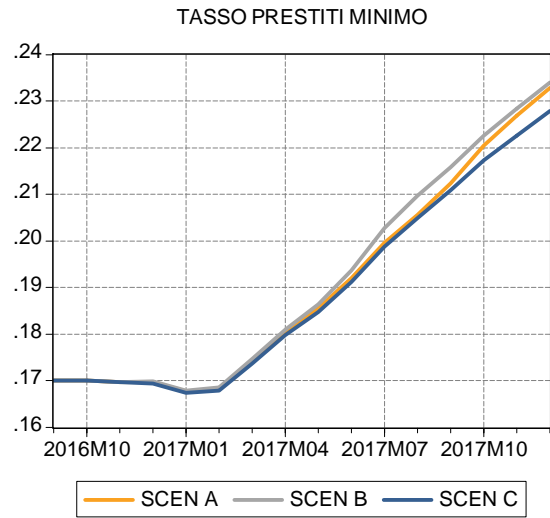
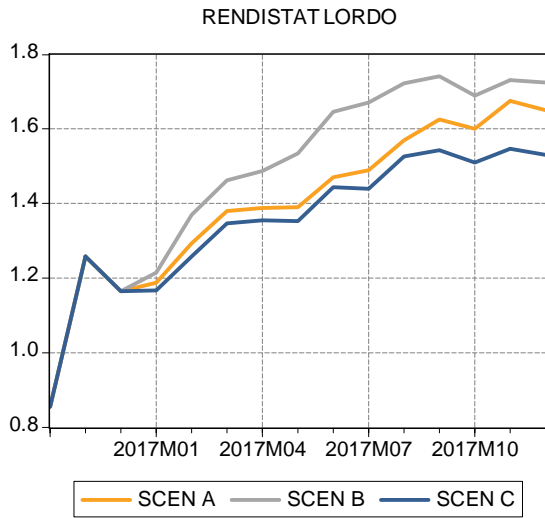
TASSI BANCARI

VOLUMI

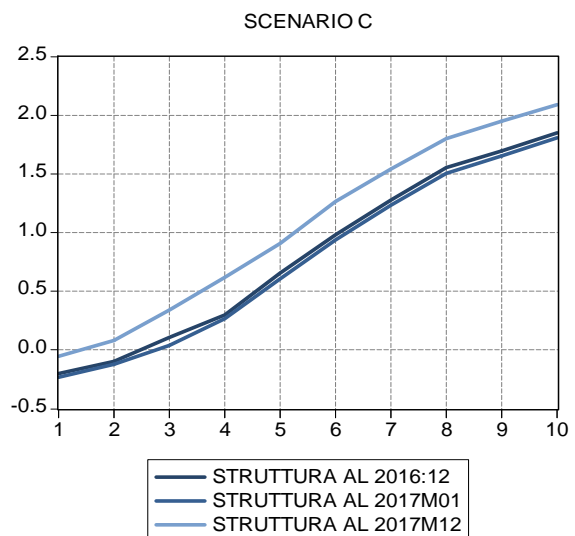
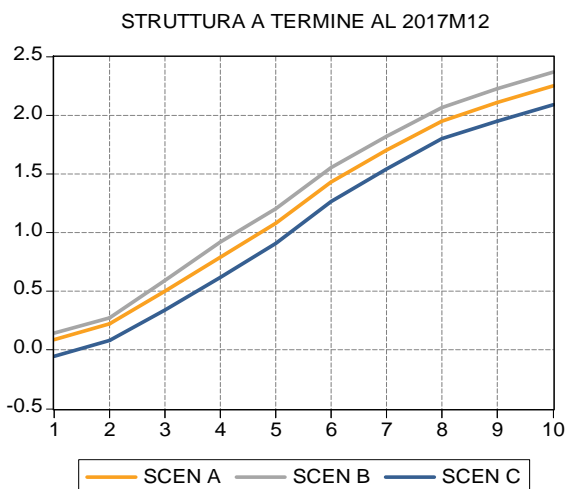
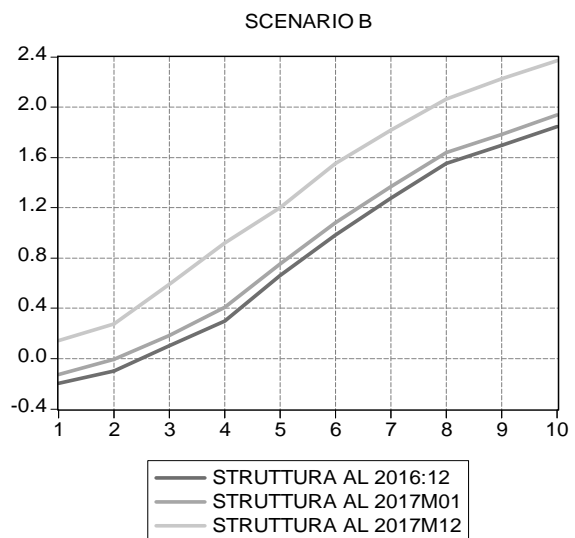
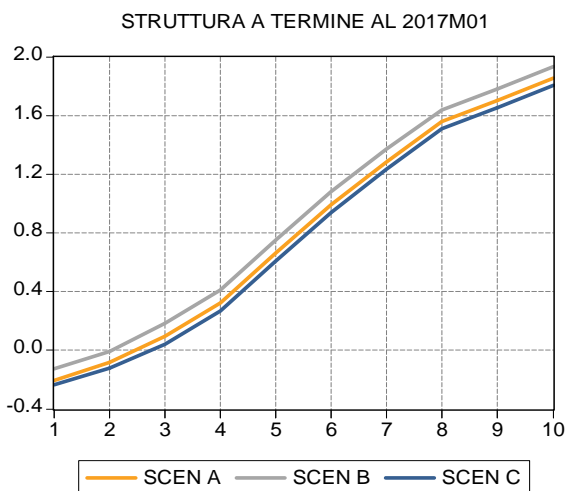
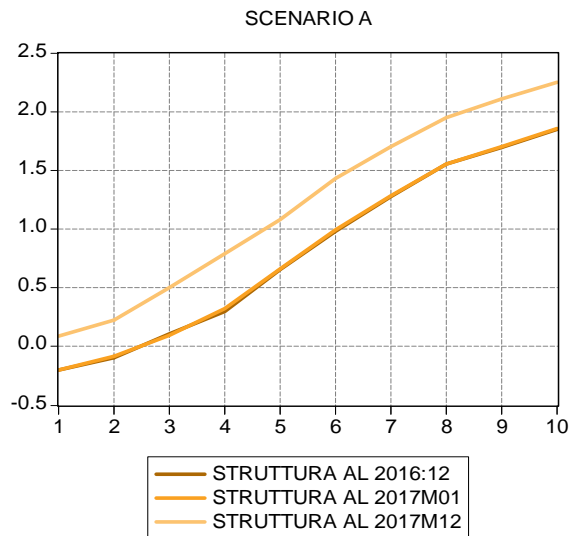
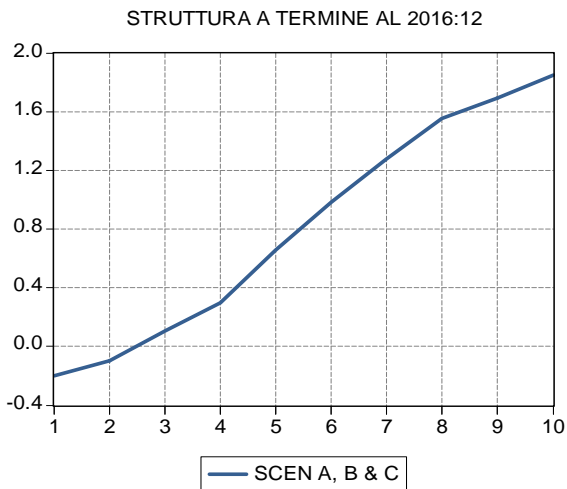
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



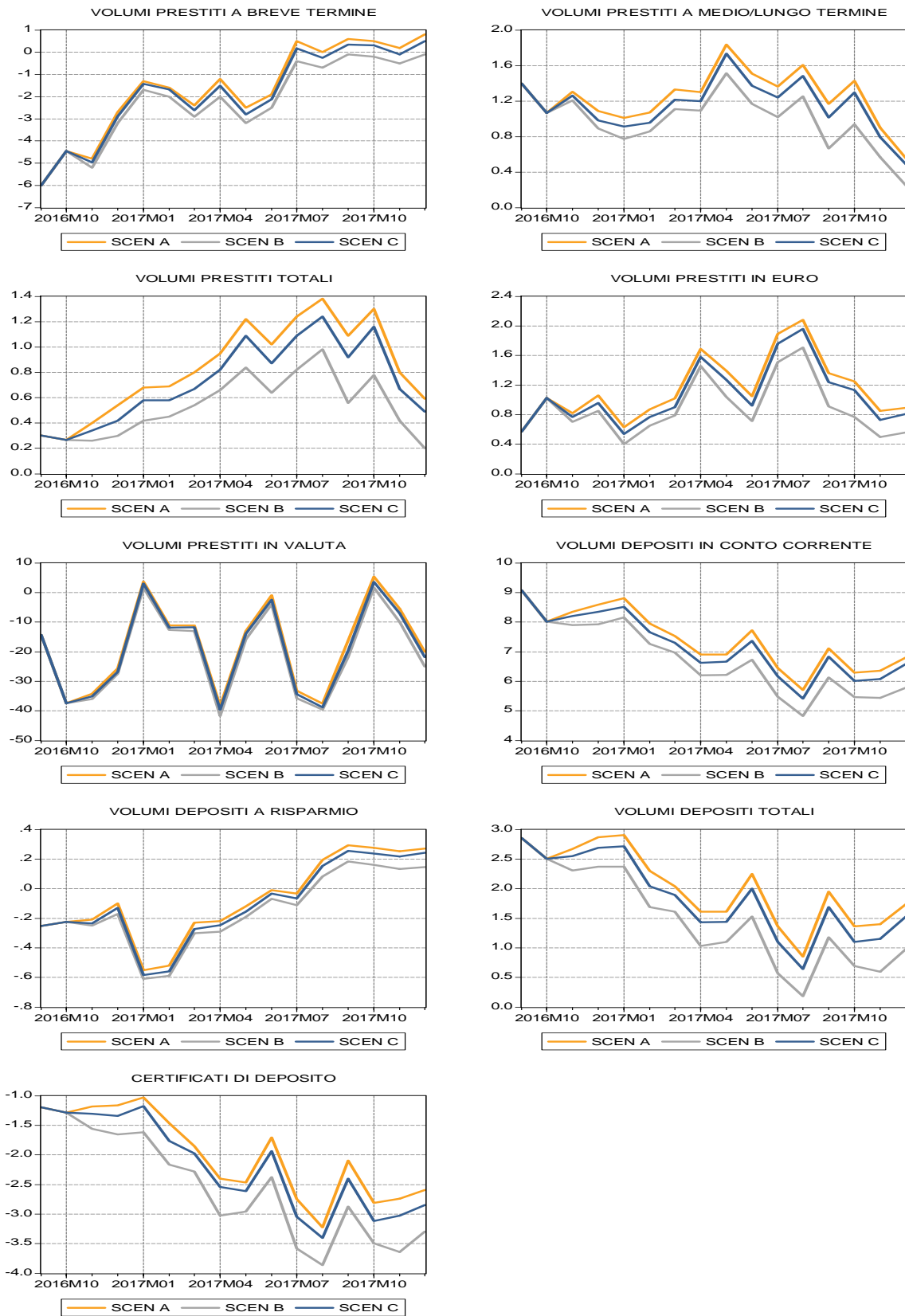
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



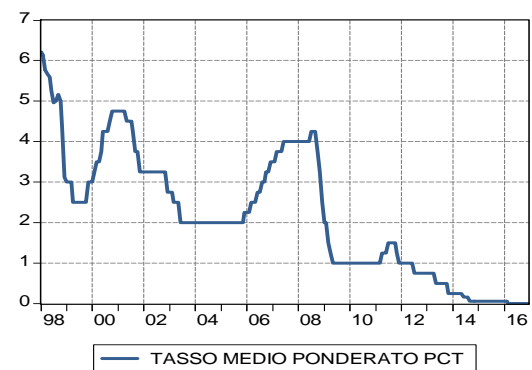
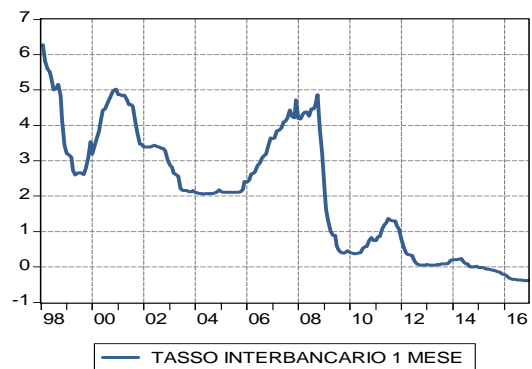
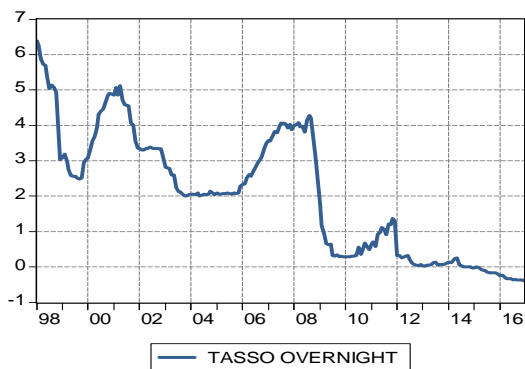
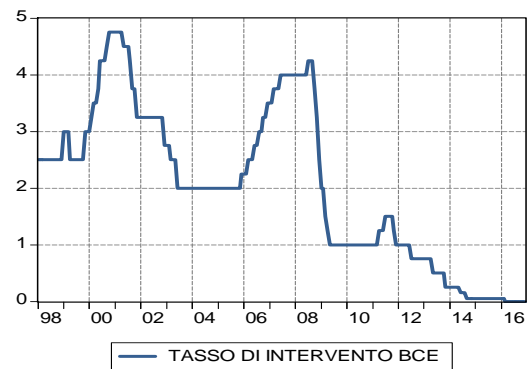
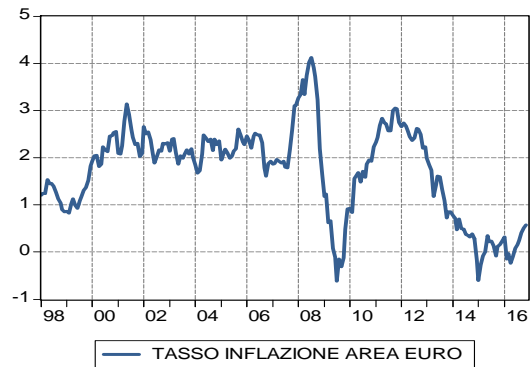
SCENARIO A	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	949	993	1003	965	1013	995	1124	1114	1123	1102	1129	1121	1104	1120	1124	1115	1129	1120	1112	1112
Produzione Industriale (Var. % a/a)	0.1	0.0	3.5	1.8	1.1	1.9	2.0	1.1	1.9	2.3	2.0	2.7	2.0	2.5	1.6	1.7	2.6	1.8	2.1	2.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.2	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	0.1	0.4	0.9	1.2	1.0	1.0	1.2	1.1	1.0	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
ENDOGENE																				
TASSI																				
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	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39
T. Interb. 1m lett.	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39
T. Interb. 3m lett.	-0.28	-0.30	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34
T. Interb. 6m lett.	-0.17	-0.19	-0.20	-0.21	-0.21	-0.22	-0.22	-0.23	-0.23	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22
T. Depositi medio	0.45	0.43	0.43	0.42	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	0.44	0.45	0.46	0.46	0.47	0.48	0.48	0.49
T. Prestiti medio	3.05	2.99	2.99	2.97	2.93	2.93	2.93	2.92	2.93	2.93	2.94	2.94	2.95	2.96	2.96	2.97	2.98	2.98	2.98	2.99
T.prest. medio - T.dep. medio	2.60	2.56	2.56	2.55	2.52	2.51	2.51	2.51	2.50	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.50	2.50	2.50	2.50
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.24	-0.27	-0.30	-0.31	-0.33	-0.28	-0.35	-0.36	-0.32	-0.28	-0.30	-0.28	-0.24	-0.25	-0.22	-0.18	-0.19	-0.16	-0.19	-0.19
T. BOT comp. lordo 6m	-0.15	-0.19	-0.24	-0.26	-0.30	-0.20	-0.32	-0.33	-0.28	-0.20	-0.24	-0.21	-0.13	-0.15	-0.10	-0.03	-0.05	0.00	-0.05	-0.05
T. BOT comp. lordo 12m	-0.12	-0.18	-0.19	-0.18	-0.24	-0.22	-0.20	-0.20	-0.17	-0.06	-0.12	-0.09	0.00	-0.02	0.05	0.12	0.10	0.14	0.09	0.09
Rendistat lordo	0.89	0.73	0.66	0.73	0.86	1.26	1.17	1.19	1.29	1.38	1.39	1.39	1.47	1.49	1.57	1.62	1.60	1.68	1.65	1.65
Rendistat netto	0.78	0.64	0.58	0.63	0.75	1.10	1.02	1.04	1.13	1.21	1.21	1.22	1.29	1.30	1.37	1.42	1.40	1.47	1.44	1.44
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	-0.02	0.03	0.01	0.02	0.26	0.46	0.10	0.10	0.13	0.24	0.21	0.28	0.39	0.36	0.44	0.54	0.51	0.55	0.50	0.50
Rend. BTP a 5 anni	0.31	0.32	0.31	0.34	0.65	0.91	0.66	0.66	0.68	0.80	0.77	0.86	0.97	0.94	1.02	1.11	1.09	1.12	1.08	1.08
Rend. BTP a 7 anni	0.76	0.73	0.74	0.77	1.11	1.46	1.28	1.29	1.31	1.42	1.40	1.49	1.60	1.56	1.64	1.73	1.71	1.74	1.70	1.70
Rend. BTP a 10 anni	1.31	1.22	1.20	1.25	1.68	2.01	1.85	1.86	1.88	1.98	1.96	2.04	2.15	2.12	2.19	2.28	2.26	2.29	2.25	2.25
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2341.875	2318.891	2321.512	2334.851	2328.146	2345.571	2346.184	2361.339	2371.596	2372.835	2365.31	2355.41	2365.76	2347.65	2353.55	2360.30	2358.41	2364.34	2360.03	2360.03
Prestiti in euro	2307.148	2275.947	2280.537	2299.033	2299.563	2327.177	2312.497	2322.119	2340.031	2335.039	2338.608	2331.49	2331.373	2318.96	2327.97	2330.30	2328.31	2346.96	2333.08	2333.08
Prestiti in valuta	34.727	42.944	40.975	35.818	28.583	18.394	33.687	39.219	31.565	37.796	26.699	23.915	34.389	28.682	25.576	30.001	30.104	17.377	26.949	26.949
Prestiti a breve	336.123	327.998	324.739	324.550	321.844	328.977	328.644	330.798	329.629	326.047	323.623	323.278	329.737	329.638	324.739	326.497	323.453	329.635	331.274	331.274
Prestiti a m / l	2005.752	1990.893	1996.773	2010.301	2006.302	2016.594	2017.540	2030.541	2041.967	2046.788	2041.684	2032.131	2036.025	2018.007	2028.810	2033.804	2034.959	2034.701	2028.753	2028.753
Depositi totali	2274.704	2264.693	2255.092	2266.462	2260.233	2240.228	2262.716	2286.158	2303.677	2301.840	2309.087	2276.166	2325.885	2295.493	2274.260	2310.658	2290.972	2271.591	2302.087	2302.087
Depositi in c / c	900.489	922.609	913.648	918.487	934.284	922.060	952.340	951.479	939.075	950.119	971.898	961.252	970.007	982.117	965.817	983.791	993.050	980.610	1017.099	1017.099
Depositi a risparmio	300.411	299.938	299.898	299.056	298.078	298.202	300.709	302.351	303.056	303.196	302.284	301.241	300.380	299.837	300.478	299.938	298.904	298.957	301.522	301.522
Certif. deposito	1073.804	1042.146	1041.546	1048.919	1027.871	1019.966	1009.667	1032.328	1061.546	1048.525	1034.905	1013.672	1055.498	1013.539	1007.965	1026.928	999.018	992.024	983.466	983.466
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	0.11	-0.37	0.12	0.30	0.27	0.40	0.54	0.68	0.69	0.80	0.95	1.22	1.02	1.24	1.38	1.09	1.30	0.80	0.59	0.59
Prestiti in euro	-0.26	-1.21	-0.33	0.57	1.02	0.82	1.06	0.63	0.87	1.02	1.69	1.39	1.05	1.89	2.08	1.36	1.25	0.85	0.89	0.89
Prestiti in valuta	32.94	81.51	33.53	-14.35	-37.43	-34.25	-25.70	3.73	-11.07	-11.15	-38.35	-13.00	-0.97	-33.21	-37.58	-16.24	5.32	-5.53	-20.00	-20.00
Prestiti a breve	-5.51	-7.16	-5.96	-6.00	-4.45	-4.80	-2.70	-1.30	-1.60	-2.40	-1.20	-2.50	-1.90	0.50	0.00	0.60	0.50	0.20	0.80	0.80
Prestiti a m / l	1.12	0.85	1.19	1.40	1.06	1.30	1.09	1.01	1.07	1.33	1.30	1.84	1.51	1.36	1.60	1.17	1.43	0.90	0.56	0.56
Depositi totali	3.19	3.51	2.72	2.85	2.51	2.67	2.87	2.91	2.30	2.04	1.61	1.61	2.25	1.36	0.85	1.95	1.36	1.40	1.74	1.74
Depositi in c / c	8.10	11.10	9.94	9.07	8.02	8.35	8.59	8.81	7.95	7.53	6.90	6.90	7.72	6.45	5.71	7.11	6.29	6.35	6.80	6.80
Depositi a risparmio	-0.99	-0.34	-0.46	-0.25	-0.22	-0.21	-0.10	-0.55	-0.52	-0.23	-0.22	-0.12	-0.01	-0.03	0.19	0.30	0.28	0.25	0.27	0.27
Certif. deposito	0.54	-1.35	-2.02	-1.20	-1.28	-1.18	-1.17	-1.03	-1.46	-1.85	-2.40	-2.46	-1.70	-2.75	-3.22	-2.10	-2.81	-2.74	-2.60	-2.60

SCENARIO B	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	17 12	
ESOGENE																				
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)	949	993	1003	965	1013	995	1124	1079	1090	1077	1073	1041	1014	1054	1054	1067	1062	1041	1028	1028
Produzione Industriale (Var. % a/a)	0.1	0.0	3.5	1.8	1.1	1.7	1.8	0.6	1.3	1.8	1.5	2.1	1.4	1.8	1.0	1.2	1.9	1.2	1.5	1.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.2	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	0.1	0.4	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
ENDOGENE																				
TASSI																				
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	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 1m lett.	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39
T. Interb. 3m lett.	-0.28	-0.30	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33
T. Interb. 6m lett.	-0.17	-0.19	-0.20	-0.21	-0.21	-0.22	-0.22	-0.23	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22
T. Depositi medio	0.45	0.43	0.43	0.42	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	0.44	0.45	0.46	0.47	0.48	0.48	0.49	0.49
T. Prestiti medio	3.05	2.99	2.99	2.97	2.93	2.93	2.93	2.93	2.93	2.94	2.94	2.95	2.95	2.96	2.97	2.97	2.98	2.99	3.00	3.00
T.prest. medio - T.dep. medio	2.60	2.56	2.56	2.55	2.52	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.50
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.24	-0.27	-0.30	-0.31	-0.33	-0.28	-0.35	-0.31	-0.26	-0.21	-0.22	-0.17	-0.12	-0.13	-0.11	-0.12	-0.17	-0.13	-0.15	-0.15
T. BOT comp. lordo 6m	-0.15	-0.19	-0.24	-0.26	-0.30	-0.20	-0.32	-0.25	-0.17	-0.09	-0.11	-0.03	0.07	0.04	0.08	0.06	-0.02	0.05	0.01	0.01
T. BOT comp. lordo 12m	-0.12	-0.18	-0.19	-0.18	-0.24	-0.22	-0.20	-0.13	-0.04	0.04	0.02	0.10	0.21	0.17	0.21	0.20	0.13	0.19	0.14	0.14
Rendistat lordo	0.89	0.73	0.66	0.73	0.86	1.26	1.17	1.21	1.37	1.46	1.49	1.53	1.65	1.67	1.72	1.74	1.69	1.73	1.73	1.73
Rendistat netto	0.78	0.64	0.58	0.63	0.75	1.10	1.02	1.06	1.20	1.28	1.30	1.34	1.44	1.46	1.51	1.52	1.48	1.51	1.51	1.51
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	-0.02	0.03	0.01	0.02	0.26	0.46	0.10	0.18	0.27	0.37	0.38	0.50	0.64	0.59	0.64	0.65	0.58	0.65	0.59	0.59
Rend. BTP a 5 anni	0.31	0.32	0.31	0.34	0.65	0.91	0.66	0.75	0.84	0.94	0.96	1.09	1.24	1.20	1.25	1.26	1.19	1.26	1.20	1.20
Rend. BTP a 7 anni	0.76	0.73	0.74	0.77	1.11	1.46	1.28	1.37	1.46	1.55	1.58	1.71	1.85	1.81	1.86	1.87	1.80	1.87	1.82	1.82
Rend. BTP a 10 anni	1.31	1.22	1.20	1.25	1.68	2.01	1.85	1.94	2.02	2.11	2.14	2.26	2.39	2.36	2.41	2.42	2.36	2.42	2.37	2.37
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2341.875	2318.891	2321.512	2334.851	2328.146	2342.300	2340.584	2355.241	2365.943	2366.715	2358.51	2346.57	2356.86	2337.91	2344.26	2347.93	2346.31	2352.14	2345.26	2345.26
Prestiti in euro	2307.148	2275.947	2280.537	2299.033	2299.563	2324.407	2307.692	2316.812	2334.927	2329.723	2333.319	2323.45	2323.529	2310.31	2319.53	2319.95	2317.27	2336.03	2320.61	2320.61
Prestiti in valuta	34.727	42.944	40.975	35.818	28.583	17.893	32.892	38.429	31.016	36.992	25.193	23.121	33.334	27.592	24.728	27.972	29.035	16.109	24.650	24.650
Prestiti a breve	336.123	327.998	324.739	324.550	321.844	327.595	326.956	329.457	328.289	324.377	321.003	320.957	327.720	326.686	322.466	324.225	321.200	325.957	326.629	326.629
Prestiti a m / l	2005.752	1990.893	1996.773	2010.301	2006.302	2014.706	2013.628	2025.783	2037.654	2042.338	2037.509	2025.609	2029.143	2011.220	2021.797	2023.701	2025.105	2026.181	2018.636	2018.636
Depositi totali	2274.704	2264.693	2255.092	2266.462	2260.233	2232.372	2251.718	2274.162	2289.941	2292.140	2295.907	2264.741	2309.507	2277.602	2259.151	2293.206	2275.829	2245.767	2273.785	2273.785
Depositi in c / c	900.489	922.609	913.648	918.487	934.284	918.230	946.551	945.795	933.073	945.171	965.534	955.138	961.002	973.168	957.686	974.790	985.296	968.182	1001.262	1001.262
Depositi a risparmio	300.411	299.938	299.898	299.056	298.078	298.083	300.498	302.168	302.843	302.983	302.071	301.030	300.208	299.600	300.141	299.604	298.560	298.480	300.939	300.939
Certif. deposito	1073.804	1042.146	1041.546	1048.919	1027.871	1016.059	1004.668	1026.198	1054.025	1043.986	1028.301	1008.573	1048.298	1004.834	1001.324	1018.812	991.973	979.105	971.584	971.584
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	0.11	-0.37	0.12	0.30	0.27	0.26	0.30	0.42	0.45	0.54	0.66	0.84	0.64	0.82	0.98	0.56	0.78	0.42	0.20	0.20
Prestiti in euro	-0.26	-1.21	-0.33	0.57	1.02	0.70	0.85	0.40	0.65	0.79	1.46	1.04	0.71	1.51	1.71	0.91	0.77	0.50	0.56	0.56
Prestiti in valuta	32.94	81.51	33.53	-14.35	-37.43	-36.04	-27.46	1.64	-12.62	-13.04	-41.82	-15.89	-4.01	-35.75	-39.65	-21.91	1.58	-9.97	-25.06	-25.06
Prestiti a breve	-5.51	-7.16	-5.96	-6.00	-4.45	-5.20	-3.20	-1.70	-2.00	-2.90	-2.00	-3.20	-2.50	-0.40	-0.70	-0.10	-0.20	-0.50	-0.10	-0.10
Prestiti a m / l	1.12	0.85	1.19	1.40	1.06	1.21	0.89	0.77	0.86	1.11	1.09	1.51	1.17	1.02	1.25	0.67	0.94	0.57	0.25	0.25
Depositi totali	3.19	3.51	2.72	2.85	2.51	2.31	2.37	2.37	1.69	1.61	1.03	1.10	1.53	0.57	0.18	1.18	0.69	0.60	0.98	0.98
Depositi in c / c	8.10	11.10	9.94	9.07	8.02	7.90	7.93	8.16	7.26	6.97	6.20	6.22	6.72	5.48	4.82	6.13	5.46	5.44	5.78	5.78
Depositi a risparmio	-0.99	-0.34	-0.46	-0.25	-0.22	-0.25	-0.17	-0.61	-0.59	-0.30	-0.29	-0.19	-0.07	-0.11	0.08	0.18	0.16	0.13	0.15	0.15
Certif. deposito	0.54	-1.35	-2.02	-1.20	-1.28	-1.56	-1.65	-1.62	-2.16	-2.28	-3.03	-2.96	-2.38	-3.58	-3.86	-2.87	-3.49	-3.64	-3.29	-3.29

SCENARIO C	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	17 12	
ESOGENE																				
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)	949	993	1003	965	1013	995	1124	1107	1113	1091	1113	1109	1089	1102	1110	1103	1107	1101	1092	1092
Produzione Industriale (Var. % a/a)	0.1	0.0	3.5	1.8	1.1	1.8	1.9	0.8	1.6	2.1	1.8	2.5	1.7	2.1	1.3	1.6	2.4	1.6	1.9	1.9
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.2	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	0.1	0.4	0.9	1.0	0.9	0.8	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8
ENDOGENE																				
TASSI																				
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	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39
T. Interb. 1m lett.	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39
T. Interb. 3m lett.	-0.28	-0.30	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34
T. Interb. 6m lett.	-0.17	-0.19	-0.20	-0.21	-0.21	-0.22	-0.22	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22
T. Depositi medio	0.45	0.43	0.43	0.42	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.44	0.44	0.45	0.46	0.46	0.47	0.48	0.48	0.48
T. Prestiti medio	3.05	2.99	2.99	2.97	2.93	2.93	2.93	2.92	2.92	2.93	2.94	2.94	2.95	2.96	2.96	2.97	2.98	2.98	2.98	2.99
T.prest. medio - T.dep. medio	2.60	2.56	2.56	2.55	2.52	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.50	2.50
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.24	-0.27	-0.30	-0.31	-0.33	-0.28	-0.35	-0.37	-0.34	-0.29	-0.33	-0.30	-0.26	-0.27	-0.25	-0.23	-0.27	-0.24	-0.27	-0.27
T. BOT comp. lordo 6m	-0.15	-0.19	-0.24	-0.26	-0.30	-0.20	-0.32	-0.36	-0.31	-0.22	-0.28	-0.24	-0.17	-0.18	-0.15	-0.12	-0.19	-0.14	-0.19	-0.19
T. BOT comp. lordo 12m	-0.12	-0.18	-0.19	-0.18	-0.24	-0.22	-0.20	-0.23	-0.20	-0.10	-0.16	-0.12	-0.04	-0.05	-0.02	0.00	-0.06	-0.01	-0.06	-0.06
Rendistat lordo	0.89	0.73	0.66	0.73	0.86	1.26	1.17	1.17	1.26	1.35	1.35	1.35	1.44	1.44	1.53	1.54	1.51	1.55	1.53	1.53
Rendistat netto	0.78	0.64	0.58	0.63	0.75	1.10	1.02	1.02	1.10	1.18	1.18	1.18	1.26	1.26	1.34	1.35	1.32	1.35	1.34	1.34
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	-0.02	0.03	0.01	0.02	0.26	0.46	0.10	0.04	0.09	0.20	0.17	0.25	0.35	0.33	0.36	0.40	0.34	0.39	0.34	0.34
Rend. BTP a 5 anni	0.31	0.32	0.31	0.34	0.65	0.91	0.66	0.61	0.65	0.76	0.73	0.82	0.93	0.90	0.93	0.97	0.91	0.95	0.91	0.91
Rend. BTP a 7 anni	0.76	0.73	0.74	0.77	1.11	1.46	1.28	1.23	1.28	1.39	1.37	1.46	1.56	1.53	1.56	1.60	1.54	1.58	1.54	1.54
Rend. BTP a 10 anni	1.31	1.22	1.20	1.25	1.68	2.01	1.85	1.81	1.85	1.95	1.93	2.01	2.11	2.08	2.11	2.15	2.09	2.13	2.09	2.09
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2341.875	2318.891	2321.512	2334.851	2328.146	2344.169	2343.384	2358.993	2369.005	2369.775	2362.26	2352.38	2362.25	2344.17	2350.30	2356.33	2355.15	2359.88	2354.87	2354.87
Prestiti in euro	2307.148	2275.947	2280.537	2299.033	2299.563	2326.023	2310.209	2320.043	2337.711	2332.266	2336.078	2328.73	2328.374	2316.00	2325.24	2327.54	2325.55	2343.00	2328.92	2328.92
Prestiti in valuta	34.727	42.944	40.975	35.818	28.583	18.146	33.175	38.951	31.294	37.509	26.183	23.650	33.875	28.163	25.063	28.791	29.604	16.872	25.945	25.945
Prestiti a breve	336.123	327.998	324.739	324.550	321.844	328.430	327.978	330.386	329.349	325.314	322.632	322.288	328.960	328.580	323.897	325.661	322.863	328.102	329.618	329.618
Prestiti a m / l	2005.752	1990.893	1996.773	2010.301	2006.302	2015.739	2015.406	2028.607	2039.656	2044.461	2039.629	2030.096	2033.289	2015.587	2026.402	2030.671	2032.290	2031.774	2025.248	2025.248
Depositi totali	2274.704	2264.693	2255.092	2266.462	2260.233	2237.609	2258.757	2281.896	2297.822	2298.456	2304.997	2272.357	2320.198	2289.605	2269.525	2304.765	2285.096	2263.342	2293.316	2293.316
Depositi in c / c	900.489	922.609	913.648	918.487	934.284	920.788	950.248	948.868	936.575	948.112	969.353	959.094	966.855	979.442	963.076	981.220	990.434	976.679	1012.774	1012.774
Depositi a risparmio	300.411	299.938	299.898	299.056	298.078	298.133	300.616	302.246	302.937	303.069	302.200	301.138	300.316	299.742	300.359	299.819	298.788	298.782	301.344	301.344
Certif. deposito	1073.804	1042.146	1041.546	1048.919	1027.871	1018.689	1007.893	1030.783	1058.311	1047.275	1033.444	1012.126	1053.027	1010.421	1006.089	1023.727	995.873	987.880	979.198	979.198
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	0.11	-0.37	0.12	0.30	0.27	0.34	0.42	0.58	0.58	0.67	0.82	1.09	0.87	1.09	1.24	0.92	1.16	0.67	0.49	0.49
Prestiti in euro	-0.26	-1.21	-0.33	0.57	1.02	0.77	0.96	0.54	0.77	0.90	1.58	1.27	0.92	1.76	1.96	1.24	1.13	0.73	0.81	0.81
Prestiti in valuta	32.94	81.51	33.53	-14.35	-37.43	-35.14	-26.83	3.02	-11.84	-11.83	-39.54	-13.97	-2.45	-34.42	-38.83	-19.62	3.57	-7.02	-21.79	-21.79
Prestiti a breve	-5.51	-7.16	-5.96	-6.00	-4.45	-4.96	-2.90	-1.42	-1.68	-2.62	-1.50	-2.80	-2.13	0.18	-0.26	0.34	0.32	-0.10	0.50	0.50
Prestiti a m / l	1.12	0.85	1.19	1.40	1.06	1.26	0.98	0.91	0.96	1.21	1.20	1.74	1.37	1.24	1.48	1.01	1.30	0.80	0.49	0.49
Depositi totali	3.19	3.51	2.72	2.85	2.51	2.55	2.69	2.72	2.04	1.89	1.43	1.44	2.00	1.10	0.64	1.69	1.10	1.15	1.53	1.53
Depositi in c / c	8.10	11.10	9.94	9.07	8.02	8.20	8.35	8.51	7.66	7.30	6.62	6.66	7.37	6.16	5.41	6.83	6.01	6.07	6.58	6.58
Depositi a risparmio	-0.99	-0.34	-0.46	-0.25	-0.22	-0.23	-0.13	-0.58	-0.56	-0.27	-0.25	-0.15	-0.03	-0.07	0.15	0.26	0.24	0.22	0.24	0.24
Certif. deposito	0.54	-1.35	-2.02	-1.20	-1.28	-1.30	-1.34	-1.18	-1.77	-1.97	-2.54	-2.61	-1.93	-3.04	-3.40	-2.40	-3.11	-3.02	-2.85	-2.85

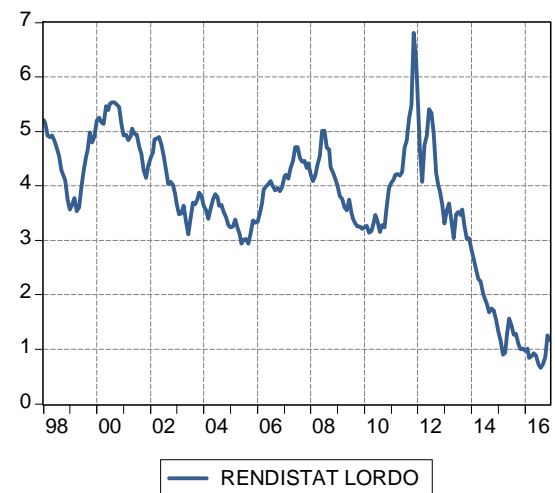
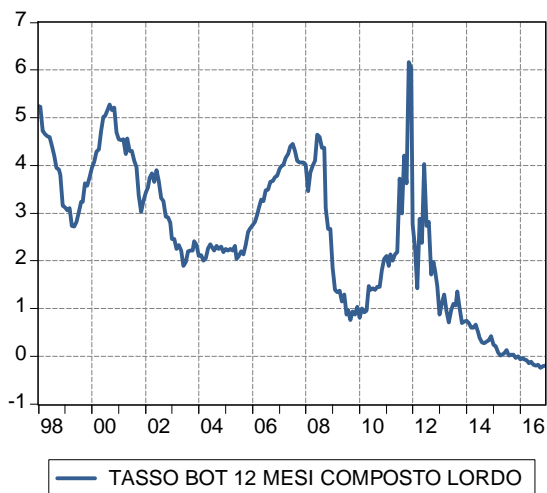
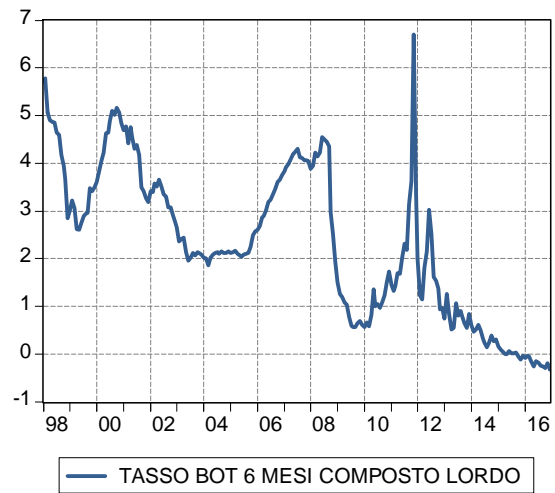
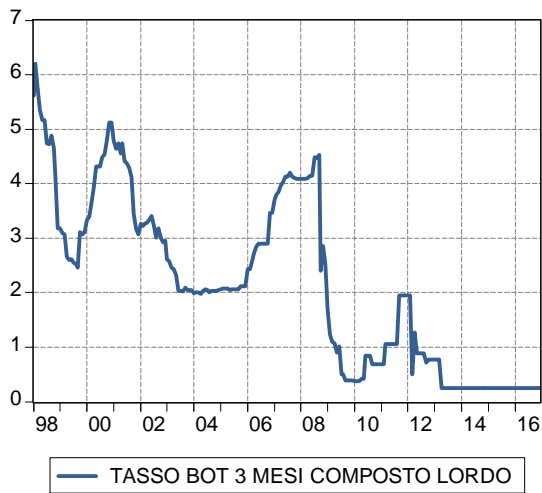
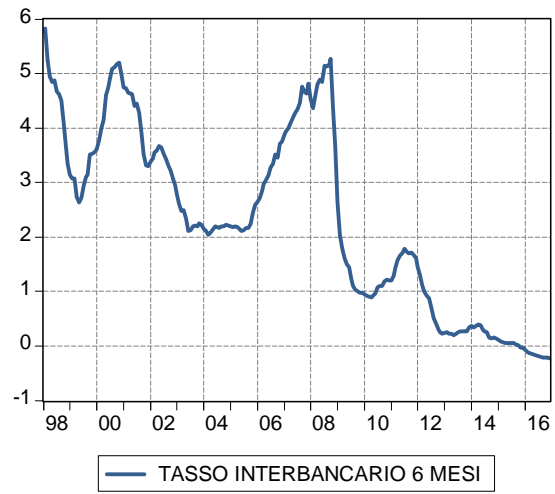
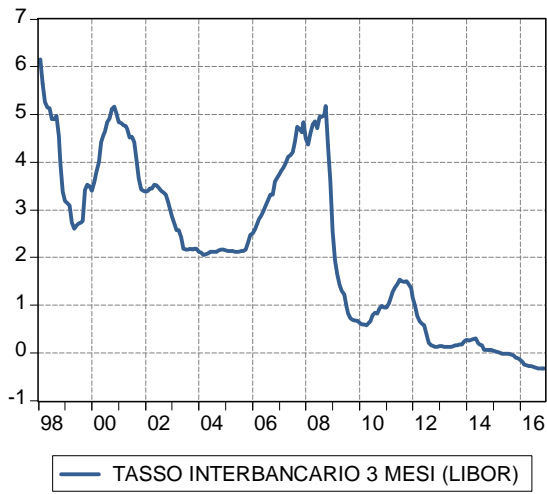
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili

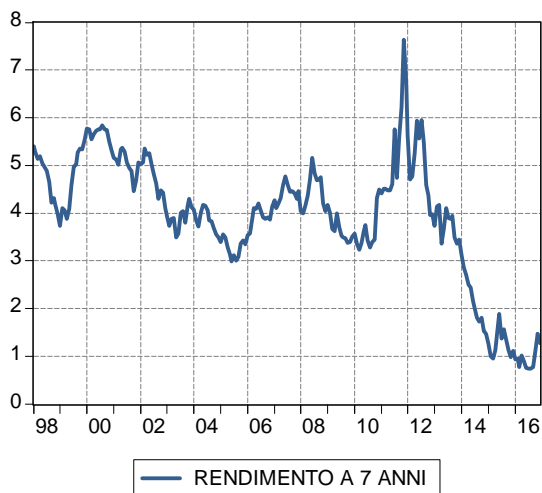
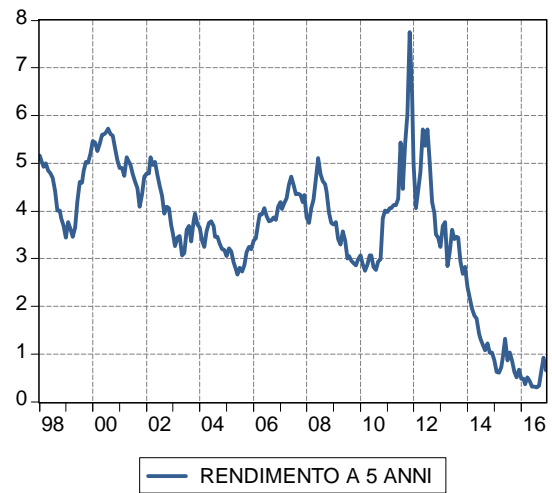
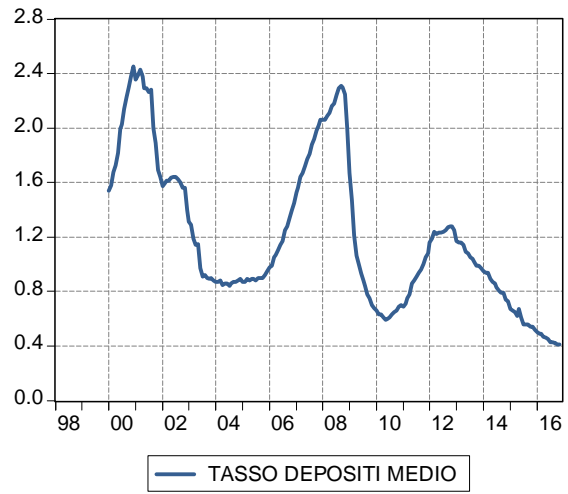
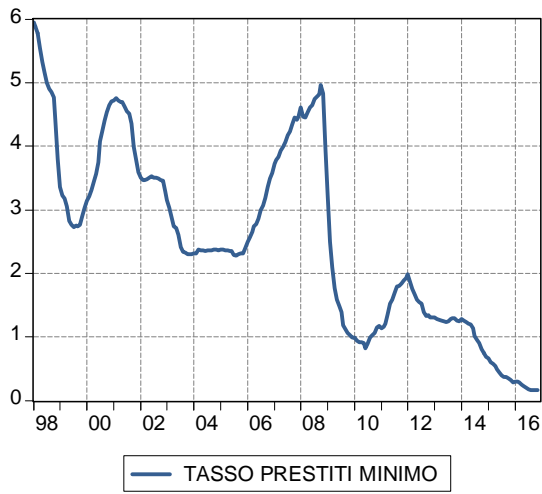


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
 Dati mensili



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

