

# MEFIM

MODELLO  
ECONOMETRICO  
FINANZIARIO  
INTERNAZIONALE  
MENSILE

Aprile 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 marzo 2017.

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 marzo, pur con ritmi diversi, si è confermata la ripresa economica a livello globale, basandosi su un miglioramento del mercato del lavoro e un ottimismo di produttori e consumatori, fiduciosi che, anche se la crescita resta moderata (in base agli ultimi dati disponibili il PIL nell'ultimo trimestre del 2016 è cresciuto di +2.1% a/a in USA, +1.7% a/a nell'Area Euro e +1.6% a/a in Giappone), la tendenza positiva in atto va consolidandosi sempre di più e lascia definitivamente alle spalle una delle più gravi crisi economiche della storia. Questo implica una maggiore importanza degli indicatori sui prezzi per valutare eventuali rischi inflazionistici.

Due sono le domande che è bene porsi. La prima è relativa all'atteggiamento della Fed: dopo il rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base deciso a marzo, terrà fede a quanto annunciato alla riunione di dicembre 2016 e quindi attuerà altri due interventi nel resto dell'anno in corso o il fatto che abbia anticipato il primo rialzo rispetto a quanto si aspettavano i mercati finanziari implicherà ancora altri tre interventi?

La seconda questione riguarda la BCE: in caso di non vittoria delle forze estremiste alle elezioni in Francia, proseguirà con i toni ultra espansivi o inizierà a valutare un eventuale *Tapering* (assottigliamento del *Quantitative Easing*)? Un'attenta analisi del linguaggio di comunicazione delle due banche centrali e del quadro macroeconomico ci darà le risposte.

In USA, se prima del rialzo dei tassi ufficiali deciso a metà marzo, i toni delle dichiarazioni dei componenti del Board della Fed erano volti a modificare le aspettative di mercato verso un intervento anticipato rispetto a giugno, al quale gli operatori davano maggior probabilità, nella seconda parte di marzo si sono smorzati con l'intento di evitare che l'anticipo desse l'idea di un vero cambiamento di passo della politica monetaria. Fisher (Fed di Chicago – membro votante ai FOMC) ha dichiarato che "altre due strette di politica monetaria sembrano la progressione giusta". Il Presidente della Fed, Janet Yellen, ha sottolineato che nonostante il basso tasso di disoccupazione "rimangono sacche persistenti di elevata disoccupazione e la forza lavoro deve essere in grado di affrontare i grandi cambiamenti tecnologici (robotizzazione)".

Dal punto di vista macroeconomico, i dati di marzo testimoniano crescenti rischi inflazionistici derivanti sia dai salari per la forza del mercato del lavoro, sia dai prezzi stessi per la solidità dei consumi (si veda l'analisi dettagliata nelle pagine successive). Tuttavia, la crescita economica rimane moderata intorno al 2% e il tentativo del Presidente Trump di limitare il contributo negativo del canale estero con il protezionismo potrebbe alla fine risultare dannoso agli Stati Uniti stessi. Dopo gli attacchi sul piano commerciale a Cina e Messico, in marzo è stata la volta dell'Unione Europea, stilando una lista di prodotti ai quali intende imporre dazi del 100%. Inoltre, il 24 marzo Trump ha subito una prima sconfitta con la bocciatura dell'abolizione dell'*Obamacare* (riforma sanitaria) da parte del Congresso. Pertanto, ora ci si chiede se abbia la forza politica per implementare la sua agenda di riforme fiscali, per la quale ha bisogno, oltre che di ricompattare il proprio partito, anche di 8 voti dei democratici. Le stesse linee guida della Fed alla riunione di marzo rimangono caute, con un *range* di crescita al massimo poco sopra il 2% (+1.7-2.3% nel 2017, +1.7-2.4% nel 2018 e +1.5-2.2% nel 2019).

Alla luce dell'analisi precedente, assegniamo una maggiore probabilità (70% - Scenario C) che la Fed abbia anticipato il primo rialzo a marzo per avere più margini di manovra in seguito, ma che ora prosegua sulle linee guida dettate a dicembre del 2016, con altri due aumenti dei tassi ufficiali, di 25 punti base ciascuno, a giugno e a settembre dell'anno in corso. Non escludiamo un ulteriore rialzo a dicembre, ma per il momento assegniamo a tale scenario una bassa probabilità (20% - Scenario A). La realizzazione concreta di quest'ultimo dipenderà dalla forza dei dati macroeconomici futuri e dall'evoluzione della politica fiscale di Trump.

Il tentativo della Fed di smorzare le aspettative di un irrigidimento della politica monetaria e la convinzione dei mercati finanziari che il divario nel comportamento tra banca centrale americana ed europea sia destinato a diminuire, si è tradotto in un indebolimento del dollaro verso 1.06/1.07 contro euro. Questo livello dovrebbe essere mantenuto anche nei prossimi mesi, fino a fine maggio, cioè fino a che non apparirà all'orizzonte il rialzo di giugno. Qualche segnale di forza potrebbe registrarsi in prossimità delle elezioni francesi, ma se si verificasse lo scenario da noi ritenuto più probabile di non vittoria dei populismi, si tratterebbe di movimenti transitori.

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

Nell'Area Euro, alla riunione dell'8 marzo la BCE ha ribadito che, se sarà necessario, allungherà la durata del *Quantitative Easing* oltre la scadenza di fine 2017 in coerenza con i timori dell'emergere dei populismi alle elezioni in Francia del 23 aprile, e 8 maggio in caso di ballottaggio, il vero banco di prova per la tenuta dell'euro. Ha anche ribadito che i recenti sviluppi della dinamica inflazionistica hanno carattere temporaneo. Tuttavia, ha cambiato leggermente il linguaggio. Dal comunicato è stata tolta la frase "se richiesto per raggiungere gli obiettivi, il Consiglio utilizzerà tutti gli strumenti a disposizione" e durante la conferenza stampa Draghi ha puntualizzato che l'LTRO (*Long Term Refinancing Operation*) in scadenza non sarà rinnovato. Sono dettagli che segnalano il superamento di quel senso di urgenza nell'agire per stimolare il ciclo economico.

È, quindi, naturale chiedersi se una volta superate le elezioni francesi, purché si verifichi lo scenario a nostro avviso più probabile con la non-vittoria degli anti-europeisti, la BCE possa prendere in considerazione il *Tapering*, cioè un ridimensionamento degli acquisti di titoli sul secondario, prima della fine del 2017.

Dal punto di vista macroeconomico, la ripresa si è consolidata. La fiducia di produttori e consumatori ha raggiunto livelli massimi degli ultimi sei anni, le condizioni del mercato del lavoro rimangono buone e migliorano quelle dell'offerta, ma il settore edilizio stenta a ripartire e la domanda resta ancora fragile. Dopo la fiammata inflazionistica di gennaio, la dinamica dei prezzi si è ridimensionata. Tenendo conto che nella seconda parte dell'anno il confronto con il 2016 sarà meno sfavorevole e che il prezzo del petrolio ha ormai incorporato l'effetto dei tagli alla produzione da parte dei Paesi OPEC, stabilizzandosi sotto quota 55 dollari al barile, i rischi inflazionistici si dovrebbero ridimensionare e dare ragione alla BCE sul loro carattere temporaneo. Pertanto, a nostro avviso è più probabile che, pur confermando il *QE* fino a fine 2017, la BCE non consideri più una sua eventuale estensione oltre questo orizzonte, ma parlare di *Tapering* sarebbe comunque ancora prematuro (Scenario C – probabilità 70%).

Il Giappone resta l'area con maggiori difficoltà a consolidare il sentiero di ripresa. La crescita del PIL nell'ultimo trimestre del 2016 è stata pari a +1.6%, mantenendo la posizione di coda rispetto a Stati Uniti e Area Euro. La ripresa è trainata principalmente dal canale estero. I consumi restano deboli e, come sottolineato nel comunicato della Banca Centrale, sono aumentati gli investimenti fissi delle imprese grazie ai profitti, mentre quelli pubblici e del settore immobiliare sono rimasti invariati.

La speranza è riposta sul miglioramento del mercato del lavoro che dovrebbe stimolare i consumi per la maggiore capacità di spesa delle famiglie. I rischi di deflazione non sono ancora superati, anche se qualche segnale positivo è emerso da dati mensili più recenti. Pertanto il proseguimento del *QE* quantitativo e qualitativo con l'obiettivo di rendimenti nulli sulle scadenze decennali resta un passo obbligato per la Banca Centrale del Giappone.

Sul fronte del petrolio, i paesi OPEC si preparano a prorogare di sei mesi, fino alla fine dell'anno in corso, i tagli alla produzione. Il ministro per l'energia russo, Alexander Novak, ha confermato che la Russia ha ridotto la propria produzione di greggio di 200.000 barili al giorno e intende estendere i tagli a 300.000 in coerenza con l'accordo di Vienna di novembre 2016. Nonostante ciò, nel mese di marzo il greggio ha corretto al ribasso. Questo deriva dal fatto che 1) le scorte di petrolio non accennano a diminuire; 2) il 24 marzo il Congresso americano ha firmato un decreto che sblocca la costruzione di un'importante pipeline nel Nord America; 3) la *London based Energy Aspects* ha sottolineato che la domanda di petrolio in Asia "inizia a traballare". Pertanto riteniamo che il prezzo continuerà a restare entro il *range* di 50-55 dollari al barile.

## GLI ULTIMI DATI

In USA, il dato finale sul PIL del quarto trimestre del 2016 ha aggiustato la crescita complessiva leggermente al rialzo a +2.1% t/t annualizzato, rispetto a +1.9% t/t emerso con le rilevazioni precedenti. L'aspettativa era in favore di una revisione in positivo più cauta a +2% t/t. Se da un lato si consolida la delusione sul ridimensionamento del ciclo economico americano, dopo il brillante +3.5% t/t del terzo trimestre del 2016, dall'altro il dato implica una crescita tendenziale del 2% a/a, rispetto a un +1.7% del terzo trimestre. Come nella precedente rilevazione, emerge un quadro più forte dal punto di vista dei consumi, che presentano una dinamica più solida a +3.5% t/t dalla prima revisione di +3%, portando il contributo alla crescita del PIL di questa componente a +2.4% t/t da +2.1% t/t del dato non rivisto. Più deboli, invece, risultano gli investimenti fissi non residenziali, che sono cresciuti di +0,9% t/t, anziché di +1.3% t/t. Resta, comunque, da sottolineare che quelli residenziali hanno registrato una svolta decisiva, aumentando di +9.6% t/t rispetto al calo di -4.1% t/t del trimestre precedente.

Il canale estero è la componente che ha penalizzato di più la crescita, con un pesante contributo negativo delle esportazioni nette di -1.8% t/t. Il dato finale ha solo enfatizzato il doppio effetto di un calo delle esportazioni (-4.5% t/t da -4% t/t della prima revisione) e un rialzo delle importazioni (+8.9% t/t da +8.5% t/t). Questi dati in parte spiegano (ma non giustificano) l'atteggiamento protezionistico di Donald Trump, che, dopo gli annunci di dazi contro Cina e Messico, ha stilato una lista di prodotti dell'Unione europea sui quali è intenzionato ad imporre dazi del 100%.

Nel frattempo, nella prima parte dell'anno in corso, continua la buona intonazione del ciclo economico statunitense, con un mercato del lavoro che consolida la sua forza e un ottimismo crescente, sia dei produttori sia dei consumatori. In questo contesto si è reso inevitabile l'emergere di qualche tensione inflazionistica. Infatti, a febbraio, l'occupazione ha registrato un incremento di +235.000 unità, quasi essenzialmente dovuto al settore privato, in linea con la tendenza del mese precedente di +238.000 unità (rivisto da +227.000) e superiore alle attese (+200.000). Il tasso di disoccupazione è ritornato a +4.7%, sempre più prossimo al livello di pieno impiego valutato intorno a +4-4.5%.

Dal lato dell'offerta, a parte una dinamica della produzione industriale che stenta a riprendersi, dopo il ritracciamento di gennaio dovuto alle condizioni atmosferiche rigide di inizio anno che hanno bloccato l'attività produttiva, tutti gli altri indicatori sono molto positivi. In particolare, gli ordini di beni durevoli, aumentati di +1.7% m/m, +0.4% m/m se si escludono i trasporti, e gli indici di fiducia dei produttori. L'IISM, sia relativo al settore manifatturiero sia dei servizi, continua la sua corsa, portandosi a 57.7 e 57.6 rispettivamente, sempre più stabilmente sopra la soglia dei 50 punti, zona di espansione dell'attività produttiva. E ancor più importante, perché relativo al mese di marzo, l'indice NAPM si è attestato a 57.7, contro un'aspettativa di un calo a 56.9. Ricordiamo che a febbraio aveva già registrato un forte balzo a 57.4 da 50.3 del mese precedente.

Dal lato della domanda, la forza dei consumi va considerata in termini prospettici, perché non emerge dalle vendite al dettaglio di febbraio, aumentate solo di +0.1 m/m, ma dalla fiducia dei consumatori ai massimi da sedici anni: il Conference Board, dopo l'incremento consistente di febbraio a 116.1 (rivisto da 114.8) da 111.6, ha replicato a marzo con un balzo senza precedenti a 125.6. Le aspettative erano per un ridimensionamento a 114.

A fronte di un rafforzamento della crescita economica è inevitabile che aumentino le pressioni inflazionistiche. A febbraio, l'indice dei prezzi PCE (*Personal Consumption Expenditures*) si è portato a +2.1% a/a, pur con una dinamica mensile più contenuta (+0.1% m/m) rispetto a gennaio (+0.4% m/m), e il *core*, che esclude le componenti più volatili di energia e alimentari, ha mantenuto una crescita tendenziale di +1.8% a/a, a ridosso dell'obiettivo della Fed del 2%. Il CPI (*Consumer Price Index*), meno considerato

## USA

*Aumentano le pressioni inflazionistiche*

dalla Banca Centrale, ma pur sempre importante, ha registrato un +2.7% a/a, il livello più alto dal 2012; il CPI *core* è a +2.2% a/a. Il deflatore del PIL nel quarto trimestre del 2016 è stato rivisto al rialzo a +2.1% t/t (da +2% t/t della prima revisione), quando nel trimestre precedente era a +1.4%. **La forza del mercato del lavoro si fa sentire ancora una volta sui salari orari**, il cui tasso tendenziale è aumentato a +2.8% a/a da +2.6% a/a di gennaio. Questi dati dimostrano che **l'inflazione, rimasta stabile per buona parte del 2016, nell'autunno dell'anno scorso ha iniziato una tendenza rialzista che si è accentuata nei primi mesi dell'anno in corso** e che giustifica il rialzo di 25 punti base deciso dalla Fed alla riunione del 15 marzo.

Alla luce della forza del mercato del lavoro e dell'intensificarsi dei rischi inflazionistici, assegniamo una maggiore probabilità (70% - Scenario C) che dopo il rialzo dei tassi ufficiali a marzo, **la Fed ora prosegua sulle linee guida dettate a dicembre del 2016, con altri due aumenti dei tassi ufficiali, di 25 punti base ciascuno, a giugno e a settembre dell'anno in corso.**

In Giappone, la revisione dei dati relativi al quarto trimestre del 2016 ha portato ad un **aggiustamento verso l'alto della variazione trimestrale a +0.3% t/t** da +0.2% t/t del preliminare, lasciando però invariata quella tendenziale a +1.6%. Ciò è dovuto ad una migliore dinamica degli investimenti fissi che sono aumentati di +0.8% t/t rispetto a +0.3% t/t del preliminare. **Resta, pertanto, confermato il lento recupero dell'economia giapponese, trainata più dal canale estero**, con un contributo alla crescita di +0.2% t/t grazie ad una ripresa del ciclo economico a livello internazionale, che dalla domanda interna.

**I nuovi dati mensili dimostrano un proseguimento della ripresa del ciclo economico giapponese, anche se ancora molto timida.** In febbraio, il tasso di disoccupazione si è attestato a +2.8% dal 3% del mese precedente, contro un'aspettativa di invarianza. Questo **buon risultato del mercato del lavoro** si riflette positivamente sui consumi: quelli privati hanno registrato un forte incremento di +6.2% m/m, dopo qualche incertezza a gennaio (-1.1% m/m) e le vendite al dettaglio hanno mantenuto la dinamica mensile a +0.2% m/m. L'indice di fiducia dei consumatori si è aggiustato solo leggermente verso il basso a 43.1 da 43.2 del mese precedente.

**Da lato dell'offerta, resta qualche ombra.** In febbraio, la produzione industriale è aumentata di +2% m/m, ben al di là delle aspettative (+1.2% m/m), tuttavia questo buon dato viene oscurato dal forte calo degli ordini di macchinari di gennaio, con un pesante -3.2% m/m, e un'ampia correzione al ribasso del brillante dato del mese precedente da +6.7 m/m a +2.1% m/m. Inoltre, a marzo il PMI manifatturiero testimonia un ridimensionamento della fiducia dei produttori, attestandosi a 52.4 da 53.3, a fronte di un'aspettativa di miglioramento. Restando, in ogni caso, al di sopra della soglia dei 50 punti, dimostra comunque un'attività economica in espansione.

**Qualche piccolo miglioramento proviene dagli indicatori di prezzo, che hanno superato lo zero, anche se di poco:** in febbraio, la variazione tendenziale del CPI globale si è attestata a +0.3% m/m e quella *core* a +0.2% a/a da +0.1% m/m di gennaio.

**In conclusione, dall'analisi dei dati mensili emerge uno scenario un po' più promettente per il futuro dal lato dei consumi, l'anello debole del ciclo economico giapponese.** Tuttavia, coerente con i progressi troppo limitati, la Banca Centrale del Giappone ha mantenuto invariata la propria politica monetaria ultra espansiva e proseguirà su questa linea ancora a lungo.

Per l'Area Euro, sono disponibili i dati trimestrali anche delle componenti del PIL per il quarto trimestre del 2016. **A livello complessivo, la crescita si conferma a +0.4% t/t e +1.7% a/a.** Pur con una limatura rispetto al trimestre precedente (a +1.8% a/a), il PIL dell'Area Euro mantiene un buon passo di crescita. I consumi consolidano la loro dinamica con un incremento congiunturale di +0.4% (da +0.3% del trimestre precedente), restando la componente che contribuisce maggiormente (+0.2% t/t) alla

## GIAPPONE

*La ripresa rimane timida*

## AREA EURO

*La fiducia dei produttori e consumatori ai massimi degli ultimi 6 anni*

crescita del PIL.

Molto positive le indicazioni provenienti dagli investimenti fissi che hanno invertito la tendenza con un importante incremento di +0.6% t/t, dopo un -0.7% del terzo trimestre.

Sul fronte del canale estero, le esportazioni e le importazioni rimangono abbastanza bilanciate, aumentando di +1.5% t/t e +2% t/t, rispettivamente. Il miglioramento della domanda a livello internazionale ha supportato le prime, ma la ripresa interna ha spinto verso l'alto anche le seconde, implicando un contributo leggermente negativo (-0.1% t/t) della componente delle esportazioni nette alla crescita del PIL.

I dati mensili disponibili danno indicazioni sull'evoluzione dello scenario nella prima parte dell'anno in corso e dimostrano una partenza più brillante dal lato dell'offerta che da quello della domanda. A gennaio, infatti, la produzione industriale ha registrato un incremento di +0.9% m/m, anche se non abbastanza forte da battere le attese (+1.3% m/m), e il dato del mese precedente, pur rimanendo negativo, è stato rivisto al rialzo a -1.2% m/m da -1.6% m/m. La nota dolente resta il settore delle costruzioni che ha registrato un preoccupante -2.3% m/m, tuttavia la buona intonazione degli indici di fiducia dei produttori a marzo, lascia presagire un recupero. Infatti, dall'inizio dell'anno in corso, il PMI sta proseguendo il trend positivo, allontanandosi sempre di più dalla soglia dei 50 punti, spartiacque tra la zona di contrazione (sotto 50) e quella di espansione (sopra 50) dell'attività produttiva. Ha raggiunto livelli massimi degli ultimi 6 anni: l'indice relativo al settore manifatturiero si è portato, infatti, a quota 56.2 da 55.4 di febbraio e quello dei servizi a 56.5 da 55.5. Per entrambi gli indicatori le aspettative erano a favore di una sostanziale invarianza. L'ESI (*Economic Sentiment Indicator*), che esprime la fiducia sia dei produttori sia dei consumatori, ha aggiustato leggermente verso il basso a 107.9 da 108, ma va ricordato che è ai livelli massimi da aprile 2011, con un lieve miglioramento anche per la componente dei consumatori.

Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio, pur migliorando, non sono riuscite a invertire la tendenza negativa in atto da qualche mese. A gennaio hanno registrato un calo di -0.1% m/m, dopo il -0.5% m/m di dicembre (rivisto da -0.3% m/m) e -0.6% m/m di novembre. Tuttavia, in termini prospettici i consumi dovrebbero beneficiare delle buone condizioni del mercato del lavoro: a gennaio, il tasso di disoccupazione si è confermato a 9.6%, il livello minimo degli ultimi 8 anni.

Sul fronte dei prezzi, osservati speciali, sono giunti segnali di ridimensionamento dell'inflazione, dando ragione per il momento alla BCE che i recenti rialzi avevano carattere temporaneo. A marzo, infatti, il dato preliminare (stima flash) dell'indice globale dei prezzi al consumo (HCPI) ha corretto verso il basso, registrando una variazione tendenziale di +1.5% a/a da +2% a/a di febbraio e l'indice *core* (che esclude le componenti più volatili dell'energia e degli alimentari) a 0.7% a/a da +0.9% a/a. Tenendo conto che il prezzo del petrolio è sceso sotto i 55 dollari al barile e che difficilmente potrà superare questa soglia nei prossimi mesi, l'inflazione dell'Area Euro dovrebbe mantenersi sotto l'obiettivo della BCE del 2%, tanto più che nella seconda parte dell'anno la serie dei prezzi dovrebbe beneficiare di un confronto con il 2016 meno sfavorevole. Pertanto, riteniamo poco probabile che la BCE inizi a considerare l'eventualità di un *Tapering* dopo le elezioni francesi in caso di sconfitta delle forze estremiste anti-europeiste. A nostro avviso è più probabile che, pur confermando il QE fino a fine 2017, non consideri più una sua eventuale estensione oltre questo orizzonte.

In Germania, non ci sono nuove informazioni dai dati trimestrali. I risultati del quarto trimestre del 2016 erano già noti a fine febbraio. Il PIL tedesco è aumentato di +0.4% t/t e +1.8% a/a, dovuto al supporto delle componenti interne, mentre il canale estero ha sottratto crescita per una dinamica delle importazioni più incisiva di quella delle esportazioni.

Germania

I nuovi dati mensili testimoniano che l'economia tedesca ha iniziato l'anno in corso con una maggiore forza della domanda più che dell'offerta. A febbraio, infatti, le vendite al dettaglio hanno registrato un sostanzioso incremento di +1.8% m/m, contro un'aspettativa più moderata di +0.7% m/m, mentre dal lato dell'offerta, a parte il buon risultato della produzione industriale, escluse le costruzioni, **vacillano gli ordini all'industria**. In particolare, a gennaio la produzione industriale è aumentata di +2.8% m/m, in linea con le attese, compensando il cattivo dato di dicembre (-2.4% m/m). A questo successo non ha partecipato il settore delle costruzioni con un calo di -1.3% m/m, dopo quello già pesante di dicembre (-2.7% m/m, rivisto da -1.7% m/m). Dall'altro lato, gli ordini all'industria sono letteralmente crollati, con una diminuzione di -7.4% m/m, che ha vanificato il progresso di dicembre (+5.2% m/m). Le aspettative erano in tal senso (-2.5% m/m), ma non in termini così ampi. **Dovrebbe trattarsi di un fattore temporaneo, perché la fiducia dei produttori relativa a marzo rimane molto alta:** il PMI manifatturiero ha registrato un forte incremento a 58.3 da 56.8, contro un'aspettativa di un leggero ridimensionamento a 56.5, e quello dei servizi, pur in termini più limitati, ha seguito la stessa tendenza al rialzo (a 55.6 da 54.4 di febbraio). Anche l'indice Ifo è aumentato a 112.3 da 111.1.

La forza dell'economia tedesca poggia in ogni caso su basi solide, grazie alle buone condizioni del mercato del lavoro, che ha registrato un ulteriore calo del tasso di disoccupazione a 5.8% da 5.9%.

Sul fronte dei prezzi, dopo la fiammata inflazionistica di febbraio che aveva portato il HCPI in termini tendenziali a +2.2% a/a, a marzo le tensioni si sono ridimensionate, con una crescita tendenziale dell'indice di +1.5% a/a. Il *core*, che esclude le componenti più volatili dell'energia e alimentari, è rimasto stabile a +1.1% a/a.

Lo scenario politico rimane più catalizzato dalle elezioni francesi che da quelle tedesche che si terranno il 24 settembre, perché meno soggette a rischi anti-europeisti. Come già sottolineato il mese precedente, la sfida sarà probabilmente tra l'attuale Cancelliera Merkel, al suo quarto mandato, del partito di centro destra CDU, e Martin Schulz del partito socialdemocratico. Il partito di destra radicale AfD che, con il suo programma di euroscetticismo, anti-immigrazione e anti-Islam, ha ottenuto più consensi del CDU della Merkel alle ultime elezioni statali nel Länder del Meclemburgo-Pomerania Anteriore tenutesi a settembre del 2016, dovrebbe comunque mantenere un ruolo marginale.

In Francia, la revisione dei dati del quarto trimestre del 2016 ha confermato la ripresa economica registrata nell'ultima parte dell'anno scorso, apportando solo pochi aggiustamenti. Pur con una limatura della crescita tendenziale del PIL a +1.1% a/a dal precedente +1.2% a/a, resta il progresso dell'economia francese rispetto a +0.9% a/a (rivisto al ribasso da +1% a/a) del terzo trimestre del 2016. La revisione ha interessato principalmente la voce delle esportazioni con un ridimensionamento della dinamica a +1.3% t/t da +1.9%. Rimane, in ogni caso, un buon dato, perché rafforza la tendenza positiva emersa nel trimestre precedente (+0.8% t/t) e, a fronte di una crescita congiunturale delle importazioni limitata a +0.9% t/t (rivisto da +1% t/t), il canale estero nel suo complesso è riuscito comunque a contribuire positivamente (+0.1% t/t) alla crescita del PIL.

Il decumulo di scorte più accentuato (-0.2% t/t) rispetto a prima della revisione (-0.1% t/t) dovrebbe favorire una maggiore crescita nei prossimi trimestri per l'effetto di ricostituzione del magazzino, anche alla luce della **brillante dinamica dei consumi che si è confermata a +0.6% t/t**. Questa componente rimane la più importante nel contribuire alla crescita del PIL (+0.3% t/t).

I nuovi dati mensili dimostrano che, pur con una partenza incerta del 2017, la ripresa si va consolidando anche in Francia: a gennaio, la produzione industriale ha registrato un calo di -0.3% m/m, con un pesante -3.4% m/m delle costruzioni, e le vendite al dettaglio sono diminuite di -0.8% m/m.

## Francia



Tuttavia, a febbraio i consumi delle famiglie sono aumentati di +1.3% m/m e a marzo gli indici di fiducia delle imprese evidenziano ottimismo, in particolare nel settore dei servizi (il PMI è salito a 58.5 da 56.4).

Sul fronte dei prezzi, si ridimensionano i rischi inflazionistici: a marzo, l'HCPI si è fermato a +1.4% a/a e l'indice *core*, disponibile solo per febbraio, ha ridotto la dinamica a +0.3% a/a da +0.7% a/a del mese precedente.

Si avvicina sempre più la data delle elezioni presidenziali francesi fissate per il 23 aprile e, in caso di ballottaggio, ci sarà il secondo turno l'8 maggio. Ribadiamo che, con la forza del partito estremista di Le Pen, la Francia rappresenta uno dei focolai più pericolosi di anti-europeismo al quale i mercati finanziari e la BCE guardano con preoccupazione. Tuttavia, le tensioni che avevano avuto effetti pesanti sui rendimenti dei titoli di Stato, non solo francesi, ma anche dell'intera Area Euro, recentemente si sono smorzate, perché, pur tenendo in considerazione le sorprese nei recenti esiti elettorali in USA (Trump) e nel Regno Unito (Brexit), la probabilità di una vittoria di Marine Le Pen al primo turno è bassa e in caso di ballottaggio un'alleanza tra tutte le altre forze politiche dovrebbe riuscire a fronteggiarla.

In Italia, la disponibilità dei dati trimestrali del quarto trimestre del 2016 anche per le componenti del PIL ci permette un'analisi più approfondita rispetto al mese precedente. La crescita globale si è confermata a +0.2% t/t, mentre in termini tendenziali ha subito un lieve limatura a +1% a/a dal preliminare di +1.1%. I consumi restano deboli (+0.1% t/t) non contribuendo alla crescita del PIL. Dall'altro lato, invece, gli investimenti fissi hanno consolidato la dinamica positiva, crescendo di +1.3% t/t dopo il +1.5% del trimestre precedente. Restano la componente che contribuisce maggiormente (+0.2% t/t) alla crescita del PIL. Il canale estero ha avuto un effetto neutro, con un bilanciamento tra esportazioni (+1.9% t/t) e importazioni (+2.2% t/t). Le scorte hanno sottratto crescita per un -0.2% t/t e questo dovrebbe incoraggiare l'attività produttiva dei prossimi trimestri per effetto della ricostituzione di magazzino.

I dati mensili sono confortanti dal lato della domanda, cosa molto importante visto la debolezza dei consumi in chiusura del 2016, mentre dal lato dell'offerta l'inizio del 2017 presenta incertezza e solo i dati positivi sulla fiducia dei produttori di febbraio e marzo lasciano uno spiraglio alla ripresa. Infatti, a gennaio, le vendite al dettaglio hanno registrato un brillante +1.4% m/m invertendo la tendenza negativa di dicembre (-0.5% m/m) e la fiducia dei consumatori di marzo è aumentata a 107.6 da 106.6 del mese precedente. Al contrario, sempre a gennaio, la produzione industriale, le costruzioni e gli ordini all'industria hanno registrato cali accentuati di -2.3%, -3.8% e -2.9% m/m, rispettivamente. Tuttavia, in base agli indicatori di fiducia dei produttori riferiti a febbraio e marzo, si può guardare al futuro con minore pessimismo: in febbraio il PMI, sia manifatturiero sia dei servizi, è aumentato in modo sostanziale (a 55 da 53 e a 54.1 da 52.4, rispettivamente) e l'indice di fiducia delle imprese manifatturiere di marzo ha raggiunto quota 107.1 da 106.4 del mese precedente.

Sul fronte dei prezzi, anche l'Italia ha dimostrato un ridimensionamento dell'inflazione: in marzo l'HCPI si è attestato a +1.3% a/a da +1.6% a/a di febbraio e l'indice *core* si è confermato a +0.6% a/a.

La manovra correttiva da 3.4 miliardi di euro, imposta dalla Commissione Europea per riportare il rapporto deficit/PIL al 2.2% ed evitare la procedura di infrazione, e la ripresa più incerta rispetto agli altri paesi dell'Area Euro hanno contribuito all'aumento dei rendimenti sui titoli di Stato italiani. Difficilmente sarà possibile invertire la tendenza nei prossimi mesi.

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

## Italia

## GLI SCENARI

## A (20%)

**Usa:** I rischi inflazionistici derivanti dal mercato del lavoro con salari orari al di sopra del 3% tendenziale, un'inflazione oltre l'obiettivo del 2%, una politica fiscale fortemente espansiva e un conseguente brillante passo di crescita dell'economia intorno al 2.5/3%, **impongono alla Fed un percorso di politica monetaria più restrittivo, rispetto a quanto annunciato alla riunione di dicembre 2016. Oltre al rialzo di marzo, nel 2017 la BC americana ne attua altri tre, ciascuno di 25 punti base, a giugno, settembre e dicembre.** 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.

**Area Euro:** Il raggiungimento dell'obiettivo del 2% di inflazione prima del previsto induce la BCE a usare toni più cauti sul mantenimento del *QE* fino a fine 2017 e iniziare a valutare la possibilità di un *Tapering* (ridimensionamento del *QE*). L'economia continua stabilmente su di un passo di crescita positivo intorno a +2%. **Le elezioni in Francia sono superate con una non-vittoria delle spinte estremiste di uscita dall'euro**, ma i rendimenti restano in tensione per l'effetto di trasmissione dagli USA, che sarà più incisivo rispetto allo scenario C per la politica della Fed più restrittiva. In Italia, pur con il proseguimento dell'attuale legislatura, lo spettro di elezioni anticipate e, quindi, la battuta di arresto del processo di riforme strutturali penalizzano a maggior ragione il rendimento sui BTP: il decennale può superare il 2.5%, con uno spread verso il Bund sopra i 200 punti base.

## B (10%)

**Usa:** La politica fiscale ottiene minori effetti espansivi di quanto atteso. L'economia continua ad un passo di crescita debole intorno a 1.5% per **l'impatto negativo del protezionismo di Trump**, delle conseguenti ritorsioni da parte degli altri Paesi e degli effetti restrittivi indiretti di rendimenti elevati, che incorporano il maggiore rischio sul debito pubblico americano utilizzato per finanziare le agevolazioni fiscali. A fronte di questo quadro di debolezza economica, **la Fed attua un solo rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base a giugno** in un'ottica di semplice normalizzazione.

**Area Euro:** Prevalgono le spinte estremiste di uscita dall'euro, sia in Francia, sia in Italia, dove le elezioni anticipate con la legge elettorale vigente, **generano instabilità politica con un risultato elettorale tripolare. I rendimenti dell'intera area ne risentono pesantemente perché viene messa in discussione la sopravvivenza dell'euro stesso.** Nonostante la politica monetaria espansiva della BCE, che allunga la quantità/durata del *QE*, e una maggiore flessibilità concessa alla politica fiscale dei Paesi periferici, per mitigare le spinte populiste, **l'economia rimane debole con crescita sotto l'1.5%**, penalizzata da alti rendimenti. Quello del BTP decennale può raggiungere 2.7-2.8%, con uno spread verso il Bund intorno a 200 punti base.

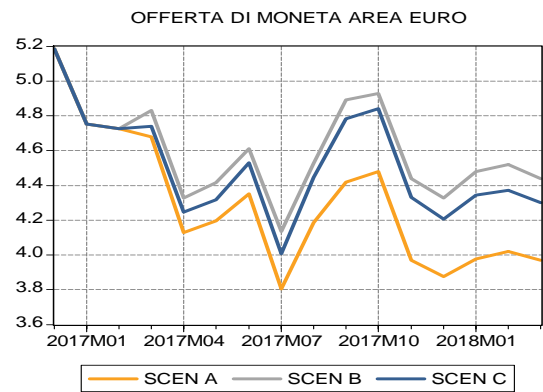
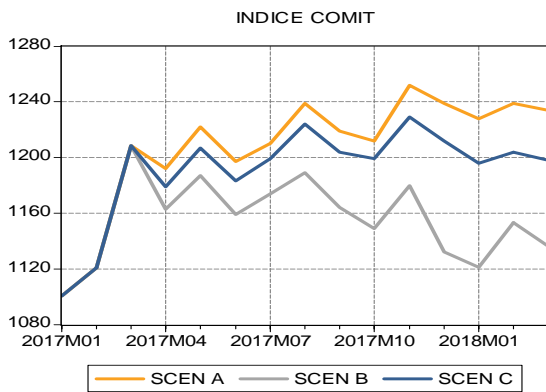
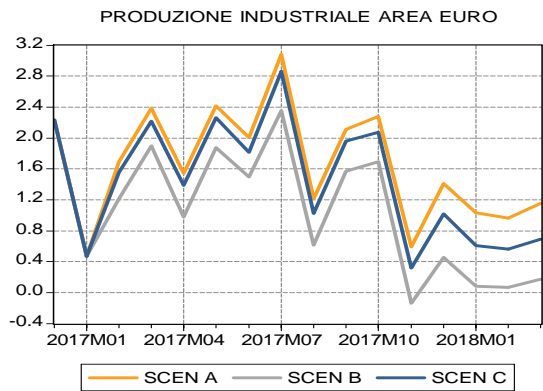
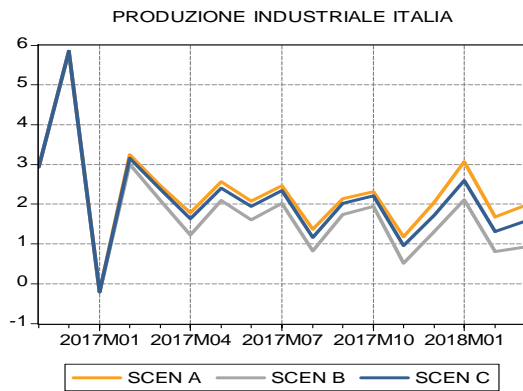
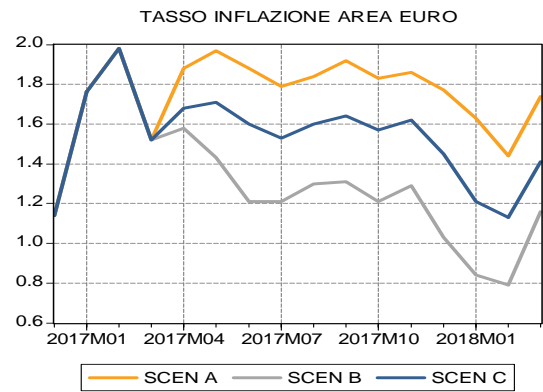
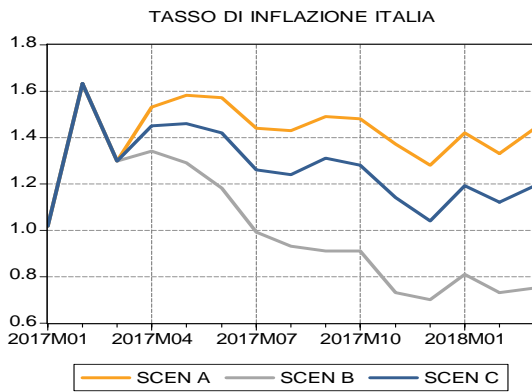
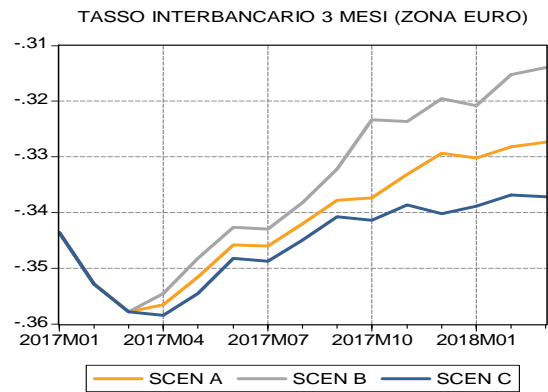
## C (70%)

**Usa:** La politica fiscale espansiva genera tensioni inflazionistiche. Pur con un passo di crescita dell'economia intorno al 2%, la Fed segue un percorso di politica monetaria restrittivo, ma meno incisivo rispetto allo scenario A. In linea con quanto annunciato alla riunione di dicembre del 2016, **nel 2017 aumenta i tassi di riferimento due volte, a giugno e a settembre, di 25 punti base ciascuno**, per controllare le aspettative inflazionistiche future. Successivamente, tenendo conto degli effetti restrittivi indiretti dei rendimenti elevati, che incorporano il maggiore rischio sul debito pubblico americano, è attesa una pausa di riflessione per avere conferma sull'effettivo impatto della suddetta politica fiscale.

**Area Euro:** La tornata elettorale in Francia viene superata con una non-vittoria delle spinte estremiste di uscita dall'euro e induce la BCE ad usare toni più cauti sulla politica monetaria. **Pur confermando il QE fino a fine 2017, la BCE non considera più una sua eventuale estensione oltre questo orizzonte.** L'economia continua stabilmente su di un passo di crescita moderato intorno all'1.5-2% e l'inflazione rimane sotto il 2%. **I rendimenti dell'intera area risentono comunque dell'effetto di trasmissione dagli Stati Uniti.** In Italia, pur con il proseguimento dell'attuale legislatura, lo spettro di elezioni anticipate e, quindi, la battuta di arresto del processo di riforme strutturali penalizzano il rendimento del BTP decennale che può raggiungere il 2.5%, con uno spread verso il Bund tra 190 e 200 punti base.

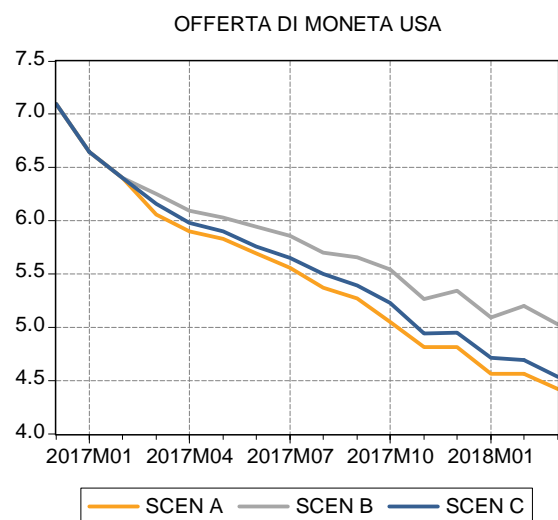
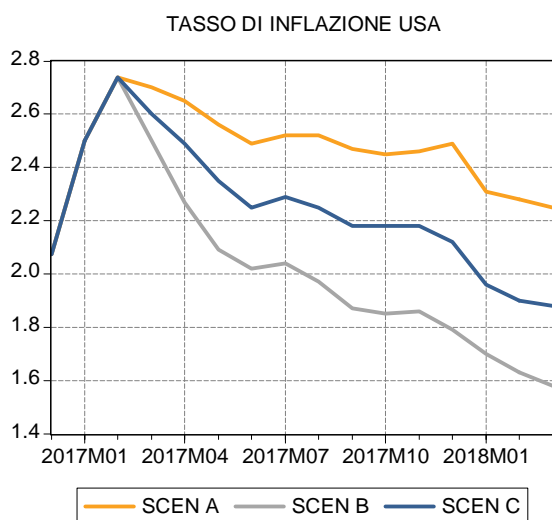
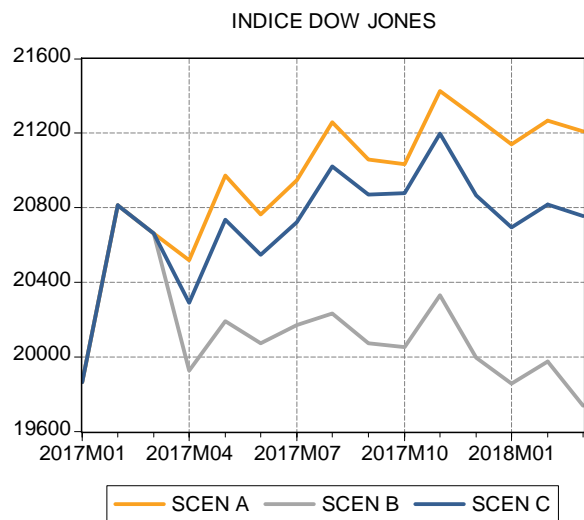
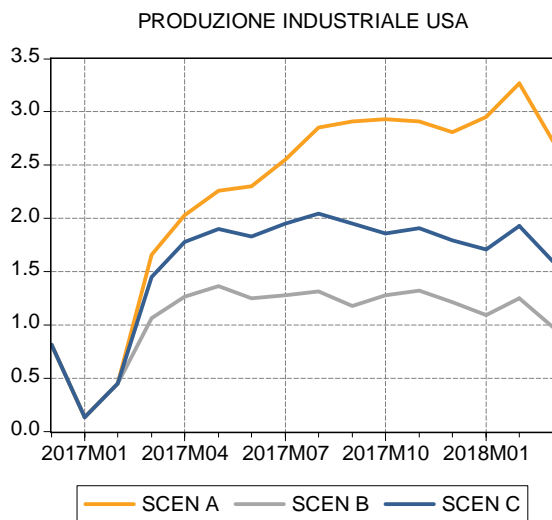
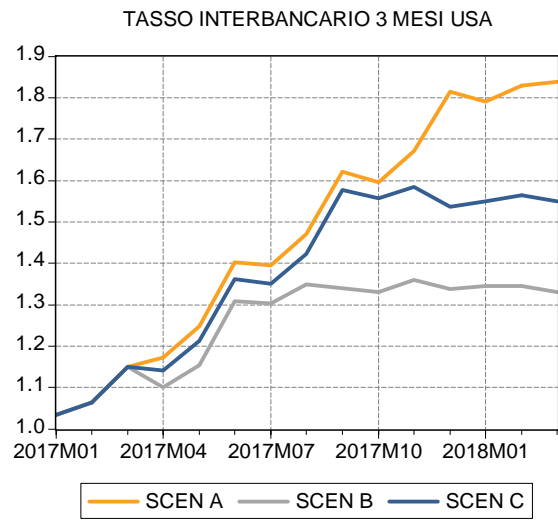
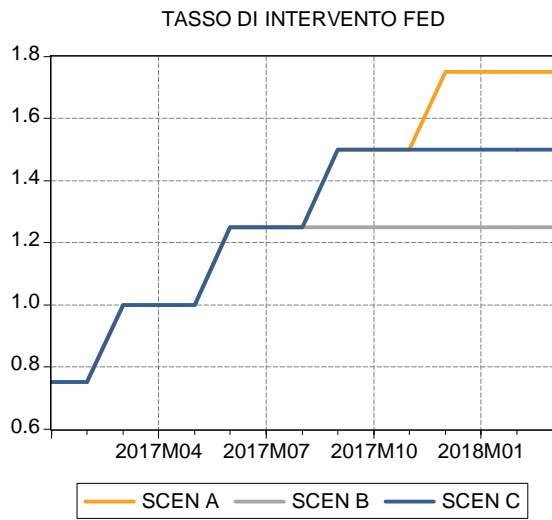
## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

### Dati mensili



## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

### Dati mensili



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

I saggi interbancari europei sono rimasti stabili anche a marzo 2017: per la scadenza a 1 mese il tasso è arrivato a -0.39%, il 3 mesi a -0.36% e quello a 6 mesi a -0.2%. Al momento riteniamo molto probabile che la tornata elettorale in Francia si risolva con la non-vittoria delle spinte anti-europeiste, pertanto la BCE, pur non parlando ancora di *Tapering*, inizierà a usare toni più cauti circa la possibile estensione del *QE* oltre la fine del 2017. In ogni caso l'intervento sui tassi d'interesse continua a essere improbabile e temporalmente lontano anche dall'ipotetica fine del *QE*, pertanto i saggi interbancari dovrebbero mantenersi sui livelli attuali per l'intero periodo predittivo in tutti e tre gli scenari delineati.

### TASSI INTERBANCARI

In febbraio i tassi della struttura a termine italiana hanno tutti corretto al rialzo di 10-20 punti base circa, dopo l'intervento restrittivo della Fed anticipato a marzo. Il 3 anni si è portato a +0.41% da +0.39%, il 5 anni a +1.11% da +0.96%, il 7 anni a +1.72% da +1.65% e il 10 anni a +2.34% da +2.13%. Nello scenario C s'ipotizza che la Fed innalzi i tassi di riferimento ancora due volte, in giugno e in settembre, e che la BCE decida di usare toni più cauti sulla politica monetaria, dopo la non-vittoria del fronte anti-europeista alle elezioni francesi. I rendimenti dell'intera area risentono comunque dell'effetto di trasmissione dagli Stati Uniti e l'Italia è maggiormente penalizzata dallo spettro di elezioni anticipate. I rendimenti italiani sono, quindi, visti in rialzo a +0.53% il 3 anni, a +1.21% il 5 anni, a +1.81% il 7 anni e a +2.50% il 10 anni alla fine dell'orizzonte di previsione. Nello scenario A, nel quale si ipotizzano ulteriori tre rialzi da parte della Fed, toni più cauti sul mantenimento del *QE* fino a fine 2017 e una prima valutazione sull'eventuale *Tapering* da parte della BCE, per il raggiungimento dell'obiettivo del 2% d'inflazione prima del previsto, i rendimenti italiani sono attesi su livelli più alti (+0.86% il 3 anni, +1.49% il 5 anni, +2.04% il 7 anni e +2.76% il 10 anni a marzo 2018). Nello scenario B, la Fed decide di fare un solo rialzo a giugno, poiché la politica fiscale di Trump si rivela meno espansiva di quanto atteso. In Europa, inoltre, prevalgono le posizioni estremiste ed è messa in discussione la stessa sopravvivenza dell'euro. Questo, insieme all'aumento dei rendimenti dei titoli statunitensi, determina un incremento più marcato dei tassi della struttura a termine italiana (rispettivamente +0.92%, +1.55%, +2.15% e 2.85% alla fine del periodo).

### STRUTTURA A TERMINE

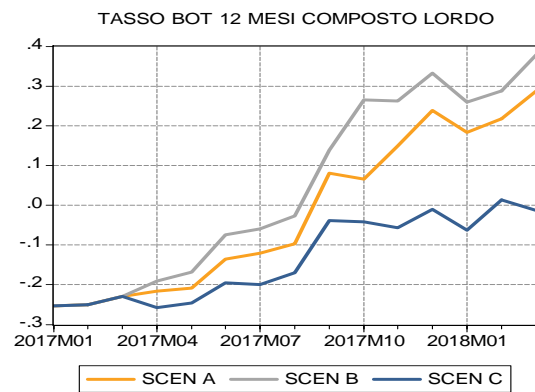
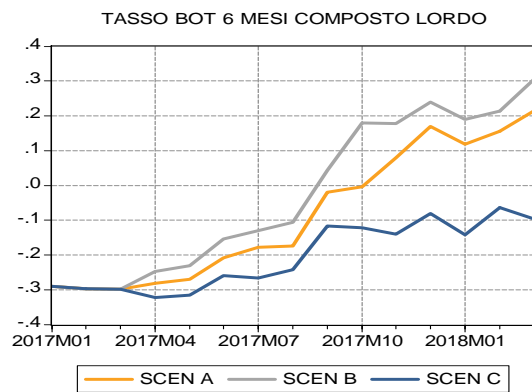
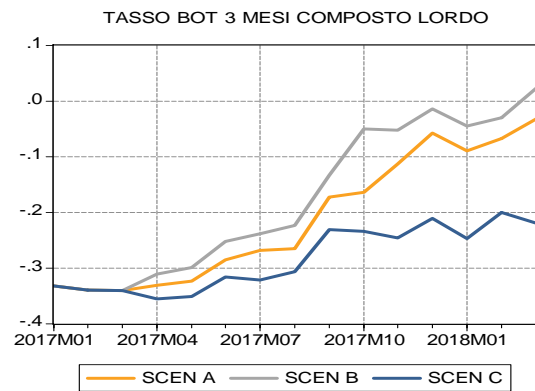
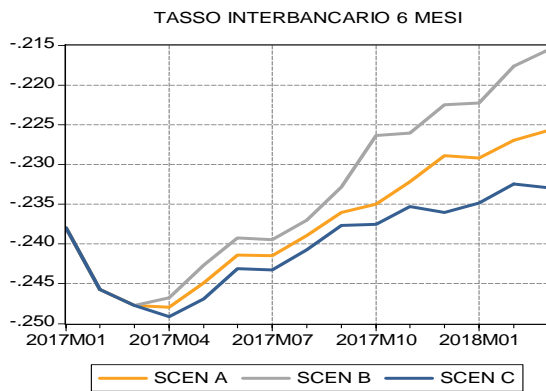
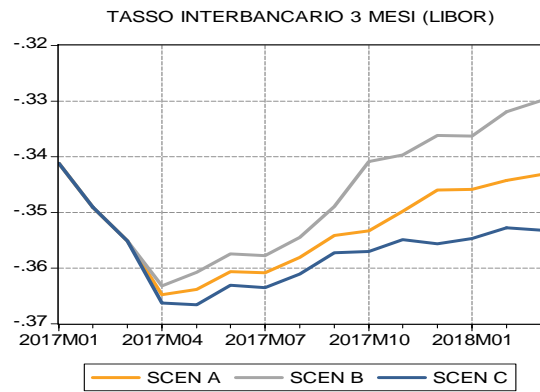
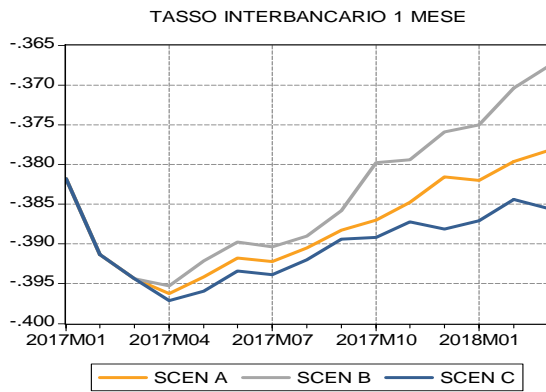
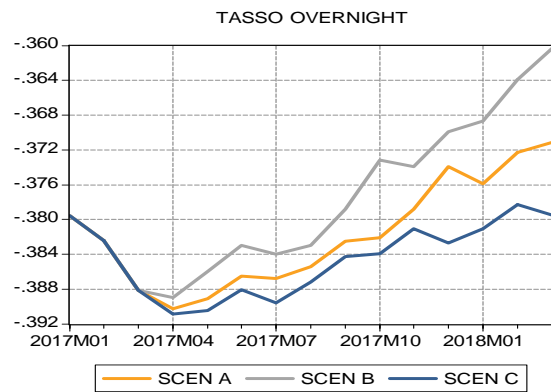
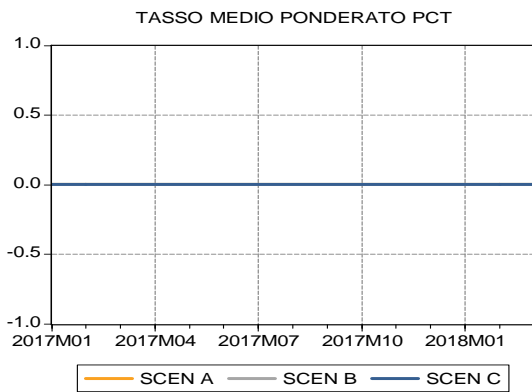
In gennaio i tassi medi sui depositi (+0.4%) e sui prestiti (+2.9%) sono rimasti stabili rispetto al mese precedente. **In tutti e tre gli scenari delineati, i tassi bancari sono visti pressoché invariati per tutto il periodo predittivo:** quello medio sui depositi a marzo 2018 potrebbe essere pari allo 0.5% e quello sui prestiti al 2.9%.

### TASSI BANCARI

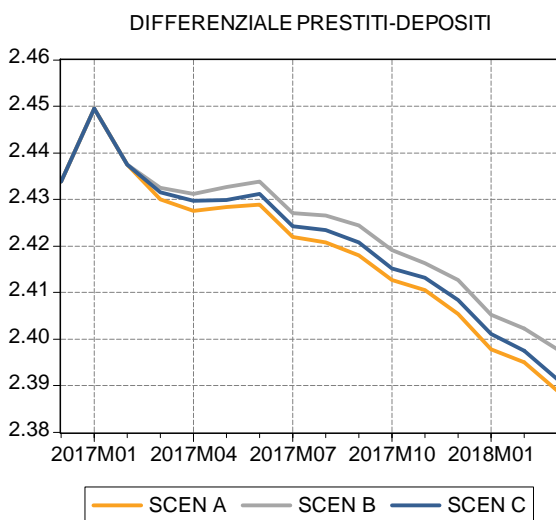
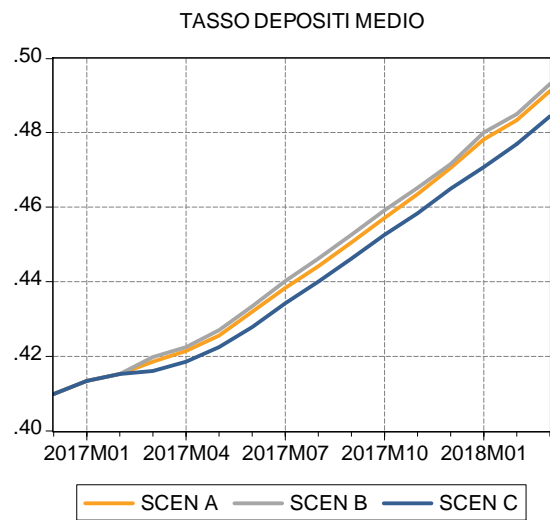
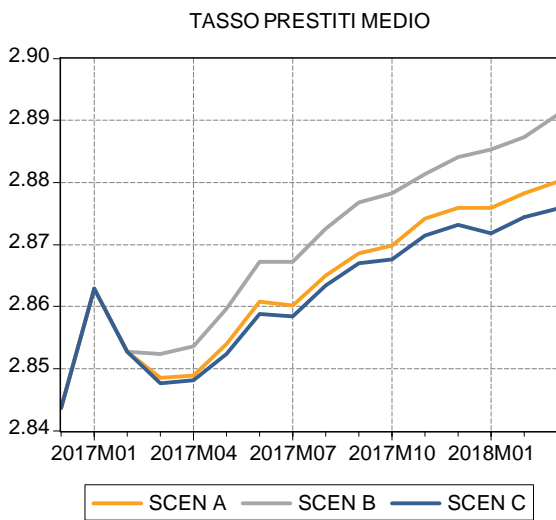
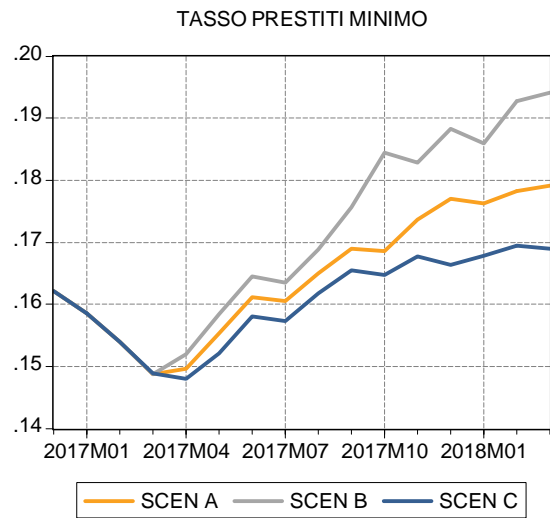
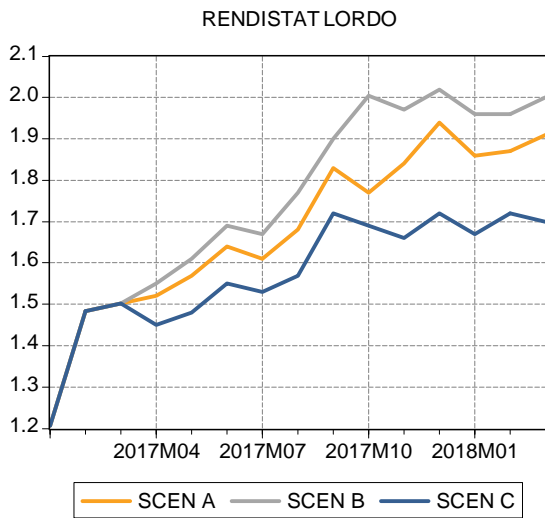
In gennaio i prestiti totali, sono tornati a contrarsi pesantemente (-1.5% a/a) dopo la lieve ripresa di dicembre (+0.4% a/a). Nello stesso mese i depositi totali sono nuovamente cresciuti (+2.7% a/a) nonostante avessero già accelerato in dicembre (+4.9% a/a). **In base ai risultati delle simulazioni, in tutti gli scenari la dinamica dei prestiti totali dovrebbe rimanere negativa nel 2017, ma in continuo miglioramento** (+0.6% a/a in C, +0.8% a/a in A e +0.1% a/a in B, a marzo 2018). La raccolta, invece, in tutti gli scenari, dovrebbe mantenersi positiva e brillante per tutto il periodo predittivo (+2.2% a/a, +2.6% a/a e +1.6% a/a rispettivamente in C, A e B).

### VOLUMI

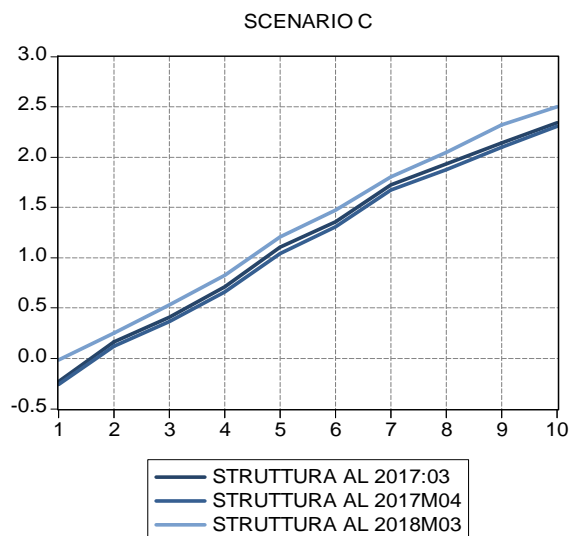
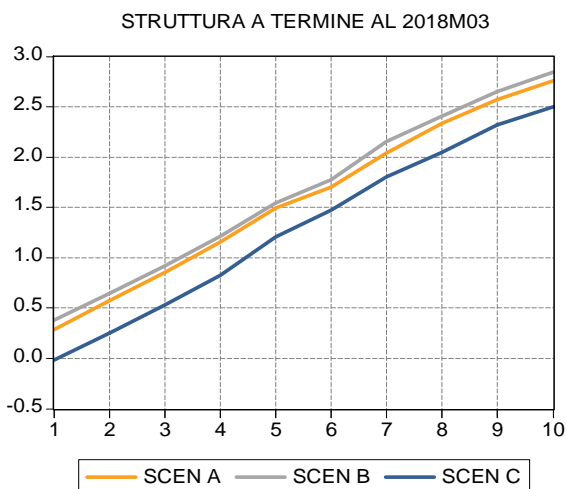
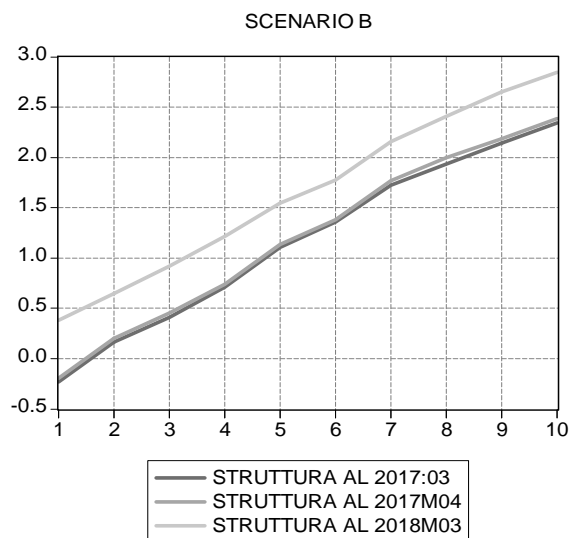
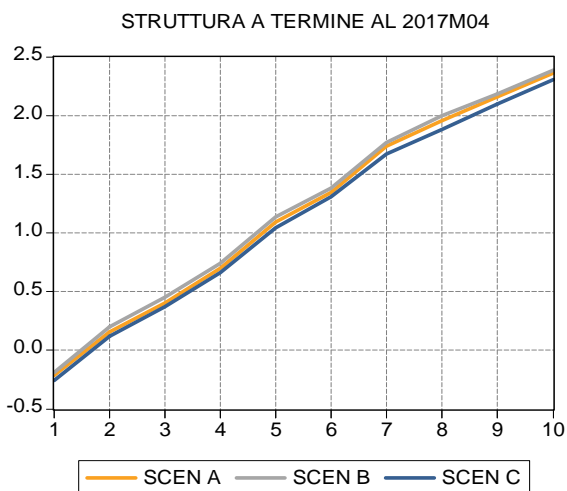
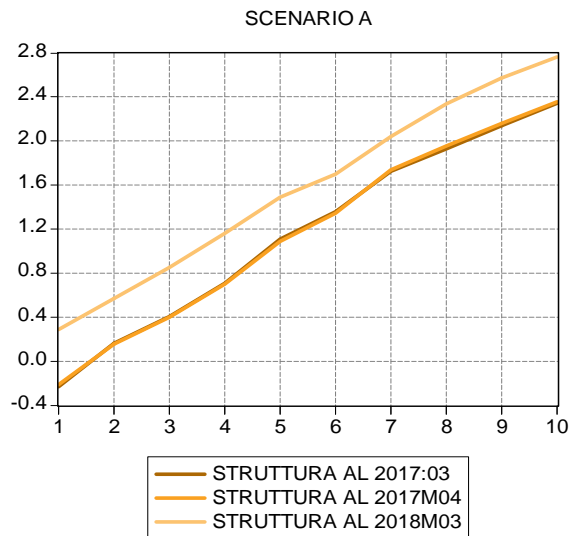
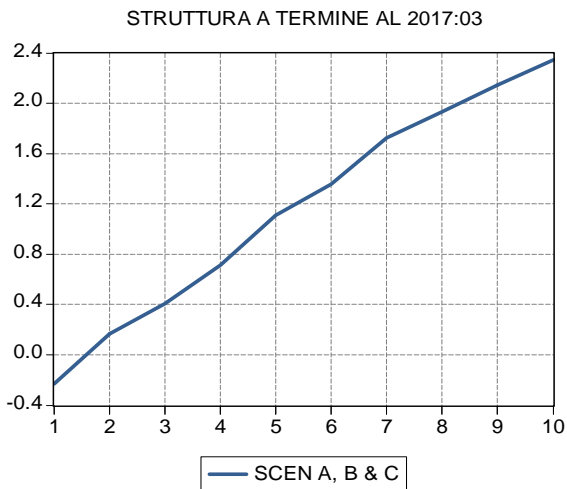
## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE  
TASSI - Dati mensili

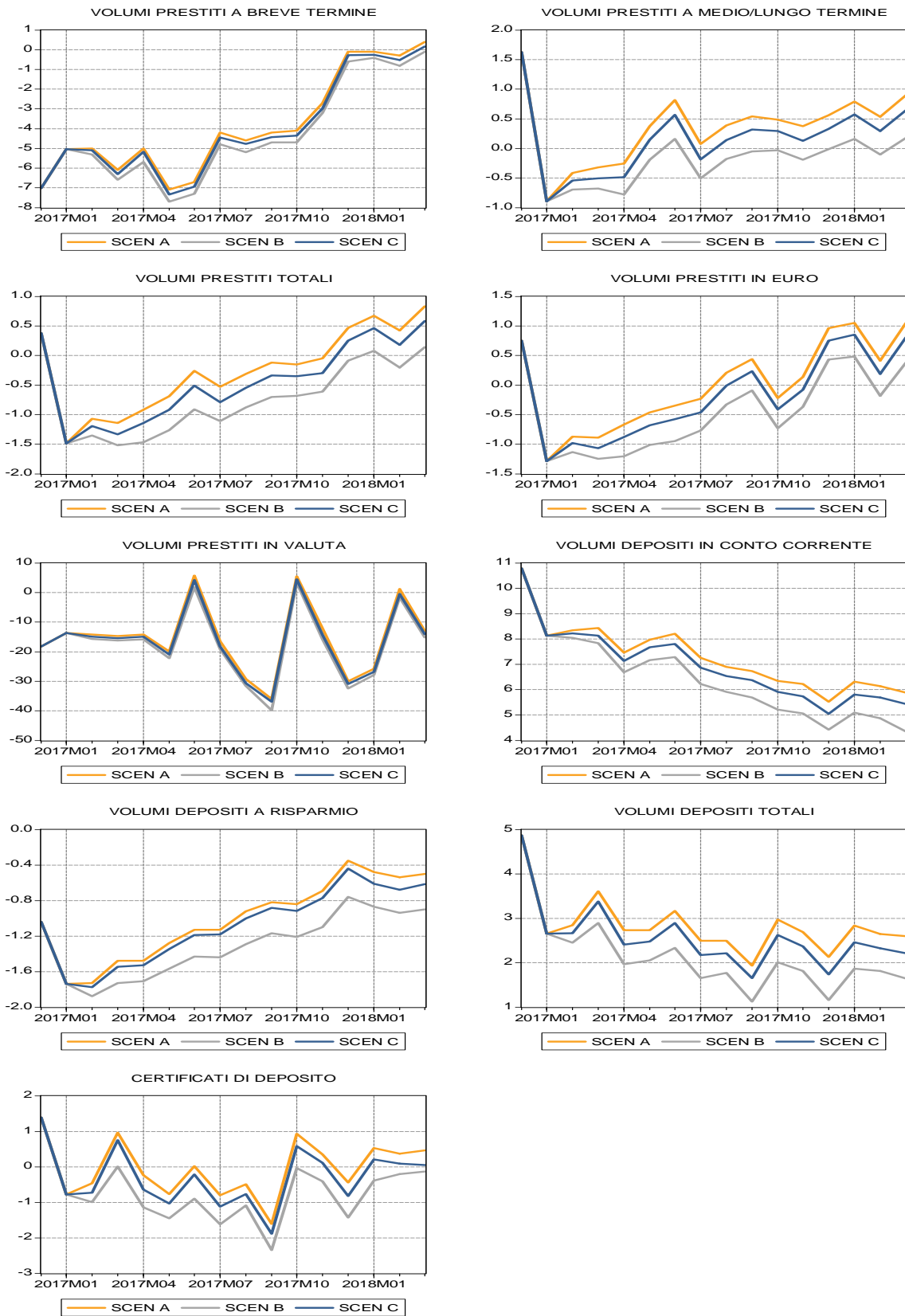


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE  
STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili





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



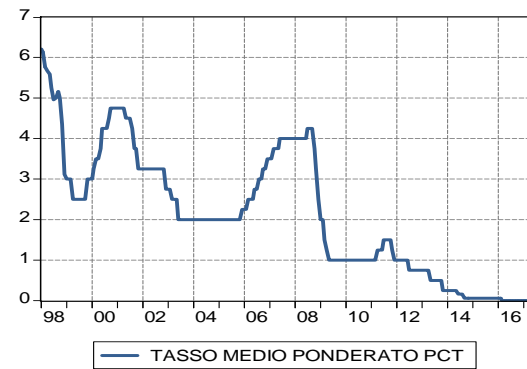
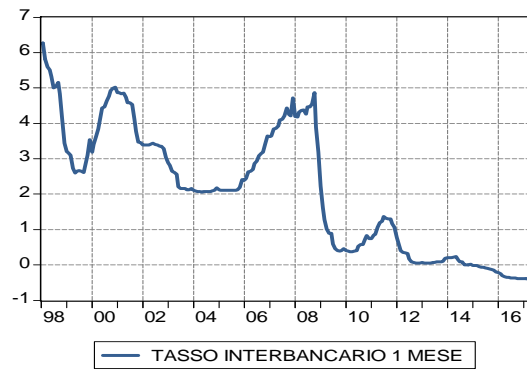
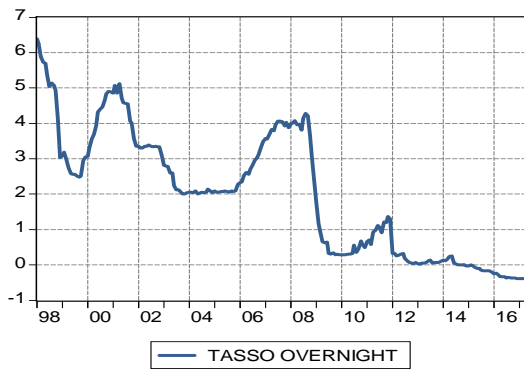
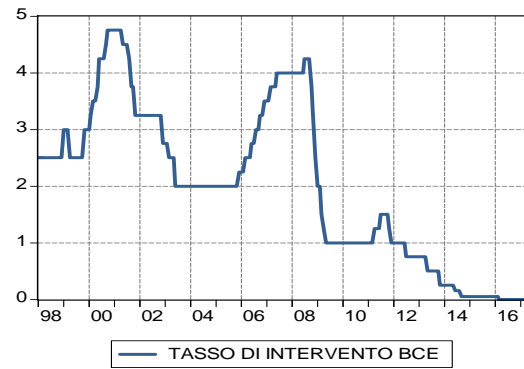
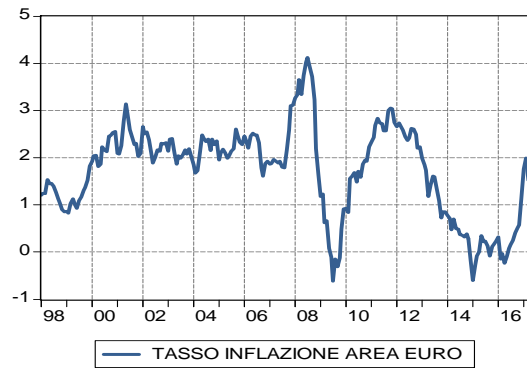
SCENARIO A	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	965	1013	995	1124	1101	1121	1208	1192	1222	1197	1210	1239	1219	1212	1252	1239	1228	1239	1234	1234
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.1	1.2	2.9	5.8	-0.2	3.2	2.5	1.8	2.6	2.1	2.5	1.4	2.1	2.3	1.2	2.0	3.1	1.7	2.0	2.0
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.1	-0.1	0.1	0.5	1.0	1.6	1.3	1.5	1.6	1.6	1.4	1.4	1.5	1.5	1.4	1.3	1.4	1.3	1.4	1.4
<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	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37
T. Interb. 1m lett.	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 3m lett.	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34
T. Interb. 6m lett.	-0.21	-0.21	-0.22	-0.22	-0.24	-0.25	-0.25	-0.25	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23
T. Depositi medio	0.42	0.41	0.41	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	0.48	0.49
T. Prestiti medio	2.96	2.94	2.91	2.84	2.86	2.85	2.85	2.85	2.85	2.86	2.86	2.87	2.87	2.87	2.87	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88
T.prest. medio - T.dep. medio	2.54	2.52	2.50	2.43	2.45	2.44	2.43	2.43	2.43	2.43	2.42	2.42	2.42	2.41	2.41	2.41	2.40	2.39	2.39	2.39
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.31	-0.33	-0.28	-0.35	-0.33	-0.34	-0.34	-0.33	-0.32	-0.29	-0.27	-0.27	-0.17	-0.16	-0.11	-0.06	-0.09	-0.07	-0.07	-0.03
T. BOT comp. lordo 6m	-0.26	-0.30	-0.20	-0.32	-0.29	-0.30	-0.30	-0.28	-0.27	-0.21	-0.18	-0.17	-0.02	-0.01	0.08	0.17	0.12	0.16	0.21	0.21
T. BOT comp. lordo 12m	-0.18	-0.24	-0.22	-0.20	-0.25	-0.25	-0.23	-0.22	-0.21	-0.14	-0.12	-0.10	0.08	0.07	0.15	0.24	0.18	0.22	0.29	0.29
Rendistat lordo	0.73	0.86	1.26	1.17	1.21	1.48	1.50	1.52	1.57	1.64	1.61	1.68	1.83	1.77	1.84	1.94	1.86	1.87	1.91	1.91
Rendistat netto	0.63	0.75	1.10	1.02	1.06	1.30	1.31	1.33	1.37	1.44	1.41	1.47	1.60	1.55	1.61	1.70	1.63	1.64	1.67	1.67
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	0.02	0.26	0.46	0.10	0.34	0.39	0.41	0.40	0.45	0.51	0.46	0.54	0.67	0.65	0.67	0.83	0.75	0.78	0.86	0.86
Rend. BTP a 5 anni	0.34	0.65	0.91	0.66	1.02	0.96	1.11	1.09	1.15	1.20	1.16	1.21	1.37	1.33	1.39	1.50	1.40	1.43	1.49	1.49
Rend. BTP a 7 anni	0.77	1.11	1.46	1.28	1.68	1.65	1.72	1.74	1.78	1.84	1.81	1.84	1.97	1.96	2.01	2.09	2.02	2.04	2.04	2.04
Rend. BTP a 10 anni	1.25	1.68	2.01	1.85	2.30	2.13	2.34	2.36	2.40	2.46	2.42	2.46	2.66	2.61	2.67	2.77	2.71	2.73	2.76	2.76
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2334.851	2328.139	2324.188	2342.116	2310.352	2330.043	2327.188	2321.492	2310.963	2335.706	2306.52	2314.35	2332.05	2324.65	2323.03	2353.12	2325.83	2339.83	2346.50	2346.50
Prestiti in euro	2299.033	2299.557	2288.245	2305.081	2277.739	2299.568	2290.911	2284.334	2288.952	2298.995	2270.636	2285.36	2309.149	2294.50	2291.45	2327.21	2301.66	2309.00	2314.97	2314.97
Prestiti in valuta	35.818	28.583	35.943	37.035	32.613	30.475	36.277	37.158	22.010	36.711	35.887	28.989	22.901	30.149	31.578	25.914	24.176	30.833	31.538	31.538
Prestiti a breve	324.501	321.793	321.701	313.988	318.146	318.157	313.575	311.023	307.969	313.559	314.104	309.755	310.872	308.600	313.015	313.674	317.827	317.203	314.830	314.830
Prestiti a m / l	2010.351	2006.346	2002.487	2028.128	1992.206	2011.886	2013.613	2010.469	2002.993	2022.147	1992.419	2004.591	2021.178	2016.047	2010.010	2039.450	2008.004	2022.627	2031.674	2031.674
Depositi totali	2266.462	2261.369	2251.824	2306.684	2281.293	2316.066	2337.496	2334.769	2301.416	2346.816	2321.190	2310.907	2310.204	2328.532	2312.398	2355.817	2345.853	2377.442	2398.271	2398.271
Depositi in c / c	933.744	949.775	949.673	987.864	961.395	962.888	974.512	994.511	988.065	992.438	1004.931	992.373	996.585	1009.990	1008.838	1042.493	1022.059	1022.010	1031.813	1031.813
Depositi a risparmio	299.091	298.104	297.323	297.920	298.773	299.407	299.433	298.502	297.779	297.053	296.584	297.174	296.638	295.600	295.272	296.877	297.339	297.791	297.936	297.936
Certif. deposito	1033.627	1013.491	1004.827	1020.900	1021.125	1053.770	1063.551	1041.756	1015.572	1057.325	1019.675	1021.360	1016.981	1022.942	1008.288	1016.446	1026.456	1057.642	1068.521	1068.521
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	0.30	0.27	-0.52	0.38	-1.49	-1.07	-1.14	-0.92	-0.69	-0.26	-0.53	-0.31	-0.12	-0.15	-0.05	0.47	0.67	0.42	0.83	0.83
Prestiti in euro	0.56	1.02	-0.87	0.75	-1.29	-0.87	-0.89	-0.67	-0.46	-0.35	-0.23	0.21	0.44	-0.22	0.14	0.96	1.05	0.41	1.05	1.05
Prestiti in valuta	-14.36	-37.43	28.48	-18.31	-13.73	-14.14	-14.72	-14.20	-19.93	5.72	-16.43	-29.25	-36.06	5.48	-12.15	-30.03	-25.87	1.17	-13.06	-13.06
Prestiti a breve	-6.00	-4.35	-6.84	-7.01	-5.04	-5.00	-6.10	-5.00	-7.10	-6.70	-4.20	-4.60	-4.20	-4.10	-2.70	-0.10	-0.10	-0.30	0.40	0.40
Prestiti a m / l	1.39	1.05	0.58	1.63	-0.89	-0.42	-0.32	-0.26	0.37	0.82	0.07	0.39	0.54	0.48	0.38	0.56	0.79	0.53	0.90	0.90
Depositi totali	2.86	2.56	3.21	4.87	2.65	2.84	3.61	2.73	2.73	3.17	2.49	2.49	1.93	2.97	2.69	2.13	2.83	2.65	2.60	2.60
Depositi in c / c	8.96	7.98	9.76	10.78	8.13	8.34	8.43	7.46	7.97	8.21	7.26	6.89	6.73	6.34	6.23	5.53	6.31	6.14	5.88	5.88
Depositi a risparmio	-0.25	-0.23	-0.52	-1.04	-1.74	-1.73	-1.48	-1.48	-1.28	-1.13	-1.13	-0.92	-0.82	-0.84	-0.69	-0.35	-0.48	-0.54	-0.50	-0.50
Certif. deposito	-1.25	-1.28	-1.27	1.39	-0.78	-0.46	0.97	-0.24	-0.77	0.02	-0.80	-0.49	-1.61	0.93	0.34	-0.44	0.52	0.37	0.47	0.47

SCENARIO B	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	18 1	18 2	18 3	
<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)	965	1013	995	1124	1101	1121	1208	1163	1187	1159	1174	1189	1164	1149	1180	1132	1121	1153	1136	1136
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.1	1.2	2.9	5.8	-0.2	3.0	2.1	1.2	2.1	1.6	2.0	0.8	1.7	2.0	0.5	1.3	2.1	0.8	0.9	0.9
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.1	-0.1	0.1	0.5	1.0	1.6	1.3	1.3	1.3	1.2	1.0	0.9	0.9	0.9	0.7	0.7	0.8	0.7	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	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36
T. Interb. 1m lett.	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37
T. Interb. 3m lett.	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.33	-0.33	-0.33
T. Interb. 6m lett.	-0.21	-0.21	-0.22	-0.22	-0.24	-0.25	-0.25	-0.25	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.23	-0.23	-0.23	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22
T. Depositi medio	0.42	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	0.45	0.45	0.46	0.47	0.47	0.48	0.49	0.49	0.49
T. Prestiti medio	2.96	2.94	2.91	2.84	2.86	2.85	2.85	2.85	2.86	2.87	2.87	2.87	2.88	2.88	2.88	2.88	2.89	2.89	2.89	2.89
T.prest. medio - T.dep. medio	2.54	2.52	2.50	2.43	2.45	2.44	2.43	2.43	2.43	2.43	2.43	2.43	2.42	2.42	2.42	2.41	2.41	2.40	2.40	2.40
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.31	-0.33	-0.28	-0.35	-0.33	-0.34	-0.34	-0.31	-0.30	-0.25	-0.24	-0.22	-0.13	-0.05	-0.05	-0.01	-0.05	-0.03	0.02	0.02
T. BOT comp. lordo 6m	-0.26	-0.30	-0.20	-0.32	-0.29	-0.30	-0.30	-0.25	-0.23	-0.15	-0.13	-0.11	0.04	0.18	0.18	0.24	0.19	0.21	0.30	0.30
T. BOT comp. lordo 12m	-0.18	-0.24	-0.22	-0.20	-0.25	-0.25	-0.23	-0.19	-0.17	-0.07	-0.06	-0.03	0.14	0.27	0.26	0.33	0.26	0.29	0.38	0.38
Rendistat lordo	0.73	0.86	1.26	1.17	1.21	1.48	1.50	1.55	1.61	1.69	1.67	1.77	1.90	2.00	1.97	2.02	1.96	1.96	2.00	2.00
Rendistat netto	0.63	0.75	1.10	1.02	1.06	1.30	1.31	1.36	1.41	1.48	1.46	1.55	1.66	1.75	1.72	1.77	1.72	1.72	1.75	1.75
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	0.02	0.26	0.46	0.10	0.34	0.39	0.41	0.45	0.49	0.59	0.54	0.59	0.75	0.82	0.79	0.89	0.82	0.85	0.92	0.92
Rend. BTP a 5 anni	0.34	0.65	0.91	0.66	1.02	0.96	1.11	1.14	1.18	1.27	1.22	1.27	1.42	1.50	1.47	1.58	1.49	1.50	1.55	1.55
Rend. BTP a 7 anni	0.77	1.11	1.46	1.28	1.68	1.65	1.72	1.77	1.83	1.89	1.85	1.89	2.05	2.15	2.09	2.19	2.12	2.12	2.15	2.15
Rend. BTP a 10 anni	1.25	1.68	2.01	1.85	2.30	2.13	2.34	2.39	2.45	2.51	2.48	2.53	2.71	2.80	2.77	2.85	2.79	2.80	2.85	2.85
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2334.851	2328.139	2324.188	2342.116	2310.352	2323.449	2318.243	2308.605	2297.699	2320.484	2293.07	2301.11	2318.51	2312.31	2310.01	2340.01	2312.20	2318.80	2321.49	2321.49
Prestiti in euro	2299.033	2299.557	2288.245	2305.081	2277.739	2293.537	2282.589	2272.145	2276.305	2285.152	2258.346	2273.04	2296.964	2282.77	2279.78	2314.99	2288.67	2289.41	2291.26	2291.26
Prestiti in valuta	35.818	28.583	35.943	37.035	32.613	29.912	35.653	36.460	21.394	35.332	34.727	28.071	21.543	29.538	30.232	25.015	23.528	29.393	30.225	30.225
Prestiti a breve	324.501	321.793	321.701	313.988	318.146	317.153	311.906	308.731	305.980	311.543	312.137	307.807	309.249	306.669	311.407	312.104	316.873	314.615	311.594	311.594
Prestiti a m / l	2010.351	2006.346	2002.487	2028.128	1992.206	2006.296	2006.337	1999.874	1991.718	2008.942	1980.937	1993.307	2009.258	2005.639	1998.603	2027.904	1995.327	2004.186	2009.895	2009.895
Depositi totali	2266.462	2261.369	2251.824	2306.684	2281.293	2307.283	2321.253	2317.496	2286.182	2327.708	2302.166	2294.673	2291.846	2306.823	2292.582	2333.442	2323.725	2349.045	2359.321	2359.321
Depositi in c / c	933.744	949.775	949.673	987.864	961.395	960.222	969.120	987.385	980.652	983.909	995.281	983.368	986.874	999.258	997.821	1031.528	1010.426	1006.985	1011.276	1011.276
Depositi a risparmio	299.091	298.104	297.323	297.920	298.773	298.950	298.674	297.805	296.904	296.151	295.654	296.064	295.592	294.497	294.053	295.656	296.174	296.140	295.986	295.986
Certif. deposito	1033.627	1013.491	1004.827	1020.900	1021.125	1048.111	1053.459	1032.306	1008.625	1047.648	1011.231	1015.241	1009.381	1013.068	1000.708	1006.258	1017.125	1045.920	1052.059	1052.059
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	0.30	0.27	-0.52	0.38	-1.49	-1.35	-1.52	-1.47	-1.26	-0.91	-1.11	-0.88	-0.70	-0.68	-0.61	-0.09	0.08	-0.20	0.14	0.14
Prestiti in euro	0.56	1.02	-0.87	0.75	-1.29	-1.13	-1.25	-1.20	-1.01	-0.95	-0.77	-0.33	-0.09	-0.73	-0.37	0.43	0.48	-0.18	0.38	0.38
Prestiti in valuta	-14.36	-37.43	28.48	-18.31	-13.73	-15.73	-16.19	-15.81	-22.17	1.75	-19.13	-31.49	-39.85	3.34	-15.89	-32.46	-27.86	-1.73	-15.23	-15.23
Prestiti a breve	-6.00	-4.35	-6.84	-7.01	-5.04	-5.30	-6.60	-5.70	-7.70	-7.30	-4.80	-5.20	-4.70	-4.70	-3.20	-0.60	-0.40	-0.80	-0.10	-0.10
Prestiti a m / l	1.39	1.05	0.58	1.63	-0.89	-0.70	-0.68	-0.78	-0.19	0.16	-0.50	-0.18	-0.05	-0.04	-0.19	-0.01	0.16	-0.11	0.18	0.18
Depositi totali	2.86	2.56	3.21	4.87	2.65	2.45	2.89	1.97	2.05	2.33	1.65	1.77	1.12	2.01	1.81	1.16	1.86	1.81	1.64	1.64
Depositi in c / c	8.96	7.98	9.76	10.78	8.13	8.04	7.83	6.69	7.16	7.28	6.23	5.92	5.69	5.21	5.07	4.42	5.10	4.87	4.35	4.35
Depositi a risparmio	-0.25	-0.23	-0.52	-1.04	-1.74	-1.88	-1.73	-1.71	-1.57	-1.43	-1.44	-1.29	-1.17	-1.21	-1.10	-0.76	-0.87	-0.94	-0.90	-0.90
Certif. deposito	-1.25	-1.28	-1.27	1.39	-0.78	-1.00	0.01	-1.15	-1.45	-0.90	-1.62	-1.09	-2.35	-0.04	-0.41	-1.43	-0.39	-0.21	-0.13	-0.13

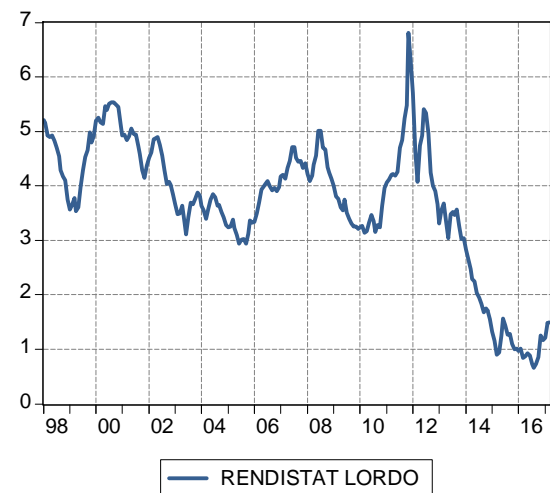
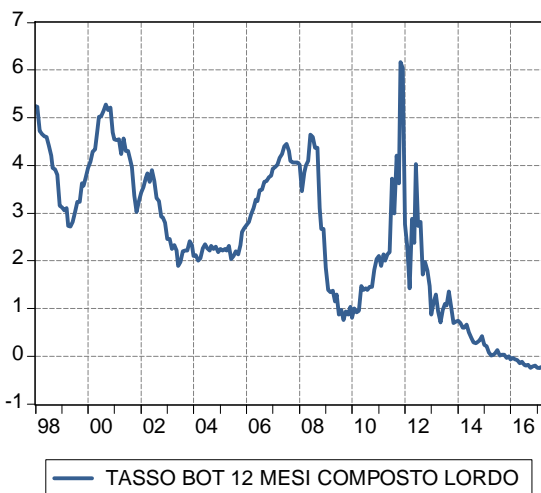
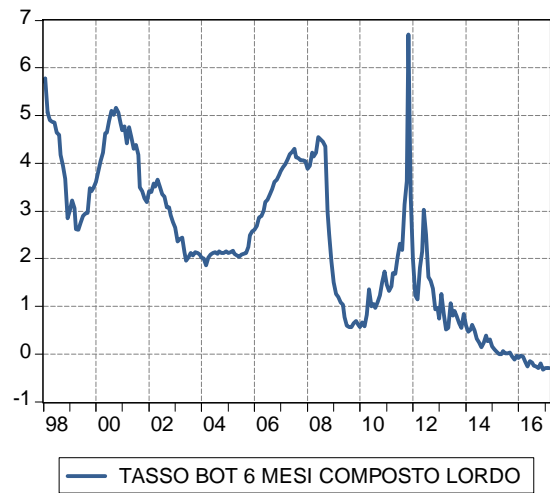
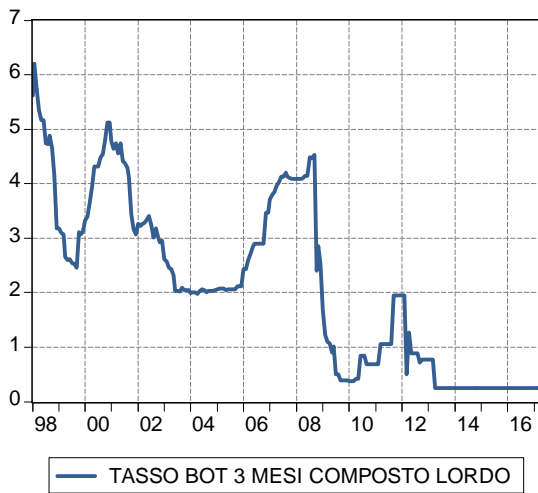
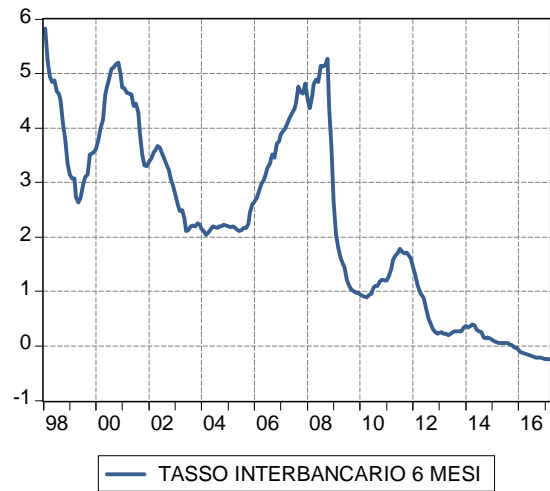
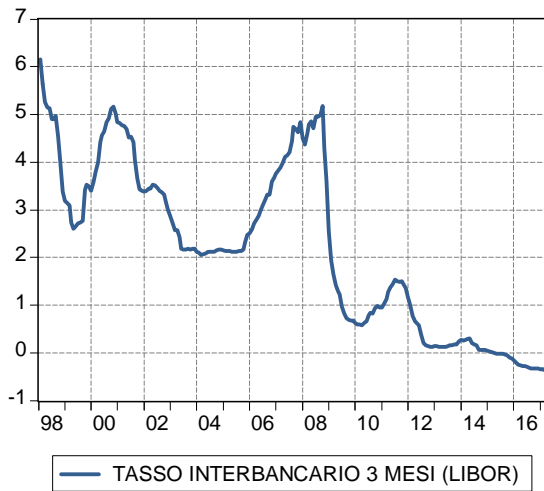
SCENARIO C	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	965	1013	995	1124	1101	1121	1208	1179	1207	1183	1199	1224	1204	1199	1229	1212	1196	1204	1198	1198
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.1	1.2	2.9	5.8	-0.2	3.2	2.4	1.6	2.4	1.9	2.3	1.2	2.0	2.2	1.0	1.7	2.6	1.3	1.6	1.6
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.1	-0.1	0.1	0.5	1.0	1.6	1.3	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2	1.3	1.3	1.1	1.0	1.2	1.1	1.2	1.2
<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	-0.37	-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	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 1m lett.	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.39
T. Interb. 3m lett.	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.36	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35
T. Interb. 6m lett.	-0.21	-0.21	-0.22	-0.22	-0.24	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23
T. Depositi medio	0.42	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	0.45	0.45	0.46	0.46	0.47	0.48	0.48	0.48
T. Prestiti medio	2.96	2.94	2.91	2.84	2.86	2.85	2.85	2.85	2.85	2.86	2.86	2.86	2.87	2.87	2.87	2.87	2.87	2.87	2.87	2.88
T.prest. medio - T.dep. medio	2.54	2.52	2.50	2.43	2.45	2.44	2.43	2.43	2.43	2.43	2.42	2.42	2.42	2.42	2.41	2.41	2.40	2.40	2.40	2.39
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.31	-0.33	-0.28	-0.35	-0.33	-0.34	-0.34	-0.36	-0.35	-0.32	-0.32	-0.31	-0.23	-0.23	-0.25	-0.21	-0.25	-0.20	-0.22	-0.22
T. BOT comp. lordo 6m	-0.26	-0.30	-0.20	-0.32	-0.29	-0.30	-0.30	-0.32	-0.32	-0.26	-0.27	-0.24	-0.12	-0.12	-0.14	-0.08	-0.14	-0.06	-0.10	-0.10
T. BOT comp. lordo 12m	-0.18	-0.24	-0.22	-0.20	-0.25	-0.25	-0.23	-0.26	-0.25	-0.20	-0.20	-0.17	-0.04	-0.04	-0.06	-0.01	-0.06	0.01	-0.01	-0.01
Rendistat lordo	0.73	0.86	1.26	1.17	1.21	1.48	1.50	1.45	1.48	1.55	1.53	1.57	1.72	1.69	1.66	1.72	1.67	1.72	1.70	1.70
Rendistat netto	0.63	0.75	1.10	1.02	1.06	1.30	1.31	1.27	1.30	1.36	1.34	1.37	1.51	1.48	1.45	1.51	1.46	1.51	1.49	1.49
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	0.02	0.26	0.46	0.10	0.34	0.39	0.41	0.37	0.38	0.46	0.43	0.47	0.60	0.59	0.50	0.60	0.56	0.61	0.53	0.53
Rend. BTP a 5 anni	0.34	0.65	0.91	0.66	1.02	0.96	1.11	1.04	1.09	1.15	1.10	1.14	1.27	1.25	1.17	1.25	1.21	1.27	1.21	1.21
Rend. BTP a 7 anni	0.77	1.11	1.46	1.28	1.68	1.65	1.72	1.67	1.70	1.77	1.72	1.75	1.87	1.85	1.79	1.84	1.79	1.86	1.81	1.81
Rend. BTP a 10 anni	1.25	1.68	2.01	1.85	2.30	2.13	2.34	2.30	2.35	2.40	2.36	2.39	2.55	2.53	2.50	2.54	2.50	2.55	2.50	2.50
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2334.851	2328.139	2324.188	2342.116	2310.352	2327.217	2322.715	2316.337	2305.610	2329.852	2300.49	2308.77	2326.91	2319.99	2317.22	2347.97	2320.98	2331.41	2336.19	2336.19
Prestiti in euro	2299.033	2299.557	2288.245	2305.081	2277.739	2297.016	2286.750	2279.505	2283.893	2293.688	2265.401	2280.34	2304.321	2290.13	2286.41	2322.37	2297.10	2301.38	2305.27	2305.27
Prestiti in valuta	35.818	28.583	35.943	37.035	32.613	30.200	35.965	36.833	21.717	36.163	35.092	28.435	22.592	29.862	30.801	25.602	23.880	30.025	30.914	30.914
Prestiti a breve	324.501	321.793	321.701	313.988	318.146	317.816	312.884	310.461	307.189	312.777	313.285	309.184	310.115	307.809	312.151	313.144	317.349	316.180	313.394	313.394
Prestiti a m / l	2010.351	2006.346	2002.487	2028.128	1992.206	2009.401	2009.831	2005.876	1998.421	2017.075	1987.209	1999.591	2016.798	2012.182	2005.065	2034.828	2003.631	2015.226	2022.793	2022.793
Depositi totali	2266.462	2261.369	2251.824	2306.684	2281.293	2312.012	2332.307	2327.496	2295.815	2340.447	2313.943	2304.594	2303.858	2320.617	2305.192	2346.821	2337.413	2365.651	2383.851	2383.851
Depositi in c / c	933.744	949.775	949.673	987.864	961.395	961.822	971.816	991.549	985.319	988.769	1001.184	989.124	993.317	1005.906	1004.184	1037.752	1017.252	1016.549	1024.683	1024.683
Depositi a risparmio	299.091	298.104	297.323	297.920	298.773	299.261	299.231	298.348	297.574	296.870	296.427	296.930	296.445	295.371	295.025	296.604	296.954	297.230	297.387	297.387
Certif. deposito	1033.627	1013.491	1004.827	1020.900	1021.125	1050.930	1061.261	1037.599	1012.922	1054.807	1016.332	1018.540	1014.096	1019.340	1005.982	1012.465	1023.207	1051.872	1061.781	1061.781
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	0.30	0.27	-0.52	0.38	-1.49	-1.19	-1.33	-1.14	-0.92	-0.51	-0.79	-0.55	-0.34	-0.35	-0.30	0.25	0.46	0.18	0.58	0.58
Prestiti in euro	0.56	1.02	-0.87	0.75	-1.29	-0.98	-1.07	-0.88	-0.68	-0.58	-0.46	-0.01	0.23	-0.41	-0.08	0.75	0.85	0.19	0.81	0.81
Prestiti in valuta	-14.36	-37.43	28.48	-18.31	-13.73	-14.91	-15.46	-14.95	-21.00	4.14	-18.28	-30.60	-36.93	4.48	-14.31	-30.87	-26.78	-0.58	-14.04	-14.04
Prestiti a breve	-6.00	-4.35	-6.84	-7.01	-5.04	-5.10	-6.31	-5.17	-7.34	-6.93	-4.45	-4.78	-4.43	-4.35	-2.97	-0.27	-0.25	-0.51	0.16	0.16
Prestiti a m / l	1.39	1.05	0.58	1.63	-0.89	-0.54	-0.51	-0.49	0.15	0.57	-0.19	0.14	0.32	0.29	0.13	0.33	0.57	0.29	0.64	0.64
Depositi totali	2.86	2.56	3.21	4.87	2.65	2.66	3.38	2.41	2.48	2.89	2.17	2.21	1.65	2.62	2.37	1.74	2.46	2.32	2.21	2.21
Depositi in c / c	8.96	7.98	9.76	10.78	8.13	8.22	8.13	7.14	7.67	7.81	6.86	6.54	6.38	5.91	5.74	5.05	5.81	5.69	5.44	5.44
Depositi a risparmio	-0.25	-0.23	-0.52	-1.04	-1.74	-1.78	-1.55	-1.53	-1.35	-1.19	-1.18	-1.00	-0.88	-0.92	-0.77	-0.44	-0.61	-0.68	-0.62	-0.62
Certif. deposito	-1.25	-1.28	-1.27	1.39	-0.78	-0.73	0.75	-0.64	-1.03	-0.22	-1.13	-0.77	-1.89	0.58	0.11	-0.83	0.20	0.09	0.05	0.05

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili

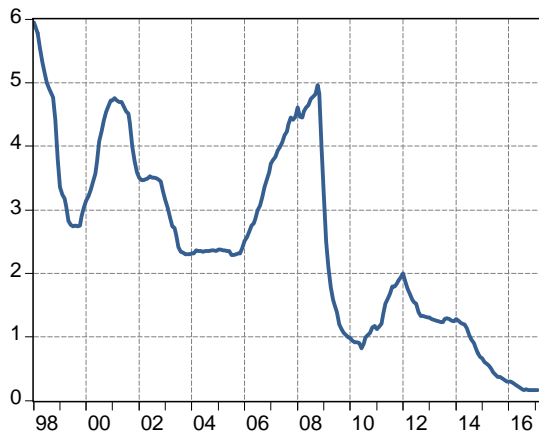


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI  
 Dati mensili

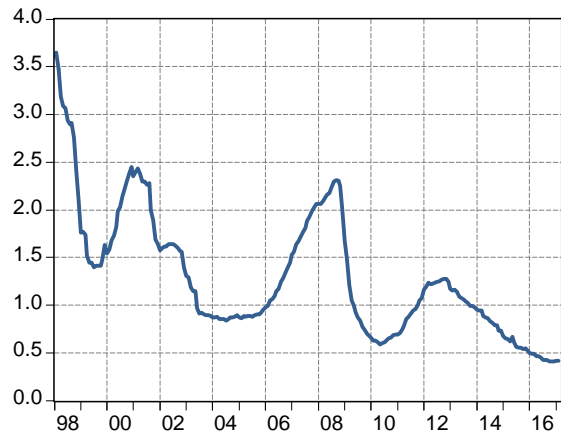


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

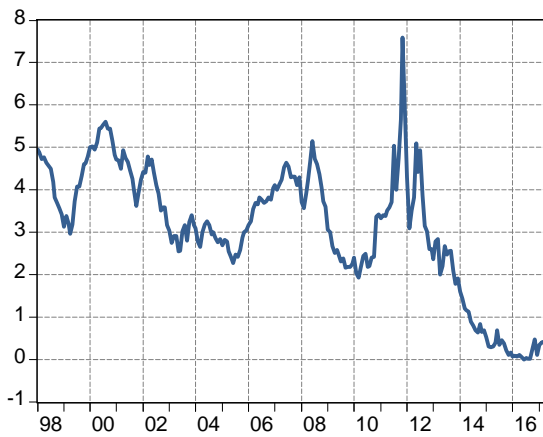
Dati mensili



TASSO PRESTITI MINIMO



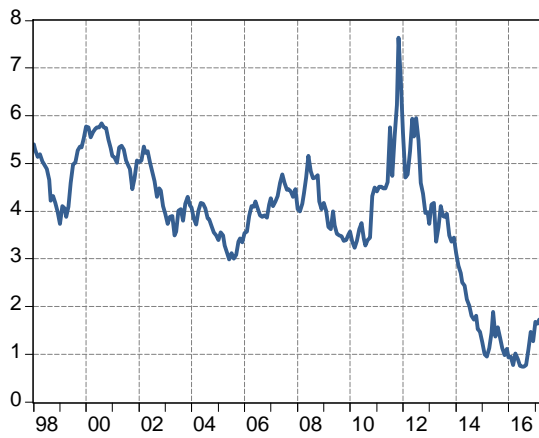
TASSO DEPOSITI MEDIO



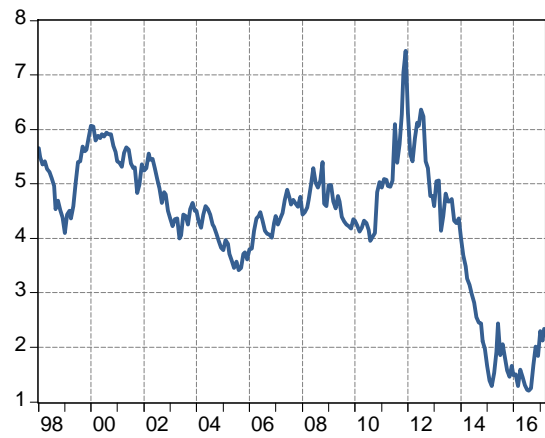
RENDIMENTO A 3 ANNI



RENDIMENTO A 5 ANNI



RENDIMENTO A 7 ANNI



RENDIMENTO A 10 ANNI

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

