

MEFIM

MODELLO
ECONOMETRICO
FINANZIARIO
INTERNAZIONALE
MENSILE

Marzo 2018

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 febbraio 2018.

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

Sullo scenario internazionale dei prossimi mesi peseranno principalmente due fattori: 1) il rischio di una guerra protezionistica ingaggiata dal Presidente degli Stati Uniti e 2) il rischio d'instabilità politica dell'Italia dopo le elezioni del 4 marzo che avrebbe effetti sull'intera Area Euro.

In USA, Trump dopo il raggiungimento dell'obiettivo della riforma fiscale, ha promesso l'imposizione di dazi che non lascerà il resto del mondo indifferente, alimentando inevitabili ritorsioni. Se, quindi, nel 2017 si è assistito al consolidamento e alla sincronizzazione della ripresa a livello globale, l'anno in corso potrebbe essere caratterizzato da un effetto restrittivo non solo dovuto al processo di normalizzazione delle politiche monetarie che hanno terminato (o stanno terminando) il loro ruolo di supporto alle economie, ma

anche da quello innescato da una guerra commerciale. In una situazione come quella che si è venuta a creare negli Stati Uniti, di pieno impiego, politica fiscale espansiva senza precedenti ed eccesso di domanda, che ha generato un'esplosione delle importazioni (+14% t/t nel quarto trimestre dell'anno scorso) tale effetto restrittivo potrebbe essere visto in termini positivi di contro-bilanciamento. Non va tuttavia dimenticato che il protezionismo è sempre controproducente perché aumenta l'inefficienza nell'allocazione delle risorse produttive (non acquisto da partner stranieri di prodotti a più basso costo) e una sua degenerazione verso un'implosione del commercio internazionale è molto probabile, perché una volta accesa la miccia è arduo tornare indietro. Infine, proprio per l'ultima considerazione sull'inefficienza, il protezionismo potrebbe forse risolvere il problema del deficit commerciale, ma alimentare ulteriori spinte inflazionistiche (i prodotti nazionali potrebbero essere più costosi di quelli esteri) dopo quelle già in atto dal mercato del lavoro (in febbraio la crescita tendenziale dei salari orari si è portata vicina al 3%). Se da un lato tali rischi non sono per il momento ancora emersi dai dati effettivi degli indicatori dei prezzi (il *core PCE price index* è fermo a +1.5% a/a in termini tendenziali) dall'altro, da inizio anno i mercati finanziari hanno corretto al rialzo le loro aspettative inflazionistiche e, come messo in evidenza il mese scorso, questo si è tradotto in un aumento consistente dei rendimenti sui titoli di Stato decennali americani. In febbraio, sono arrivati a lambire la soglia critica del 3%. Pertanto, nonostante i dati mensili di gennaio sulla crescita economica abbiano dimostrato qualche incertezza, non abbiamo modificato gli scenari rispetto al mese scorso, continuando ad assegnare un'alta probabilità che la Fed debba aumentare quattro volte i tassi ufficiali nel 2018, con rialzi di 25 centesimi ciascuno a marzo, giugno, settembre e dicembre (Scenario C – probabilità 60%). Ciò deriva dal fatto che la debolezza dei dati di gennaio è attribuibile a fattori meteorologici temporanei e dalle parole del nuovo Presidente della Fed, Jerome Powell, che ha sostituito Janet Yellen dal 5 febbraio, espresse durante il suo primo intervento ufficiale davanti al Congresso. Powell non ha nascosto il pericolo di un'economia che continuerà a crescere sempre di più e quindi si è espresso in favore di maggiori rialzi rispetto a quanto si aspettavano in precedenza i mercati.

Nell'Area Euro, il ciclo economico ha consolidato la crescita del PIL sopra il 2.5% in modo duraturo senza l'evidenza di tensioni sui prezzi (l'indice *core* in febbraio è all'1% a/a in termini di variazione tendenziale). Il fatto che la Germania cresca di più all'interno dell'area e abbia un tasso di disoccupazione molto basso (nel quarto trimestre del 2017 il PIL tedesco ha registrato un incremento particolarmente robusto di +2.9% a/a a fronte di un +1.6% di quello italiano) non toglie spazio a Draghi nel continuare l'espansione monetaria e rinviare il momento della normalizzazione (Scenario C – Probabilità 60%). Questo perché: 1) nonostante la contrattazione salariale nel settore metalmeccanico tedesco si sia conclusa con una concessione generosa d'incrementi in busta paga di +4.3% (a fronte delle richieste del sindacato IG-Metal di +6%) e quindi vadano monitorati gli effetti sui prezzi nei prossimi mesi, per il momento l'inflazione in Germania si è ridimensionata (a 1.3% a/a il *core* in gennaio) e rimane ben al di sotto dell'obiettivo del 2%; 2) l'effetto restrittivo della forza dell'euro si è fatto sentire sul flusso delle esportazioni; 3) e quello del protezionismo promesso da Trump penalizzerà l'Europa nei prossimi mesi se venisse messo in atto in modo concreto. In ogni caso, la politica monetaria dipenderà soprattutto dall'esito delle elezioni in Italia del 4 marzo. La probabilità che non emerga una maggioranza in grado di governare, imporrà alla BCE molta cautela nello stabilire l'avvio del processo di normalizzazione, perché l'instabilità politica in un Paese con elevato debito pubblico potrebbe avere ripercussione sull'intera area.

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

Va, infine, sottolineato che **Weidmann**, attuale Presidente della Deutsche Bundesbank e aspirante sostituto di Draghi nel 2019 alla presidenza della BCE, ha dichiarato che non vede motivi per continuare il *Quantitative Easing* oltre dicembre dell'anno in corso e non è escluso che nel 2019 s'inizi a rialzare i tassi. Quest'affermazione **ammorbidisce leggermente la posizione da "falco"**, tipica di Weidmann, visto che ha parlato di dicembre e non di settembre, data dell'estensione del QE finora decisa dalla BCE.

In Giappone, mentre prosegue la lotta alla deflazione, l'apprezzamento dello yen ha penalizzato il canale estero, sottraendo alla ripresa questa componente particolarmente importante per il ciclo economico nipponico. La crescita del PIL nel quarto trimestre del 2017, limitata a +1.6% in termini tendenziali, ha allontanato il traguardo di una ripresa più solida sopra il 2% e **le recenti inattese dichiarazioni del Presidente della Banca del Giappone, Kuroda, sulle future intenzioni di politica monetaria non hanno aiutato**, perché hanno dato ancora più forza allo yen. Dopo che, in gennaio, il governo di Shinto Abe aveva riconfermato Kuroda alla guida della Banca Centrale del Giappone per un suo secondo mandato di altri cinque anni, in febbraio il Parlamento ha dato il suo via libera definitivo. Oltre a Kuroda, sono stati nominati come vice-presidenti Amamiya e Wakatabe. Il primo ha progettato le politiche ultra-espansive di Kuroda e il secondo ha spesso sostenuto uno stimolo più aggressivo da parte della BoJ. Pertanto, **nelle prime tre posizioni più importanti dell'Istituto Centrale sono state nominate tre "colombe" che difficilmente cambieranno gli equilibri di potere all'interno del Consiglio**. Tuttavia, con la Fed che sta già aumentando i tassi e la BCE che sta discutendo sulla normalizzazione, probabilmente Kuroda ha ricevuto pressioni crescenti per fornire dettagli su quando potrebbe seguirne l'esempio e **ha affermato che comincerà a pensare a come uscire dal massiccio programma di stimolo monetario intorno all'inizio dell'anno fiscale del 2019** (cioè aprile). A nostro avviso, tale dichiarazione aveva semplicemente l'intento di fornire chiarezza sui tempi della normalizzazione della politica monetaria, che rimane ben lontana, e non, com'è stata interpretata dai mercati, di rappresentare un'inversione di tendenza vera e propria.

Dopo aver raggiunto a inizio dell'anno in corso i 70 dollari al barile per il Brent e i 66 per il WTI, ai massimi da dicembre del 2014, il prezzo del petrolio in febbraio ha corretto verso il basso, rispettivamente a 63 e 60. Resta, pertanto, da chiedersi se si tratti di un aggiustamento temporaneo o se i livelli di gennaio rappresentino un tetto massimo. I fattori a favore della prima ipotesi sono: 1) dal lato dell'offerta si è verificato un crollo vertiginoso delle scorte negli USA in un periodo dell'anno nel quale generalmente si accumulano perché le raffinerie tendono a sospendere la produzione per manutenzione. La causa della riduzione dello stoccaggio è da attribuire principalmente a una combinazione d'importazioni più basse e maggiori esportazioni. L'indice *Comparative Inventory (CI)* che confronta i livelli attuali di scorte con la media quinquennale, mostra che l'eccesso di offerta di petrolio degli Stati Uniti è terminata. Il calo delle scorte è particolarmente pronunciato presso il principale *hub* petrolifero di Cushing, in Oklahoma, sede del regolamento del *benchmark* WTI. A novembre del 2017, Cushing deteneva ancora oltre 60 milioni di barili. Nelle ultime sei settimane è sceso a 16 milioni. 2) Sul mercato dei *future*, le posizioni *long* che scommettono al rialzo superano ancora le posizioni *short* (che scommettono al ribasso) di 11 a 1, anche se si sono ridimensionate rispetto a gennaio. 3) I paesi OPEC si preparano all'*exit strategy* sui tagli alla produzione a fine 2018. Dall'altro lato i fattori a favore di un assestamento del prezzo del petrolio sotto quota 70 dollari per il Brent e 65 per il WTI sono i seguenti: 1) la produzione statunitense *shale oil* è aumentata a oltre 10 milioni di barili al giorno e secondo l'EIA (*Energy Information Administration*) nel 2018-2019 potrà superare la soglia degli 11 milioni, trasformando gli USA nel principale produttore mondiale di petrolio. A prezzi correnti, il mercato sta incentivando le società statunitensi di *shale* a produrre di più; 2) prezzi troppo alti smorzerebbero la domanda; 3) le preoccupazioni sull'inflazione e i tassi d'interesse più elevati agiranno in termini restrittivi sull'economia; 4) la rivoluzione digitale e la ricerca di una maggiore efficienza, dopo la politica dei prezzi bassi attuata dai Paesi OPEC nel 2014-15 per far uscire dal mercato i concorrenti statunitensi, hanno spinto gli operatori ad adottare le nuove tecnologie *blockchain*, che consentono l'elaborazione e la registrazione online diretta delle transazioni tra le parti, senza la necessità di un intermediario. La maggiore velocità nelle transazioni e i minori costi di elaborazione dei documenti rispetto a quelli cartacei hanno aumentato i margini di profitto nel mercato petrolifero. Sulla base della precedente analisi, riteniamo che le forze rialziste prevarranno nei prossimi mesi, ma molto dipenderà dal protezionismo annunciato da Trump. Se intende fare sul serio, i prezzi del petrolio rimarranno sotto i 70 dollari per il Brent e sotto i 65 per il WTI.

GLI ULTIMI DATI

In USA, la revisione dei dati sul PIL del quarto trimestre del 2017 non ha portato a sostanziali modifiche. La variazione trimestrale annualizzata ha aggiustato leggermente verso il basso a +2.5% t/t dal preliminare di +2.6%, mentre quella tendenziale è rimasta ferma a +2.5%. Pertanto, viene ribadito il quadro macroeconomico messo in evidenza il mese scorso: **nella parte finale del 2017 il ciclo economico americano, pur segnando un ridimensionamento rispetto al terzo trimestre, nel quale aveva registrato un +3.2% t/t, rimane solido. Appare tuttavia evidente un disequilibrio a favore dei consumi, che sono cresciuti di +3.8% t/t contribuendo alla crescita del PIL con un importante +2.6% t/t, a fronte di una dinamica degli investimenti non sufficiente a soddisfare la domanda interna. Questo emerge dall'ampio decumulo di scorte, che ha pesato per un -0.7% t/t, e dall'impennata delle importazioni di +14% t/t (rivisto da +13.9% del preliminare) che hanno sottratto crescita per un -2% t/t. La revisione al rialzo degli investimenti fissi a +8.1% t/t da +7.9% del dato preliminare, grazie a un migliore andamento di quelli residenziali (+13.1% t/t rispetto alla stima provvisoria di +11.7%) non è stata sufficiente a riequilibrare le forze interne di domanda e offerta, nonostante l'apporto degli investimenti fissi alla crescita del PIL sia stato soddisfacente (+1.3% t/t). Anche le esportazioni sono state riviste al rialzo a +7.1% t/t da +6.9% del dato preliminare, ma non hanno impedito che il canale estero complessivamente sottraesse un -1.1% t/t alla ripresa. Questi dati fanno comprendere, ma non giustificare, la linea protezionistica che Trump intende seguire.**

I dati mensili, prevalentemente relativi a gennaio e quindi rilevanti per comprendere come il ciclo economico americano abbia iniziato l'anno in corso, **sono risultati piuttosto deboli, sia dal lato dell'offerta sia della domanda.** In gennaio, la maggior parte delle rilevazioni ha sorpreso in negativo: la produzione industriale, gli ordini di beni durevoli e le vendite al dettaglio hanno registrato rispettivamente -0.1% m/m, -3.7% e -0.3%, contro aspettative degli economisti di +0.2%, -2% e +0.2%. Il pesante calo degli ordini si attenua a -0.3% m/m se si depura la serie dalla componente più volatile dei trasporti, ma resta negativo, soprattutto se confrontato con l'atteso +0.4%. In febbraio la fiducia dei produttori, letta attraverso l'indice NAPM, pur rimanendo a livelli storicamente elevati, ha subito un forte ridimensionamento a 61.9 da 65.7. **Va tuttavia sottolineato che i dati risentono delle rigide condizioni meteorologiche che hanno colpito gli USA a inizio anno, pertanto la loro debolezza va interpretata come un effetto temporaneo. Ci si aspetta che l'economia riacceleri nel resto del 2018.**

Due sono i dati sui quali è necessario porre l'attenzione perché confermano il rischio di un eccesso di consumi già emerso dalle rilevazioni trimestrali e potrebbero rappresentare sintomi d'inflazione futura: 1) **l'esplosione della fiducia dei consumatori** (in febbraio, il *Conference Board* è balzato a 130.8 da 124.3 del mese precedente) e 2) **l'incremento consistente dei salari orari** (in gennaio, sono aumentati di +0.3% m/m insieme a un +0.4% del mese precedente rivisto da +0.3%, portando la variazione tendenziale a un preoccupante +2.9% a/a) spinti dalle condizioni di pieno impiego del mercato del lavoro. In gennaio, è stato confermato il basso livello del tasso di disoccupazione al 4.1% e l'occupazione è aumentata in modo rilevante di +200.000 unità, dopo il +160.000 del mese precedente (rivisto al rialzo da +148.000). Le aspettative degli economisti erano più caute (+180.000).

Per il momento l'inflazione resta contenuta: in dicembre, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi PCE (*Personal Consumption Expenditures*) l'indicatore preferito dalla Fed, si è portato a +1.7% a/a da +1.8% del mese precedente e **l'indice core**, depurato dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, è rimasto fermo a +1.5% a/a. Pertanto, se da un lato i dati mensili ad oggi disponibili non evidenziano ancora inflazione, i rischi di un suo incremento potrebbero essere alle porte.

USA

La fiducia dei consumatori esplode e i salari si avvicinano al 3%

Quanto è stato evidenziato finora, è stato recepito dai mercati finanziari che hanno corretto verso l'alto le loro aspettative sull'inflazione futura. L'impatto di tale correzione emerge con evidenza dall'aumento dei rendimenti sui titoli di Stato decennali americani, che in febbraio hanno lambito la soglia del 3%.

A fronte dell'analisi precedente, manteniamo invariati gli scenari rispetto al mese scorso, assegnando un'alta probabilità all'eventualità che nel 2018 la Fed debba intervenire sui tassi ufficiali con quattro rialzi da 25 punti base ciascuno a marzo, giugno, settembre e dicembre (Scenario C – probabilità 60%) anziché tre, come prospettato dalla Fed alla riunione di dicembre del 2017.

In Giappone, i dati preliminari del PIL del quarto trimestre del 2017 hanno parzialmente deluso, evidenziando un ridimensionamento del ciclo economico: la crescita congiunturale si è limitata a un +0.1% t/t, contro un atteso +0.2%, e quella tendenziale a +1.6% a/a. Nel trimestre precedente i risultati si erano dimostrati più brillanti con un +0.6% t/t e un +1.9% a/a, rivisto al ribasso da +2.1%. **Si è pertanto allontanata la speranza di un ritmo di crescita sopra il 2%.** Tuttavia, dall'analisi delle singole componenti, si può notare come la debolezza dei consumi, registrata nel terzo trimestre, sia stata superata: questi ultimi, infatti, hanno trainato la ripresa con un +0.3% t/t, ribaltando la situazione del trimestre precedente, nel quale avevano contribuito negativamente con un pesante -0.4% (rivisto da -0.3%). La domanda interna, inoltre, ha determinato un incremento delle importazioni (+2.9% t/t) che, essendo sostanzialmente in linea con la dinamica delle esportazioni (+2.4%) ha azzerato il contributo del canale estero. Si ricorda che quest'ultimo aveva rappresentato la componente trainante nel terzo trimestre (+0.5%) a causa di un calo delle importazioni conseguente alla limitatezza dei consumi. **Completamente in stallo risultano gli investimenti fissi e ininfluenti sulla ripresa la spesa pubblica.** Il lieve decumulo di scorte, che hanno contribuito negativamente con un -0.1% t/t, potrebbe rappresentare maggiore crescita nei prossimi trimestri per l'effetto ricostituzione del magazzino.

I dati mensili, prevalentemente relativi a gennaio, hanno deluso sia dal lato dell'offerta sia della domanda, confermando l'analisi sui trimestrali di un'economia nipponica meno reattiva rispetto alle altre macro-aree. In gennaio, la produzione industriale ha registrato un calo importante di -6.6% m/m, dopo l'incremento di +2.9% del mese precedente. Gli economisti si attendevano un pesante risultato negativo (-4%) ma non così rilevante. Stesso discorso va fatto per le vendite al dettaglio, che hanno evidenziato una contrazione di -1.8% m/m a fronte di un atteso -0.6%. Tuttavia, tenendo in considerazione che a dicembre e novembre era stato registrato un +0.9% e +1.8%, il saldo complessivo degli ultimi tre mesi rimane ancora positivo e la fiducia dei consumatori è rimasta stabile a 44.7, un livello sul quale staziona da due mesi.

Gli ordini di macchinari industriali, dopo una serie di rialzi consistenti che durava da luglio (ad eccezione di settembre) hanno subito a dicembre un crollo di quasi il 12% m/m, quando invece era atteso un decremento limitato a -2%. Tiepida è risultata anche la fiducia dei produttori, che in febbraio si è ridimensionata a 54 da 54.8 del mese precedente.

Progressi sono stati registrati invece sul fronte della lotta alla deflazione: in gennaio, la variazione tendenziale del CPI (*Consumer Price Index*) globale si è portata a +1.3% a/a da +1% del mese precedente, anche se quello *core* ha corretto leggermente verso il basso a +0.8% a/a da +0.9%. Le tariffe dell'elettricità e i prezzi della benzina sono state le voci di spesa che hanno contribuito al rialzo dell'inflazione, mentre le tariffe telefoniche hanno pesato in negativo.

Pur ritenendo che non ci sia all'orizzonte di breve-medio termine nessuna modifica di politica monetaria, va sottolineato che il Governatore Kuroda, probabilmente messo sotto pressione per fornire indicazioni sulla normalizzazione, ha dichiarato che la Banca

GIAPPONE

I dati mensili deludono sia dal lato della domanda sia dell'offerta

del Giappone comincerà a pensare a come uscire dal suo massiccio programma di stimolo monetario intorno all'inizio dell'anno fiscale 2019 (aprile). Questa affermazione ha pesato sullo yen che si è rafforzato e questo penalizzerà le esportazioni nipponiche.

In Area Euro, i dati preliminari trimestrali del PIL relativi al quarto trimestre del 2017, disponibili per il momento ancora solo in forma aggregata, sono stati confermati con la seconda stima pubblicata in febbraio. **Il PIL è aumentato di +0.6% su base congiunturale e +2.7% in termini tendenziali**, in linea con le attese. **Pertanto, la crescita consolida i risultati già registrati nel trimestre precedente di +0.7% t/t e +2.8% a/a**, con un ritmo oramai stabile sopra il 2.5%.

I dati mensili, prevalentemente relativi a dicembre, confermano la crescita robusta soprattutto dal lato dell'offerta. La produzione industriale ha registrato un incremento di +0.4% m/m, superando le aspettative (+0.1%) ed è stato rivisto al rialzo il dato di novembre a +1.3% m/m (da +1%). Anche l'importante settore delle costruzioni ha mantenuto una dinamica positiva, sia pur limitata, con un +0.1%, anche se il dato del mese precedente è stato rivisto al ribasso a +0.2% da +0.5%. **Il canale estero ha risentito della forza dell'euro, con un ridimensionamento delle esportazioni a +1.7% m/m da +4.1% del mese precedente (rivisto da +3.4%) ma il saldo della bilancia commerciale è migliorato a quasi 24 miliardi di euro dai 22 di novembre, perché anche le importazioni hanno rallentato a +0.9% da +2.8% (rivisto da +1.6%).** I dati su quest'ultima componente sono in sintonia con un raffreddamento delle vendite al dettaglio, che sono diminuite di -1.1% m/m, in linea con le attese. Va comunque sottolineato che il dato di novembre è stato rivisto al rialzo a +2% m/m da +1.5% e che il buon andamento del mercato del lavoro, con un tasso di disoccupazione stabile all'8.7%, dovrebbe garantire la forza dei consumi nei prossimi mesi.

In febbraio, la fiducia di consumatori e imprenditori ha segnato qualche arretramento, ma, dopo la serie di aumenti inanellati durante il 2017, rimane ancora a livelli storicamente elevati: l'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) si è portato a quota 114.1 da 114.9 del mese precedente (rivisto da 114.7) incontrando le attese degli operatori; il PMI, che interpreta specificatamente la fiducia dei produttori, è sceso sia nel settore manifatturiero (a 58.5 da 59.6 di gennaio) sia in quello dei servizi (a 56.7 da 58).

Nonostante la forza del ciclo economico dell'Eurozona, dai dati più recenti non emergono ancora segnali inflazionistici, complice, probabilmente, un mercato del lavoro in buona salute ma ben al di sotto del suo potenziale: in febbraio, l'indice globale HCPI (*Harmonized Consumer Price Index*) in termini tendenziali si è ridimensionato a +1.2% a/a da +1.3% del mese precedente e l'indice *core* è rimasto stabile a +1% a/a.

L'assenza di rischi inflazionistici e l'effetto restrittivo derivante dal super-euro lasciano ancora margini alla BCE per un atteggiamento accomodante, com'è emerso alla riunione di gennaio. Assegniamo un'alta probabilità che tale atteggiamento sia mantenuto nel 2018 (Scenario C – probabilità 60%).

In Germania, i dati trimestrali sul PIL del quarto trimestre del 2017, confermano e amplificano il ruolo di locomotore dell'economia tedesca all'interno dell'Area Euro. La crescita congiunturale si è attestata a +0.6%, portando quella tendenziale a +2.9%. Nel trimestre precedente erano state rispettivamente di +0.7% t/t e +2.7% a/a (riviste da +0.8% t/t e +2.8% a/a). **Il buon risultato deriva ancora una volta dal canale estero, con un contributo rilevante alla crescita di +0.5% t/t.** Sia le esportazioni sia le importazioni hanno mantenuto una dinamica positiva, ma le prime si sono rafforzate di più con un incremento consistente di +2.7% t/t (da +1.8% del terzo trimestre) rispetto a +2% delle seconde (da +1.1%). Per il momento, quindi, sembra che l'economia tedesca non abbia risentito del forte apprezzamento dell'euro in atto da novembre del 2017, ma questa componente sarà da monitorare nei prossimi trimestri, anche perché i dati mensili sulle

AREA EURO

Ancora assenti segnali inflazionistici, il super-euro penalizza le esportazioni, ma non il saldo commerciale perché calano anche le importazioni

Germania

esportazioni disponibili solo per dicembre testimoniano un inizio di sofferenza, con una loro invarianza, da +4.1% m/m del mese precedente. A parte un limitato contributo di +0.1% t/t della spesa pubblica, tutte le altre componenti dei consumi, investimenti e scorte non hanno supportato la crescita.

Dai dati mensili, relativi principalmente a dicembre, quindi meno rilevanti perché già incorporati nelle rilevazioni trimestrali sopra analizzate, sembra che l'economia tedesca a fine 2017 si sia presa un momento di riflessione dopo tanta corsa durante l'anno. La produzione industriale, le costruzioni e le vendite al dettaglio hanno registrato rispettivamente cali dell'ordine di -0.6% m/m, -1.7% e -1.3%, dopo i brillanti risultati di novembre di +3.1%, +0.9% e +2%. Il dato molto positivo degli ordini all'industria nel settore manifatturiero di +3.8% m/m ci fa capire che la debolezza degli indicatori precedenti è solo temporanea e che la crescita si manterrà robusta nel 2018. In febbraio, il tasso di disoccupazione è rimasto stabile al 5.4%.

La fiducia dei produttori probabilmente ha risentito 1) della forza dell'euro, 2) dell'esito della contrattazione salariale nel settore metalmeccanico che ha ottenuto un incremento di +4.3% delle buste paga e 3) dell'impasse politica, con la fissazione per il 4 marzo di un referendum interno all'SPD sulla grande coalizione Merkel-Schulz. In febbraio, l'indice Ifo si è portato a 115.4 da 117.6 di gennaio e l'indice PMI a quota 60.3 (da 61.1) nel settore manifatturiero e a 55.3 (da 57.3) in quello dei servizi.

Il fatto che il ciclo economico tedesco basi la sua forza sul canale estero a fronte di una domanda interna stazionaria, come è emerso dalle rilevazioni trimestrali, spiega il perché ad inizio dell'anno in corso l'inflazione si sia ulteriormente ridimensionata: in febbraio, l'indice dei prezzi al consumo globale armonizzato ha rallentato a +1.2% a/a da +1.4% del mese precedente e il *core* a +1.3% a/a da +1.4%, anche se quest'ultimo si riferisce a gennaio. Tuttavia, l'incremento salariale ottenuto dal sindacato Ig-Metal, riducendo la competitività delle imprese tedesche, potrebbe invertire la tendenza nei prossimi mesi.

Anche in Francia, una seconda stima dei dati sul PIL relativi al quarto trimestre ha confermato la fase positiva del ciclo economico. La crescita congiunturale si è attestata a +0.6%, dopo il +0.5% del terzo trimestre e quella tendenziale a +2.5% (rivisto da +2.4%) da +2.3% a/a dei tre mesi precedenti. La componente che ha maggiormente contribuito alla crescita è stata quella del canale estero con un +0.6% t/t, grazie a una dinamica positiva delle esportazioni (+2.4% t/t, rivisto da +2.6%) ben sopra quella delle importazioni (+0.3%, rivisto da +0.7%). Pertanto, è stata superata la debolezza di questo settore, dimostrata nel trimestre precedente, nel quale aveva registrato un pesante contributo negativo (-0.4% t/t, rivisto da -0.5%). Resta, tuttavia, da verificare nel prossimo futuro, come per l'intera area, la tenuta di questa componente all'apprezzamento dell'euro. È da segnalare il forte decumulo di scorte. Queste hanno sottratto crescita per un -0.4% t/t (rivisto da -0.5%) in parte giustificato dal risultato di segno opposto del trimestre precedente (+0.3%). Comunque il decumulo va visto come fonte di crescita nei trimestri futuri per la fisiologica ricostituzione del magazzino.

Sul fronte interno, la revisione dei dati ha portato a un maggiore forza degli investimenti con un contributo di +0.3% t/t rispetto ai consumi che hanno supportato la crescita solo per un +0.1% (rivisto da +0.2%). Ciò limita l'emergere di rischi inflazionistici.

I dati mensili hanno dimostrato la forza del ciclo economico francese già emersa dalle rilevazioni trimestrali, dal lato dell'offerta, della domanda e del mercato del lavoro. In dicembre, il tasso di disoccupazione ha segnato un'ulteriore limatura verso il basso al 9.2% dal 9.3% del mese precedente. Progressi sono stati registrati dall'attività produttiva: la produzione industriale è aumentata di +0.5% m/m e le costruzioni di +4.1%. In gennaio, le vendite al dettaglio sono cresciute di +0.6% m/m.

Francia

Come in Germania, a febbraio la fiducia di produttori e consumatori francesi si è ridimensionata, forse a causa delle preoccupazioni sul rafforzamento dell'euro e per l'avvicinarsi della normalizzazione della politica monetaria: gli indici Insee hanno corretto verso il basso sia per i produttori (a 112 da 114 di gennaio) sia per i consumatori (a 100 da 104). Entrambi hanno deluso le attese.

Nessun segnale di pressioni inflazionistiche emerge dai dati di febbraio, nonostante la crescita robusta: la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi al consumo armonizzato è tornata a +1.3% a/a da +1.5% del mese precedente e quella relativa al *core* a +0.8% a/a da +1% (rivisto al rialzo da +0.6%).

In Italia, i dati preliminari sul PIL relativi al quarto trimestre del 2017, disponibili per il momento solo in forma aggregata, dimostrano un sentiero di ripresa più contenuto rispetto agli altri principali Paesi dell'Area Euro. La crescita è stata pari a +0.3% in termini congiunturali e +1.6% in termini tendenziali. Quest'ultima rimane inferiore di oltre un punto percentuale rispetto alla media europea (+2.9% in Germania, +2.5% in Francia, +3.1% in Spagna). Va sottolineato, comunque, che si tratta di un risultato positivo perché, se tali dati preliminari dovessero essere confermati, nell'intero 2017 la crescita di attesterebbe a +1.5% in progresso rispetto al +1% del 2016. Resta chiaro che l'evoluzione del ciclo economico italiano nel 2018 dipenderà dall'esito delle elezioni del 4 marzo.

Italia

I dati mensili hanno dimostrato un buon ritmo di crescita dal lato dell'offerta, un ottimismo diffuso tra i produttori e miglioramenti nel mercato del lavoro. In dicembre, la produzione industriale, le costruzioni e gli ordini all'industria hanno registrato incrementi rilevanti rispettivamente di +1.6% m/m (doppio rispetto alle attese) +2.1% e +6.5%. Il brillante dato sugli ordinativi lascia sperare in una crescita positiva dell'attività produttiva anche nei prossimi mesi. **Questo trova riscontro nell'andamento della fiducia dei produttori che in febbraio ha segnato un balzo sia nel settore manifatturiero,** raggiungendo quota 110.6 da 109.9 del mese precedente (in controtendenza rispetto alle aspettative degli economisti che prevedevano in aggiustamento verso il basso a 109.2) **sia nel settore dei servizi,** per il quale si è attestata a 109.9 da 105.8. **Il tasso di disoccupazione continua la sua lenta discesa:** in dicembre è stato pari al 10.8% dal 10.9% del mese precedente (in ottobre era all'11.1%). Di ciò, però, non ha beneficiato la domanda, dal momento che le vendite al dettaglio sono diminuite di -0.3% m/m e il dato del mese precedente (novembre) è stato rivisto al ribasso a +0.9% dalla prima stima di +1.1%. La fiducia dei consumatori a febbraio è risultata pressoché stabile a 115.6 da 115.5 di gennaio.

Infine, permangono le preoccupazioni dal canale estero: in gennaio, le esportazioni verso i Paesi extra-UE sono diminuite di -3.7% m/m, dopo il -1.9% del mese precedente (rivisto da -1.8%). Tuttavia il saldo commerciale non è stato compromesso perché anche le importazioni hanno registrato una dinamica fortemente negativa di -4.1% m/m.

Coerentemente con la crescita più lenta, l'inflazione italiana risulta essere più bassa rispetto agli altri principali Paesi dell'Area e in ridimensionamento con gli ultimi dati. In febbraio, l'HCPI globale in termini di variazione tendenziale a gennaio si è indebolito a +0.7% a/a da +1.2% del mese precedente e l'indice *core* è rimasto stabile a +0.8% a/a.

I rendimenti dei titoli di Stato italiani non hanno risentito del clima preelettorale, mantenendosi sotto la soglia del 2% con uno *spread* intorno a 130 punti base, probabilmente grazie all'intervento della BCE attraverso il suo programma di acquisti. Tuttavia l'esito delle elezioni del 4 marzo detterà la tendenza nei prossimi mesi.

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

GLI SCENARI

A (30%)

USA: la riforma fiscale ha un effetto più limitato di quanto ci si attende, delineando una crescita del PIL tra il 2.5% e il 3% a/a. Emergono rischi inflazionistici da salari, tuttavia il prezzo del petrolio aumenta solo moderatamente e l'inflazione rimane contenuta sia pur vicino all'obiettivo della Fed. La Banca Centrale effettua tre rialzi dei tassi di riferimento di 25 punti base ciascuno nel 2018, a marzo, giugno e settembre. Nel medio periodo, il dollaro si porta verso quota 1.26 nei confronti dell'euro e i rendimenti del decennale americano restano intorno al 2.8%.

Area Euro: la crescita economica solida si rafforza verso il 3% e l'inflazione si porta verso il 2%.

Una volta superate le elezioni italiane di marzo del 2018, la BCE guida le aspettative di mercato verso una non-estensione del *Quantitative Easing* oltre la scadenza di settembre 2018. La dichiarazione definitiva della conclusione della politica monetaria espansiva comporta l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona. In Italia, dalle elezioni emerge una grande coalizione in grado di governare senza populismi e senza mettere a rischio i conti pubblici. I rendimenti salgono in sintonia con il resto dell'area, ma restano poco sopra il 2%. Lo *spread* rimane stabile intorno a 135 punti base nei confronti del *Bund* tedesco.

B (10%)

USA: la riforma fiscale ha un effetto molto espansivo, delineando una crescita del PIL tra il 3% e il 3.5% a/a. Il prezzo del petrolio aumenta alimentando rischi inflazionistici da materie prime che s'intrecciano con quelli da salari. La Fed è costretta ad aumentare i tassi ufficiali quattro volte durante il 2018, di 25 punti base ciascuna, a marzo, giugno, settembre e dicembre, ma i mercati hanno la sensazione che sia in ritardo nel controllo dell'inflazione. Nel medio termine, i rendimenti decennali americani si spingono ben sopra il 3% e il dollaro resta debole intorno a quota 1.24 nei confronti dell'euro.

Area Euro: continua la crescita economica solida intorno al 2.5%, ma l'inflazione rimane moderata sotto il 2%.

Attraverso una buona gestione del linguaggio di comunicazione, la BCE mantiene aperta la data di fine del *Quantitative Easing*, guidando le aspettative dei mercati verso un'inversione di tendenza molto graduale della politica monetaria ed evitando che si generi un effetto restrittivo indiretto. I rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona risalgono in sintonia con quelli americani, ma molto moderatamente. In Italia, invece, la mancanza di una maggioranza e l'emergere di populismi penalizzano in particolar modo i rendimenti dei titoli di stato che possono raggiungere anche il 2.35%-2.40%, con un allargamento dello *spread* a 160 punti base rispetto al *Bund*.

C (60%)

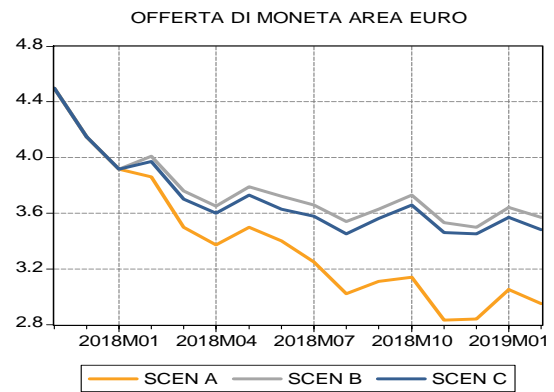
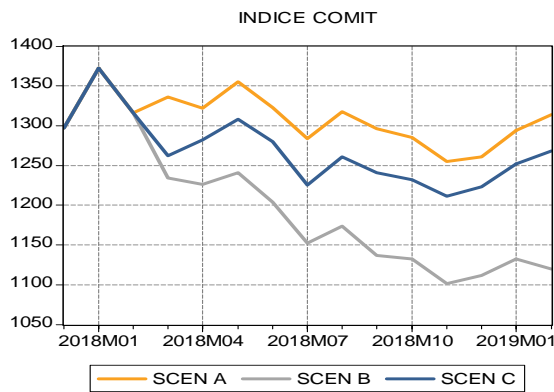
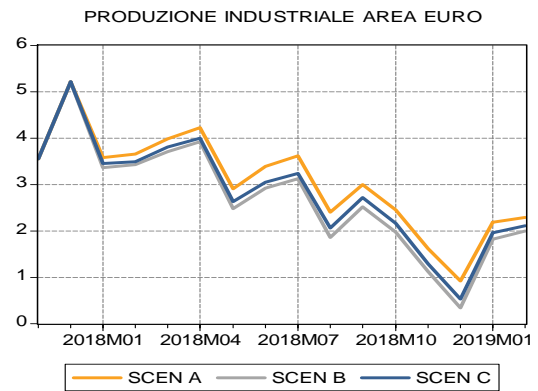
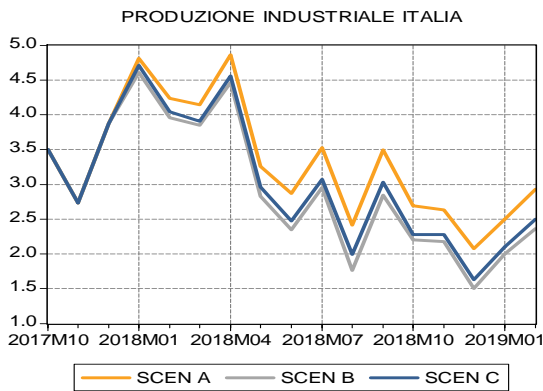
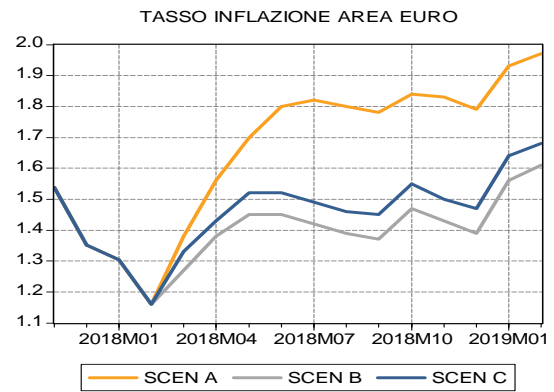
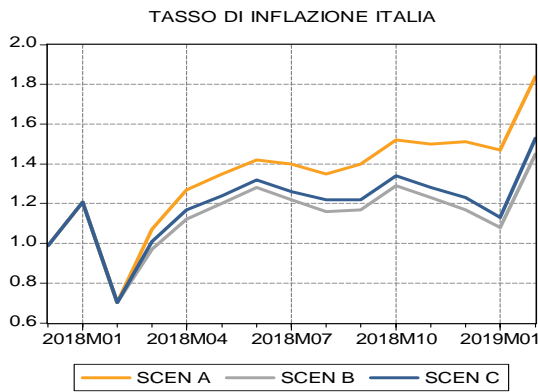
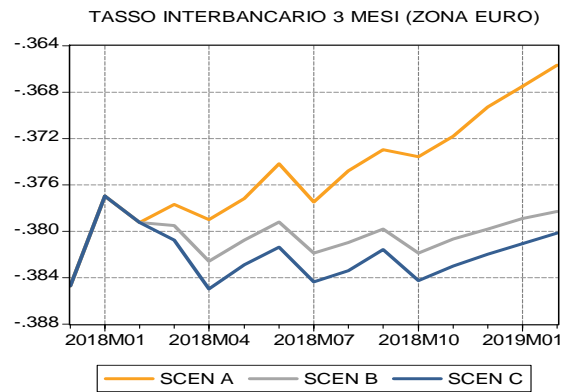
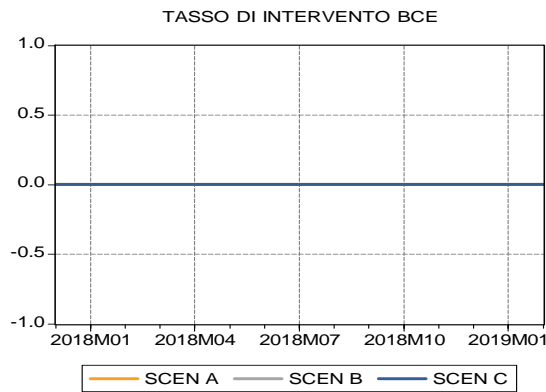
USA: la riforma fiscale ha un effetto molto espansivo, delineando una crescita del PIL tra il 3% e il 3.5% a/a. Il prezzo del petrolio aumenta alimentando rischi inflazionistici da materie prime che s'intrecciano con quelli da salari. Per evitare il surriscaldamento del sistema, la Fed è costretta ad aumentare i tassi ufficiali quattro volte durante il 2018, di 25 punti base ciascuna, a marzo, giugno, settembre e dicembre. Nel medio termine, i rendimenti decennali americani si spingono sopra il 3% e il dollaro si rafforza leggermente, intorno a quota 1.21 nei confronti dell'euro.

Area Euro: continua la crescita economica solida intorno al 2.5%, ma l'inflazione rimane moderata sotto il 2%.

Attraverso una buona gestione del linguaggio di comunicazione, la BCE mantiene aperta la data di fine del *Quantitative Easing*, guidando le aspettative dei mercati verso un'inversione di tendenza molto graduale della politica monetaria ed evitando che si generi un effetto restrittivo indiretto. I rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona risalgono in sintonia con quelli americani, ma molto moderatamente. In Italia, dalle elezioni emerge una coalizione che, pur senza populismi, allenta il rigore sui conti pubblici penalizzando i rendimenti sui titoli di stato, portandoli verso il 2.2% e lo *spread* BTP/*Bund* verso i 140-150 punti base.

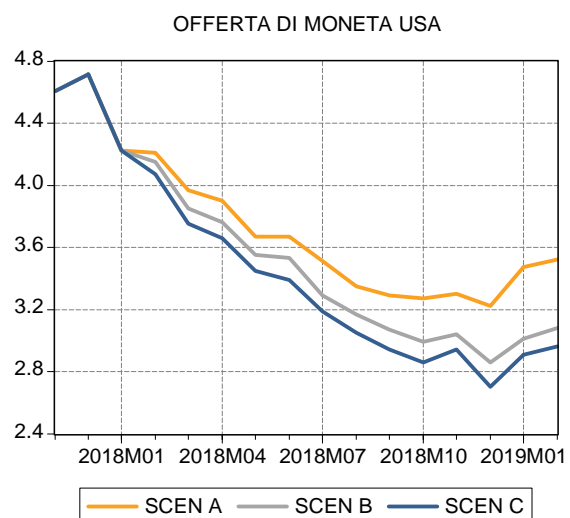
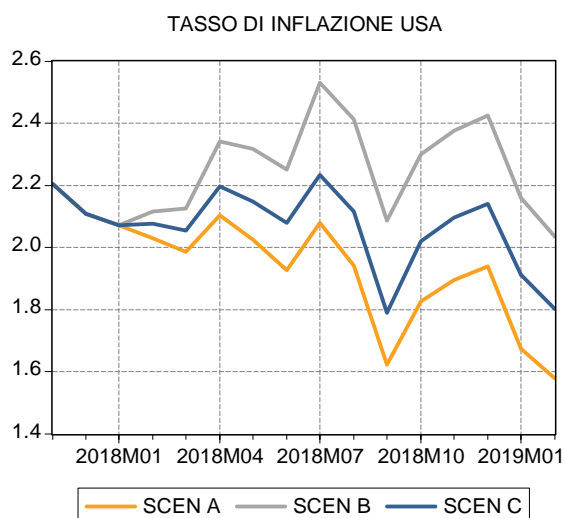
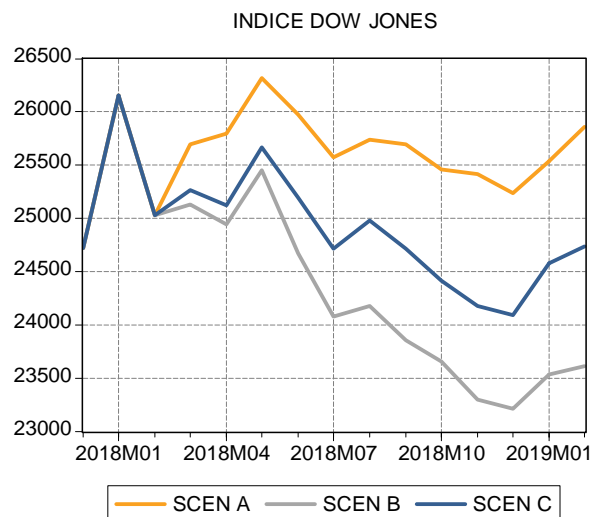
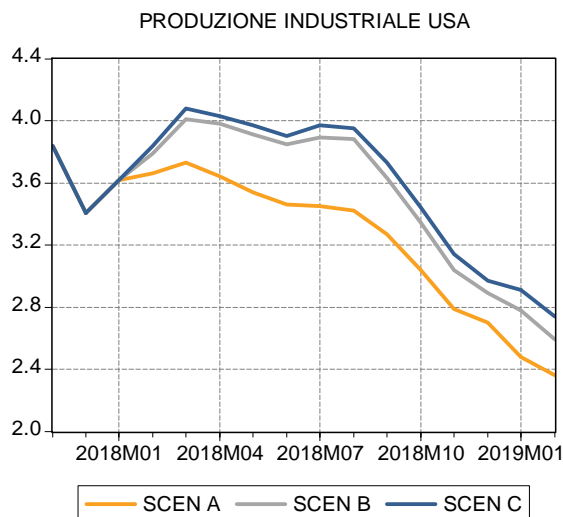
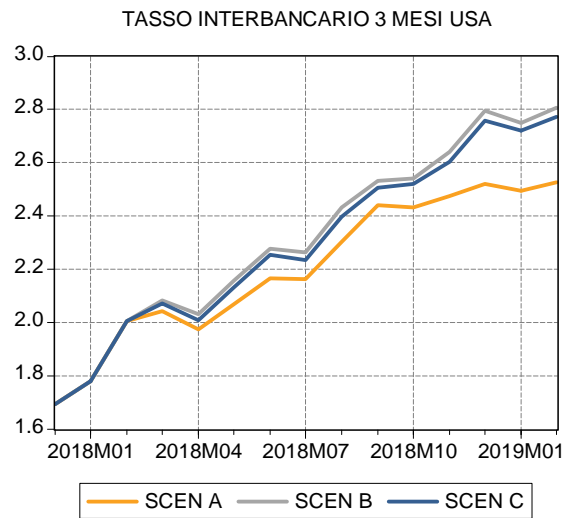
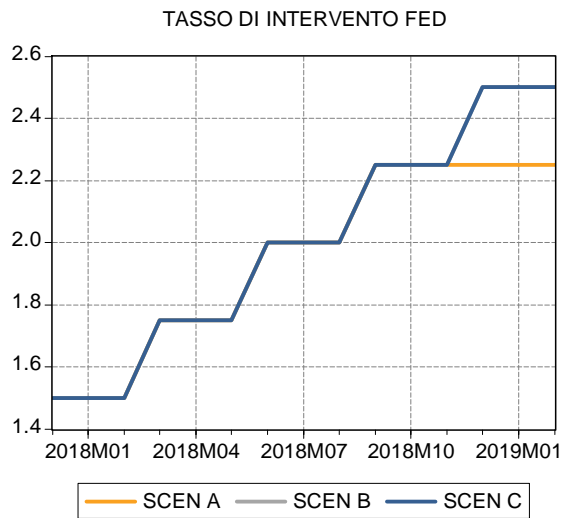
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

Il segmento dei tassi interbancari europei a breve termine rimane immobile: in febbraio -0.4% per la scadenza a 1 e 3 mesi e -0.3% a sei mesi. **Una crescita economica solida e l'inflazione sotto il target potrebbero consentire alla BCE, con una buona gestione del linguaggio di comunicazione, di mantenere aperta la data di fine del QE (Scen. C e B) mentre, se le dinamiche dovessero accelerare, si potrebbe profilare la sua non estensione oltre settembre 2018 (Scen. A). I saggi interbancari sono visti comunque stabili sui livelli attuali in tutti e tre gli scenari.**

In febbraio, per effetto della correzione al rialzo delle attese dei mercati circa l'inflazione futura, è proseguita la crescita dei rendimenti statunitensi. Anche in Area Euro ci si attendeva un aumento dei rendimenti, trascinati da quelli statunitensi, dall'instabilità politica generata dalle elezioni italiane e per la convinzione che il divario crescita-inflazione si stia esaurendo. Così però non è stato e i rendimenti sono rimasti costanti o in calo, presumibilmente calmierati da acquisti di titoli sul mercato secondario da parte della BCE. In Italia, infatti, nonostante il clima preelettorale, in febbraio il decennale si è portato al 2.12% dal 2.16%, il 7 anni all'1.52% dall'1.54%, il 5 anni è rimasto allo 0.9% e il 3 anni è passato allo 0.22% dallo 0.25%.

Nello scenario C, se la riforma fiscale avesse un effetto molto espansivo e vi fossero forti rischi inflazionistici, la Fed potrebbe aumentare i tassi ufficiali quattro volte durante il 2018. La BCE, invece, se la crescita rimanesse solida e l'inflazione moderata, potrebbe mantenere aperta la data di fine del QE, limitando il rialzo dei rendimenti europei. In Italia i rendimenti potrebbero però essere penalizzati del prevalere, alle elezioni, di una coalizione meno ligia alle regole europee sui conti pubblici (+0.39%, +1.13%, +1.76% e +2.29% rispettivamente il 3, 5, 7, e 10 anni a febbraio 2019). Ferme restando queste ipotesi, se dalle elezioni italiane non scaturisse una maggioranza in grado di governare ed emergessero forze populiste (scenario B) i rendimenti dei titoli di Stato europei ne risentirebbero, in particolar modo quelli italiani (+0.60% il 3 anni, +1.33% il 5 anni, +1.99% il 7 anni e +2.50% il 10 anni alla fine del periodo di previsione). Nello scenario A, se negli USA l'effetto della politica fiscale fosse più contenuto e le pressioni inflazionistiche moderate, la Fed potrebbe limitare il proprio intervento a tre rialzi. In Europa il ciclo potrebbe invece prendere più vigore e avvicinarsi il raggiungimento dell'obiettivo d'inflazione. In tal caso la BCE, dopo la tornata elettorale italiana, potrebbe guidare le attese di mercato verso la non estensione del QE oltre settembre 2018. Questo potrebbe sostenere i rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona e dell'Italia. Tale tendenza potrebbe tuttavia essere limitata dall'emergere, alle elezioni, di una grande coalizione in grado di governare senza mettere a repentaglio la stabilità economica (+0.27% il 3 anni, +1.01% il 5 anni, +1.63% il 7 anni e +2.18% il 10 anni a febbraio 2019).

In dicembre i tassi medi sui depositi e sui prestiti sono rimasti invariati rispetto al mese precedente (+0.4% e +2.7% rispettivamente). **In tutti e tre gli scenari delineati, sono visti lievemente in aumento i primi e in calo i secondi (+0.5% e +2.6% rispettivamente).**

In dicembre, i prestiti totali hanno continuato ad aumentare (+1.3% a/a) anche se meno rispetto al mese precedente (+4.2%) per effetto della politica accomodante della BCE che continua a sostenere l'economia reale. Simile la dinamica dei depositi totali che, dopo un bimestre di crescita sopra il 4.5% a/a, hanno rallentato (+2.9%). **In base alle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica degli impieghi (+4.1% a/a in C, +4% in B e +4.5% in A, a febbraio 2019) e dei depositi totali (+4.6%, +4.4% e +5% rispettivamente) dovrebbe rimanere sostenuta per l'intero periodo di previsione.**

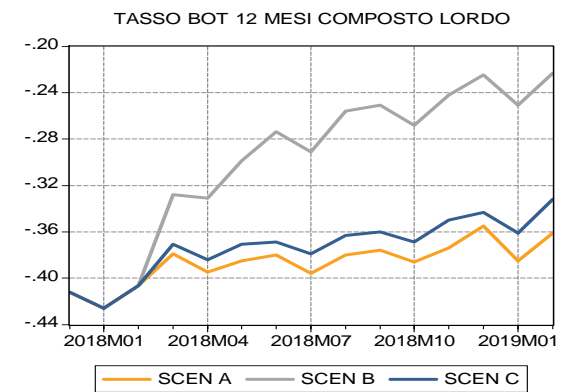
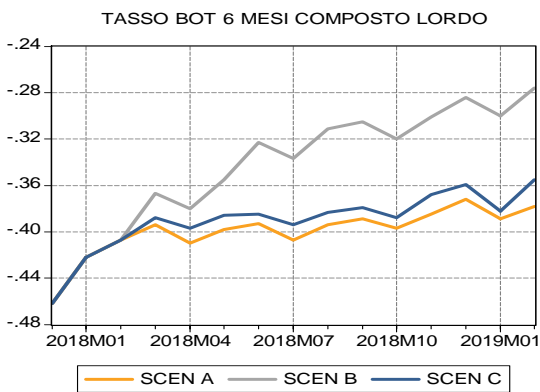
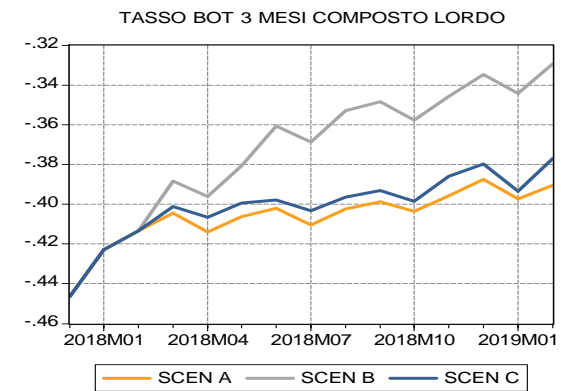
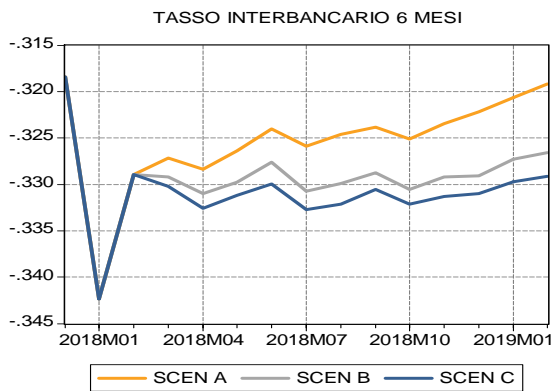
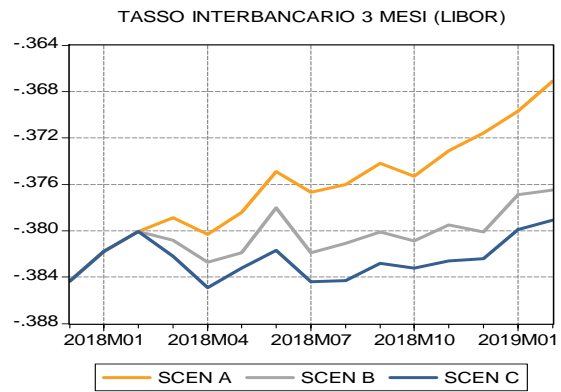
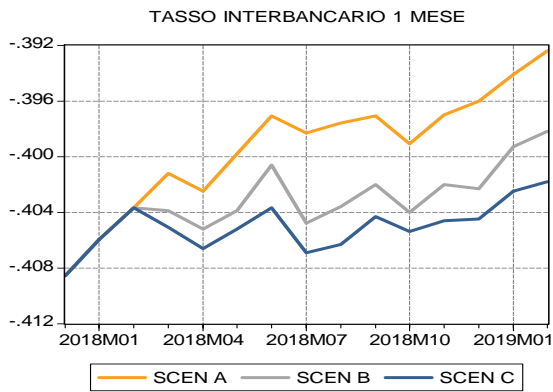
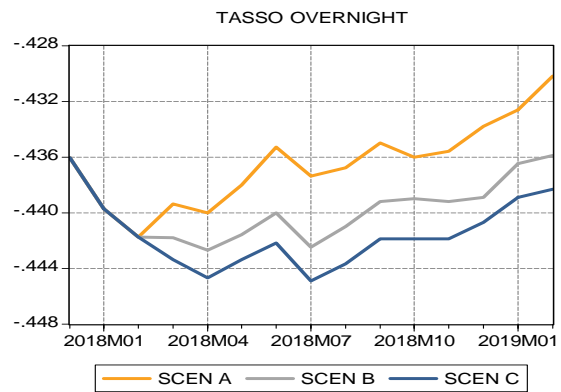
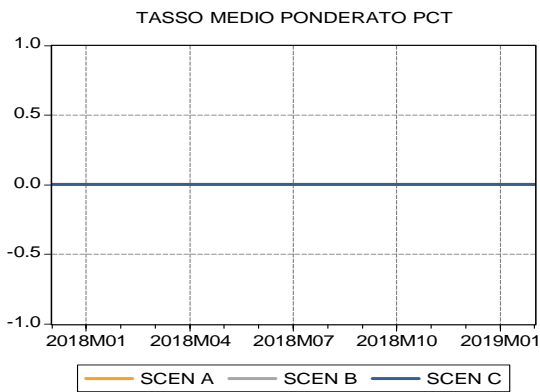
TASSI INTERBANCARI

STRUTTURA A TERMINE

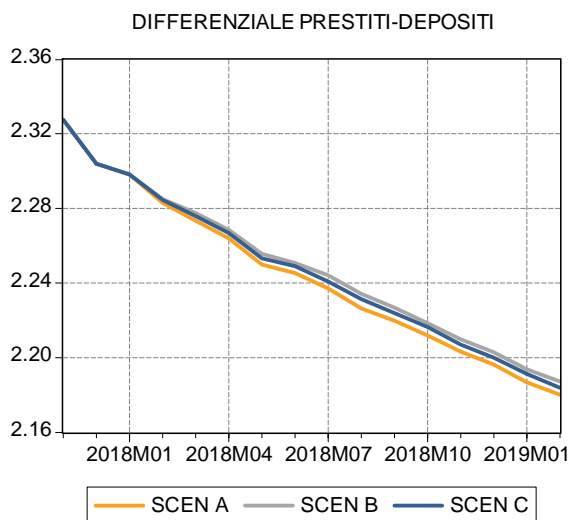
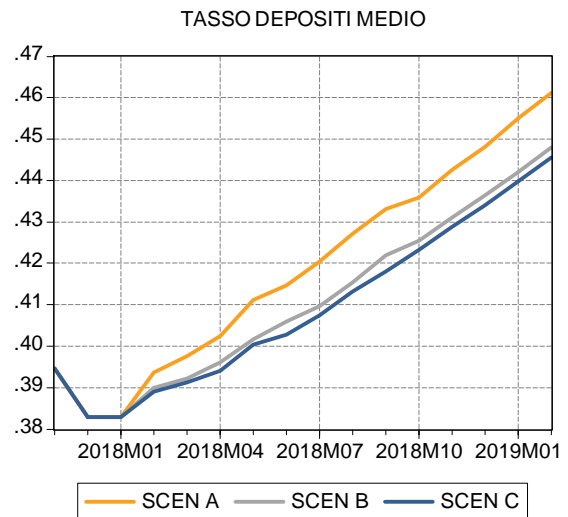
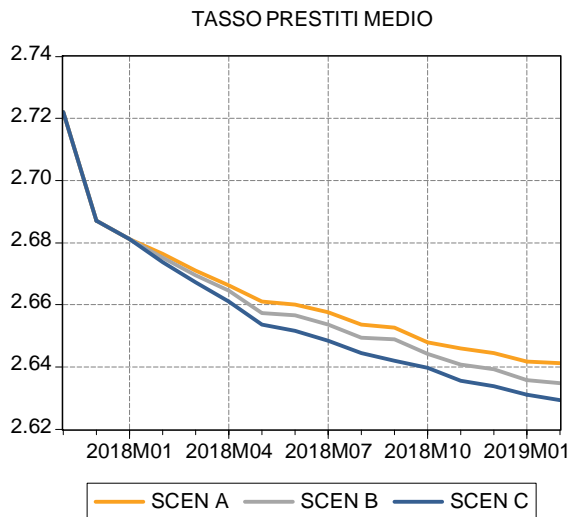
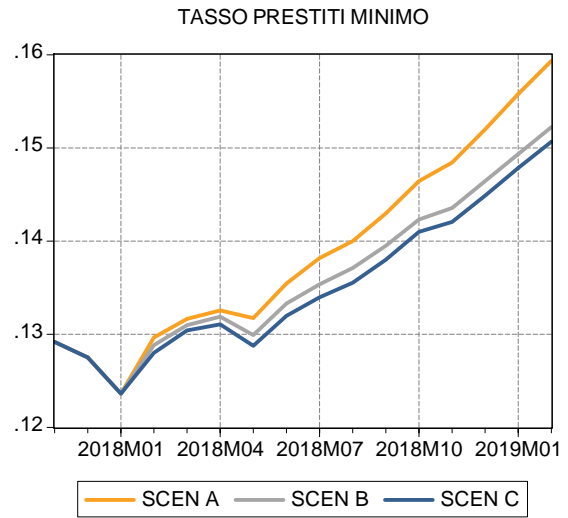
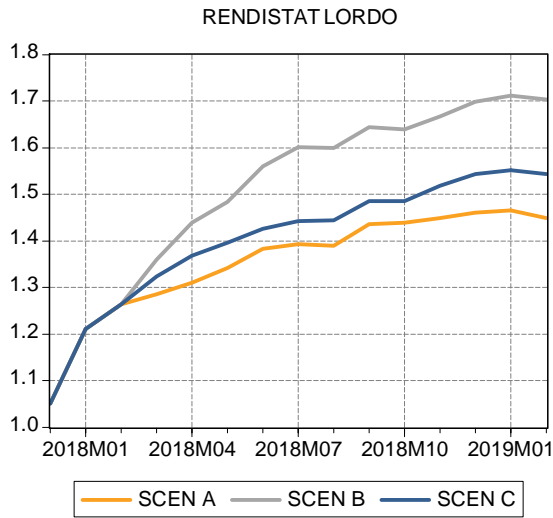
TASSI BANCARI

VOLUMI

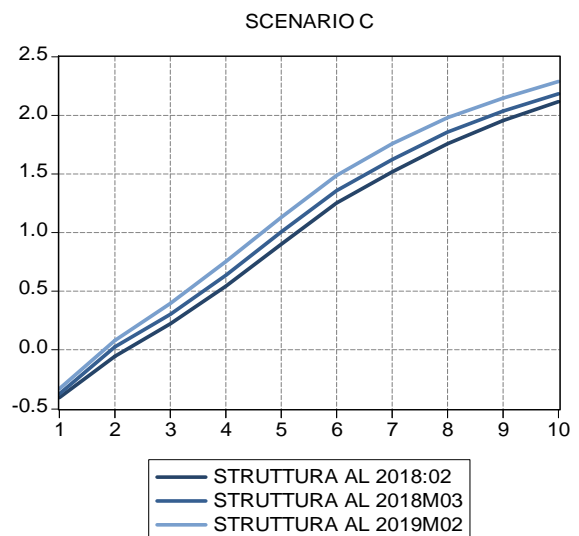
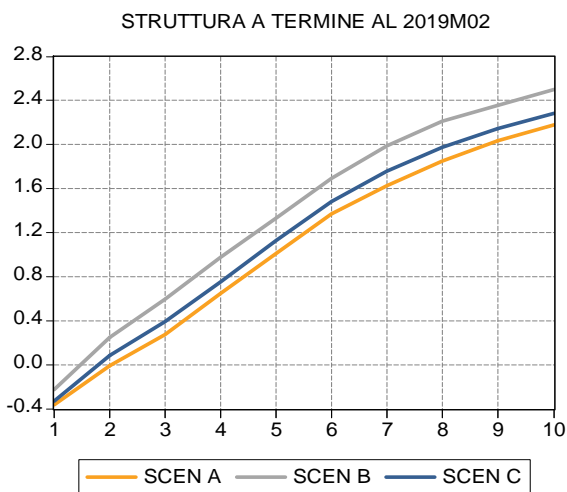
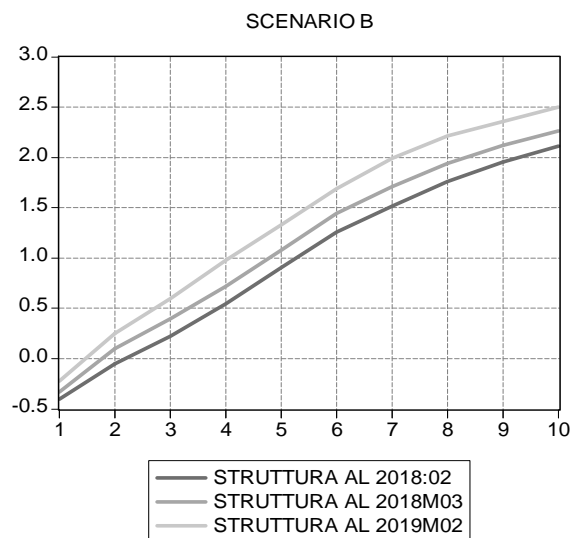
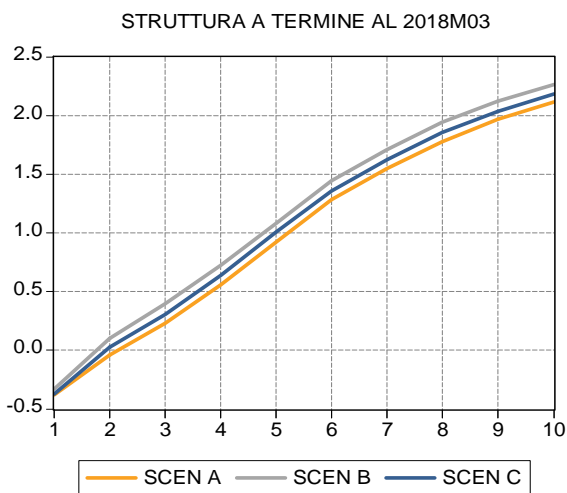
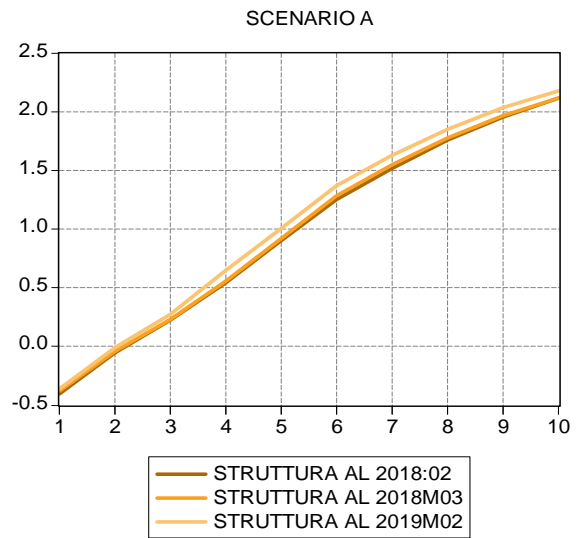
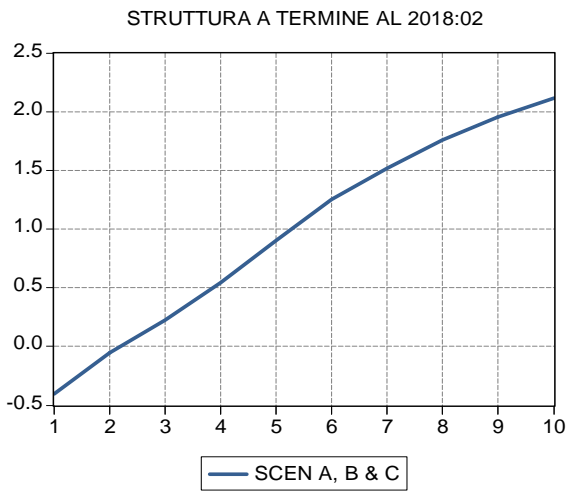
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



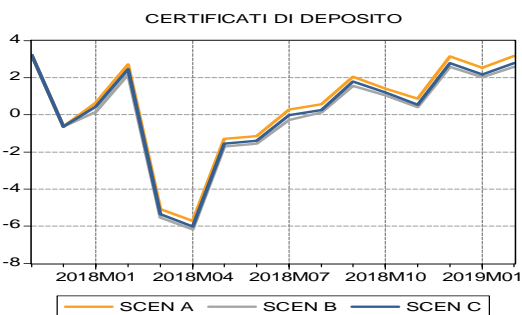
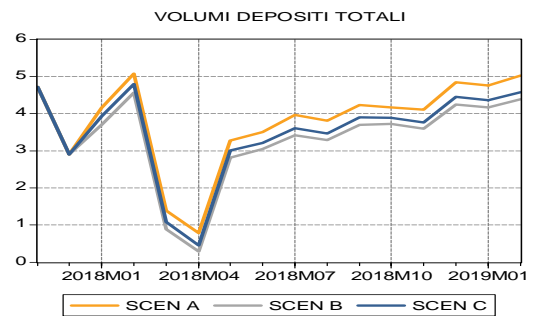
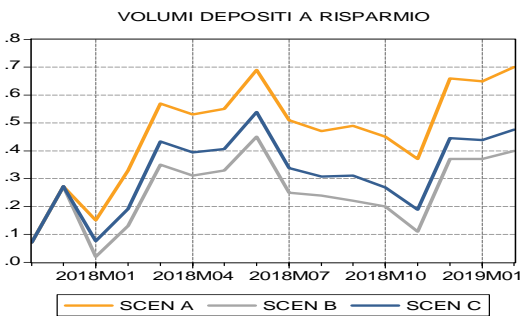
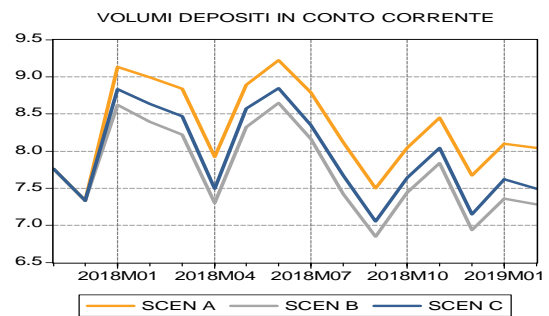
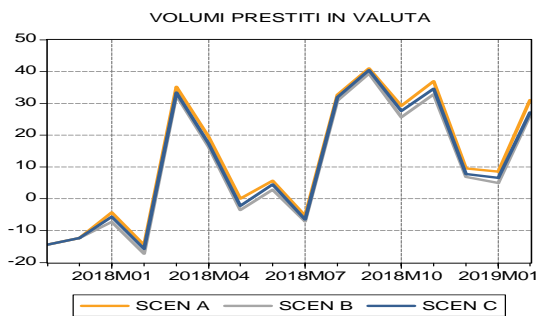
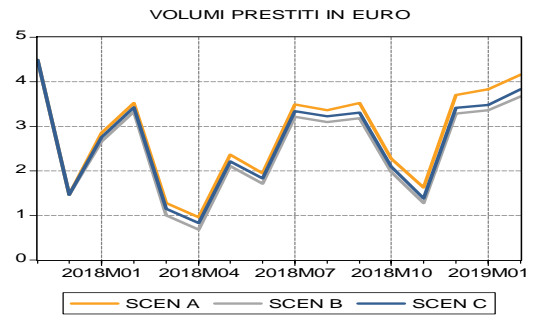
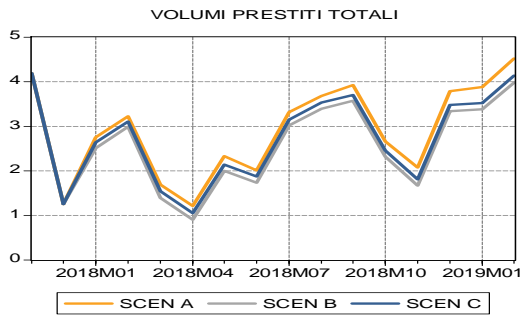
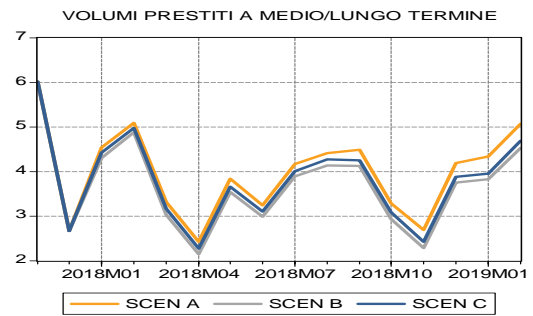
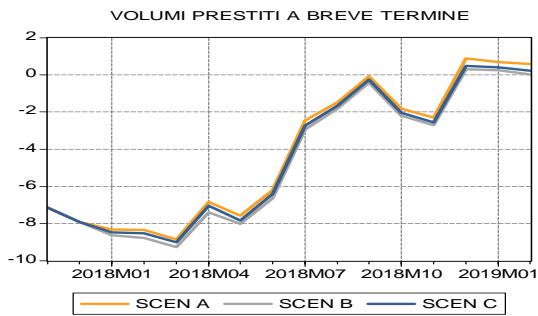
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



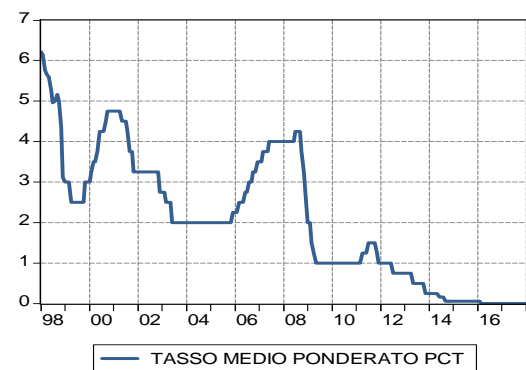
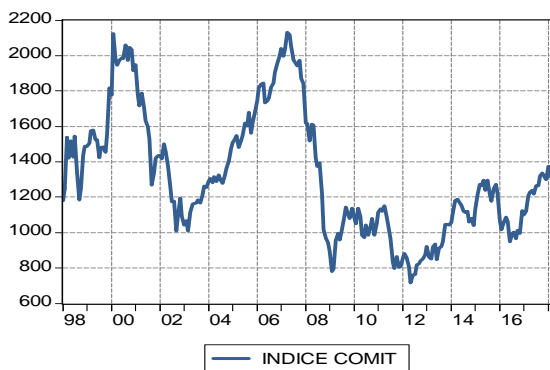
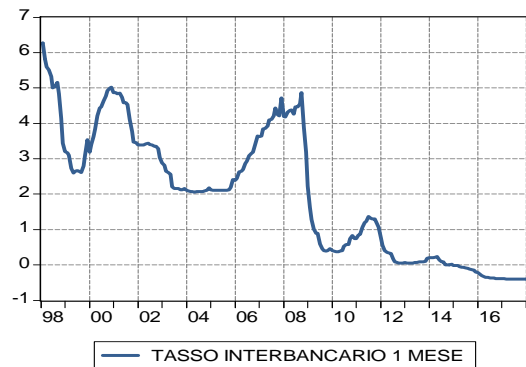
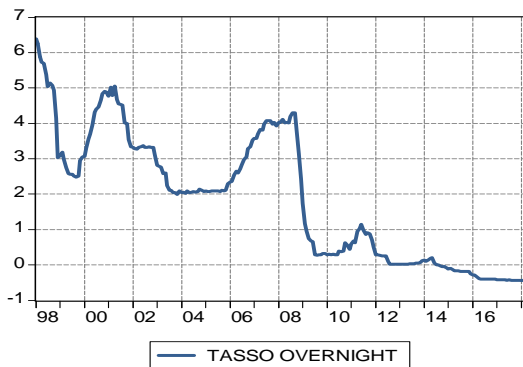
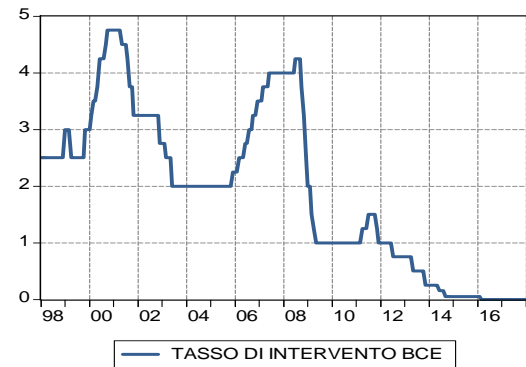
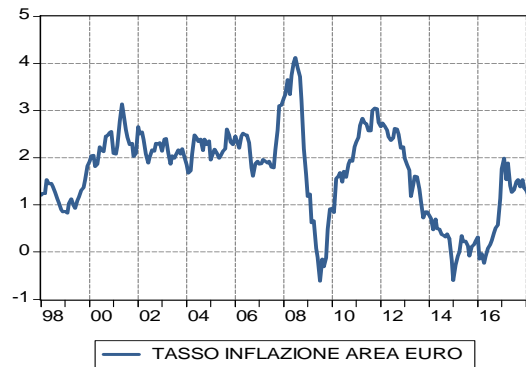
SCENARIO A	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1267	1319	1338	1314	1297	1373	1316	1336	1322	1355	1323	1284	1318	1296	1285	1255	1261	1294	1314
Produzione Industriale (Var. % a/a)	4.5	2.6	3.5	2.7	3.9	4.8	4.2	4.1	4.9	3.3	2.9	3.5	2.4	3.5	2.7	2.6	2.1	2.5	2.9
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.4	1.3	1.1	1.1	1.0	1.2	0.7	1.1	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	1.8
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
T. Overnight media d/l	-0.43	-0.43	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.43	-0.43	-0.43
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39
T. Interb. 3m lett.	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.38	-0.38	-0.37	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37
T. Interb. 6m lett.	-0.30	-0.31	-0.31	-0.32	-0.32	-0.34	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.32	-0.33	-0.32	-0.32	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32
T. Depositi medio	0.39	0.39	0.38	0.39	0.38	0.38	0.39	0.40	0.40	0.41	0.41	0.42	0.43	0.43	0.44	0.44	0.45	0.46	0.46
T. Prestiti medio	2.77	2.75	2.74	2.72	2.69	2.68	2.68	2.67	2.67	2.66	2.66	2.66	2.65	2.65	2.65	2.65	2.64	2.64	2.64
T.prest. medio - T.dep. medio	2.38	2.36	2.36	2.33	2.30	2.30	2.28	2.27	2.26	2.25	2.25	2.24	2.23	2.22	2.21	2.20	2.20	2.19	2.18
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.38	-0.40	-0.41	-0.44	-0.45	-0.42	-0.41	-0.40	-0.41	-0.41	-0.40	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.40	-0.39
T. BOT comp. lordo 6m	-0.36	-0.39	-0.41	-0.44	-0.46	-0.42	-0.41	-0.39	-0.41	-0.40	-0.39	-0.41	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.37	-0.39	-0.38
T. BOT comp. lordo 12m	-0.34	-0.33	-0.34	-0.40	-0.41	-0.43	-0.41	-0.38	-0.40	-0.39	-0.38	-0.40	-0.38	-0.38	-0.39	-0.37	-0.36	-0.39	-0.36
Rendistat lordo	1.27	1.25	1.23	1.03	1.05	1.21	1.26	1.29	1.31	1.34	1.38	1.39	1.39	1.44	1.44	1.45	1.46	1.47	1.45
Rendistat netto	1.11	1.10	1.07	0.90	0.92	1.06	1.11	1.12	1.15	1.17	1.21	1.22	1.22	1.26	1.26	1.27	1.28	1.28	1.27
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.19	0.20	0.10	0.02	0.24	0.25	0.22	0.23	0.20	0.23	0.26	0.21	0.25	0.29	0.26	0.25	0.28	0.25	0.27
Rend. BTP a 5 anni	0.86	0.88	0.69	0.59	0.86	0.90	0.90	0.92	0.90	0.95	0.99	0.95	0.99	1.02	0.99	1.00	1.03	0.99	1.01
Rend. BTP a 7 anni	1.53	1.57	1.30	1.22	1.49	1.54	1.52	1.55	1.51	1.56	1.59	1.55	1.60	1.65	1.61	1.61	1.63	1.61	1.63
Rend. BTP a 10 anni	2.14	2.23	1.92	1.86	2.13	2.16	2.12	2.11	2.08	2.11	2.14	2.10	2.14	2.18	2.15	2.15	2.18	2.15	2.18
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2344.704	2347.621	2397.446	2421.582	2371.318	2378.247	2377.342	2416.729	2412.360	2415.601	2434.70	2426.43	2430.91	2439.74	2461.18	2471.69	2460.96	2470.57	2484.75
Prestiti in euro	2319.404	2322.290	2362.965	2390.819	2338.829	2346.958	2344.841	2376.925	2372.222	2373.796	2391.606	2385.28	2397.336	2404.03	2416.60	2429.55	2425.37	2436.61	2442.15
Prestiti in valuta	25.299	25.331	34.480	30.762	32.489	31.289	32.501	39.804	40.138	41.805	43.097	41.151	33.569	35.707	44.579	42.142	35.594	33.955	42.599
Prestiti a breve	292.000	288.222	291.994	298.697	289.112	293.706	292.880	289.030	289.197	290.009	291.389	291.893	287.679	288.020	286.680	291.827	291.656	295.703	294.579
Prestiti a m / l	2052.703	2059.399	2105.452	2122.885	2082.206	2084.542	2084.461	2127.699	2123.163	2125.592	2143.314	2134.533	2143.226	2151.722	2174.504	2179.866	2169.303	2174.864	2190.173
Depositi totali	2333.245	2349.676	2363.714	2357.993	2373.544	2376.476	2376.564	2402.488	2407.962	2412.464	2416.819	2423.000	2422.142	2449.067	2462.281	2454.671	2488.661	2489.359	2495.867
Depositi in c / c	1005.412	1027.501	1028.534	1023.392	1060.296	1049.169	1052.821	1066.170	1083.553	1082.195	1088.623	1087.250	1087.052	1104.563	1111.228	1109.868	1141.621	1134.152	1137.468
Depositi a risparmio	297.201	297.368	296.910	297.532	298.726	299.221	299.268	298.727	297.904	297.306	296.963	297.418	298.598	298.825	298.246	298.633	300.698	301.166	301.363
Certif. deposito	1030.632	1024.808	1038.270	1037.069	1014.522	1028.086	1024.475	1037.590	1026.506	1032.963	1031.234	1038.332	1036.492	1045.680	1052.807	1046.169	1046.342	1054.041	1057.036
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	1.00	0.55	2.98	4.19	1.25	2.75	3.22	1.69	1.21	2.32	2.00	3.32	3.68	3.92	2.66	2.07	3.78	3.88	4.52
Prestiti in euro	1.70	1.01	2.76	4.48	1.46	2.85	3.52	1.27	0.95	2.36	1.94	3.48	3.36	3.52	2.27	1.62	3.70	3.82	4.15
Prestiti in valuta	-38.26	-29.28	20.63	-14.41	-12.27	-4.23	-14.63	35.17	19.38	0.10	5.68	-5.27	32.69	40.96	29.29	36.99	9.56	8.52	31.07
Prestiti a breve	-10.07	-11.18	-9.26	-7.15	-7.92	-8.34	-8.36	-8.86	-6.84	-7.59	-6.22	-2.46	-1.48	-0.07	-1.82	-2.30	0.88	0.68	0.58
Prestiti a m / l	2.80	2.44	4.94	6.01	2.67	4.53	5.09	3.31	2.42	3.84	3.23	4.16	4.41	4.48	3.28	2.68	4.18	4.33	5.07
Depositi totali	3.48	3.67	4.53	4.71	2.90	4.16	5.08	1.38	0.79	3.27	3.51	3.96	3.81	4.23	4.17	4.10	4.85	4.75	5.02
Depositi in c / c	8.29	10.04	8.29	7.76	7.33	9.13	8.99	8.84	7.92	8.89	9.22	8.79	8.12	7.50	8.04	8.45	7.67	8.10	8.04
Depositi a risparmio	-0.91	-0.58	-0.40	0.07	0.27	0.15	0.33	0.57	0.53	0.55	0.69	0.51	0.47	0.49	0.45	0.37	0.66	0.65	0.70
Certif. deposito	0.41	-0.85	2.44	3.21	-0.62	0.65	2.71	-5.08	-5.71	-1.30	-1.15	0.28	0.57	2.04	1.40	0.88	3.14	2.52	3.18

SCENARIO B	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2
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
Indice COMIT (livello)	1267	1319	1338	1314	1297	1373	1316	1234	1226	1241	1204	1152	1174	1137	1132	1101	1112	1132	1120
Produzione Industriale (Var. % a/a)	4.5	2.6	3.5	2.7	3.9	4.6	4.0	3.9	4.5	2.8	2.4	3.0	1.8	2.8	2.2	2.2	1.5	2.0	2.4
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.4	1.3	1.1	1.1	1.0	1.2	0.7	1.0	1.1	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2	1.1	1.5
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
T. Overnight media d/l	-0.43	-0.43	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.40	-0.40	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40
T. Interb. 3m lett.	-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	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 6m lett.	-0.30	-0.31	-0.31	-0.32	-0.32	-0.34	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33
T. Depositi medio	0.39	0.39	0.38	0.39	0.38	0.38	0.39	0.39	0.40	0.40	0.41	0.41	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	0.44	0.45
T. Prestiti medio	2.77	2.75	2.74	2.72	2.69	2.68	2.68	2.67	2.66	2.66	2.66	2.65	2.65	2.65	2.64	2.64	2.64	2.64	2.63
T.prest. medio - T.dep. medio	2.38	2.36	2.36	2.33	2.30	2.30	2.29	2.28	2.27	2.26	2.25	2.24	2.23	2.23	2.22	2.21	2.20	2.19	2.19
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.38	-0.40	-0.41	-0.44	-0.45	-0.42	-0.41	-0.39	-0.40	-0.38	-0.36	-0.37	-0.35	-0.35	-0.36	-0.35	-0.33	-0.34	-0.33
T. BOT comp. lordo 6m	-0.36	-0.39	-0.41	-0.44	-0.46	-0.42	-0.41	-0.37	-0.38	-0.36	-0.32	-0.34	-0.31	-0.31	-0.32	-0.30	-0.28	-0.30	-0.28
T. BOT comp. lordo 12m	-0.34	-0.33	-0.34	-0.40	-0.41	-0.43	-0.41	-0.33	-0.33	-0.30	-0.27	-0.29	-0.26	-0.25	-0.27	-0.24	-0.23	-0.25	-0.22
Rendistat lordo	1.27	1.25	1.23	1.03	1.05	1.21	1.26	1.36	1.44	1.48	1.56	1.60	1.60	1.64	1.64	1.67	1.70	1.71	1.70
Rendistat netto	1.11	1.10	1.07	0.90	0.92	1.06	1.11	1.19	1.26	1.30	1.36	1.40	1.40	1.44	1.43	1.46	1.49	1.50	1.49
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.19	0.20	0.10	0.02	0.24	0.25	0.22	0.40	0.36	0.42	0.51	0.48	0.51	0.55	0.50	0.55	0.59	0.56	0.60
Rend. BTP a 5 anni	0.86	0.88	0.69	0.59	0.86	0.90	0.90	1.08	1.06	1.11	1.22	1.21	1.24	1.29	1.24	1.28	1.33	1.29	1.33
Rend. BTP a 7 anni	1.53	1.57	1.30	1.22	1.49	1.54	1.52	1.71	1.69	1.75	1.85	1.84	1.87	1.92	1.87	1.92	1.97	1.95	1.99
Rend. BTP a 10 anni	2.14	2.23	1.92	1.86	2.13	2.16	2.12	2.27	2.23	2.29	2.38	2.36	2.39	2.43	2.40	2.45	2.49	2.46	2.50
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2344.704	2347.621	2397.446	2421.582	2371.318	2372.692	2371.814	2409.599	2404.971	2408.047	2428.16	2419.43	2424.19	2431.43	2452.83	2462.02	2450.28	2452.89	2465.98
Prestiti in euro	2319.404	2322.290	2362.965	2390.819	2338.829	2342.394	2340.311	2370.588	2365.877	2367.766	2386.210	2379.05	2391.074	2396.14	2409.52	2421.18	2415.54	2421.10	2426.20
Prestiti in valuta	25.299	25.331	34.480	30.762	32.489	30.298	31.503	39.011	39.094	40.280	41.954	40.375	33.115	35.292	43.311	40.839	34.740	31.791	39.775
Prestiti a breve	292.000	288.222	291.994	298.697	289.112	292.744	291.538	287.729	287.427	288.691	290.115	290.486	286.686	287.040	285.570	290.632	289.950	293.476	291.626
Prestiti a m / l	2052.703	2059.399	2105.452	2122.885	2082.206	2079.948	2080.276	2121.870	2117.544	2119.355	2138.049	2128.940	2137.503	2144.391	2167.257	2171.390	2160.332	2159.413	2174.350
Depositi totali	2333.245	2349.676	2363.714	2357.993	2373.544	2365.981	2364.803	2390.876	2396.017	2401.952	2406.079	2410.181	2410.009	2436.614	2451.644	2442.881	2474.420	2464.642	2468.618
Depositi in c / c	1005.412	1027.501	1028.534	1023.392	1060.296	1044.266	1047.025	1060.097	1077.328	1076.530	1082.942	1080.954	1080.014	1097.884	1105.057	1103.625	1133.881	1121.124	1123.249
Depositi a risparmio	297.201	297.368	296.910	297.532	298.726	298.833	298.671	298.074	297.252	296.656	296.255	296.649	297.915	298.022	297.504	297.860	299.832	299.938	299.866
Certif. deposito	1030.632	1024.808	1038.270	1037.069	1014.522	1022.882	1019.106	1032.705	1021.438	1028.766	1026.882	1032.579	1032.081	1040.708	1049.083	1041.396	1040.707	1043.580	1045.503
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	1.00	0.55	2.98	4.19	1.25	2.51	2.98	1.39	0.90	2.00	1.73	3.02	3.39	3.57	2.31	1.67	3.33	3.38	3.97
Prestiti in euro	1.70	1.01	2.76	4.48	1.46	2.65	3.32	1.00	0.68	2.10	1.71	3.21	3.09	3.18	1.97	1.27	3.28	3.36	3.67
Prestiti in valuta	-38.26	-29.28	20.63	-14.41	-12.27	-7.27	-17.25	32.47	16.28	-3.55	2.88	-7.06	30.89	39.32	25.61	32.76	6.93	4.93	26.26
Prestiti a breve	-10.07	-11.18	-9.26	-7.15	-7.92	-8.64	-8.78	-9.27	-7.41	-8.01	-6.63	-2.93	-1.82	-0.41	-2.20	-2.70	0.29	0.25	0.03
Prestiti a m / l	2.80	2.44	4.94	6.01	2.67	4.30	4.87	3.03	2.14	3.53	2.98	3.89	4.13	4.13	2.94	2.28	3.75	3.82	4.52
Depositi totali	3.48	3.67	4.53	4.71	2.90	3.70	4.56	0.89	0.29	2.82	3.05	3.41	3.29	3.70	3.72	3.60	4.25	4.17	4.39
Depositi in c / c	8.29	10.04	8.29	7.76	7.33	8.62	8.39	8.22	7.30	8.32	8.65	8.16	7.42	6.85	7.44	7.84	6.94	7.36	7.28
Depositi a risparmio	-0.91	-0.58	-0.40	0.07	0.27	0.02	0.13	0.35	0.31	0.33	0.45	0.25	0.24	0.22	0.20	0.11	0.37	0.37	0.40
Certif. deposito	0.41	-0.85	2.44	3.21	-0.62	0.15	2.18	-5.53	-6.18	-1.70	-1.57	-0.27	0.14	1.55	1.04	0.42	2.58	2.02	2.59

SCENARIO C	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2
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
Indice COMIT (livello)	1267	1319	1338	1314	1297	1373	1316	1262	1282	1308	1280	1226	1261	1241	1232	1211	1223	1252	1268
Produzione Industriale (Var. % a/a)	4.5	2.6	3.5	2.7	3.9	4.7	4.0	3.9	4.6	3.0	2.5	3.1	2.0	3.0	2.3	2.3	1.6	2.1	2.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.4	1.3	1.1	1.1	1.0	1.2	0.7	1.0	1.2	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3	1.2	1.1	1.5
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
T. Overnight media d/l	-0.43	-0.43	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.40	-0.41	-0.41	-0.41	-0.40	-0.41	-0.41	-0.40	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40
T. Interb. 3m lett.	-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	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 6m lett.	-0.30	-0.31	-0.31	-0.32	-0.32	-0.34	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33
T. Depositi medio	0.39	0.39	0.38	0.39	0.38	0.38	0.39	0.39	0.39	0.40	0.40	0.41	0.41	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	0.45
T. Prestiti medio	2.77	2.75	2.74	2.72	2.69	2.68	2.67	2.67	2.66	2.65	2.65	2.65	2.64	2.64	2.64	2.64	2.63	2.63	2.63
T.prest. medio - T.dep. medio	2.38	2.36	2.36	2.33	2.30	2.30	2.28	2.28	2.27	2.25	2.25	2.24	2.23	2.22	2.22	2.21	2.20	2.19	2.18
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.38	-0.40	-0.41	-0.44	-0.45	-0.42	-0.41	-0.40	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.40	-0.39	-0.38	-0.39	-0.38
T. BOT comp. lordo 6m	-0.36	-0.39	-0.41	-0.44	-0.46	-0.42	-0.41	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.39	-0.37	-0.36	-0.38	-0.36
T. BOT comp. lordo 12m	-0.34	-0.33	-0.34	-0.40	-0.41	-0.43	-0.41	-0.37	-0.38	-0.37	-0.37	-0.38	-0.36	-0.36	-0.37	-0.35	-0.34	-0.36	-0.33
Rendistat lordo	1.27	1.25	1.23	1.03	1.05	1.21	1.26	1.32	1.37	1.40	1.43	1.44	1.44	1.48	1.48	1.52	1.54	1.55	1.54
Rendistat netto	1.11	1.10	1.07	0.90	0.92	1.06	1.11	1.16	1.20	1.22	1.25	1.26	1.26	1.30	1.30	1.33	1.35	1.36	1.35
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.19	0.20	0.10	0.02	0.24	0.25	0.22	0.30	0.26	0.28	0.30	0.28	0.31	0.34	0.31	0.36	0.39	0.36	0.39
Rend. BTP a 5 anni	0.86	0.88	0.69	0.59	0.86	0.90	0.90	1.01	0.96	0.99	1.02	0.99	1.03	1.06	1.03	1.09	1.11	1.09	1.13
Rend. BTP a 7 anni	1.53	1.57	1.30	1.22	1.49	1.54	1.52	1.62	1.59	1.62	1.64	1.61	1.65	1.68	1.66	1.72	1.74	1.72	1.76
Rend. BTP a 10 anni	2.14	2.23	1.92	1.86	2.13	2.16	2.12	2.18	2.15	2.16	2.18	2.16	2.19	2.22	2.20	2.25	2.27	2.25	2.29
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2344.704	2347.621	2397.446	2421.582	2371.318	2375.514	2374.622	2413.152	2408.619	2411.156	2431.38	2422.44	2427.47	2434.47	2456.34	2465.22	2453.59	2458.92	2472.81
Prestiti in euro	2319.404	2322.290	2362.965	2390.819	2338.829	2344.676	2342.576	2373.874	2369.167	2370.317	2388.791	2381.82	2394.089	2398.93	2412.35	2423.81	2418.58	2426.04	2432.06
Prestiti in valuta	25.299	25.331	34.480	30.762	32.489	30.838	32.046	39.278	39.452	40.839	42.591	40.627	33.380	35.547	43.987	41.406	35.003	32.881	40.751
Prestiti a breve	292.000	288.222	291.994	298.697	289.112	293.222	292.295	288.550	288.531	289.250	290.782	291.101	287.159	287.484	286.040	291.042	290.533	294.391	292.981
Prestiti a m / l	2052.703	2059.399	2105.452	2122.885	2082.206	2082.292	2082.327	2124.602	2120.088	2121.906	2140.600	2131.344	2140.311	2146.989	2170.298	2174.177	2163.054	2164.526	2179.833
Depositi totali	2333.245	2349.676	2363.714	2357.993	2373.544	2371.085	2370.155	2395.460	2400.004	2406.202	2409.950	2414.871	2414.070	2441.426	2455.483	2446.582	2479.011	2474.546	2478.728
Depositi in c / c	1005.412	1027.501	1028.534	1023.392	1060.296	1046.299	1049.367	1062.546	1079.236	1079.011	1084.891	1082.859	1082.567	1099.952	1107.081	1105.715	1136.061	1126.051	1127.967
Depositi a risparmio	297.201	297.368	296.910	297.532	298.726	298.998	298.852	298.321	297.503	296.883	296.517	296.906	298.114	298.292	297.706	298.090	300.056	300.309	300.272
Certif. deposito	1030.632	1024.808	1038.270	1037.069	1014.522	1025.789	1021.936	1034.593	1023.265	1030.308	1028.542	1035.106	1033.389	1043.183	1050.696	1042.777	1042.894	1048.186	1050.489
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	1.00	0.55	2.98	4.19	1.25	2.63	3.10	1.54	1.05	2.13	1.86	3.15	3.53	3.70	2.46	1.80	3.47	3.51	4.14
Prestiti in euro	1.70	1.01	2.76	4.48	1.46	2.75	3.42	1.14	0.82	2.21	1.82	3.33	3.22	3.30	2.09	1.38	3.41	3.47	3.82
Prestiti in valuta	-38.26	-29.28	20.63	-14.41	-12.27	-5.62	-15.82	33.38	17.34	-2.22	4.44	-6.48	31.94	40.33	27.57	34.60	7.74	6.62	27.17
Prestiti a breve	-10.07	-11.18	-9.26	-7.15	-7.92	-8.49	-8.54	-9.01	-7.05	-7.83	-6.42	-2.72	-1.66	-0.26	-2.04	-2.56	0.49	0.40	0.23
Prestiti a m / l	2.80	2.44	4.94	6.01	2.67	4.42	4.98	3.16	2.27	3.66	3.10	4.01	4.27	4.25	3.08	2.42	3.88	3.95	4.68
Depositi totali	3.48	3.67	4.53	4.71	2.90	3.92	4.80	1.08	0.46	3.00	3.22	3.61	3.46	3.90	3.88	3.76	4.44	4.36	4.58
Depositi in c / c	8.29	10.04	8.29	7.76	7.33	8.83	8.63	8.47	7.49	8.57	8.85	8.35	7.67	7.05	7.64	8.04	7.15	7.62	7.49
Depositi a risparmio	-0.91	-0.58	-0.40	0.07	0.27	0.08	0.19	0.43	0.39	0.41	0.54	0.34	0.31	0.31	0.27	0.19	0.45	0.44	0.47
Certif. deposito	0.41	-0.85	2.44	3.21	-0.62	0.43	2.46	-5.36	-6.01	-1.55	-1.41	-0.03	0.27	1.79	1.20	0.55	2.80	2.18	2.79

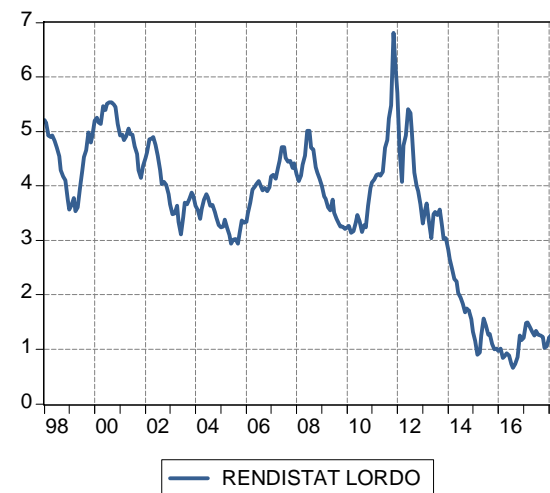
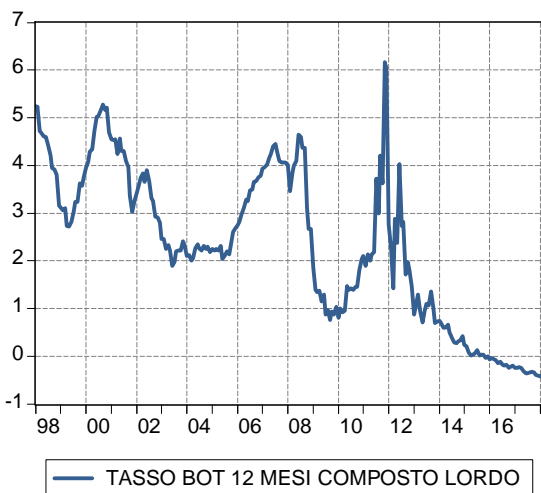
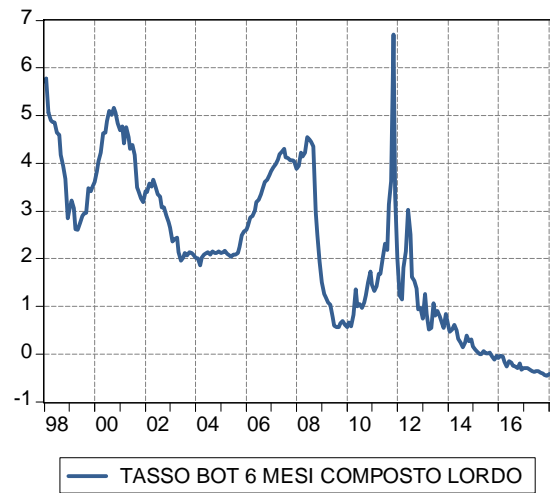
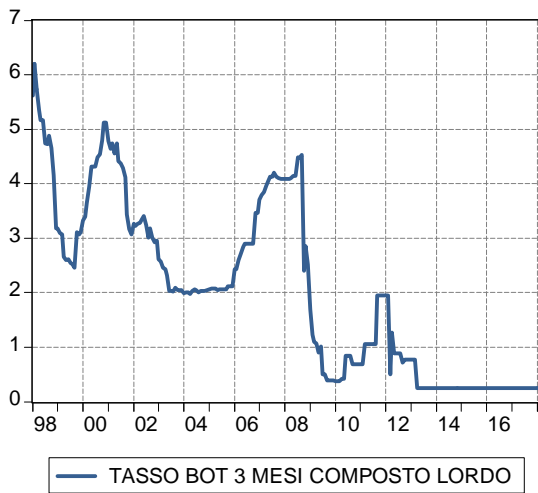
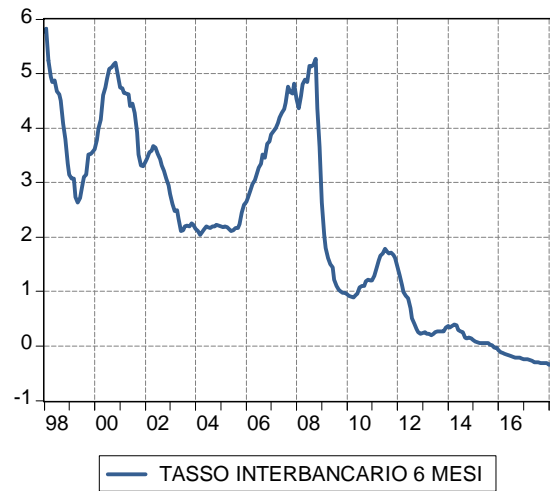
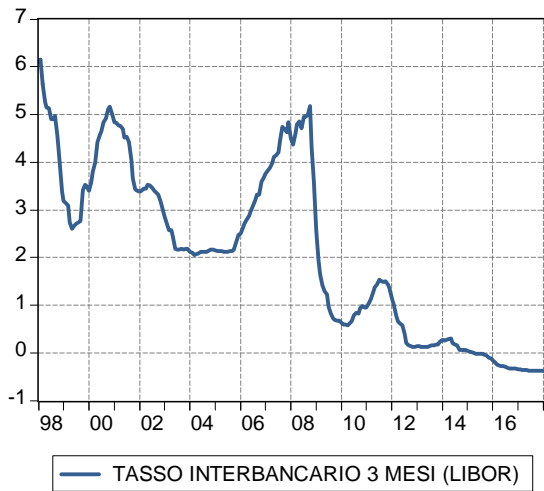
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



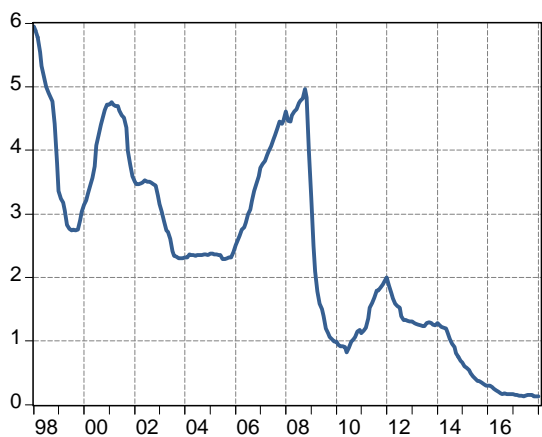
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili

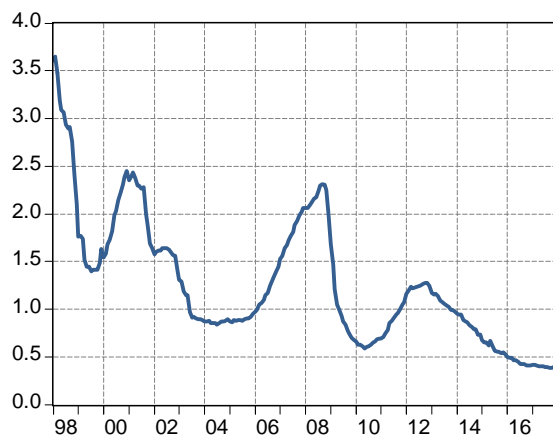


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

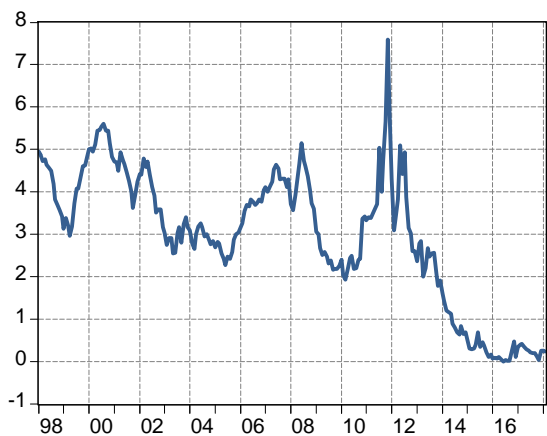
Dati mensili



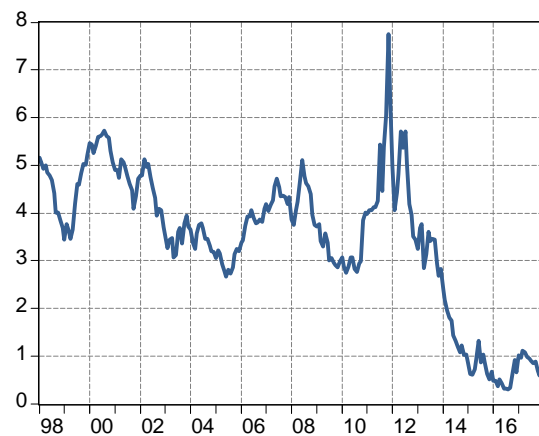
TASSO PRESTITI MINIMO



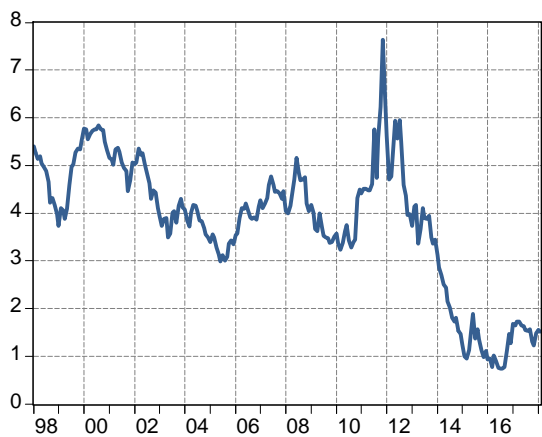
TASSO DEPOSITI MEDIO



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

