

MEFIM

MODELLO
ECONOMETRICO
FINANZIARIO
INTERNAZIONALE
MENSILE

Giugno 2018



Federazione
Veneta



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 maggio 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

Mentre le tensioni geopolitiche rimangono sullo sfondo, la guerra dei dazi si fa sempre più accesa. Il dollaro tende a rafforzarsi nei confronti delle altre valute per le tensioni generate dalla crisi politica e istituzionale italiana, che ha rischiato di destabilizzare l'Area Euro, e per una battuta d'arresto nel processo di sincronizzazione dei cicli economici di USA, Giappone e Area Euro. Analizziamo questi fattori con ordine.

Nella prima metà di maggio, Trump ha firmato un decreto che implica l'uscita degli USA dall'accordo sul nucleare firmato nel 2015 tra Iran e Paesi occidentali. Ogni Paese che aiuterà l'Iran sarà sanzionato e questo va interpretato come un monito ai Paesi europei (va sottolineato che l'Italia è il primo partner commerciale europeo dell'Iran). Il Presidente americano si dichiara disponibile a

un nuovo accordo ma chiede che l'Iran non proceda in nessun modo al programma di arricchimento dell'uranio e quindi del nucleare. Secondo l'accordo del 2015 l'Iran non poteva farlo per otto anni. Ora la parola passa al Congresso che dovrà esprimere un voto sul decreto. La tensione sulla questione iraniana ha spinto al rialzo le quotazioni del petrolio.

Sul fronte dei dazi, l'attenzione di Trump si è spostata sull'Unione Europea. Dopo un nuovo annuncio a sorpresa del segretario al tesoro americano verso la Cina di altri prodotti colpiti da dazi del 25% per un equivalente di 50 miliardi di dollari, sono fallite le trattative con il Vecchio Continente. A partire da giugno, pertanto, l'Unione Europea sarà colpita dalle tariffe del 25% sull'acciaio e del 10% sull'alluminio.

La crisi politica italiana, con il rischio di nuove elezioni basate sull'elemento discriminante fra i partiti di una permanenza o meno del nostro Paese nell'euro e la minaccia di *impeachment* al Presidente della Repubblica, poi ritirata, ha generato deflussi di capitali dall'Area Euro verso gli Stati Uniti, visti come un porto più sicuro, rafforzando il dollaro. Il ritrovato accordo a fine maggio tra i due partiti vincenti alle elezioni del 4 marzo per la formazione di un governo ha ridimensionato i timori degli investitori internazionali di una destabilizzazione dell'intera area, inevitabile nel caso di rischio sui conti dello Stato italiano con uno dei più alti debiti pubblici. Tuttavia, li ha lasciati in allerta per il prossimo futuro: qualsiasi intervento di politica fiscale del nuovo governo dovrà avere coperture certe per non riaccendere la speculazione e vedere il rendimento sul decennale ritornare rapidamente sopra il 3%. Un'agenzia di rating cinese ha già tagliato il merito di credito dei titoli di Stato italiani a tripla B, cioè a *junk bond* (titoli spazzatura). Le altre agenzie hanno dichiarato di aver messo sotto osservazione l'Italia con un *outlook* negativo. Moody's ha lanciato l'allarme di un possibile declassamento, riflettendosi a cascata anche sulle banche. Va sottolineato che è sufficiente un *downgrade* da parte di due agenzie di rating perché la BCE non possa più comprare i titoli di Stato italiani attraverso il *Quantitative Easing*. Le recenti dimissioni del governo Rajoy in Spagna aggiungono un'altra fragilità all'Area Euro. Intanto, la questione fornisce supporto alla forza della valuta statunitense.

Il dollaro ha trovato spinte anche dai dati macroeconomici. Da un lato, gli Stati Uniti hanno mantenuto nel primo trimestre dell'anno una dinamica del ciclo economico vicina al 3% (+2.8% a/a) e in aprile hanno registrato un tasso di disoccupazione sotto il 4% con un'inflazione *core*, che esclude le componenti più volatili di energia e alimentari, prossima all'obiettivo del 2% della Fed (+1.8% a/a). Dall'altro, il Giappone ha registrato il primo calo trimestrale del PIL degli ultimi due anni, con una crescita tendenziale dimezzata rispetto al 2017 a +1% a/a, anche se i dati mensili indicano una ripresa, e l'Area Euro ha visto un raffreddamento del ciclo economico. Qui la crescita rimane comunque più che positiva (+2.5% a/a) ma con un ritmo più cauto rispetto all'anno scorso. Anche gli ultimi dati mensili sembrano andare in tale direzione. Sono emersi segnali inflazionistici, dovuti al rincaro del prezzo del petrolio, che tuttavia per il momento non si sono trasferiti agli altri comparti, visto che l'indice *core* è ancora a +1.1%, praticamente la metà rispetto all'obiettivo del 2% della BCE. La sincronizzazione tra i cicli economici delle tre macro aree, registrata e rafforzata durante tutto il 2017, sembra pertanto aver subito una battuta d'arresto. Nei prossimi mesi sarà importante verificare se sia trattato di un fenomeno temporaneo: molto dipenderà anche dall'evoluzione della guerra dei dazi sopra menzionata. Nel frattempo questo scenario ha indotto i mercati finanziari a credere a una divaricazione delle politiche monetarie e ad assegnare un'alta probabilità a uno scenario

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

caratterizzato da una politica monetaria più restrittiva per la Fed e più accomodante per la BCE e la BoJ. Ovviamente, anche quest'aspetto va a favore del dollaro.

Quest'analisi ci induce a non modificare le ipotesi di scenario dei mesi precedenti, che già includevano, per la Fed, altri tre rialzi nel resto del 2018, da 25 punti base ciascuno, in giugno, settembre e dicembre, per la BCE un atteggiamento accomodante per tutto l'anno in corso, con un rinvio del processo di normalizzazione della politica monetaria al 2019 (Scenario C – Probabilità 60%) e il mantenimento del *Quantitative* e *Qualitative Easing* per la Banca Centrale del Giappone.

Va sottolineato, infine, che difficilmente il dollaro potrà ritornare ai livelli di marzo/aprile, poiché molti sono i fattori che lo supportano, come appare dall'analisi precedente. Si deve inoltre tenere presente che **l'eccessivo rafforzamento della valuta statunitense metterebbe in difficoltà i Paesi emergenti**, in particolar modo l'Argentina che a maggio ha già chiesto al FMI aiuti finanziari per superare le difficoltà legate alla volatilità del peso.

In maggio, il prezzo del petrolio ha continuato la sua corsa: il Brent si è portato a quota 77 dollari al barile, dopo aver toccato anche gli 80 dollari, e il WTI a 66 dollari al barile. In pratica, rispetto a un anno fa, il rincaro è stato del 50%. L'allargamento dello *spread* tra i due tipi di quotazione oltre i normali livelli è da attribuire all'elevata produzione di *shale oil* statunitense ai massimi storici e ai limiti dell'oleodotto nel Golfo del Messico nello spostare il greggio prodotto. Il suo accumulo nelle regioni del Texas e dell'Oklahoma mantiene più bassa la quotazione del WTI rispetto a quella del Brent.

Una delle cause principali delle tensioni di maggio è stata la questione iraniana già menzionata. Le eventuali sanzioni all'Iran implicherebbero un milione di barili in meno al giorno, ma l'OPEC ha dichiarato di essere in grado di compensare un possibile calo delle esportazioni iraniane.

Nei prossimi mesi riteniamo che la corsa del prezzo del petrolio prenderà fiato per i seguenti fattori: 1) il ritmo minore di crescita in due delle tre macro aree e un atteso effetto restrittivo sull'intero ciclo economico internazionale (Cina inclusa) **derivante dalla guerra dei dazi**; 2) sia la Russia sia l'Arabia Saudita, quest'ultima contrariamente a quanto dichiarato ad aprile, hanno affermato che **probabilmente aumenteranno la produzione nella seconda parte del 2018** per recuperare il ritardo del Venezuela, in piena crisi economica, e dell'Iran; 3) anche se recentemente sembra essersi indebolita la correlazione storica tra dollaro e prezzo del petrolio, secondo la quale se il primo si rafforza il secondo scende e viceversa, **la tendenza all'apprezzamento della valuta statunitense dovrebbe fungere da resistenza a prezzi del greggio superiori agli 80 dollari al barile per il Brent.**

GLI ULTIMI DATI

In USA, la revisione dei dati sul PIL del primo trimestre dell'anno ha scalfito leggermente i risultati preliminari, senza però modificarne la forza. La variazione trimestrale annualizzata si è aggiustata a +2.2% dal preliminare di +2.3% e quella tendenziale a +2.8% da +2.9%. Quest'ultima risulta comunque in rafforzamento rispetto al trimestre precedente (+2.6% a/a). Come già sottolineato il mese scorso, i dati evidenziano già gli effetti della riforma fiscale senza precedenti approvata a dicembre del 2017. **La revisione ha rafforzato la dinamica degli investimenti fissi, in particolare quelli non residenziali, che sono stati la componente con maggiore forza.** Il loro contributo alla crescita del PIL è stato di +1.1% t/t da +0.8% del preliminare, mentre quelli residenziali hanno sottratto crescita per un -0.1% rispetto al supporto nullo della precedente rilevazione. Va sottolineato, tuttavia, che questi ultimi avevano registrato un forte aumento nel quarto trimestre del 2017 (+12.8%). **È confermato il raffreddamento dei consumi,** dopo il +4% t/t del trimestre precedente, con un aumento di +1% e un contributo di +0.7%. **Sul fronte del canale estero, la revisione ha implicato un po' meno esportazioni (+4.2% t/t anziché +4.8%) e un po' più importazioni (+2.8% t/t anziché +2.6%).** Questo non ha comunque alterato il riequilibrio del flusso netto che ha contribuito alla crescita del PIL per un +0.1% anziché per il +0.2% emerso nei dati preliminari, dopo la preoccupante impennata delle importazioni del trimestre precedente di +14.1% t/t. La ricostituzione del magazzino si è ridimensionata, supportando la crescita per un limitato +0.1% da +0.4% del preliminare.

I dati mensili, prevalentemente relativi ad aprile, sono tutti positivi sia dal lato dell'offerta sia della domanda, battendo generalmente le aspettative degli economisti. Ciò testimonia che l'economia americana, pur con l'incognita della guerra dei dazi che potrebbe danneggiare gli stessi Stati Uniti attraverso le multinazionali e il gioco delle ritorsioni da parte degli altri Paesi, ha iniziato il secondo trimestre con un ritmo sostenuto al pari del primo. In aprile, dal lato dell'offerta, la produzione industriale ha confermato la dinamica del mese precedente, con un incremento di +0.8% m/m (il dato di marzo è stato rivisto al rialzo a +0.8% m/m da +0.5%) collocandosi sopra le aspettative di +0.6%. Gli ordini di beni durevoli esclusi i trasporti hanno registrato un incremento di +0.9% m/m, contro un atteso +0.5% e il dato del mese precedente è stato rivisto al rialzo a +0.4% da una sostanziale invarianza. Il tasso di utilizzo degli impianti si è portato al 78% dal 77.6% di marzo (rivisto da 78%). Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio sono aumentate di +0.2% m/m, dopo il buon dato di +0.7% di marzo; in termini reali, i consumi privati hanno registrato un incremento di +0.4% m/m e i redditi personali di +0.2% m/m, a supporto di un proseguimento della dinamica positiva della domanda anche nel prossimo futuro.

Il mercato del lavoro continua a rafforzarsi. In aprile, il tasso di disoccupazione è sceso al 3.9% dal 4.1% del mese precedente, sotto la soglia di pieno impiego, stimata dai più ottimisti intorno al 4%. L'occupazione è aumentata di 164 000 unità ed è stato rivisto al rialzo il dato precedente a 135 000 da 103 000. È vero che i mercati si aspettavano un +193 000 ma si deve tener conto che l'anticipo delle assunzioni a febbraio, per usufruire di alcuni vantaggi della riforma fiscale, ha alterato le statistiche anche dei mesi successivi. La media delle nuove assunzioni dei primi quattro mesi dell'anno è stata intorno alle 200 000 unità, a testimonianza di un mercato del lavoro in continua espansione. Gli indicatori di fiducia, considerati fattori chiave per comprendere gli effetti degli annunci sui dazi da parte di Trump, non hanno dimostrato nemmeno a maggio incertezza, probabilmente sostenuti da quelli benefici della riforma fiscale. Dal lato dei produttori, l'INAPM di Chicago ha messo a segno un importante rimbalzo a 62.7 da 57.6 di aprile. Dal lato dei consumatori, il *Conference Board* si è portato a quota 128 da 125.6 del mese precedente (anche se è da segnalare la revisione al ribasso di quest'ultimo da 128.7).

USA

Si conferma la forza dell'economia e l'inflazione resta vicina al 2%

I rischi inflazionistici permangono. In aprile, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi PCE (*Personal Consumption Expenditures*, l'indicatore preferito dalla Fed) è rimasta pericolosamente al 2% a/a, livello raggiunto il mese precedente. Il *core* ha aggiustato leggermente verso il basso a +1.8% a/a da +1.9% di marzo, ma è rimasto comunque molto vicino all'obiettivo della Fed del 2% a/a. La forza dell'economia e del mercato del lavoro non può che spingere al rialzo i prezzi, anche se in aprile i salari orari hanno mantenuto la dinamica tendenziale del mese precedente di +2.6% a/a.

La crescita del PIL vicina al 3%, gli incrementi salariali e un'inflazione ai livelli dell'obiettivo della Fed rendono sempre più probabili altri tre rialzi nel resto del 2018, da 25 punti base ciascuno, a giugno, settembre e dicembre. Confermiamo, quindi, lo scenario delineato già nei mesi scorsi (Scenario C – probabilità 60%).

In Giappone, i dati trimestrali sul PIL del primo trimestre di quest'anno hanno sorpreso i mercati in negativo, con una contrazione di -0.2% t/t, contro un'aspettativa d'invarianza. Si è quindi fermata la crescita ininterrotta degli ultimi due anni. La variazione tendenziale si è praticamente dimezzata, passando a +1% da +1.8% del quarto trimestre del 2017, rivisto da +2.1%. La componente che ha sofferto di più è stata quella degli investimenti fissi, con un calo di -0.3% t/t e un contributo negativo alla crescita di -0.1% t/t. Le scorte hanno sottratto un -0,1% t/t, ma questo potrebbe essere visto come un fattore positivo nei prossimi trimestri, per la ricostituzione del magazzino. Completamente fermi sono risultati sia i consumi sia la spesa pubblica. La forza trainante, sia pur debole, è stata quella del canale estero che ha contribuito con un +0.1% t/t, grazie a una dinamica delle esportazioni (+0.6% t/t) di poco superiore a quella delle importazioni (+0.3%).

I dati mensili, relativi prevalentemente ad aprile, lasciano una speranza di ripresa, tanto più che il risultato negativo del primo trimestre è imputabile a gennaio, mentre già a febbraio e marzo il ciclo economico aveva ripreso forza. In aprile, la produzione industriale è aumentata di +0.3% m/m, dopo il buon dato di +1.4% del mese precedente. Le aspettative erano molto più ottimiste (+1.4%). Le vendite al dettaglio hanno messo a segno un sostanzioso +1.4% m/m, in questo caso sorprendendo in positivo gli economisti che si attendevano un risultato limitato a +0.5%. Il canale estero ha ripreso forza grazie a un incremento delle esportazioni di +4.6% m/m a fronte di un calo delle importazioni di -1.2%. Altri dati sono risultati negativi, ma si riferiscono ancora a marzo: -3.9% per gli ordini di macchinari, -0.5% per i consumi privati e -1.7% per il reddito disponibile. In maggio, gli indici di fiducia si sono dimostrati contrastanti: quello dei produttori, letto attraverso il PMI del manifatturiero, si è ridimensionato a 52.5 da 53.8 del mese precedente (anche se quest'ultimo è stato rivisto al rialzo da 53.3) mentre quello dei consumatori ha registrato un progresso a 43.8 da 43.6 del mese precedente.

In sintonia con la minore forza dell'economia, in aprile l'inflazione è tornata sotto l'1% a/a in termini di variazione del *Consumer Price Index* globale (+0.7% a/a da +1.1% del mese precedente). Il *core* ha leggermente corretto al ribasso, a +0.7% a/a da +0.8% di marzo. Alla riunione di fine aprile la Banca Centrale del Giappone ha ribadito che continuerà con il *Quantitative* e *Qualitative Easing* finché l'inflazione non supererà il 2% e rimarrà sopra l'obiettivo in modo stabile. Non sono quindi attese variazioni nella politica monetaria.

Per l'Area Euro sono disponibili i dati del PIL del primo trimestre solo in forma aggregata. Secondo questa prima indicazione, il ciclo economico europeo ha continuato a crescere, ma a un ritmo meno intenso, come sottolineato dal Presidente della BCE alla riunione di aprile. L'aumento complessivo del PIL è stato pari a +0.4% in termini congiunturali e a +2.5% tendenziali, in ridimensionamento rispetto al +0.7% t/t e al +2.8% a/a del quarto trimestre del 2017. Questo aspetto è emerso in modo

GIAPPONE

Dopo l'incertezza di gennaio, che ha portato al calo del PIL nel primo trimestre, i dati mensili sembrano evidenziare una certa ripresa

AREA EURO

Dati mensili moderati. Inflazione in crescita ma quella core è ancora lontana dall'obiettivo

generalizzato nei Paesi più importanti dell'area.

I dati mensili, relativi prevalentemente a marzo, sono stati moderatamente positivi e hanno ancora un volta deluso le aspettative degli economisti. La produzione industriale è aumentata di +0.5% m/m contro un atteso +0.7%, compensando almeno in parte il calo di -0.9% di febbraio (rivisto al ribasso da -0.8%). Le costruzioni, invece, non sono riuscite a invertire la tendenza negativa, registrando un -0.3% m/m dopo il -0.7% del mese precedente, rivisto anche in questo caso al ribasso da -0.5%. **Le vendite al dettaglio sono riuscite a crescere solo limitatamente** di +0.1% m/m, rispetto a un atteso +0.5%, anche se il dato precedente è stato corretto al rialzo a +0.3% m/m da +0.1%. **Segnali positivi, invece, sono giunti dal canale estero**, che ha dimostrato una crescita equilibrata tra esportazioni (+0.8% m/m rispetto a -2.5% di febbraio) e importazioni (+0.7% m/m rispetto a -3.4% del mese precedente) mantenendo il saldo della bilancia commerciale intorno a 21 miliardi di euro. **In aprile, il mercato del lavoro ha mantenuto posizioni di forza**, con il tasso di disoccupazione all'8.5% dall'8.6% di marzo, contro un atteso 8.4%, ma si deve tenere conto che le aspettative si basavano su un dato del mese precedente all'8.5%. **In maggio, la fiducia di consumatori e imprenditori si è ridimensionata, risentendo della minore forza del ciclo economico**: l'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) si è portato a quota 112.5 da 112.7 del mese precedente e il PMI, che interpreta specificatamente la fiducia dei produttori, si è ridimensionato a 55.5 da 56.2 (rivisto da 56) nel settore manifatturiero e a 53.9 da 54.7 (rivisto da 55) nei servizi.

Gli indicatori dei prezzi hanno corretto verso l'alto, ma è prematuro parlare di rischi inflazionistici. A maggio, l'indice globale HCPI (*Harmonized Consumer Price Index*) in termini tendenziali ha raggiunto quota +1.9% da +1.2% del mese precedente, a causa di rincari dell'energia e degli alimentari, le componenti più volatili; l'indice *core*, al quale fa riferimento la Banca Centrale nel fissare il suo obiettivo del +2%, si è portato a +1.1% a/a da +0.7% di aprile. Le tensioni del mercato petrolifero si sono quindi in parte trasferite anche agli altri settori, ma l'indicatore resta ancora lontano dal target della BCE.

Pur essendoci delle opinioni espresse da alcuni componenti del Board sull'approssimarsi della fine del *Quantitative Easing*, il ritmo più blando della crescita, i rischi di un effetto restrittivo proveniente dalla guerra commerciale sui dazi tutto ancora da quantificare, e l'incertezza sull'operato del nuovo governo italiano, che potrebbe generare una crisi sistemica nell'Area Euro, impongono molta cautela nel processo di normalizzazione della politica monetaria.

In Germania, i dati sul PIL del primo trimestre dell'anno, confermando quanto specificato per l'intera area, hanno dimostrato un ridimensionamento della crescita, pur mantenendosi positivi. Il PIL è aumentato di +0.3% in termini congiunturali e di +2.3% tendenziali. Nell'ultimo trimestre del 2017, la forza dell'economia tedesca era stata più evidente con un +0.6% t/t e +2.9% a/a. **Le cause vanno cercate nella componente del canale estero che non ha supportato la crescita come nel 2017**: il contributo è stato, infatti, negativo (-0.1% t/t) per un calo equilibrato sia delle esportazioni sia delle importazioni. È evidente come **la forza dell'euro nei primi mesi dell'anno abbia giocato un ruolo importante, però l'inversione di questa tendenza da maggio potrebbe aiutare le esportazioni nei prossimi trimestri.** Di fatto, la crescita è stata supportata dalla **domanda interna** con un contributo di +0.2% t/t dei consumi e +0.3% degli investimenti fissi. Questi ultimi sono stati la forza trainante del ciclo economico. Le scorte e la spesa pubblica hanno invece contribuito negativamente con un -0.1% t/t.

I dati mensili segnalano tuttavia il ritorno a un buon ritmo di crescita, pertanto è probabile che l'incertezza rilevata nei primi mesi dell'anno abbia avuto carattere temporaneo e sia stata dovuta a fattori meteorologici e all'*impasse* politica, superata con il referendum interno all'SPD del 4 marzo. In marzo, la produzione industriale ha

Germania

recuperato in parte il forte dato negativo del mese precedente, registrando un +1% m/m da -1.7% di febbraio, andando al di là delle attese (+0.8%). In particolare nel settore delle costruzioni si è passati a una crescita di +0.6% da -3.1% del mese precedente (rivisto al ribasso da -2.2%). **Purtroppo, gli ordini all'industria non sono riusciti a invertire la tendenza negativa**, registrando un calo di -0.9% m/m da -0.2% di febbraio (rivisto al ribasso da +0.3%). In aprile, **le vendite al dettaglio hanno messo a segno un ottimo +2.3% m/m**, dopo il dato debole di marzo (-0.4%, rivisto da -0.6%) e battendo ampiamente le aspettative di +0.5%. **La minor forza del ciclo economico tedesco nei primi mesi dell'anno ha probabilmente influito sulla fiducia dei produttori**: in maggio, l'indice Ifo è rimasto stabile a 102.2, ma il PMI si è ridimensionato a 56.8 da 58.1 nel settore manifatturiero e a 52.1 da 53 in quello dei servizi.

In maggio, il rincaro del petrolio ha spinto la variazione tendenziale dell'indice dei prezzi al consumo armonizzato a un pericoloso +2.2% a/a da +1.4% del mese precedente. Avendo a disposizione solo il dato di aprile per l'indice *core* armonizzato, tra l'altro ridimensionatosi a +1% da +1.3% di marzo, non è possibile a oggi verificare se la fiammata inflazionistica si sia trasferita dal settore energetico agli altri comparti. È d'obbligo, quindi, monitorare tale indicatore.

In Francia, la revisione dei dati sul PIL del primo trimestre dell'anno ha confermato il risultato sotto tono emerso già con i preliminari. La crescita congiunturale del ciclo economico d'oltralpe è stata pari a +0.2% (da +0.3% della precedente rilevazione) e a +2.2% (da +2.1%) tendenziali. Dal confronto con i risultati del quarto trimestre del 2017 (+0.7% t/t e +2.8% a/a) emerge il ridimensionamento del ciclo, in linea con quello degli altri paesi dell'area. **La revisione ha apportato solo leggere modifiche che non hanno alterato la sostanza del quadro generale.** Tutte le componenti hanno registrato tassi di crescita inferiori rispetto al trimestre precedente, a parte le scorte che sono rimaste invariate, dopo un decumulo -0.4% t/t. **Il canale estero, che nello scorso anno aveva rappresentato la forza trainante dell'economia francese** (+0.7% t/t nel trimestre precedente) **non ha supportato il ciclo economico** nei primi mesi del 2018 a causa di un calo di pari entità (-0.3% t/t) delle esportazioni e delle importazioni. La dinamica contenuta dei consumi e degli investimenti, rispettivamente +0.1% m/m (rivisto da +0.2%) e +0.2% (rivisto da +0.6%) ha limitato il loro apporto a un +0.1% per ciascuna componente.

I dati mensili, essendo relativi prevalentemente a marzo, non aggiungono informazioni rilevanti rispetto a quelli trimestrali sopra menzionati. Sono, in ogni caso, risultati positivi solo dal lato della domanda: le vendite al dettaglio sono aumentate di +0.5% m/m, dopo il buon risultato di +0.9% di febbraio, mentre la produzione industriale e le costruzioni hanno registrato un calo di -0.4% m/m e -2.7% m/m. **Gli unici due dati relativi ad aprile, e quindi più rilevanti per poter valutare la crescita economica del secondo trimestre non ancora nota, non sono incoraggianti**: i consumi privati sono scesi di -0.5% m/m e il tasso di disoccupazione ha corretto al rialzo al 9.2% dall'8.8% del mese precedente. Gli indici di fiducia di maggio sono rimasti invariati a 109 per i produttori e a 100 per i consumatori.

Anche in Francia, l'indice dei prezzi al consumo globale armonizzato ha corretto sensibilmente verso l'alto in maggio, portando la variazione tendenziale a +2.3% da +1.8% di aprile. Si tratta del secondo mese consecutivo di ampio incremento (a marzo +1.3%) tuttavia, tutto questo non ha ancora intaccato gli altri comparti, infatti, l'indice *core* è rimasto contenuto a +1.1% a/a, sia pur in aumento rispetto al mese precedente (+0.9%, rivisto da +1%).

Francia

Italia

In Italia i dati preliminari del PIL del primo trimestre dell'anno, disponibili per il momento solo in forma aggregata, hanno dimostrato una sostanziale tenuta della crescita economica. La dinamica della variazione congiunturale è rimasta invariata a +0.3% rispetto al trimestre precedente e quella tendenziale ha corretto al ribasso solo parzialmente a +1.4% da +1.6%. Si può notare che si è ridotto il divario con gli altri Paesi dell'Area (Germania +2.3%, Francia +2.2%) purtroppo però questo è dovuto semplicemente a un più ampio ridimensionamento della crescita per questi ultimi. La nomina del nuovo governo a fine maggio dovrebbe aver eliminato almeno l'incertezza dell'*impasse* politica durata quasi tre mesi, ma resta l'incognita di come le nuove forze politiche intenderanno procedere in termini di riforme. Qualsiasi piano fiscale espansivo dovrà trovare coperture certe, altrimenti l'effetto benefico verrà più che contrastato dal maggiore costo per interessi sul debito.

I dati mensili sono stati positivi, più dal lato dell'offerta che della domanda. In marzo, la produzione industriale ha invertito la tendenza negativa dei due mesi precedenti, registrando un ottimo +1.2% m/m, dopo il -0.5% di febbraio e -1.8% di gennaio. Gli economisti si aspettavano un dato positivo, ma non di questa entità (+0.5%). Purtroppo questo non ha riguardato il settore delle costruzioni che è rimasto in affanno, con un calo di -1.2% m/m dopo quello ancora più consistente di febbraio (-3.4%). In compenso gli ordini all'industria sono aumentati di +0.5% m/m, lasciando speranza per un proseguimento nel sentiero del recupero dell'attività economica nei prossimi mesi. Questo emerge anche dalla fiducia dei produttori che in maggio è rimasta stabile a 107.7 nel settore manifatturiero. Solo in quello dei servizi ha subito un lieve ridimensionamento a 106 da 106.4 di aprile.

Meno incoraggianti, invece, si sono dimostrati i dati dal lato dei consumi e del canale estero. In marzo, le vendite al dettaglio sono diminuite di -0.2% m/m, disattendendo le aspettative di un'invarianza, e in maggio la fiducia dei consumatori ha risentito del caos politico che ha caratterizzato lo scenario italiano prima di giungere alla nomina del nuovo governo alla fine del mese, ripiegando a 113.7 da 116.9 (rivisto da 117.1). Dopo i buoni risultati di marzo, in aprile, le esportazioni verso i Paesi extra-EU sono diminuite di -0.9% m/m, mentre le importazioni hanno mantenuto la dinamica del mese precedente a +2.4%.

In sintonia con gli altri Paesi dell'area, infine, l'inflazione è quasi raddoppiata, pur rimanendo molto lontana dall'obiettivo del 2% della BCE: l'HCPI globale in termini di variazione tendenziale è balzato a +1.1% da +0.6% di aprile e l'indice *core* a +0.9% a/a da +0.5%. L'Italia resta, comunque, uno tra i Paesi con minor inflazione all'interno dell'Area Euro.

I rendimenti dei titoli di Stato italiani hanno risentito del rischio di nuove elezioni, che si sarebbero potute trasformare in un referendum sulla permanenza del nostro Paese nell'euro, e della minaccia di *impeachment* nei confronti del Presidente della Repubblica. Nei momenti di maggiore tensione hanno superato ampiamente la soglia del 3% sulla scadenza decennale. L'accordo raggiunto per un governo politico a fine maggio ha scongiurato per il momento questo pericoloso scenario, ma i mercati ora stanno alla finestra. Un mancato controllo della finanza pubblica potrebbe sovvertire in brevissimo tempo la situazione.

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

GLI SCENARI

A (20%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sulla crescita viene più che compensato da quello molto espansivo della riforma fiscale già approvata, delineando un aumento del PIL intorno al 3% a/a. **In presenza di una buona domanda interna, i produttori scaricano sui prezzi al consumo i rincari dovuti ai dazi, quelli delle materie prime dovuti all'aumento del prezzo del petrolio e quelli dei salari per un mercato del lavoro al pieno impiego. La Fed aumenta i tassi ufficiali ancora tre volte nel resto del 2018, di 25 punti base ciascuna, a giugno, settembre e dicembre, ma i mercati hanno la sensazione che sia in ritardo nel controllo dell'inflazione. Nel medio termine, i rendimenti decennali si spingono ben sopra il 3% e il dollaro si rafforza solo limitatamente intorno a quota 1.16 nei confronti dell'euro.**

Area Euro: la crescita si rafforza portandosi verso il 3% a/a e l'inflazione verso il 2% a/a. **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 la nuova coalizione mantiene la politica fiscale all'interno dei vincoli europei.** I rendimenti salgono in sintonia con il resto dell'area, ma rimanendo sotto il 2.5%. Lo *spread* si ridimensiona portandosi sotto i 200 punti base nei confronti del *Bund* tedesco.

B (20%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sul ciclo economico, attraverso un ridimensionamento della fiducia di produttori e consumatori, **prevale su quello dell'inflazione**, delineando una crescita del PIL intorno al 2.5% a/a. Il prezzo del petrolio e i salari aumentano ma non in modo consistente. L'inflazione rimane contenuta sia pur vicino all'obiettivo della Fed. **Un passo di crescita più limitato del previsto e il parziale rientro dei rischi inflazionistici ridimensionano a solo due gli interventi della Fed sui tassi ufficiali nel resto del 2018, ciascuno di 25 punti base, a giugno e settembre.** Nel medio periodo, il dollaro, visto come valuta rifugio, si rafforza portandosi ben sotto quota 1.14 nei confronti dell'euro e i rendimenti del decennale tornano al 2.7-2.8%.

Area Euro: la crescita economica rimane positiva, intorno al 2.5% a/a, anche se meno intensa rispetto al 2017, con un'inflazione *core* ancora moderata, sotto il 2% a/a. I rischi di una guerra dei dazi e d'instabilità per la situazione italiana inducono **la BCE a mantenere molta cautela nel processo di normalizzazione della politica monetaria: lascia aperta la data di fine del QE, non escludendo la possibilità di estenderlo oltre settembre 2018 o comunque dà un messaggio ancora accomodante. In Italia la nuova coalizione non riesce ad accordarsi sulla politica fiscale. L'emergere del suo celato carattere populista fa prospettare elezioni anticipate.** Il presentarsi di una nuova *impasse* politica penalizza fortemente i rendimenti italiani che si portano sopra il 3% per la scadenza decennale, con uno *spread* sopra i 270 punti base rispetto al *Bund*.

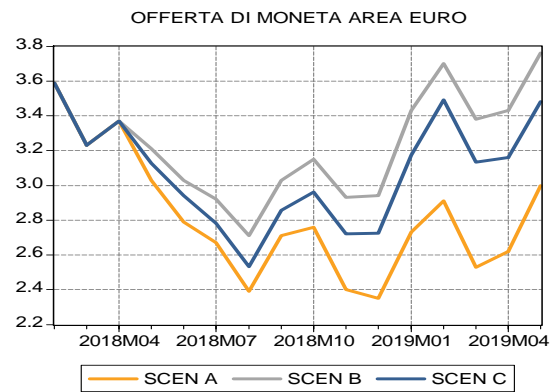
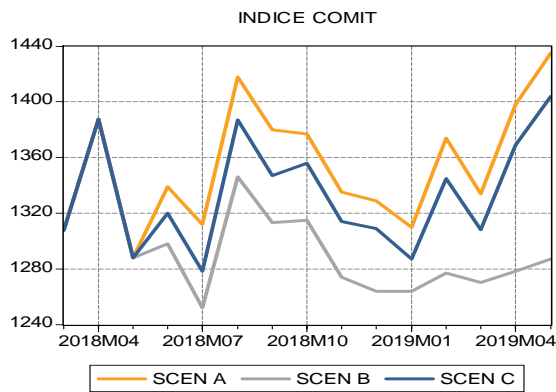
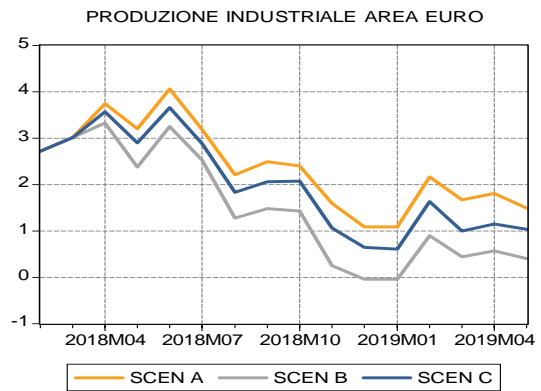
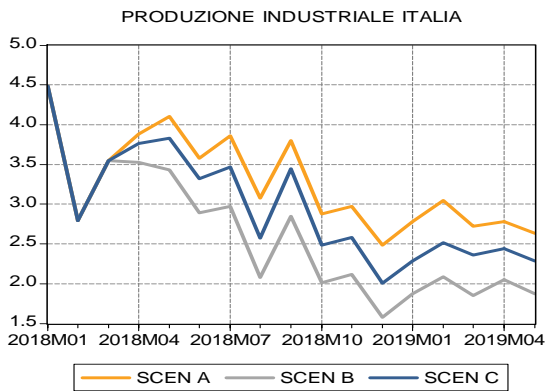
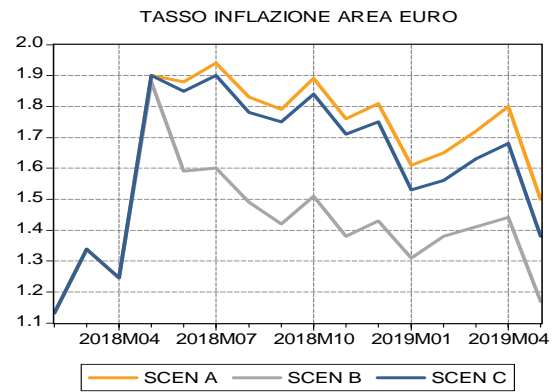
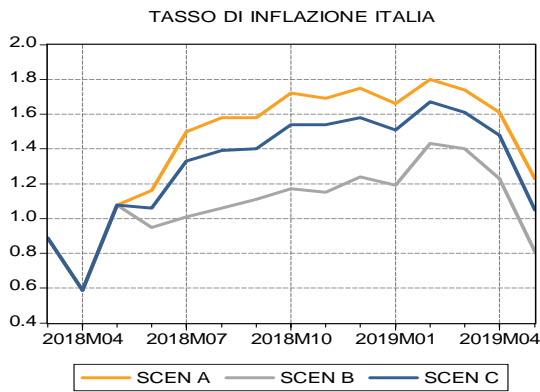
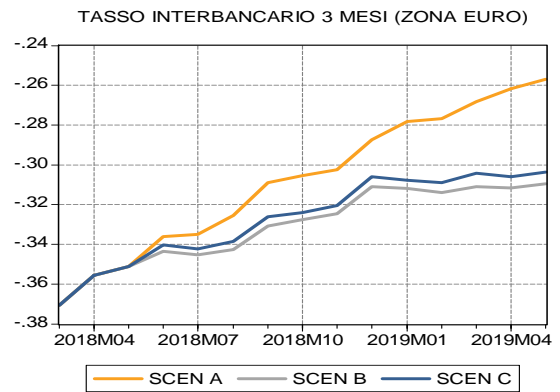
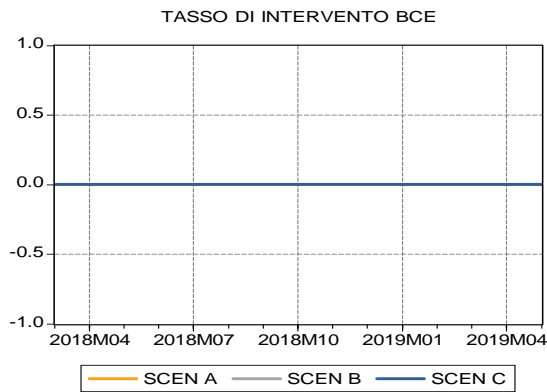
C (60%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sulla crescita viene più che compensato da quello molto espansivo della riforma fiscale già approvata, delineando una crescita del PIL intorno al 3% a/a. **In presenza di una buona domanda interna, i produttori scaricano sui prezzi al consumo i rincari dovuti ai dazi, quelli delle materie prime dovuti all'aumento del prezzo del petrolio e quelli dei salari per un mercato del lavoro al pieno impiego. Per controllare l'inflazione, la Fed aumenta i tassi ufficiali ancora tre volte nel resto del 2018, di 25 punti base ciascuna, a giugno, settembre e dicembre.** Nel medio termine, i rendimenti decennali si spingono sopra il 3% e il dollaro, visto come valuta rifugio, si rafforza portandosi anche sotto quota 1.15 nei confronti dell'euro.

Area Euro: la crescita economica rimane positiva, intorno al 2.5% a/a, anche se meno intensa rispetto al 2017, con un'inflazione *core* ancora moderata, sotto il 2% a/a. I rischi di una guerra dei dazi e d'instabilità per la situazione italiana inducono **la BCE a mantenere molta cautela nel processo di normalizzazione della politica monetaria: lascia aperta la data di fine del QE, non escludendo la possibilità di estenderlo oltre settembre 2018 o comunque dà un messaggio ancora accomodante, focalizzando l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio. I rendimenti dell'Eurozona risalgono in sintonia con quelli americani. Quelli italiani sono penalizzati, nonostante il messaggio distensivo della BCE, dal rischio di un allentamento nel rigore nei conti pubblici e restano sopra il 2.5%, con uno *spread* BTP/*Bund* sopra i 250 punti base.**

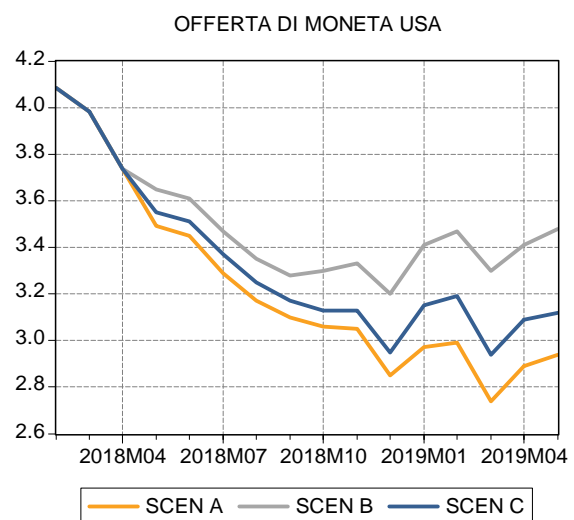
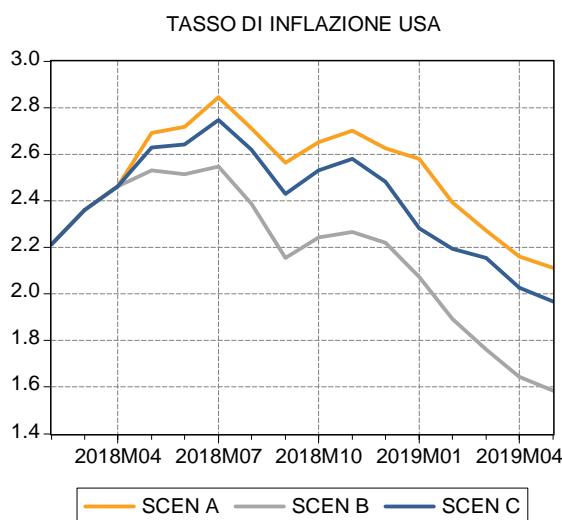
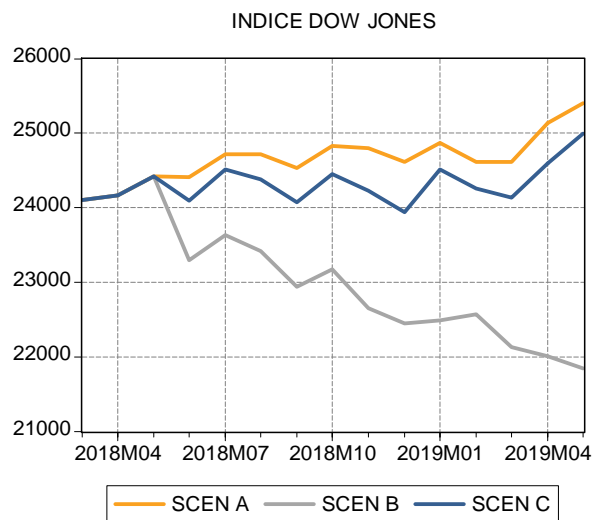
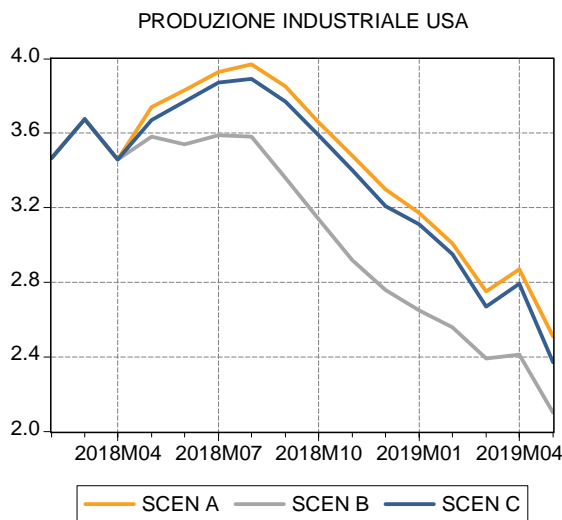
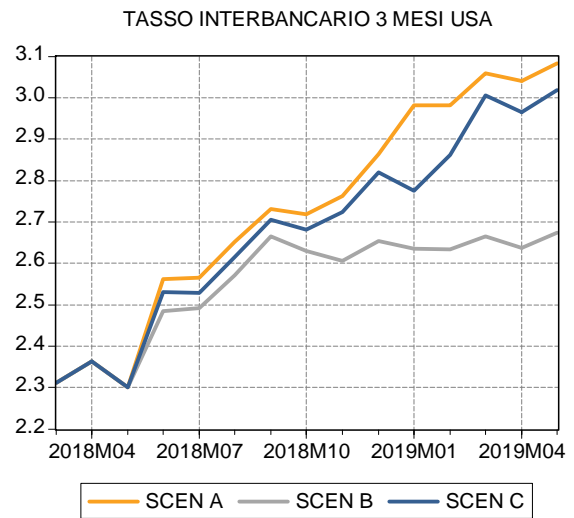
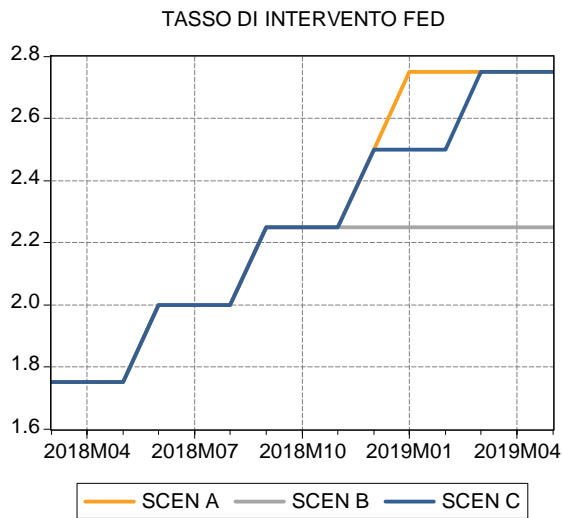
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

I tassi interbancari europei in maggio hanno proseguito sulla via di una debolissima ripresa per le scadenze a 3 e 6 mesi (a -0.35% da -0.36 e a -0.31% da -0.32%) mentre è rimasto ancora immobile per quella a 1 mese (-0.4%). **Una crescita economica positiva e un'inflazione core moderata potrebbero spingere la BCE a mantenere aperta la data di fine del QE (Scen. C e B).** Se le dinamiche dovessero accelerare, si potrebbe profilare la sua non-estensione oltre settembre 2018 (Scen. A). **I saggi interbancari sono visti in tenue ripresa in tutti e tre gli scenari (-0.39%, -0.32% e -0.29% per le scadenze a 1, 3 e 6 mesi in C, -0.40%, -0.32% e -0.30% rispettivamente in B e -0.35%, -0.27% e -0.25% in A).**

In maggio, la crisi politica italiana, la minaccia di *impeachment* al Presidente Mattarella, l'ipotesi di un governo tecnico e di nuove elezioni anticipate, i dubbi sulla permanenza del Paese nella moneta unica, hanno portato un'impennata dei rendimenti della struttura a termine italiana, con il decennale ben oltre il 3%. Alla fine del mese, la formazione di un governo politico di coalizione, seppur percepito come populista, ha ridimensionato le tensioni sui mercati e i rendimenti, rimasti comunque ben oltre i livelli precedenti (+1.4% da +0.14% il 3 anni, +2.02% da +0.69% il 5 anni, +2.39% da +1.27% il 7 anni e +2.81% da +1.88 il decennale). **Nello scenario C, se in USA l'effetto negativo del protezionismo fosse più che compensato da quello molto espansivo della riforma fiscale, la Fed potrebbe aumentare i tassi ufficiali ancora tre volte nel 2018.** La BCE, invece, se la crescita rimanesse positiva e l'inflazione core sotto il target del 2%, potrebbe mantenere aperta la data di fine del QE. Nonostante il messaggio accomodante della BCE, se il nuovo governo fosse meno rigoroso nella gestione del bilancio, i rendimenti dei titoli italiani ne sarebbero penalizzati, attestandosi a maggio 2019 all'1.51%, al 2.11%, al 2.50% e al 2.90% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni. Nello scenario A, fermi restando i tre rialzi della Fed, i mercati hanno la sensazione che questi non siano sufficientemente tempestivi per il controllo dell'inflazione. In Europa la crescita si rafforza, l'inflazione core si porta verso il 2% e in Italia il governo mantiene il rigore nella gestione del debito. In tal caso la BCE potrebbe guidare le attese di mercato verso la non-estensione del QE oltre settembre 2018 e i rendimenti italiani rimarrebbero elevati ma in sintonia con quelli europei (+1.25% il 3 anni, +1.76% il 5 anni, +2.15% il 7 anni e +2.57% il 10 anni a maggio 2019). Nello scenario B, negli USA s'ipotizza una crescita più moderata e un rientro delle pressioni inflazionistiche che consentono alla Fed di limitare il proprio intervento ad altri due rialzi nel 2018. In Area Euro, nonostante la crescita positiva, l'inflazione sotto controllo e l'atteggiamento accomodante della BCE, il mancato accordo sulla politica fiscale italiana all'interno del governo fa prospettare elezioni anticipate, penalizzando fortemente i rendimenti dei titoli di Stato (+1.89% il 3 anni, +2.60% il 5 anni, +2.96% il 7 anni e +3.36% il 10 anni a maggio 2019).

In marzo i tassi medi sui depositi e sui prestiti sono rimasti invariati rispetto al mese precedente (+0.4% e +2.7% rispettivamente) e negli scenari B e C sono visti stabili. In A si potrebbe osservare un lieve rialzo (+0.5% e +2.8% rispettivamente).

In marzo, i prestiti totali hanno sperimentato una battuta d'arresto (-0.02% a/a) dopo 12 mesi di crescita positiva (+1.9% a/a a febbraio). Anche i depositi, pur rimanendo in territorio positivo hanno rallentato la corsa (+0.8% a/a da +4% nel mese precedente). **In base alle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica degli impieghi (+3.2% a/a in C, +3.4% in A e +2.9% in C, a maggio 2019) e dei depositi totali (+6.2%, +6.6% e +5.8% rispettivamente) dovrebbe rimanere sostenuta per l'intero periodo di previsione.**

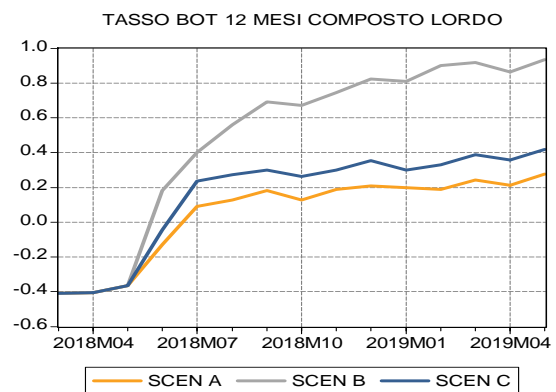
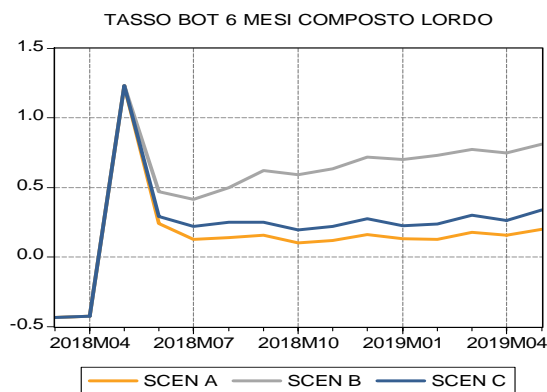
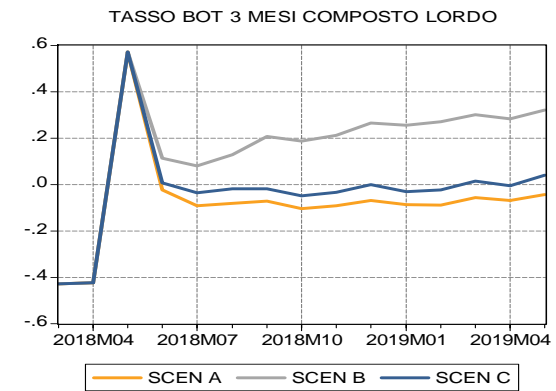
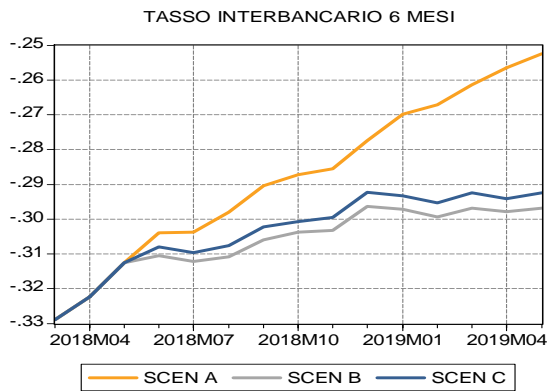
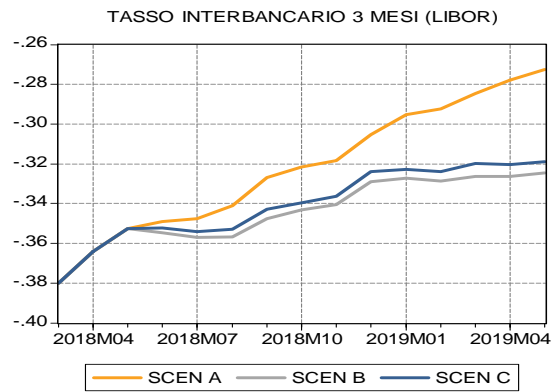
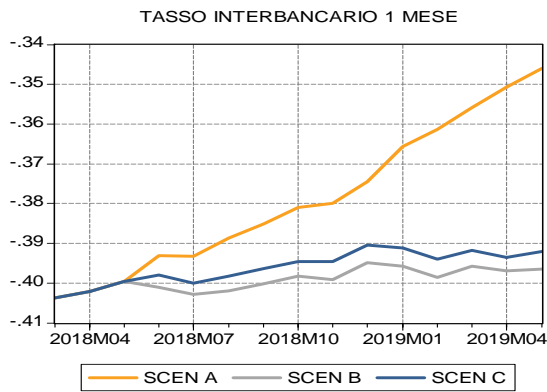
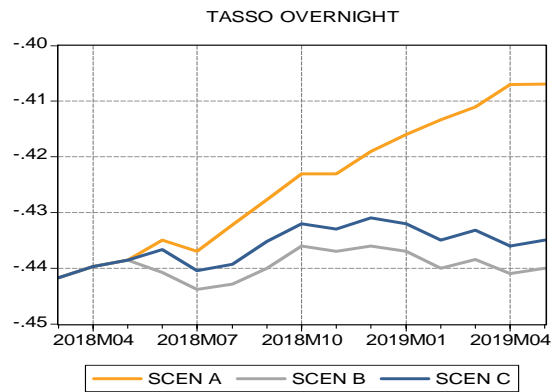
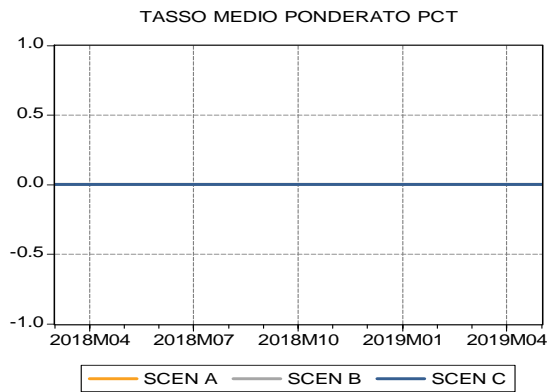
TASSI INTERBANCARI

STRUTTURA A TERMINE

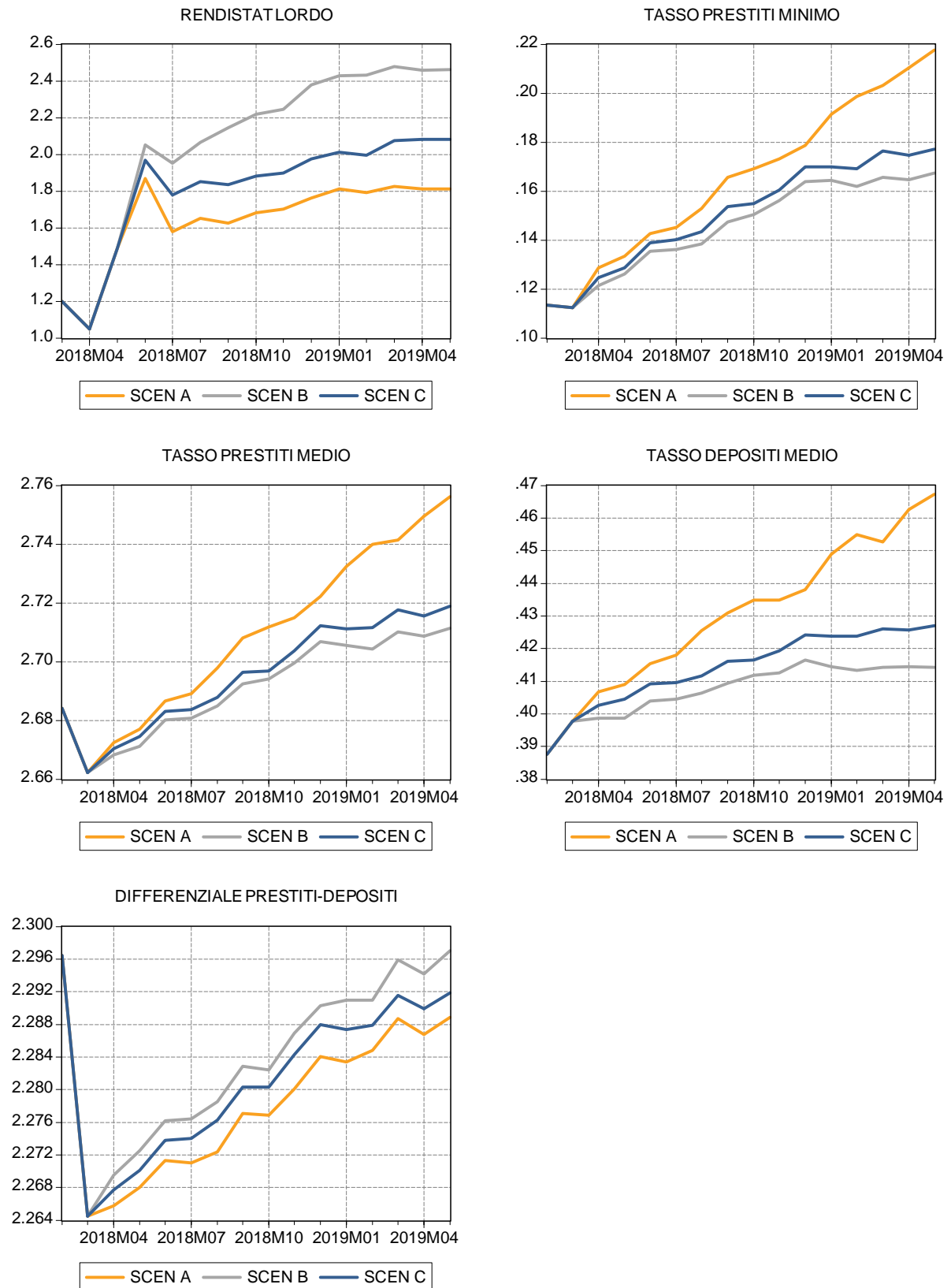
TASSI BANCARI

VOLUMI

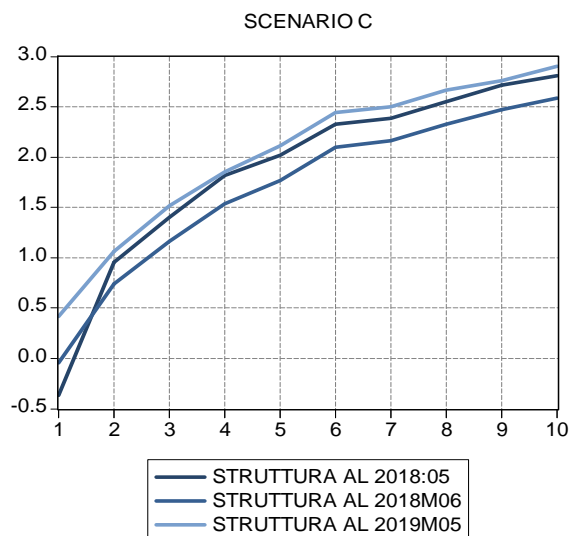
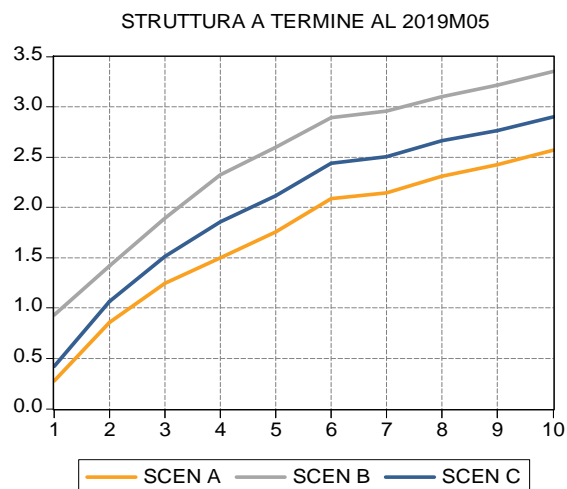
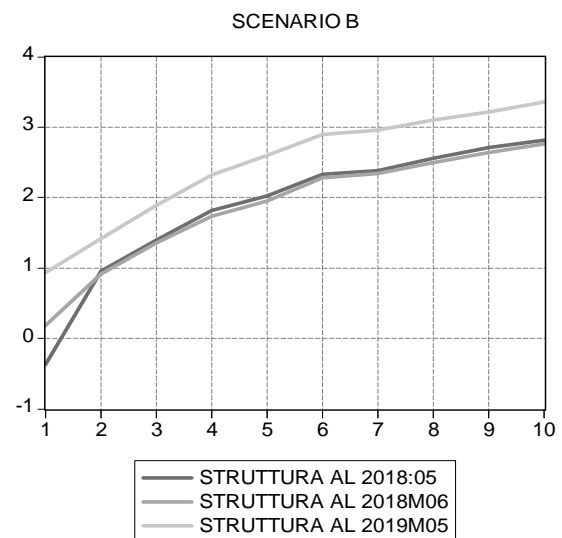
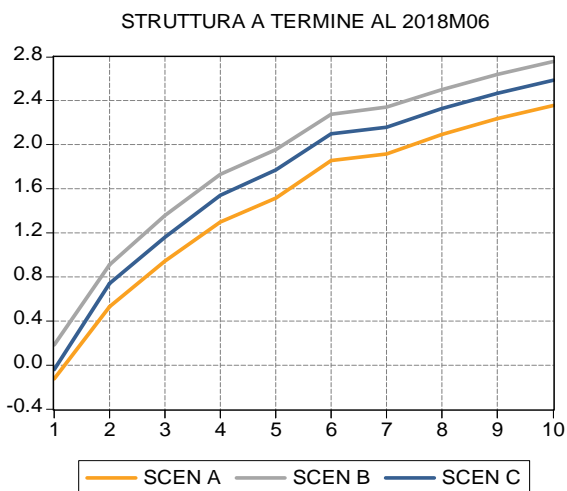
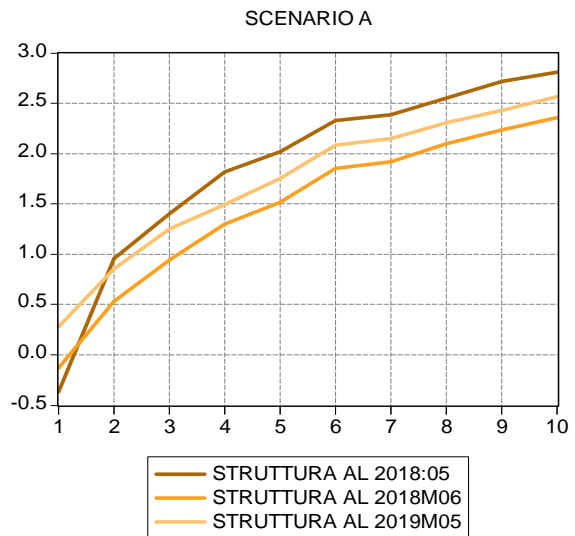
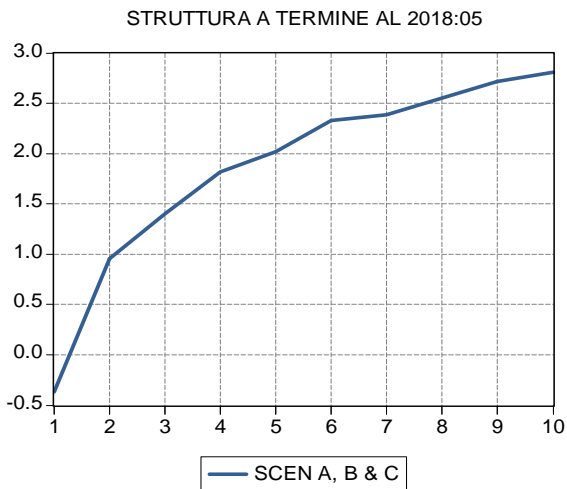
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



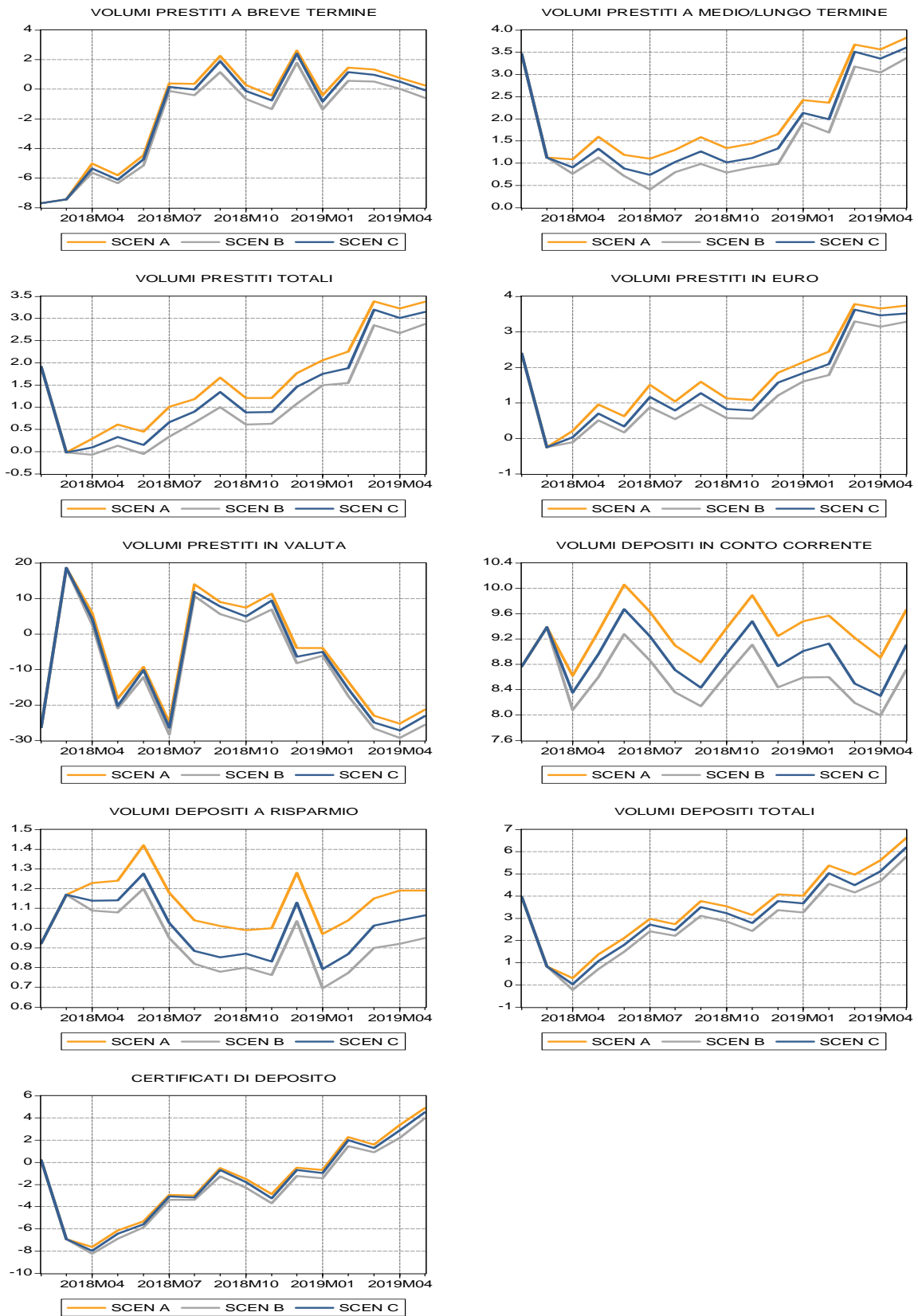
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



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



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



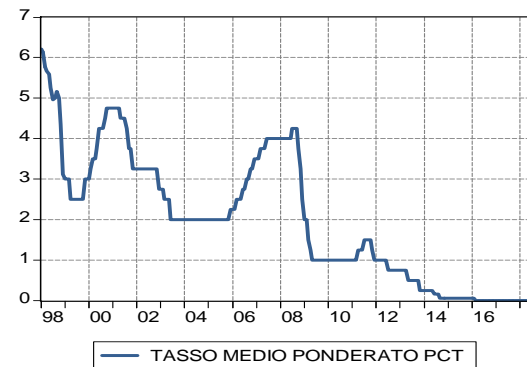
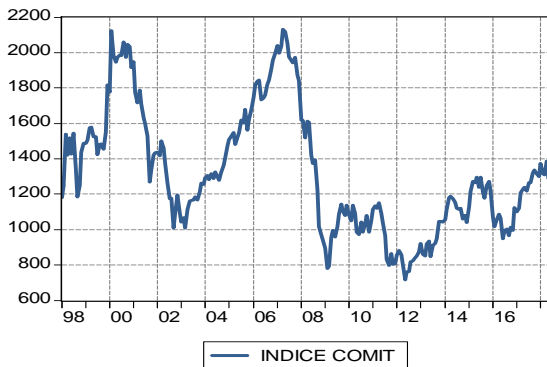
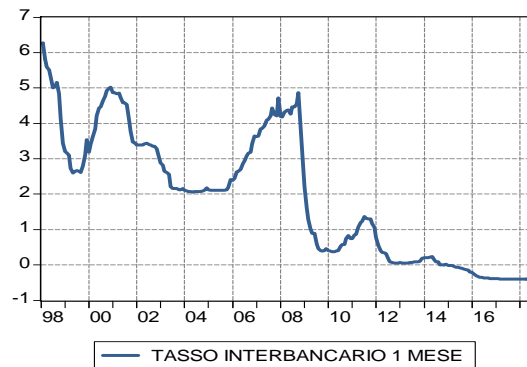
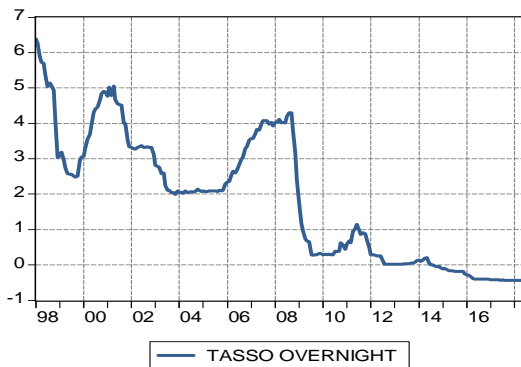
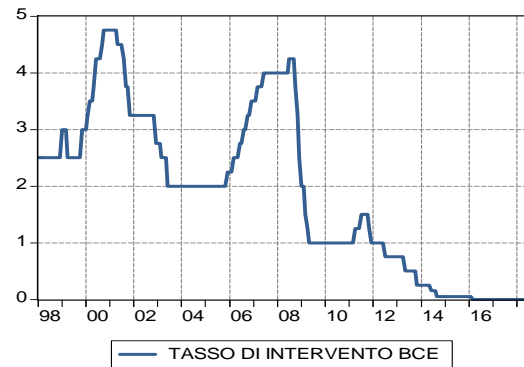
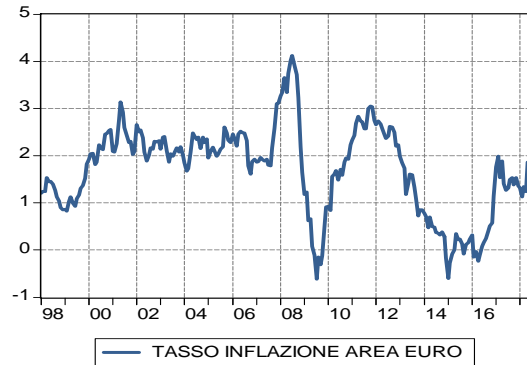
SCENARIO A	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1314	1297	1373	1316	1308	1387	1288	1339	1312	1418	1380	1377	1335	1329	1310	1374	1334	1398	1435
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.6	4.7	4.5	2.8	3.5	3.9	4.1	3.6	3.9	3.1	3.8	2.9	3.0	2.5	2.8	3.0	2.7	2.8	2.6
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.1	1.0	1.2	0.5	0.9	0.6	1.1	1.2	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	1.7	1.8	1.7	1.6	1.2
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	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.43	-0.43	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.41	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.33	-0.32	-0.32	-0.31	-0.30	-0.29	-0.28	-0.28	-0.27
T. Interb. 6m lett.	-0.32	-0.32	-0.34	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29	-0.29	-0.28	-0.27	-0.27	-0.26	-0.26	-0.25
T. Depositi medio	0.39	0.38	0.39	0.39	0.40	0.41	0.41	0.42	0.42	0.43	0.43	0.43	0.43	0.44	0.45	0.46	0.45	0.46	0.47
T. Prestiti medio	2.72	2.69	2.69	2.68	2.66	2.67	2.68	2.69	2.69	2.70	2.71	2.71	2.72	2.72	2.73	2.74	2.74	2.75	2.76
T.prest. medio - T.dep. medio	2.33	2.30	2.30	2.30	2.26	2.27	2.27	2.27	2.27	2.27	2.28	2.28	2.28	2.28	2.28	2.28	2.29	2.29	2.29
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.44	-0.45	-0.42	-0.41	-0.43	-0.42	0.57	-0.02	-0.09	-0.08	-0.07	-0.10	-0.09	-0.07	-0.09	-0.09	-0.06	-0.07	-0.04
T. BOT comp. lordo 6m	-0.44	-0.46	-0.42	-0.41	-0.44	-0.43	1.23	0.24	0.13	0.14	0.16	0.10	0.12	0.16	0.13	0.13	0.18	0.16	0.20
T. BOT comp. lordo 12m	-0.40	-0.41	-0.43	-0.41	-0.41	-0.40	-0.37	-0.13	0.09	0.13	0.18	0.13	0.19	0.21	0.20	0.19	0.24	0.21	0.28
Rendistat lordo	1.03	1.05	1.21	1.26	1.20	1.05	1.49	1.87	1.58	1.65	1.63	1.68	1.70	1.76	1.81	1.79	1.83	1.81	1.81
Rendistat netto	0.90	0.92	1.06	1.11	1.05	0.92	1.30	1.64	1.38	1.44	1.42	1.47	1.49	1.54	1.59	1.57	1.60	1.58	1.59
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.02	0.24	0.25	0.22	0.03	0.14	1.40	0.94	0.95	1.00	1.05	1.05	1.09	1.14	1.19	1.16	1.23	1.16	1.25
Rend. BTP a 5 anni	0.59	0.86	0.90	0.90	0.67	0.69	2.02	1.52	1.50	1.54	1.58	1.57	1.62	1.67	1.72	1.67	1.75	1.68	1.76
Rend. BTP a 7 anni	1.22	1.49	1.54	1.52	1.26	1.27	2.39	1.92	1.92	1.95	2.00	1.97	2.02	2.07	2.13	2.07	2.14	2.06	2.15
Rend. BTP a 10 anni	1.86	2.13	2.16	2.12	1.86	1.88	2.81	2.36	2.34	2.38	2.41	2.40	2.44	2.49	2.54	2.49	2.57	2.50	2.57
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2421.582	2371.216	2379.126	2347.233	2376.138	2390.432	2375.231	2397.612	2372.221	2372.371	2386.83	2426.45	2450.88	2413.19	2428.14	2400.05	2456.61	2467.40	2455.52
Prestiti in euro	2390.819	2338.729	2348.193	2319.187	2341.220	2354.833	2341.097	2360.638	2339.635	2343.526	2359.215	2389.43	2416.640	2382.00	2398.44	2375.77	2429.72	2440.78	2428.65
Prestiti in valuta	30.762	32.488	30.933	28.047	34.918	35.599	34.134	36.974	32.587	28.845	27.612	37.024	34.242	31.192	29.692	24.271	26.886	26.620	26.861
Prestiti a breve	298.697	289.021	303.670	294.973	293.505	294.847	295.564	296.826	300.421	293.022	294.735	292.841	297.383	296.536	302.456	299.309	297.438	297.117	296.362
Prestiti a m / l	2122.885	2082.195	2075.456	2052.260	2082.633	2095.585	2079.667	2100.786	2071.800	2079.349	2092.091	2133.614	2153.500	2116.651	2125.681	2100.737	2159.167	2170.287	2159.153
Depositi totali	2357.993	2373.761	2375.320	2351.082	2389.559	2396.256	2368.079	2383.898	2399.926	2396.943	2438.259	2447.389	2432.270	2470.610	2470.571	2477.335	2508.081	2530.925	2524.609
Depositi in c / c	1023.392	1060.205	1048.904	1050.641	1071.491	1090.581	1086.468	1096.996	1095.645	1096.905	1118.229	1124.908	1124.605	1158.274	1148.340	1151.187	1170.282	1187.752	1191.421
Depositi a risparmio	297.532	298.726	300.931	301.037	300.511	299.978	299.346	299.116	299.401	300.292	300.371	299.849	300.508	302.550	303.850	304.168	303.967	303.548	302.909
Certif. deposito	1037.069	1014.829	1025.485	999.404	1017.557	1005.697	982.264	987.787	1004.880	999.746	1019.659	1022.632	1007.157	1009.786	1018.380	1021.980	1033.832	1039.626	1030.279
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	4.19	1.24	2.79	1.91	-0.02	0.29	0.61	0.45	1.01	1.18	1.67	1.21	1.21	1.77	2.06	2.25	3.39	3.22	3.38
Prestiti in euro	4.48	1.46	2.90	2.39	-0.25	0.21	0.95	0.62	1.50	1.04	1.59	1.12	1.08	1.85	2.14	2.44	3.78	3.65	3.74
Prestiti in valuta	-14.41	-12.28	-5.32	-26.33	18.57	5.88	-18.27	-9.33	-24.99	14.01	9.00	7.38	11.31	-3.99	-4.01	-13.46	-23.00	-25.22	-21.31
Prestiti a breve	-7.15	-7.95	-5.23	-7.71	-7.45	-5.02	-5.82	-4.47	0.39	0.35	2.26	0.29	-0.44	2.60	-0.40	1.47	1.34	0.77	0.27
Prestiti a m / l	6.01	2.67	4.08	3.46	1.13	1.09	1.60	1.19	1.10	1.30	1.59	1.34	1.44	1.65	2.42	2.36	3.67	3.56	3.82
Depositi totali	4.71	2.91	4.11	3.95	0.83	0.30	1.37	2.10	2.97	2.73	3.77	3.54	3.15	4.08	4.01	5.37	4.96	5.62	6.61
Depositi in c / c	7.76	7.32	9.10	8.76	9.38	8.62	9.32	10.06	9.63	9.10	8.83	9.37	9.89	9.25	9.48	9.57	9.22	8.91	9.66
Depositi a risparmio	0.07	0.27	0.72	0.92	1.17	1.23	1.24	1.42	1.18	1.04	1.01	0.99	1.00	1.28	0.97	1.04	1.15	1.19	1.19
Certif. deposito	3.21	-0.59	0.40	0.20	-6.92	-7.63	-6.14	-5.31	-2.95	-3.00	-0.50	-1.51	-2.88	-0.50	-0.69	2.26	1.60	3.37	4.89

SCENARIO B	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	19 3	19 4	19 5
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)	1314	1297	1373	1316	1308	1387	1288	1298	1252	1346	1313	1315	1274	1264	1264	1277	1270	1278	1287
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.6	4.7	4.5	2.8	3.5	3.5	3.4	2.9	3.0	2.1	2.9	2.0	2.1	1.6	1.9	2.1	1.9	2.1	1.9
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.1	1.0	1.2	0.5	0.9	0.6	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.4	1.4	1.2	0.8
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-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	-0.44	-0.44
T. Interb. 1m lett.	-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	-0.39	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.36	-0.35	-0.35	-0.36	-0.36	-0.35	-0.34	-0.34	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.32
T. Interb. 6m lett.	-0.32	-0.32	-0.34	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30
T. Depositi medio	0.39	0.38	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41
T. Prestiti medio	2.72	2.69	2.69	2.68	2.66	2.67	2.67	2.68	2.68	2.68	2.69	2.69	2.70	2.71	2.71	2.70	2.71	2.71	2.71
T.prest. medio - T.dep. medio	2.33	2.30	2.30	2.30	2.26	2.27	2.27	2.28	2.28	2.28	2.28	2.28	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.30	2.29
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.44	-0.45	-0.42	-0.41	-0.43	-0.42	0.57	0.11	0.08	0.13	0.21	0.19	0.21	0.26	0.25	0.27	0.30	0.28	0.32
T. BOT comp. lordo 6m	-0.44	-0.46	-0.42	-0.41	-0.44	-0.43	1.23	0.47	0.42	0.50	0.62	0.59	0.63	0.72	0.70	0.73	0.77	0.75	0.81
T. BOT comp. lordo 12m	-0.40	-0.41	-0.43	-0.41	-0.41	-0.40	-0.37	0.18	0.40	0.56	0.69	0.67	0.74	0.82	0.81	0.90	0.92	0.86	0.93
Rendistat lordo	1.03	1.05	1.21	1.26	1.20	1.05	1.49	2.05	1.95	2.06	2.15	2.22	2.25	2.38	2.43	2.43	2.48	2.46	2.46
Rendistat netto	0.90	0.92	1.06	1.11	1.05	0.92	1.30	1.80	1.71	1.81	1.88	1.94	1.97	2.08	2.12	2.13	2.17	2.15	2.15
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.02	0.24	0.25	0.22	0.03	0.14	1.40	1.36	1.35	1.51	1.67	1.61	1.74	1.89	1.86	1.89	1.93	1.82	1.89
Rend. BTP a 5 anni	0.59	0.86	0.90	0.90	0.67	0.69	2.02	1.96	1.93	2.10	2.26	2.23	2.38	2.52	2.50	2.55	2.58	2.50	2.60
Rend. BTP a 7 anni	1.22	1.49	1.54	1.52	1.26	1.27	2.39	2.34	2.33	2.48	2.64	2.61	2.74	2.87	2.86	2.91	2.94	2.86	2.96
Rend. BTP a 10 anni	1.86	2.13	2.16	2.12	1.86	1.88	2.81	2.76	2.74	2.89	3.04	3.01	3.15	3.28	3.27	3.31	3.34	3.27	3.36
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2421.582	2371.216	2379.126	2347.233	2376.138	2381.851	2363.899	2385.678	2356.486	2359.944	2371.10	2412.07	2436.84	2396.83	2414.81	2383.62	2443.86	2445.45	2431.91
Prestiti in euro	2390.819	2338.729	2348.193	2319.187	2341.220	2347.313	2330.893	2349.846	2325.343	2331.929	2344.352	2376.43	2403.969	2367.03	2385.76	2360.47	2418.25	2421.02	2407.35
Prestiti in valuta	30.762	32.488	30.933	28.047	34.918	34.538	33.006	35.832	31.143	28.015	26.745	35.636	32.869	29.798	29.049	23.147	25.612	24.428	24.560
Prestiti a breve	298.697	289.021	303.670	294.973	293.505	292.891	293.869	294.682	298.895	290.832	291.536	290.038	294.694	294.194	299.480	296.625	295.031	292.949	292.165
Prestiti a m / l	2122.885	2082.195	2075.456	2052.260	2082.633	2088.960	2070.030	2090.995	2057.591	2069.112	2079.561	2122.033	2142.143	2102.631	2115.333	2086.990	2148.827	2152.497	2139.741
Depositi totali	2357.993	2373.761	2375.320	2351.082	2389.559	2383.832	2352.660	2369.655	2387.107	2384.797	2422.751	2431.316	2415.292	2453.756	2452.756	2458.291	2489.204	2495.396	2488.174
Depositi in c / c	1023.392	1060.205	1048.904	1050.641	1071.491	1085.159	1079.313	1089.221	1087.950	1089.465	1111.139	1117.399	1116.623	1149.687	1139.005	1140.996	1159.294	1171.948	1173.321
Depositi a risparmio	297.532	298.726	300.931	301.037	300.511	299.563	298.873	298.467	298.720	299.638	299.687	299.285	299.798	301.822	303.023	303.363	303.216	302.319	301.713
Certif. deposito	1037.069	1014.829	1025.485	999.404	1017.557	999.110	974.474	981.967	1000.437	995.694	1011.925	1014.632	998.872	1002.248	1010.728	1013.932	1026.694	1021.129	1013.140
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	4.19	1.24	2.79	1.91	-0.02	-0.07	0.13	-0.05	0.34	0.65	1.00	0.61	0.63	1.08	1.50	1.55	2.85	2.67	2.88
Prestiti in euro	4.48	1.46	2.90	2.39	-0.25	-0.11	0.51	0.16	0.88	0.54	0.95	0.57	0.55	1.21	1.60	1.78	3.29	3.14	3.28
Prestiti in valuta	-14.41	-12.28	-5.32	-26.33	18.57	2.73	-20.97	-12.13	-28.31	10.73	5.58	3.35	6.85	-8.28	-6.09	-17.47	-26.65	-29.27	-25.59
Prestiti a breve	-7.15	-7.95	-5.23	-7.71	-7.45	-5.65	-6.36	-5.16	-0.12	-0.40	1.15	-0.67	-1.34	1.79	-1.38	0.56	0.52	0.02	-0.58
Prestiti a m / l	6.01	2.67	4.08	3.46	1.13	0.77	1.12	0.71	0.41	0.80	0.98	0.79	0.91	0.98	1.92	1.69	3.18	3.04	3.37
Depositi totali	4.71	2.91	4.11	3.95	0.83	-0.22	0.71	1.49	2.42	2.21	3.11	2.86	2.43	3.37	3.26	4.56	4.17	4.68	5.76
Depositi in c / c	7.76	7.32	9.10	8.76	9.38	8.08	8.60	9.28	8.86	8.36	8.14	8.64	9.11	8.44	8.59	8.60	8.19	8.00	8.71
Depositi a risparmio	0.07	0.27	0.72	0.92	1.17	1.09	1.08	1.20	0.95	0.82	0.78	0.80	0.76	1.04	0.70	0.77	0.90	0.92	0.95
Certif. deposito	3.21	-0.59	0.40	0.20	-6.92	-8.23	-6.89	-5.87	-3.38	-3.39	-1.26	-2.28	-3.68	-1.24	-1.44	1.45	0.90	2.20	3.97

SCENARIO C	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	19 3	19 4	19 5
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)	1314	1297	1373	1316	1308	1387	1288	1320	1278	1387	1347	1356	1314	1309	1287	1345	1308	1369	1404
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.6	4.7	4.5	2.8	3.5	3.8	3.8	3.3	3.5	2.6	3.4	2.5	2.6	2.0	2.3	2.5	2.4	2.4	2.3
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.1	1.0	1.2	0.5	0.9	0.6	1.1	1.1	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6	1.5	1.7	1.6	1.5	1.1
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	-0.44	-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	-0.43	-0.44	-0.43	-0.44	-0.44
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.41	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32
T. Interb. 6m lett.	-0.32	-0.32	-0.34	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29	-0.30	-0.29	-0.29	-0.29
T. Depositi medio	0.39	0.38	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.43
T. Prestiti medio	2.72	2.69	2.69	2.68	2.66	2.67	2.67	2.68	2.68	2.69	2.70	2.70	2.70	2.71	2.71	2.71	2.72	2.72	2.72
T.prest. medio - T.dep. medio	2.33	2.30	2.30	2.30	2.26	2.27	2.27	2.27	2.27	2.28	2.28	2.28	2.28	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.44	-0.45	-0.42	-0.41	-0.43	-0.42	0.57	0.01	-0.04	-0.02	-0.02	-0.05	-0.03	0.00	-0.03	-0.02	0.01	-0.01	0.04
T. BOT comp. lordo 6m	-0.44	-0.46	-0.42	-0.41	-0.44	-0.43	1.23	0.29	0.22	0.25	0.25	0.20	0.22	0.27	0.22	0.24	0.30	0.26	0.34
T. BOT comp. lordo 12m	-0.40	-0.41	-0.43	-0.41	-0.41	-0.40	-0.37	-0.04	0.24	0.27	0.30	0.26	0.30	0.35	0.30	0.33	0.39	0.36	0.42
Rendistat lordo	1.03	1.05	1.21	1.26	1.20	1.05	1.49	1.97	1.78	1.85	1.83	1.88	1.90	1.98	2.01	1.99	2.07	2.08	2.08
Rendistat netto	0.90	0.92	1.06	1.11	1.05	0.92	1.30	1.72	1.56	1.62	1.60	1.65	1.66	1.73	1.76	1.75	1.82	1.82	1.82
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.02	0.24	0.25	0.22	0.03	0.14	1.40	1.16	1.16	1.23	1.29	1.27	1.32	1.39	1.35	1.41	1.50	1.47	1.51
Rend. BTP a 5 anni	0.59	0.86	0.90	0.90	0.67	0.69	2.02	1.77	1.76	1.82	1.87	1.84	1.90	2.00	1.97	2.02	2.12	2.08	2.11
Rend. BTP a 7 anni	1.22	1.49	1.54	1.52	1.26	1.27	2.39	2.16	2.16	2.23	2.28	2.25	2.31	2.39	2.37	2.41	2.49	2.45	2.50
Rend. BTP a 10 anni	1.86	2.13	2.16	2.12	1.86	1.88	2.81	2.59	2.59	2.64	2.68	2.66	2.71	2.80	2.77	2.81	2.90	2.87	2.90
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2421.582	2371.216	2379.126	2347.233	2376.138	2385.665	2368.621	2390.451	2364.002	2365.806	2379.08	2418.54	2443.13	2405.84	2420.76	2391.36	2452.19	2457.47	2443.12
Prestiti in euro	2390.819	2338.729	2348.193	2319.187	2341.220	2350.603	2335.299	2353.834	2332.028	2337.496	2351.783	2382.34	2409.468	2375.45	2391.40	2367.66	2425.97	2431.93	2417.50
Prestiti in valuta	30.762	32.488	30.933	28.047	34.918	35.062	33.321	36.617	31.973	28.310	27.296	36.202	33.666	30.389	29.361	23.704	26.216	25.539	25.621
Prestiti a breve	298.697	289.021	303.670	294.973	293.505	293.819	294.612	295.973	299.714	291.967	293.684	291.618	296.448	295.980	301.120	298.375	296.367	295.306	294.390
Prestiti a m / l	2122.885	2082.195	2075.456	2052.260	2082.633	2091.846	2074.009	2094.478	2064.288	2073.840	2085.395	2126.925	2146.686	2109.856	2119.641	2092.986	2155.822	2162.168	2148.732
Depositi totali	2357.993	2373.761	2375.320	2351.082	2389.559	2389.661	2361.047	2376.760	2394.210	2390.799	2431.919	2439.988	2423.858	2463.230	2462.490	2469.419	2496.820	2511.901	2507.196
Depositi in c / c	1023.392	1060.205	1048.904	1050.641	1071.491	1087.897	1082.876	1093.139	1091.779	1093.010	1114.133	1120.819	1120.431	1153.219	1143.402	1146.524	1162.537	1178.264	1181.472
Depositi a risparmio	297.532	298.726	300.931	301.037	300.511	299.709	299.051	298.694	298.945	299.829	299.902	299.498	300.003	302.099	303.313	303.655	303.555	302.822	302.232
Certif. deposito	1037.069	1014.829	1025.485	999.404	1017.557	1002.055	979.120	984.927	1003.486	997.961	1017.884	1019.671	1003.424	1007.912	1015.775	1019.240	1030.728	1030.816	1023.492
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	4.19	1.24	2.79	1.91	-0.02	0.09	0.33	0.15	0.66	0.90	1.34	0.88	0.89	1.46	1.75	1.88	3.20	3.01	3.15
Prestiti in euro	4.48	1.46	2.90	2.39	-0.25	0.03	0.70	0.33	1.17	0.78	1.27	0.82	0.78	1.57	1.84	2.09	3.62	3.46	3.52
Prestiti in valuta	-14.41	-12.28	-5.32	-26.33	18.57	4.28	-20.22	-10.21	-26.40	11.90	7.76	4.99	9.44	-6.46	-5.08	-15.48	-24.92	-27.16	-23.11
Prestiti a breve	-7.15	-7.95	-5.23	-7.71	-7.45	-5.35	-6.12	-4.74	0.15	-0.01	1.90	-0.13	-0.75	2.41	-0.84	1.15	0.97	0.51	-0.08
Prestiti a m / l	6.01	2.67	4.08	3.46	1.13	0.90	1.32	0.88	0.73	1.03	1.26	1.02	1.12	1.33	2.13	1.98	3.51	3.36	3.60
Depositi totali	4.71	2.91	4.11	3.95	0.83	0.02	1.07	1.79	2.72	2.47	3.50	3.23	2.79	3.77	3.67	5.03	4.49	5.12	6.19
Depositi in c / c	7.76	7.32	9.10	8.76	9.38	8.35	8.96	9.67	9.24	8.71	8.43	8.97	9.48	8.77	9.01	9.13	8.50	8.31	9.11
Depositi a risparmio	0.07	0.27	0.72	0.92	1.17	1.14	1.14	1.28	1.03	0.88	0.85	0.87	0.83	1.13	0.79	0.87	1.01	1.04	1.06
Certif. deposito	3.21	-0.59	0.40	0.20	-6.92	-7.96	-6.44	-5.59	-3.08	-3.17	-0.68	-1.79	-3.24	-0.68	-0.95	1.98	1.29	2.87	4.53

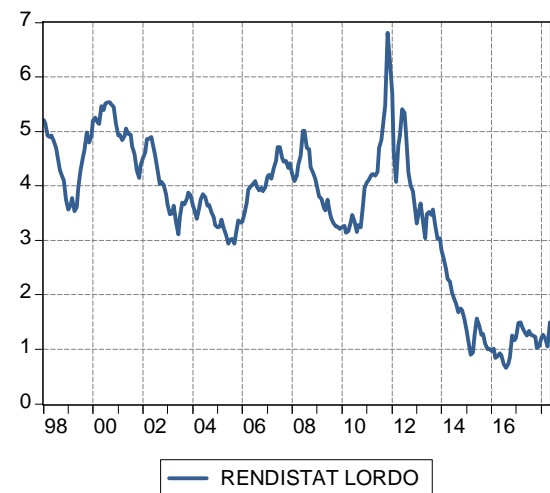
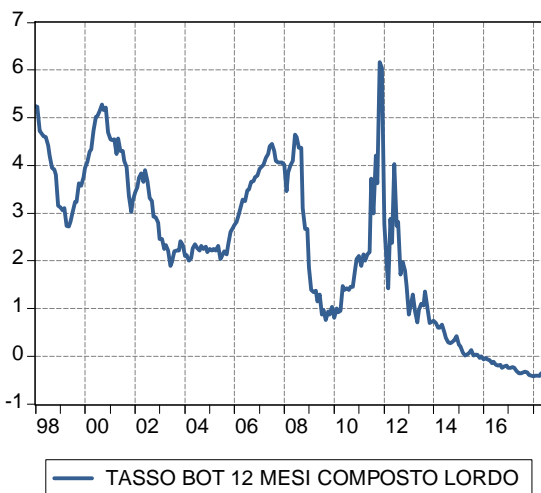
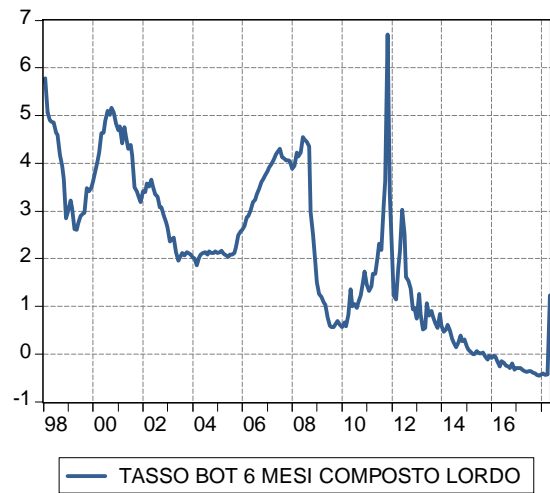
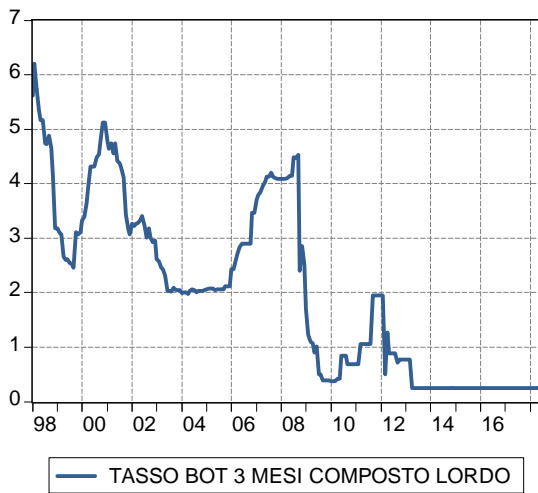
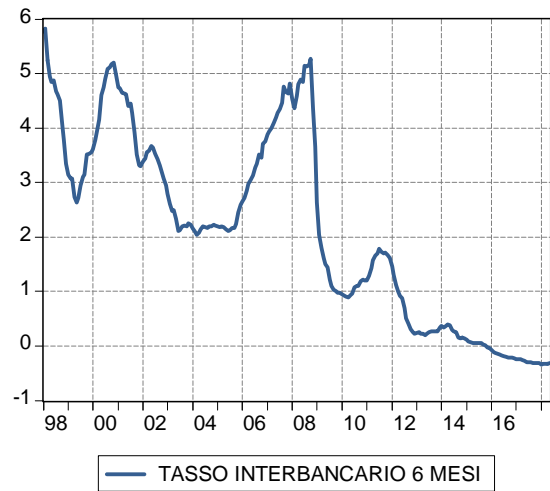
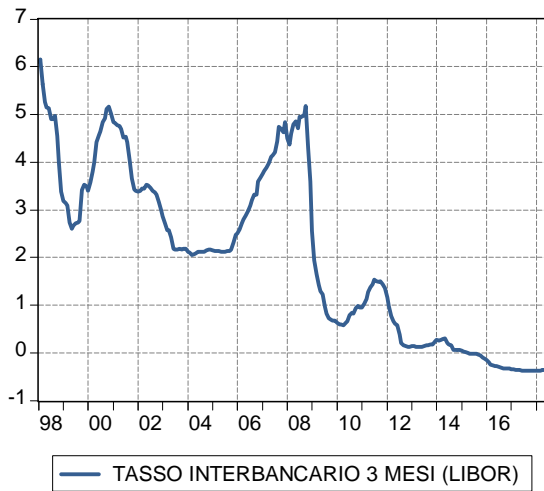
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



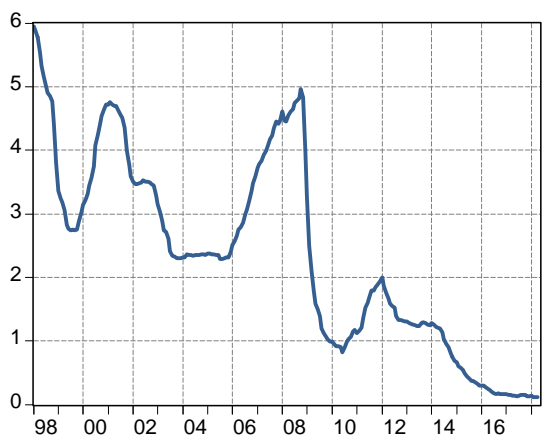
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili

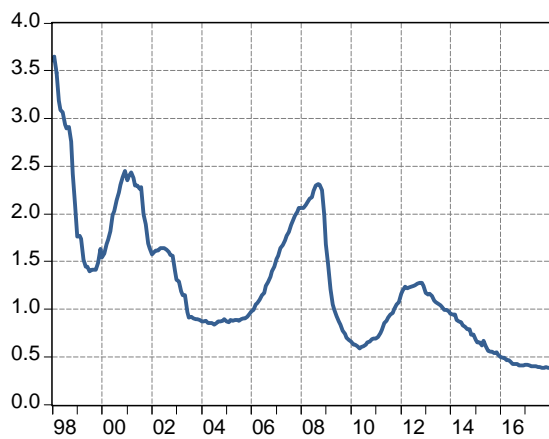


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

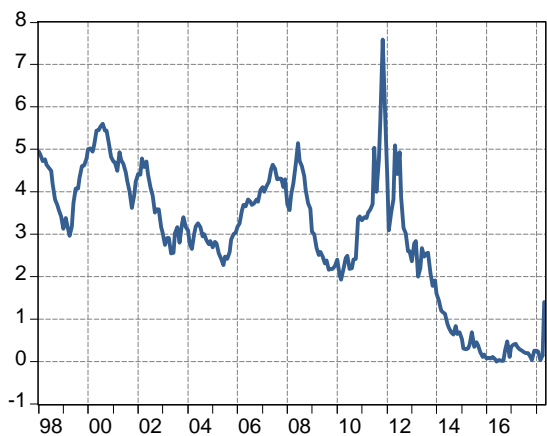
Dati mensili



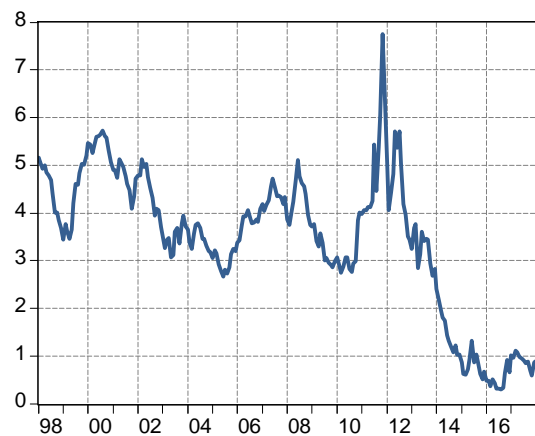
TASSO PRESTITI MINIMO



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

