

MEFIM

MODELLO
ECONOMETRICO
FINANZIARIO
INTERNAZIONALE
MENSILE

Luglio 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 giugno 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

In giugno, le minacce di Trump sui dazi sono diventate realtà con un "botta e risposta" tra le varie aree industrializzate. Alcune tariffe americane nei confronti di Cina e Unione Europea sono già entrate in vigore a giugno, altre lo diventeranno a luglio. Intanto Trump ha minacciato nuovi dazi del 10% su altri prodotti importati dalla Cina per un controvalore di 200 miliardi di dollari e impedirà investimenti cinesi in tecnologie statunitensi. La Cina ha risposto annunciando l'imposizione di dazi su alcuni prodotti "chiave" americani, come la soia e il manzo. La Commissione Europea ha approvato delle procedure per mettere in atto misure per un controvalore di 2.8 miliardi di euro che scatteranno dal primo luglio e poi un secondo pacchetto per altri 3.6 che dovrebbero entrare in vigore successivamente. Il Messico ha risposto con dazi su maiale, whisky e formaggio. **La lista delle ritorsioni è lunga e le preoccupazioni aumentano. La Banca Mondiale ha stimato che l'aumento delle tariffe potrebbe portare il commercio globale ai livelli del 2008 e tradursi in un calo del flusso commerciale del 9%. Si aspetta una decelerazione della crescita internazionale a +2.9% entro il 2020 rispetto al +3.1% registrato nel 2017 e atteso nel 2018.** Le aree più colpite sarebbero quelle legate ai Paesi emergenti e il settore quello dell'agricoltura. La *Bank for International Settlements* ha sottolineato che le catene di produzione globali delle multinazionali subiscono le conseguenze delle tariffe doganali indipendentemente dal Paese di appartenenza della casa madre e le ripercussioni non saranno solo sui flussi commerciali import/export, ma anche sugli investimenti, soprattutto *cross border*. La guerra commerciale scatenata dagli Stati Uniti potrebbe quindi fare "autogol". **A nostro avviso, nel breve periodo gli effetti saranno concentrati sui prezzi**, giacché i produttori saranno tentati di scaricare i maggiori costi dei dazi sui consumatori; tanto più in USA, dove la domanda di beni è sostenuta da un mercato del lavoro sotto il pieno impiego, con un tasso di disoccupazione al 3.8%, un livello minimo dal 1970. Nello scenario di breve termine (fino alla fine del 2018) è quindi molto probabile che prevalgano rischi inflazionistici, rimasti sopiti per anni dalla crisi epocale del 2008. Questo dovrebbe mantenere le aspettative di una politica monetaria restrittiva in USA e orientata alla normalizzazione in Area Euro. Nel medio termine (nel 2019/2020), invece, gli effetti si riverseranno sulla "quantità", cioè sulla crescita del ciclo economico globale, come messo in evidenza dalle istituzioni internazionali, e ciò pone un'incognita anche sul proseguimento, nel 2019, dell'atteggiamento meno accomodante della politica monetaria, sia per gli Stati Uniti sia per l'Area Euro. Abbiamo pertanto mantenuto invariato lo scenario delineato già nel mese scorso (Scenario C – Probabilità 60%) per gli Stati Uniti, nel quale la Fed, dopo aver aumentato a giugno i tassi ufficiali nell'intervallo +1.75%/+2% (mossa che era ampiamente scontata dai mercati), dovrebbe intervenire altre due volte per la stessa entità nella seconda metà del 2018, a settembre e dicembre. Questo perché la Banca Centrale americana sarà in ogni caso impegnata a limitare i rischi inflazionistici nel resto dell'anno in corso, sia per l'effetto dazi sopra descritto, sia per il rincaro del prezzo del petrolio dopo l'impennata registrata a giugno (si veda l'analisi riportata di seguito). Tutti i Paesi industrializzati hanno risentito dell'aumento delle quotazioni del greggio, emerso in modo generalizzato nell'indicatore globale dei prezzi al consumo, ma per il momento solo in USA si è già trasferito dal comparto energetico agli altri settori, con un indice *core* portatosi pericolosamente al 2%. **Il proseguimento dei rialzi nella seconda metà del 2018 da parte della Fed trova supporto anche nel linguaggio di comunicazione utilizzato alla riunione di giugno.** Il Comitato ha indicato che "sebbene stia accelerando il ritmo degli aumenti dei tassi, la crescita economica dovrebbe continuare ad un ritmo sostenuto", omettendo rispetto alla riunione precedente la frase secondo la quale il tasso di riferimento sarebbe rimasto "per qualche tempo al di sotto dei livelli di lungo periodo". Le nuove proiezioni della Fed, rilasciate trimestralmente, sono di +2.8% nel 2018, +2.4% nel 2019, +2% nel 2020, per il PIL, corrette al rialzo solo per il 2018 (+2.7% in marzo); per l'inflazione sono di +2.1% nel 2018, nel 2019 e 2020, riviste in aumento da +1.9% nel 2018 e da +2% nel 2019. In pratica, la Banca Centrale americana si aspetta che l'inflazione superi il suo obiettivo più rapidamente di quanto pensasse in precedenza e questo l'ha spinto ad aumentare le sue previsioni per i tassi ufficiali. I *dot plots* aggiornati, che riflettono le aspettative dei membri votanti al FOMC, evidenziano altri due rialzi quest'anno per un totale di quattro nel 2018 (in linea con il nostro Scenario C, già impostato da tempo in questi termini) mentre a marzo erano tre in totale. **Il ritmo degli interventi leggermente più aggressivo mostra che**

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

la Fed vede maggiore urgenza nel rendere più rigorosa la politica monetaria, poiché la disoccupazione è già scesa al livello previsto per la fine dell'anno e l'economia americana sta beneficiando della riforma fiscale epocale di 1.5 trilioni di dollari di tagli alle tasse e un aumento di 300 miliardi nelle spese federali. Va, inoltre, evidenziato l'annuncio secondo il quale Powell, da gennaio 2019, terrà la conferenza stampa al termine di ogni riunione e non più solo trimestralmente, per migliorare la comunicazione e avere più flessibilità nel modificare i tassi, anche se il doppio delle conferenze stampa non segnala nulla sul ritmo o sui tempi delle future variazioni dei tassi d'interesse.

In Area Euro, la politica monetaria per il 2018 è già stata definita all'ultima riunione della BCE, durante la quale si è deciso di estendere il *Quantitative Easing* fino a dicembre di quest'anno, ma dimezzando a 15 miliardi di euro mensili gli acquisti di titoli di Stato dagli attuali 30, che resteranno in vigore fino a settembre. Per riprendere l'analisi precedente sui temuti effetti della guerra dei dazi nel medio termine, il comunicato della Banca Centrale Europea ha sottolineato che "si manterranno i reinvestimenti dei titoli in scadenza, acquistati dal 2015, e continueranno per un periodo di tempo ben oltre la fine del QE e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni favorevoli di liquidità e un ampio grado di politica monetaria accomodante necessario a riportare l'inflazione verso l'obiettivo del 2%. I tassi ufficiali resteranno sui livelli attuali almeno fino all'estate del 2019 e in ogni caso finché sarà necessario per riportare l'inflazione verso l'obiettivo in modo sostenibile e continuo". In sostanza, Draghi è stato un po' falco e un po' colomba, facendo digerire ai mercati finanziari il venir meno del supporto di liquidità della BCE dal prossimo anno, da un lato, ma dall'altro dando messaggi distensivi sulla politica monetaria di medio periodo, per controllare le aspettative e smorzare gli effetti restrittivi della fine del QE. Sul fronte delle proiezioni, mentre la Fed ha rialzato le stime sia di crescita sia d'inflazione per il 2018, la BCE ha ridotto le prime e aumentato le seconde, rispecchiando un contesto macroeconomico diverso per l'Area Euro, che non beneficia di una riforma fiscale espansiva, ma soffre per il rincaro del petrolio. In particolare, le proiezioni sul PIL delineate dal Comitato alla riunione di giugno sono state di +2.1% nel 2018 (ridotte da +2.4% di marzo), +1.9% nel 2019, +1.7% nel 2020; per l'inflazione sono state di +1.7% nel 2018, nel 2019 e nel 2020 (riviste al rialzo da +1.4% nel 2018 e 2019, a causa delle tensioni sul prezzo del petrolio). Alla luce di quest'analisi, è molto probabile che la BCE focalizzi l'attenzione dei mercati sui reinvestimenti dei titoli in scadenza già in portafoglio e rinvi un eventuale rialzo dei tassi ufficiali almeno all'autunno del 2019 (Scenario C – Probabilità 60%). Dovrà, infatti, tener conto 1) del ritmo più blando della crescita emersa dagli ultimi dati macroeconomici disponibili, 2) dei rischi di un effetto restrittivo della guerra commerciale sui dazi, tutto ancora da quantificare e 3) dell'incertezza sull'operato del nuovo governo italiano, che potrebbe generare una crisi sistemica nell'Area Euro.

In Giappone, il ciclo economico resta incerto e l'inflazione arretra. Dopo i deludenti dati trimestrali del primo trimestre di quest'anno, che hanno registrato una crescita del PIL limitata a +1.1%, quelli mensili disponibili ad oggi per maggio, hanno evidenziato un proseguimento della debolezza sia dal lato dell'offerta sia della domanda. Nei primi tre mesi dell'anno l'unica componente che aveva contribuito positivamente (e in termini contenuti) alla crescita era stata quella dal canale estero, pertanto la guerra commerciale statunitense getta ancora più ombre sul ciclo economico nipponico. I problemi si focalizzano in particolar modo sull'inflazione che, nonostante l'aumento del prezzo del petrolio, in maggio si è ridimensionata a +0.6% a/a in termini tendenziali, annullando i progressi fatti nei mesi precedenti. Ciò ha fatto riflettere i componenti della Banca Centrale giapponese, facendo sorgere dei dubbi sull'efficacia dell'attuale politica monetaria, rimasta invariata alla riunione di giugno. Ci si sta chiedendo se la lentezza dei prezzi sia semplicemente dovuta ad una carenza di domanda e si è discusso sul rischio che un prolungato allentamento monetario generi gravi distorsioni nel settore finanziario. Alcuni sostengono che un basso tasso di interesse comprometta il funzionamento dell'intermediazione finanziaria attraverso un deterioramento della redditività delle banche. Per il momento, tuttavia, non sono attese decisioni da parte di Koruda, il presidente della Banca Centrale.

In giugno, il prezzo del petrolio ha continuato la sua corsa, soprattutto il WTI che ha raggiunto i 75 dollari al barile dai 66 di maggio. Il Brent ha lambito gli 80 dollari al barile, nonostante i Paesi OPEC abbiano deciso alla riunione di Vienna di fine giugno di aumentare la produzione di greggio. Le cause vanno ricercate nelle aspettative dei mercati di un incremento limitato per l'impossibilità di Paesi, come Venezuela ed Angola, di produrre al di sopra dei livelli attuali e nella questione delle sanzioni all'Iran. Gli Stati Uniti hanno chiesto a tutte le nazioni di interrompere le importazioni di greggio iraniano a partire da novembre. Anche se da un lato riteniamo che le tensioni permarranno anche nella seconda parte del 2018, nel medio periodo il prezzo del petrolio non dovrebbe superare gli 80 dollari al barile.

GLI ULTIMI DATI

Negli USA, la revisione dei dati sul PIL del primo trimestre dell'anno in corso ha ridimensionato la crescita congiunturale, ma non quella tendenziale: la variazione trimestrale annualizzata si è portata a +2% dalla precedente rilevazione di +2.2%, mentre rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente è rimasta a +2.8%. Pur con una certa delusione rispetto alle aspettative, che prevedevano una conferma del preliminare congiunturale di +2.2% t/t, l'economia americana nei primi tre mesi dell'anno ha mantenuto un buon passo di crescita vicino al 3%, grazie agli effetti benefici della riforma fiscale approvata a dicembre del 2017. La correzione al ribasso ha riguardato le esportazioni nette e le scorte, con un azzeramento del loro contributo, rispetto ad un +0.1% t/t dei preliminari di ciascuna componente. In particolare, sul canale estero ha pesato un risultato più deludente delle esportazioni, riviste a +3.6% t/t da +4.2% del preliminare, a fronte di una revisione al rialzo delle importazioni a +3.2% t/t da +2.8%. Anche i consumi hanno registrato una lieve limatura, ridimensionando il loro contributo alla crescita del PIL a +0.6% t/t da +0.7%. Nonostante questi aggiustamenti, viene confermato il quadro generale che vede negli investimenti fissi la componente trainante del ciclo economico americano in risposta alla forte crescita dei consumi registrata nell'ultimo trimestre del 2017. Essi hanno supportato la crescita per un +1.2% t/t (rivisto al rialzo da +1.1% della rilevazione provvisoria) ed il buon risultato è interamente da attribuire agli investimenti non residenziali che sono aumentati di +10.4% t/t (rivisto da +9.2%). Va, infine ribadito il riequilibrio dei flussi commerciali, dopo la preoccupante impennata delle importazioni del trimestre precedente di +14.1% t/t.

È importante analizzare i dati mensili, a oggi disponibili prevalentemente per maggio, perché potrebbero iniziare a incorporare gli effetti della politica protezionistica di Trump, messa in atto, almeno in termini di annunci, da marzo e intensificatasi nei mesi successivi. Dal lato dell'offerta, a maggio i segnali non sono confortanti. Tutti gli indicatori sono risultati negativi e spesso al di sotto delle attese. La produzione industriale ha registrato un calo di -0.1% m/m, dopo il forte rialzo di +0.9% di aprile (rivisto da +0.8%). Gli economisti si attendevano un +0.2%. Gli ordini di beni durevoli sono diminuiti di -0.6% m/m e il dato resta negativo anche se si esclude la componente più volatile dei trasporti (-0.3%) a fronte di un ampio incremento di +1.9% m/m (rivisto da +0.9%) del mese precedente e di un'aspettativa di +0.5%. La capacità di utilizzo degli impianti si è ridimensionata a 77.9 da 78.1 di aprile. L'ottimo andamento degli indicatori di fiducia ci porta, tuttavia, a valutare questa debolezza come un fisiologico ritracciamento dopo la buona performance dei dati di aprile e che gli effetti positivi della riforma fiscale, per il momento, sembrano ancora prevalere su quelli negativi del protezionismo. In maggio, il PMI è aumentato sia per il settore manifatturiero (a 58.7 da 57.3) sia per quello dei servizi (a 58.6 da 56.8). In giugno, l'NAPM di Chicago ha messo a segno un importante rimbalzo a 64.1 da 62.7 del mese precedente. Dal lato della domanda, i consumi sono sostenuti dalle ottime condizioni del mercato del lavoro, che a maggio ha visto scendere il tasso di disoccupazione al 3.8% dal 3.9% del mese precedente, un livello minimo dal 1970 (nel 2000 aveva raggiunto il 3.9%; solo nel 1969 era sceso sotto il 3.8%, fino a 3.4%) e aumentare l'occupazione di 223 mila unità, contro un atteso +190 mila. Le vendite al dettaglio sono cresciute di +0.8% m/m, proseguendo la tendenza positiva dei mesi precedenti, nei quali si erano registrati incrementi rilevanti di +0.7% a marzo e +0.4% ad aprile (rivisto da +0.2%). Il rialzo del prezzo del petrolio e un'inflazione non più contenuta hanno tuttavia cominciato a intaccare la fiducia dei consumatori che a giugno si è ridimensionata a 126.4 da 128.8, contro un'aspettativa di 128. In maggio, infatti, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi PCE (*Personal Consumption Expenditures*) si è pericolosamente portata a +2.3% a/a da +2%

USA

L'inflazione core si porta al 2% e il tasso di disoccupazione a livelli minimi dal 1970

del mese precedente e quella *core*, depurata dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, a +2% a/a da +1.8% di aprile, centrando l'obiettivo della Banca Centrale. Anche i salari orari hanno mantenuto una dinamica sostenuta (+2.7% a/a).

Nonostante l'incertezza che incombe sullo scenario, in attesa di verificare l'impatto della guerra commerciale in atto, la crescita del PIL vicino al 3%, gli incrementi salariali, il rincaro del prezzo del petrolio e un'inflazione ai livelli dell'obiettivo della Fed aumentano la probabilità di altri due rialzi nel resto del 2018, da 25 punti base ciascuno, a settembre e dicembre, come emerge dal comunicato della riunione della Banca Centrale di maggio. Confermiamo, quindi, lo scenario delineato già nei mesi scorsi (Scenario C – probabilità 60%).

In Giappone, la revisione dei dati trimestrali sul PIL del primo trimestre di quest'anno ha portato soltanto un leggero aggiustamento verso l'alto della variazione tendenziale (+1.1% a/a da +1% del preliminare) mentre quella congiunturale è rimasta invariata (-0.2% t/t) rispetto ai dati provvisori. A parte una limatura dei consumi ed una invarianza degli investimenti, non si sono registrate variazioni di rilievo, pertanto il quadro emerso in sede di prime rilevazioni resta immutato: nei primi tre mesi del 2018, il ciclo economico giapponese ha registrato la sua prima contrazione degli ultimi due anni, comportando un dimezzamento della variazione tendenziale rispetto al trimestre precedente. L'unica componente che ha supportato la crescita è stata quella del canale estero, con un contributo limitato a +0.1% t/t, grazie ad una dinamica delle esportazioni (+0.6% t/t) di poco superiore a quella delle importazioni (+0.3%). Sono risultati, invece, nulli i contributi dei consumi, degli investimenti fissi e della spesa pubblica. Le scorte hanno sottratto un -0.2% t/t, ma questo potrebbe essere visto come un fattore positivo di crescita nei prossimi trimestri, per la ricostituzione del magazzino.

I dati mensili, relativi prevalentemente a maggio, lasciano intravedere qualche incertezza dopo la ripresa registrata in aprile, sia dal lato dell'offerta sia della domanda. La produzione industriale è diminuita di -0.2% m/m, a fronte di una crescita di +0.5% del mese precedente, quest'ultimo rivisto al rialzo da +0.3%. Le aspettative erano ancora più pessimiste (-1%). Le vendite al dettaglio hanno registrato un pesante -1.7% m/m, che azzerava il risultato positivo di +1.3% del mese precedente (rivisto da +1.4%), nonostante, in aprile, il reddito delle famiglie e i consumi privati in termini reali siano aumentati di +2.8% m/m e +4%, rispettivamente. Questa debolezza si riconferma anche in giugno con una fiducia dei consumatori rimasta praticamente invariata a 43.7 da 43.8 di maggio. L'unico dato molto positivo è rappresentato dagli ordini di macchinari industriali, disponibili per aprile, che registrano un corposo incremento di +10.1% m/m. Gli operatori si attendevano una crescita (+2.4%) ma non di tale portata. Va, infine, sottolineato il recupero in giugno della fiducia dei produttori che si è riportato a quota 53.1 da 52.8 del mese precedente (rivisto da 52.5). Non sono confortanti nemmeno le nuove informazioni sul canale estero, che in maggio ha visto un'esplosione delle importazioni di +10.6% m/m a fronte di un calo delle esportazioni di -1%. Tutto ciò ha pesato sul saldo della bilancia commerciale che ha virato in negativo a circa -300 miliardi di yen da +450 di aprile. Il vero nocciolo della questione rimane tuttavia, ancora una volta, l'inflazione, che, in sintonia con la minore forza dell'economia, in maggio ha arretrato a +0.6% a/a, in termini di indice globale dei prezzi al consumo, da +0.7% del mese precedente. I risultati deludenti sul fronte inflazionistico hanno indotto i componenti del *Board* della Banca Centrale giapponese a riflettere sull'efficacia dell'attuale politica monetaria, insinuando il dubbio che i bassi prezzi non dipendano solo dalla scarsità della domanda.

In Area Euro, sono ora disponibili i dati del Pil del primo trimestre dell'anno in corso anche in forma disaggregata. Già il mese scorso era emerso che il ciclo economico europeo fosse cresciuto ma con un ritmo meno intenso rispetto alla fine del 2017

GIAPPONE

Il ciclo economico resta incerto e l'inflazione arretra

AREA EURO

*Dati mensili moderati
Inflazione in crescita per l'effetto petrolio*

e ora è possibile capirne le cause attraverso l'analisi delle singole componenti. La crescita complessiva del PIL è stata pari a +0.4% in termini congiunturali e di +2.5% tendenziali, in ridimensionamento rispetto a +0.7% t/t e +2.8% a/a del quarto trimestre dello scorso anno. La minore forza va attribuita in particolare al canale estero che ha sottratto crescita per un -0.1% t/t, a causa di un calo delle esportazioni (-0.4% t/t) più accentuato di quello delle importazioni (-0.1%). Nel trimestre precedente aveva rappresentato la componente trainante con un contributo positivo di +0.5% t/t, grazie a una dinamica dei flussi commerciali in uscita più ampia di quella dei flussi in entrata, che avevano beneficiato di una debolezza dell'euro nei mesi centrali del 2017. Sul fronte della domanda interna, il minor contributo degli investimenti fissi (+0.1% t/t) è stato compensato da una maggiore forza della componente dei consumi, che ha supportato la crescita del PIL con un +0.3% t/t, mentre la spesa pubblica è rimasta invariata. L'accumulo di scorte di +0.2% t/t va visto come un semplice effetto di ricostituzione del magazzino, dopo il decumulo di -0.1% del trimestre precedente.

I dati mensili, relativi prevalentemente ad aprile e quindi significativi per comprendere come evolverà il ciclo economico nel secondo trimestre ancora non noto, pur non intaccando seriamente la dinamica della crescita, evidenziano alcune incertezze già emerse nel mese precedente. Da un lato, il mercato del lavoro ha mantenuto posizioni di forza, con il tasso di disoccupazione all'8.5% dall'8.6% di marzo e il settore delle costruzioni è riuscito a invertire la tendenza negativa di febbraio (-0.7% t/t) e marzo (-0.2%) registrando un +1.8% m/m. Dall'altro, la produzione industriale è diminuita di -0.9% m/m, azzerando il progresso di marzo di +0.6% (rivisto al rialzo da +0.5%). In parte il cattivo risultato era già scontato dagli operatori che si attendevano un -0.7%. Le vendite al dettaglio sono aumentate limitatamente di +0.1% m/m, rispetto ad un atteso +0.5%, ma il dato precedente è stato corretto al rialzo a +0.4% m/m da +0.1%. Sul fronte del canale estero, l'equilibrio finora dimostrato tra flussi commerciali in entrata e quelli in uscita vacilla a causa di una crescita più rilevante delle importazioni di +1.4% m/m, rispetto a quella delle esportazioni di +0.3%. In giugno, la fiducia di consumatori e imprenditori ha subito un'altra limatura, risentendo della minore forza del ciclo economico: l'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) si è portato a quota 112.3 da 112.5 del mese precedente e il PMI, che interpreta specificatamente la fiducia dei produttori, è diminuito nel settore manifatturiero a 55 da 55.5. Naturalmente si tratta di un livello ancora storicamente elevato, ma la tendenza è al ribasso. Solo il settore dei servizi ha registrato un aumento a quota 55 da 53.8 (rivisto da 53.9).

Il rincaro del prezzo del petrolio è ben visibile sull'andamento dell'indice globale dei prezzi al consumo HCPI (*Harmonized Consumer Price Index*), che in giugno ha raggiunto quota +2% a/a, confermando la tendenza del mese precedente quando aveva subito una forte correzione al rialzo da +1.2% di aprile a +1.9% di maggio. Per il momento, tuttavia, le tensioni inflazionistiche non si sono trasferite dal settore energetico agli altri comparti, come evidenzia l'indice *core*, al quale fa riferimento la Banca Centrale nel fissare il suo obiettivo di +2%, che ha mantenuto una crescita tendenziale ancora molto contenuta a +1%, addirittura in ridimensionamento dal +1.1% di maggio.

Alla luce del ritmo più blando della crescita e di un'inflazione per il momento limitata al comparto energetico, la BCE sarà molto cauta nel processo di normalizzazione della politica monetaria, dopo l'annuncio della fine del *Quantitative Easing* a dicembre di quest'anno. È molto probabile che focalizzi l'attenzione dei mercati sui reinvestimenti dei titoli in scadenza già in portafoglio e rinvii un eventuale rialzo dei tassi ufficiali alla fine del 2019 (Scenario C – Probabilità 60%).

Per la Germania non sono disponibili nuove informazioni sui dati trimestrali del PIL rispetto al mese scorso, pertanto ribadiamo il ridimensionamento del ciclo economico tedesco nel primo trimestre dell'anno in corso, in sintonia con i dati dell'intera Area Euro

Germania

Il PIL è aumentato di +0.3% t/t e di +2.3% a/a, rispetto a +0.6% t/t e +2.9% a/a del trimestre precedente, a causa della componente del canale estero che non ha supportato la crescita come nel 2017.

I dati mensili, relativi prevalentemente ad aprile e maggio, sono importanti perché, essendo riferiti al secondo trimestre non ancora noto, ci permettono di valutare se la minore forza dell'economia tedesca di inizio anno abbia avuto carattere transitorio. Purtroppo i segnali non sono confortanti né dal lato dell'offerta, né dal lato della domanda e il rischio di una crisi politica interna all'attuale coalizione di governo non aiuterà di certo l'economia tedesca a riprendere il passo di crescita vigoroso del 2017.

In aprile, il settore delle costruzioni ha messo a segno un buon incremento di +3.3% m/m, rafforzando la dinamica positiva di +1.5% del mese precedente (rivisto da +0.6%), ma la produzione industriale e gli ordini si sono indeboliti, registrando un -1% m/m e -2.5%, rispettivamente. Gli operatori sono rimasti delusi, poiché si attendevano dati positivi di +0.3% e +0.8%. Se la diminuzione della produzione può essere giustificata dal buon incremento di +1.7% di marzo (rivisto al rialzo da +1%), quella degli ordini genera preoccupazione perché la tendenza al ribasso dura dall'inizio dell'anno, visto che l'indicatore è diminuito di -3.5%, -0.2% e -1.1%, rispettivamente nei primi tre mesi. In maggio, hanno deluso le aspettative anche le vendite al dettaglio con un calo di -2.1% m/m, ben al là dell'atteso -0.5%, nonostante il buon andamento del mercato del lavoro che a giugno ha mantenuto il tasso di disoccupazione a livelli minimi di +5.2%. Tutto ciò si è riflesso sulla fiducia dei produttori che si è ulteriormente ridimensionata: in giugno, l'indice Ifo è sceso a 101.8 da 102.3 del mese precedente e il PMI del settore manifatturiero a 55.9 da 56.9. Solo nel settore dei servizi la fiducia è risalita (a 53.9 da 52.1 di maggio).

Nonostante la minor forza del ciclo economico tedesco, il rincaro del petrolio ha mantenuto l'inflazione globale sopra l'obiettivo del 2% della BCE e qualche tensione si è estesa dal settore energetico agli altri comparti: in giugno, la variazione tendenziale dell'indice dei prezzi al consumo è stata pari a +2.1% a/a, da +2.2% del mese precedente e l'indice core, disponibile solo per maggio, si è portato a +1.5% a/a da +1% del mese precedente. È d'obbligo, quindi, monitorare tale indicatore.

In Francia, la revisione dei dati sul PIL del primo trimestre dell'anno in corso 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% t/t e a +2.2% a/a. Confrontati con i buoni risultati del quarto trimestre del 2017 di +0.7% t/t e +2.8% a/a, il ridimensionamento appare evidente ed 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) ha sottratto crescita per un -0.1% nei primi mesi del 2018 a causa di un calo delle esportazioni (-0.3% t/t) lievemente più ampio di quello delle importazioni (-0.1%, rivisto da -0.3%). Solo i consumi sono riusciti a contribuire positivamente, ma con un limitato +0.1% t/t. Gli investimenti sono rimasti neutri.

I dati mensili, relativi in gran parte ad aprile, segnalano qualche difficoltà anche per l'economia francese sia nell'offerta sia nella domanda. La produzione industriale è diminuita di -0.5% m/m, confermando la dinamica negativa di marzo (-0.4%). Solo il settore delle costruzioni ha recuperato mettendo a segno un buon risultato di +2.9% m/m, dopo quello deludente di -2.3% del mese precedente. Le vendite al dettaglio hanno azzerato il guadagno registrato in marzo di +1.5% m/m (rivisto da +0.5) con un calo di -1.2%. Il tasso di disoccupazione è rimasto fermo a +9.2% dopo il peggioramento del mese precedente. La fiducia dei produttori in giugno è rimasta

Francia

invariata a 110 e quella dei consumatori si è ridimensionata a 97 da 99 di maggio (rivisto da 100).

Anche in Francia, l'indice dei prezzi al consumo globale si è mantenuto al di sopra dell'obiettivo della BCE a causa del rincaro del petrolio, aggiustando verso l'alto la variazione tendenziale di giugno a +2.4% da +2.3% di aprile, tuttavia tutto questo non ha ancora intaccato gli altri comparti, dal momento che l'indice *core* ha corretto addirittura al ribasso a +0.9% a/a da +1.1% del mese precedente.

In Italia, i dati preliminari del PIL del primo trimestre dell'anno, ora disponibili anche per le componenti, hanno dimostrato una sostanziale tenuta della crescita economica con un aumento di +0.3% t/t e +1.5% a/a da +1.6% del trimestre precedente. Si è ridotto il divario con gli altri Paesi dell'Area (Germania +2.3%, Francia +2.2%) purtroppo però semplicemente perché gli altri si sono ridimensionati di più. **Va sottolineato, comunque, che la crescita italiana è stata supportata in gran parte da un forte accumulo di scorte di +0.7% t/t.** Se da un lato, ciò è in parte giustificato da un effetto di ricostituzione del magazzino dopo il -0.3% del trimestre precedente, dall'altro, potrebbe non essere un fattore del tutto positivo. **Ciò che in ogni caso fa ben sperare è la ripresa dei consumi,** che hanno contribuito alla crescita del PIL per un +0.3% t/t, dopo la loro neutralità nel quarto trimestre del 2017, **mentre gli investimenti hanno sottratto alla ripresa un -0.2% t/t,** a causa di una diminuzione di -1.6% t/t. **In sintonia con l'intera Area Euro, la sofferenza del canale estero emerge dal calo delle esportazioni di -2.4% t/t.** I flussi con l'estero nel loro complesso hanno contribuito negativamente per un -0.4% t/t, nonostante anche le importazioni siano diminuite (-1.6% t/t). Questo fatto si è ripresentato anche nei dati mensili di maggio relativamente ai flussi extra-UE con una riduzione delle esportazioni di -3% m/m. La spesa pubblica è rimasta neutrale.

Italia

I dati mensili sono risultati deboli, sia dal lato dell'offerta sia della domanda. In aprile, la produzione industriale è diminuita di -1.2% m/m, azzerando l'unico progresso registrato in marzo dall'inizio dell'anno di +1.2% (in gennaio e febbraio la tendenza negativa era stata di -1.8% e -0.5%, rispettivamente). Gli ordini sono scesi di -1.3% m/m e il dato precedente è stato rivisto al ribasso a +0.3% da +0.5%. Le vendite al dettaglio hanno registrato un calo di -0.7% m/m in controtendenza rispetto alle attese degli economisti di +0.1%. In questo caso, il dato precedente è stato fortunatamente rivisto al rialzo da -0.6% a -0.2%, limitando la tendenza negativa. Il tasso di disoccupazione si è portato a +11.2% da +11.1% del mese precedente. **L'unico dato positivo di aprile si è registrato nel settore delle costruzioni con un balzo di +2.5% m/m.**

Il fatto confortante è che la fiducia dei consumatori in giugno, dopo il peggioramento di maggio a 113.9 a causa del caos politico, **si è riportata a 116.2,** vicino ai livelli di aprile, grazie ad una ritrovata maggioranza in grado di governare. Invece, la fiducia dei produttori è riuscita a migliorare solo nel settore dei servizi, portandosi a quota 107.8 da 106, mentre quella del settore manifatturiero ha aggiustato verso il basso a 106.9 da 107.6.

Sul fronte dei prezzi, dopo il raddoppio a maggio dell'inflazione sia globale sia *core*, in giugno solo la prima ha risentito in parte del rincaro del petrolio e in ogni caso, a differenza di Germania e Francia, rimane ancora lontana dall'obiettivo della BCE: la variazione tendenziale dell'indice globale si è portata a +1.5% a/a da +1% di maggio, mentre quella dell'indice *core* ha subito solo un lieve rialzo a +0.9% a/a da +0.8%. L'annuncio della fine del QE dal 2019 si è già fatto sentire sui rendimenti dei titoli di Stato, perché pone l'Italia più a rischio di instabilità dei conti pubblici in mancanza del supporto della BCE. Il Governo, pertanto, dovrà trovare coperture certe a qualsiasi piano fiscale perché i mercati stanno alla finestra e potrebbero sovvertire lo scenario in brevissimo tempo.

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 due volte nel resto del 2018, di 25 punti base ciascuna, a 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 sopra il 3% e il dollaro resta 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, dopo l'azzeramento del QE, comincia a prospettare un rialzo dei tassi ufficiali in primavera del 2019 e tutti i rendimenti dell'Area Euro salgono per riflettere la fine della politica monetaria accomodante.

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 rimangono sotto il 2.6%-2.7%. Lo *spread* si ridimensiona verso i 210 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 impongono alla Fed un solo intervento di 25 punti base sui tassi ufficiali nel resto del 2018, a settembre. Nel medio periodo, il dollaro, visto come valuta rifugio, si rafforza portandosi 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 del 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: focalizza l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio e rinvia almeno all'autunno del 2019 l'eventuale rialzo dei tassi. In Italia emerge il celato carattere populista della coalizione di governo. I due viceministri fanno a gara per concretizzare le proprie promesse elettorali, prospettando una finanza fuori controllo e penalizzando fortemente i rendimenti dei titoli di stato che aumentano sopra il 3% per la scadenza decennale, con uno *spread* che può spingersi ben sopra i 260 punti base rispetto al *Bund*.

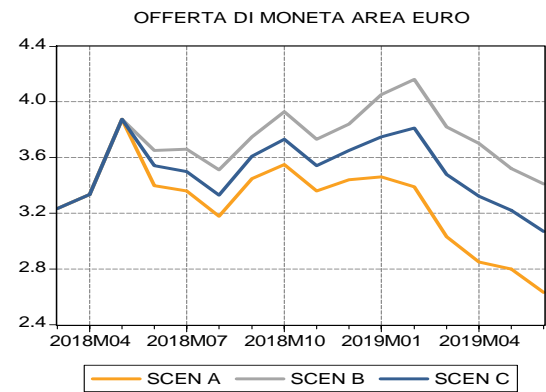
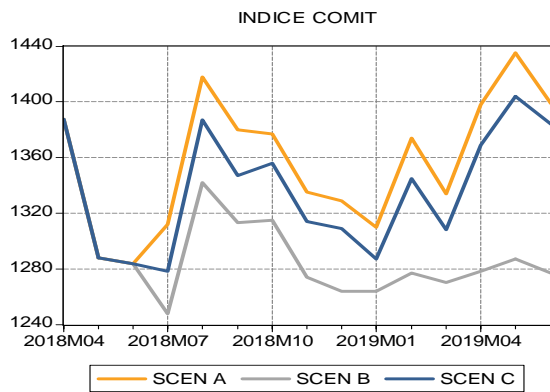
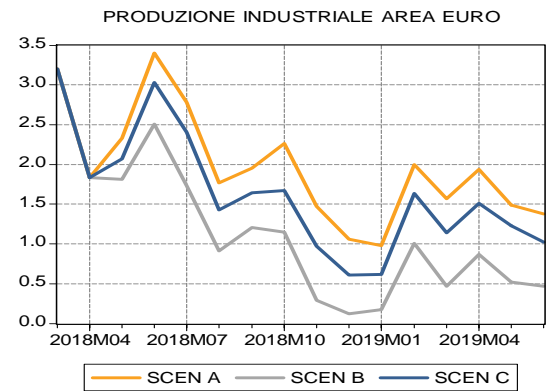
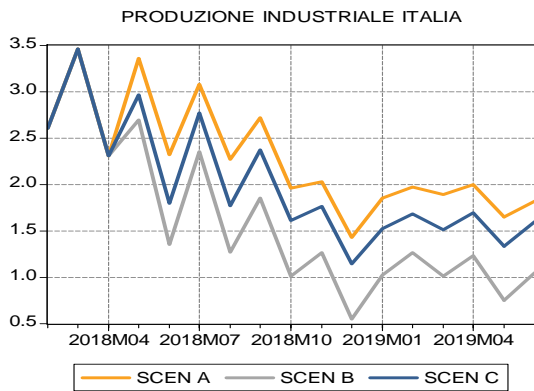
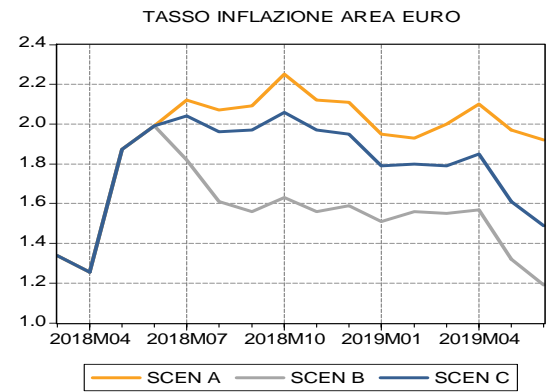
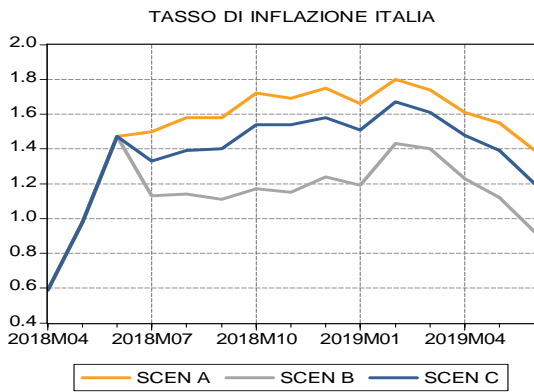
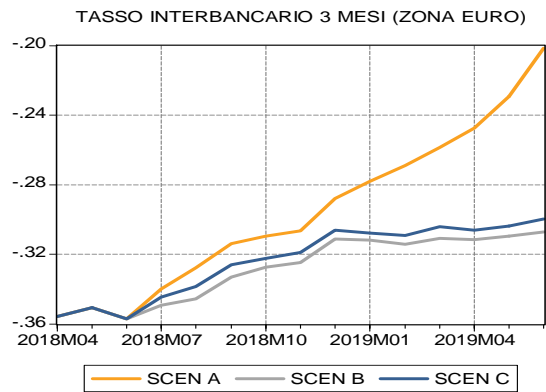
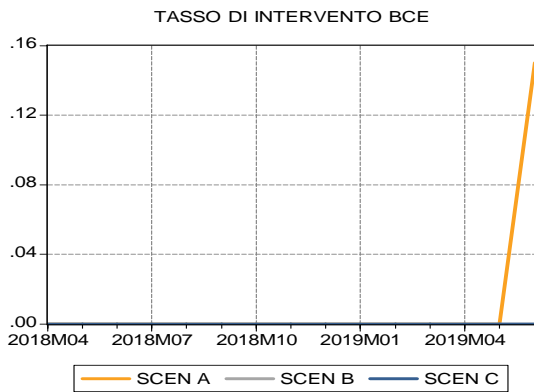
C (60%)

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 due volte nel resto del 2018, di 25 punti base ciascuna, a settembre e dicembre. Nel medio termine, i rendimenti decennali si spingono sopra il 3% e il dollaro si rafforza portandosi verso quota 1.15-1.14 nei confronti dell'euro.

Area Euro: la crescita economica rimane positiva, intorno al 2.5% a/a, anche se meno intensa del 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: focalizza l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio e rinvia almeno all'autunno del 2019 l'eventuale rialzo dei tassi. I rendimenti dell'Eurozona risalgono in sintonia con quelli americani. Quelli italiani sono penalizzati, nonostante il messaggio distensivo della BCE, dalla fine del QE a dicembre del 2018 e dal rischio di un allentamento nel rigore nei conti pubblici, rimasto aperto con il nuovo governo, restando sopra il 2.6-2.7%, con uno *spread* BTP/*Bund* intorno ai 240 punti base.

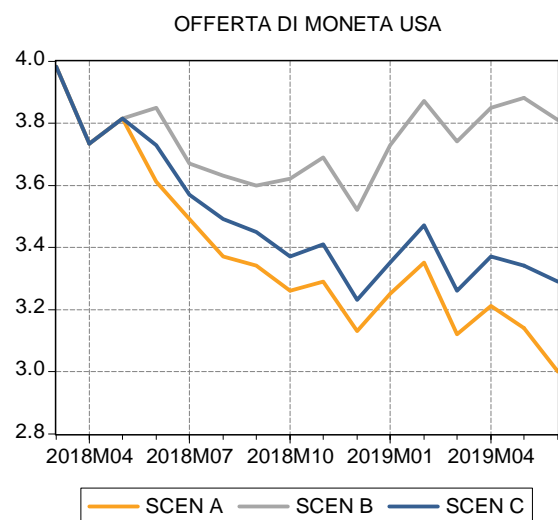
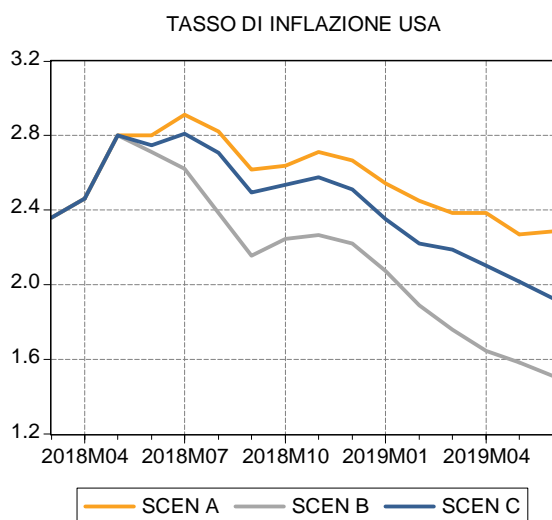
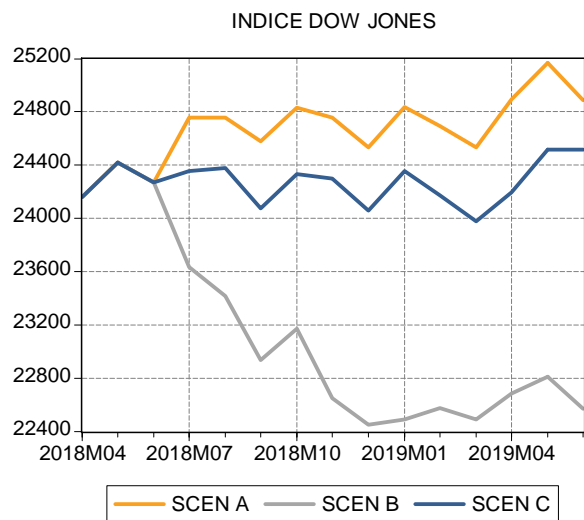
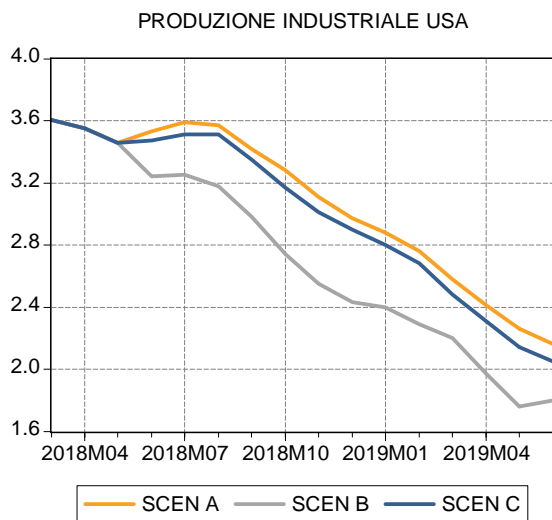
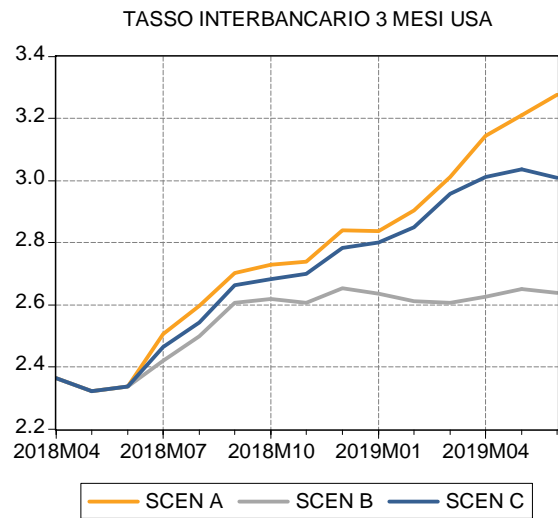
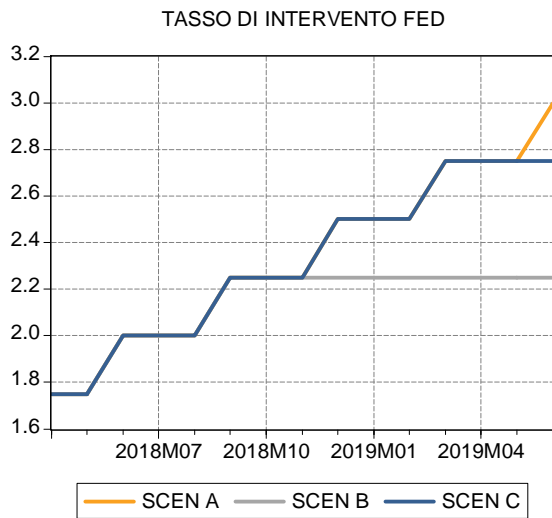
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

I tassi interbancari europei in giugno sono rimasti invariati rispetto al mese precedente per le scadenze a 1 e 6 mesi (a -0.4% e -0.31% rispettivamente) mentre è lievemente diminuito quello a 3 mesi (-0.36% da -0.35%). **Una crescita economica positiva e un'inflazione *core* moderata potrebbero spingere la BCE a rinviare almeno all'autunno 2019 l'eventuale rialzo dei tassi (Scen. C e B).** Se le dinamiche dovessero accelerare, potrebbe prospettarsi un primo rialzo già in primavera 2019 (Scen. A). **I saggi interbancari sono visti in tenue ripresa in tutti e tre gli scenari** (-0.37%, -0.32% e -0.28% per le scadenze a 1, 3 e 6 mesi in C, -0.38%, -0.32% e -0.28% rispettivamente in B e -0.29%, -0.22% e -0.20% in A).

In giugno, pur correggendo rispetto a maggio, quando la crisi politica italiana e i dubbi sulla permanenza del Paese nella moneta unica ne avevano determinato un'impennata (+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) i rendimenti della struttura a termine italiana hanno risentito dell'annuncio della fine del QE dal 2019, mantenendosi su livelli elevati (+1.13%, +1.83%, +2.30% e +2.73% rispettivamente). La mancanza del supporto da parte della BCE accentua, infatti, per l'Italia il rischio d'instabilità dei conti pubblici.

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 due volte nel 2018. La BCE, invece, se la crescita rimanesse positiva e l'inflazione *core* sotto il target del 2%, potrebbe focalizzare l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio e rinviare almeno all'autunno 2019 l'eventuale rialzo dei tassi. 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 giugno 2019 all'1.32%, all'1.99%, al 2.58% e al 2.92% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni. Nello scenario A, fermi restando i due 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 prospettare un rialzo dei tassi ufficiali in primavera del 2019: i rendimenti italiani rimarrebbero elevati ma in sintonia con quelli europei (+1.17% il 3 anni, +1.82% il 5 anni, +2.42% il 7 anni e +2.76% il 10 anni a giugno 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 a un solo nuovo rialzo nel 2018. In Area Euro, nonostante la crescita positiva, l'inflazione sotto controllo e l'atteggiamento accomodante della BCE, il mancato accordo all'interno del governo penalizza fortemente i rendimenti dei titoli di Stato (+1.71% il 3 anni, +2.36% il 5 anni, +2.93% il 7 anni e +3.27% il 10 anni a giugno 2019).

In aprile i tassi medi sui depositi sono rimasti invariati rispetto al mese precedente (+0.4%) mentre quelli sui prestiti sono lievemente diminuiti (+2.6% da +2.7%). **Negli scenari B e C sono visti rispettivamente a +0.4% e +2.7%.** In A si potrebbe osservare un lieve rialzo (+0.5% e +2.8%).

In aprile, il trend debolmente negativo dei prestiti totali iniziato il mese precedente (-0.01% a/a) si è rafforzato (-0.13% a/a). Anche i depositi hanno confermato il rallentamento iniziato in marzo (+0.06% a/a da +0.86%). **In base alle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica degli impieghi (+1.8% a/a in C, +2.1% in A e +1.5% in B, a giugno 2019) e dei depositi totali (+4.5%, +5% e +3.9% rispettivamente) dovrebbe ritornare sostenuta.**

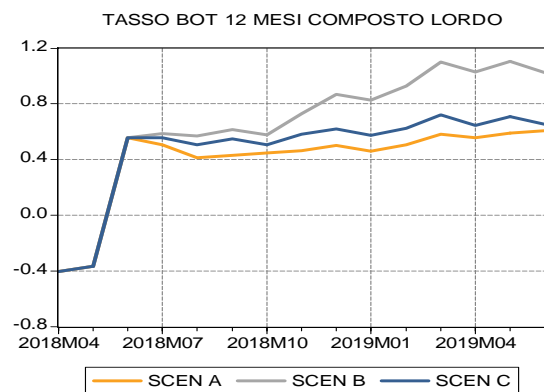
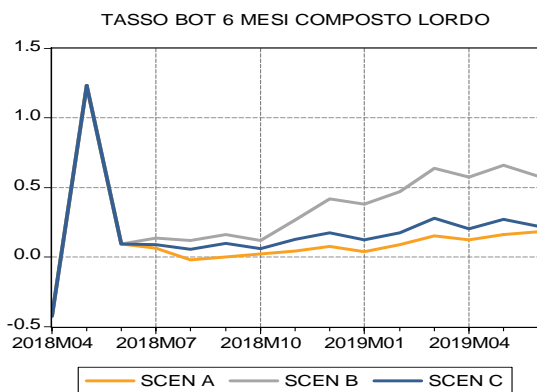
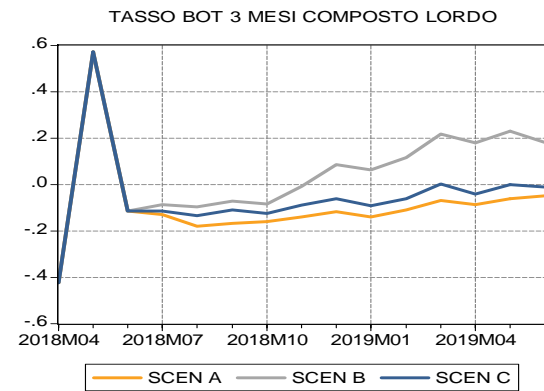
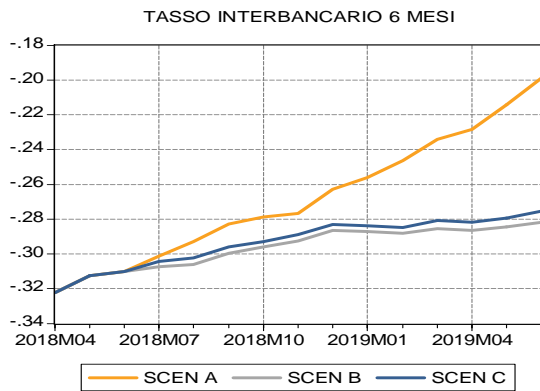
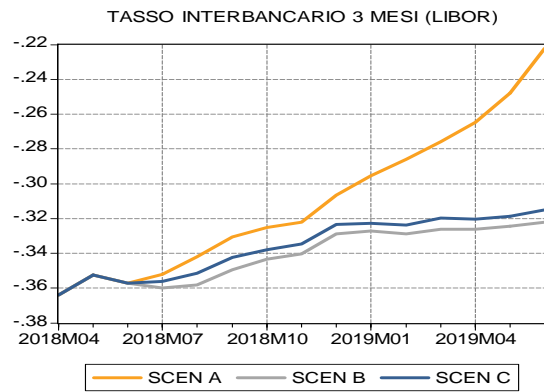
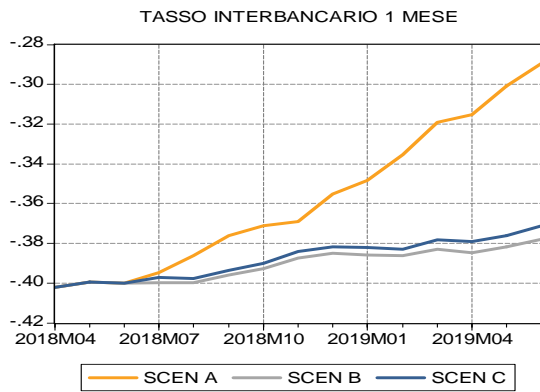
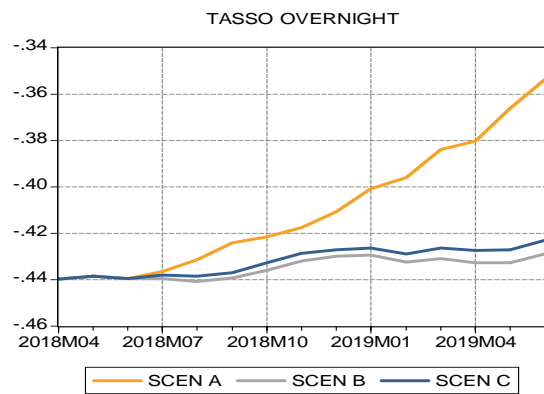
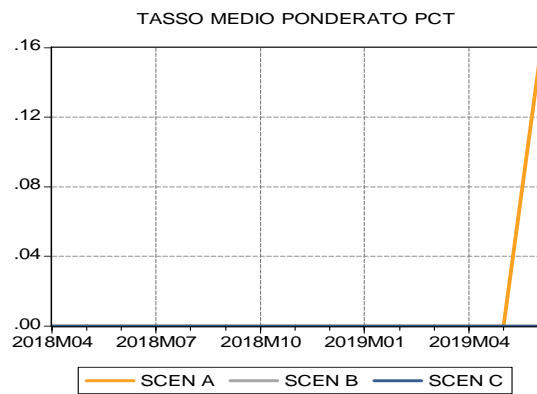
TASSI INTERBANCARI

STRUTTURA A TERMINE

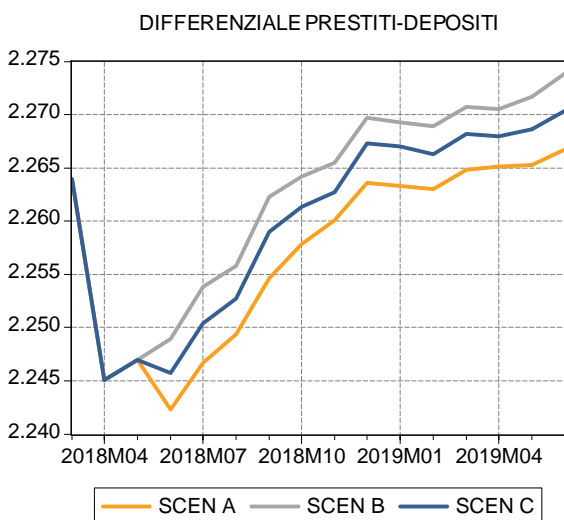
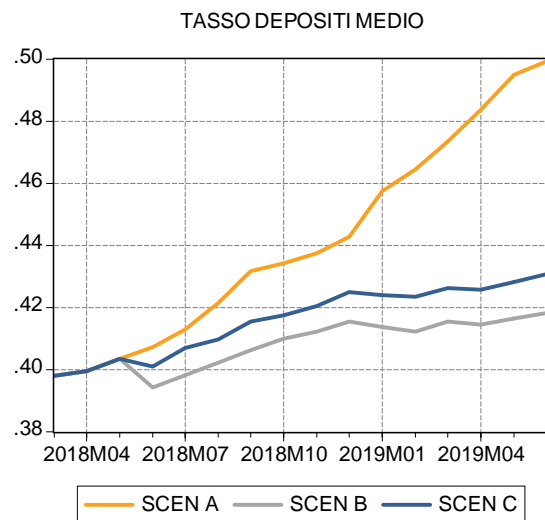
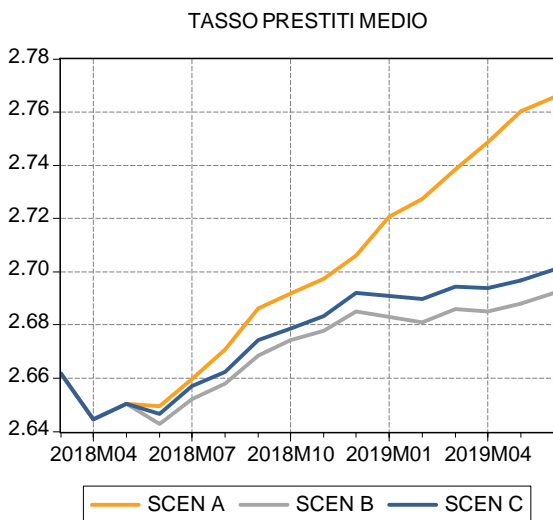
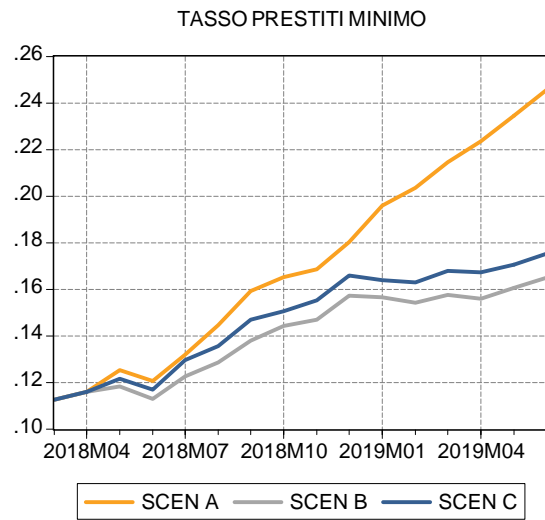
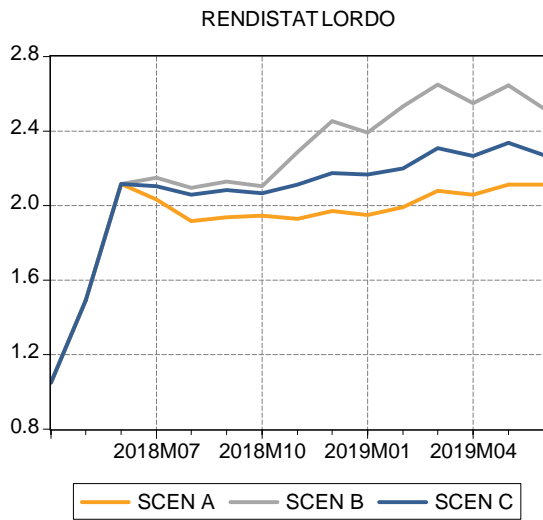
TASSI BANCARI

VOLUMI

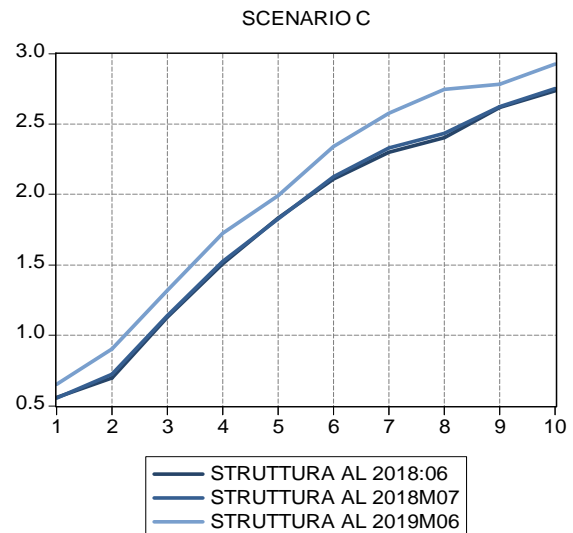
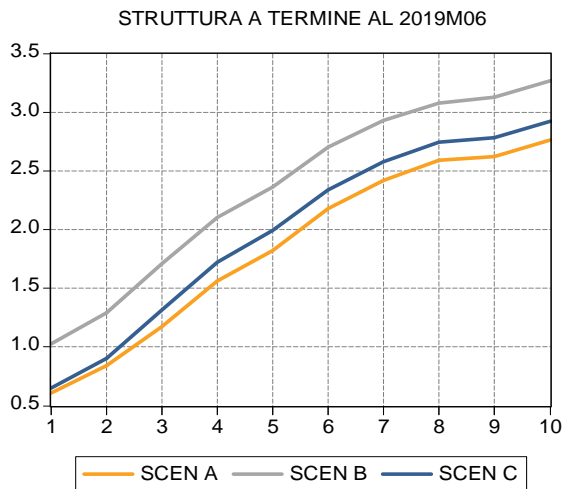
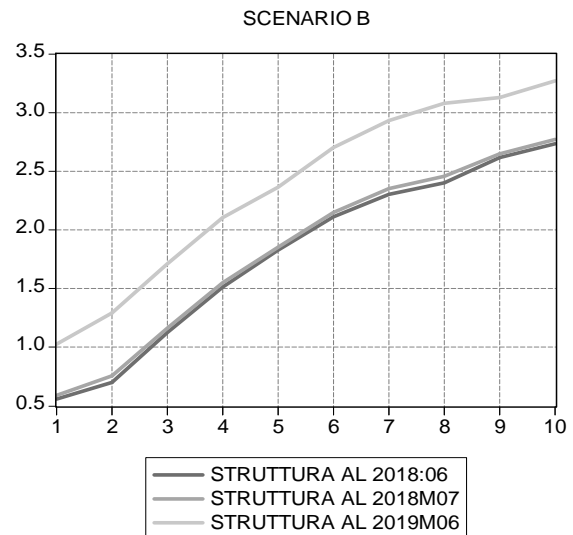
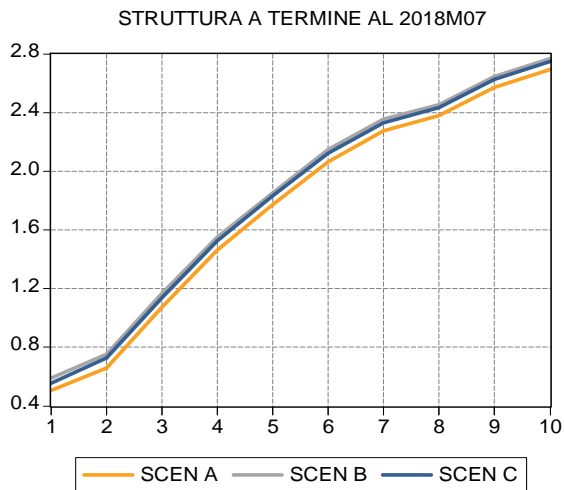
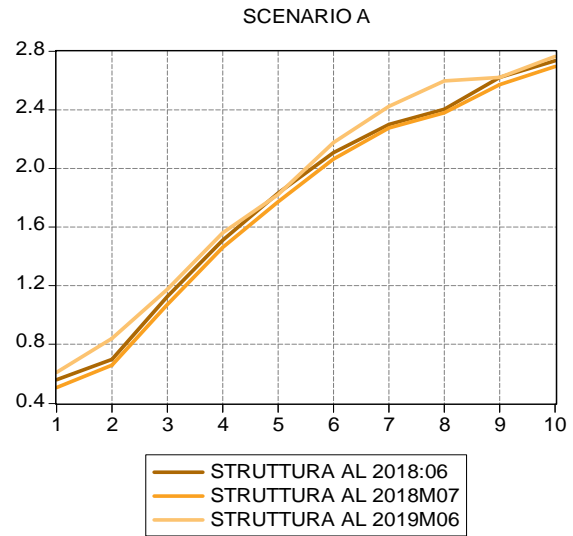
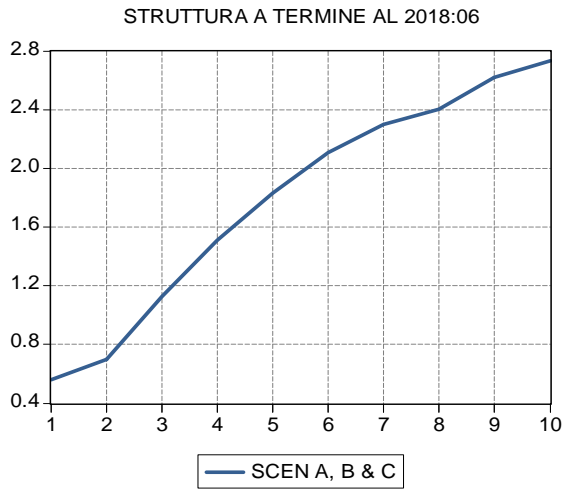
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



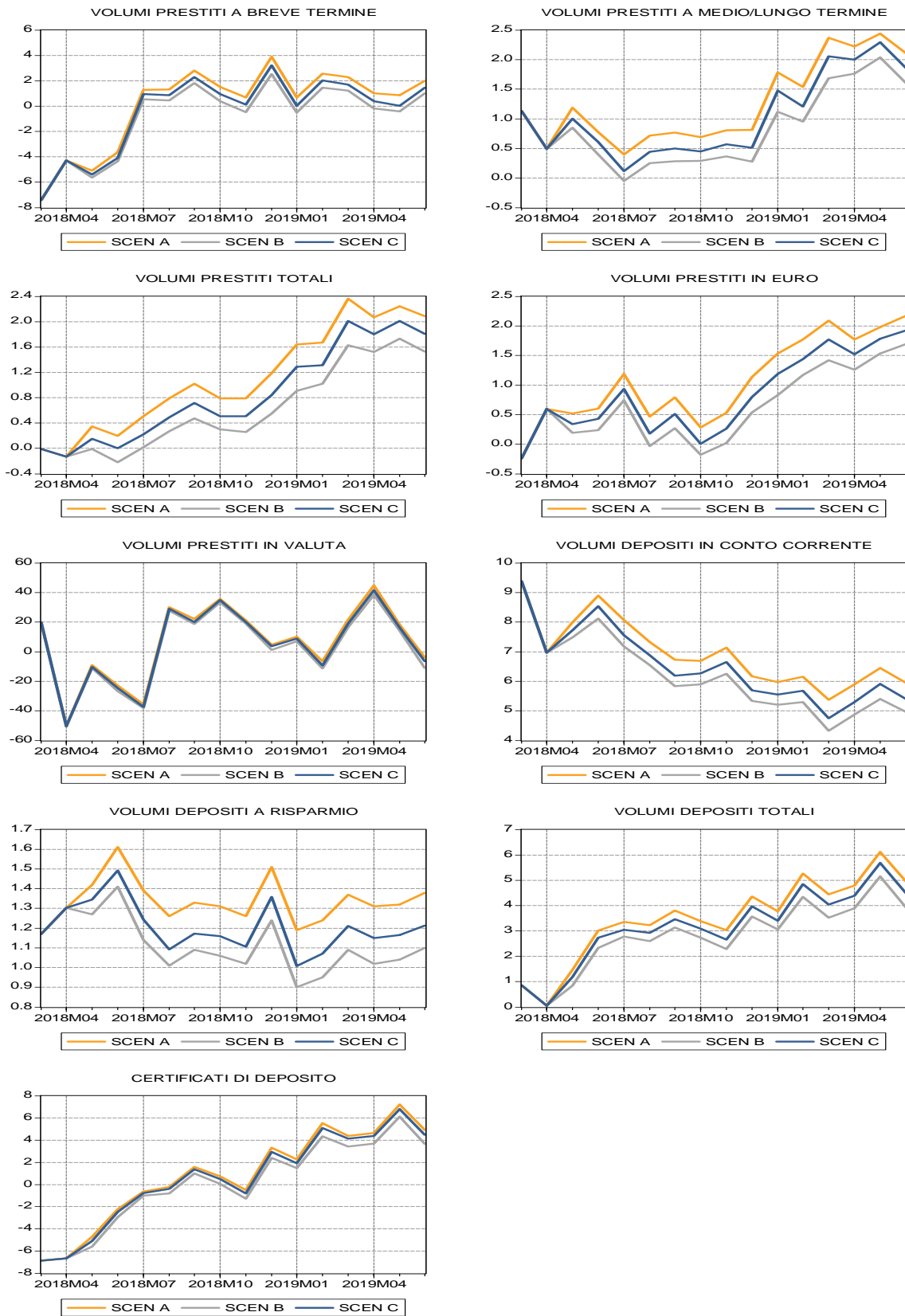
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



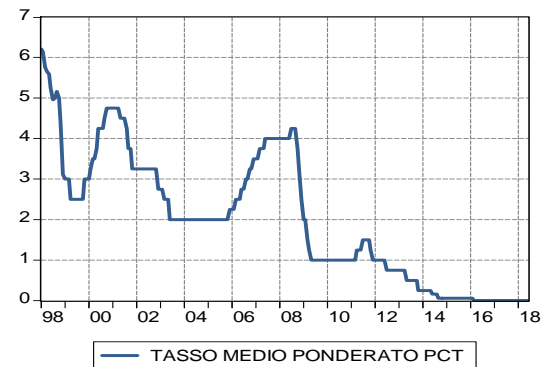
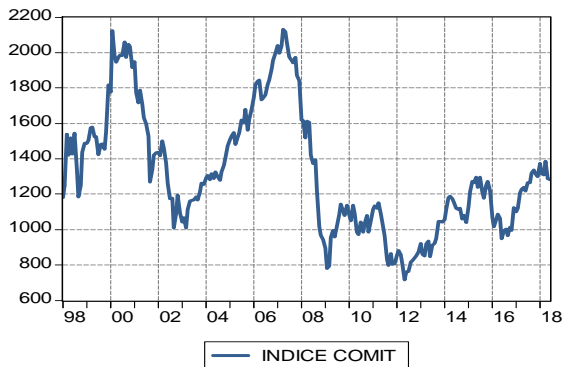
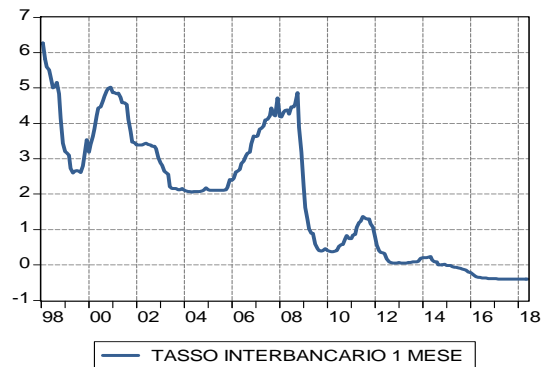
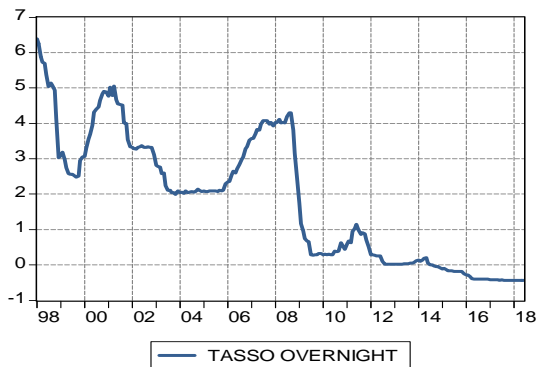
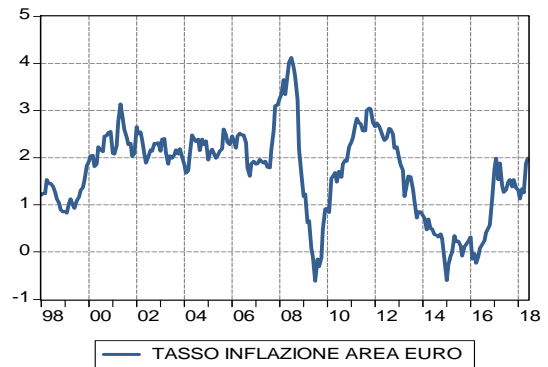
SCENARIO A	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.15
Indice COMIT (livello)	1297	1373	1316	1308	1387	1288	1284	1312	1418	1380	1377	1335	1329	1310	1374	1334	1398	1435	1399	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	4.7	4.4	2.6	3.5	2.3	3.4	2.3	3.1	2.3	2.7	2.0	2.0	1.4	1.9	2.0	1.9	2.0	1.7	1.8	
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.0	1.2	0.5	0.9	0.6	1.0	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	1.7	1.8	1.7	1.6	1.6	1.4	
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.15
T. Overnight media d/1	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.43	-0.42	-0.42	-0.42	-0.41	-0.40	-0.40	-0.38	-0.38	-0.37	-0.35	
T. Interb. 1m lett.	-0.41	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.38	-0.37	-0.37	-0.36	-0.35	-0.34	-0.32	-0.32	-0.30	-0.29	
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.36	-0.35	-0.36	-0.35	-0.34	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.30	-0.29	-0.28	-0.26	-0.25	-0.22	
T. Interb. 6m lett.	-0.32	-0.34	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.30	-0.29	-0.28	-0.28	-0.28	-0.26	-0.26	-0.25	-0.23	-0.23	-0.21	-0.20	
T. Depositi medio	0.38	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.42	0.43	0.43	0.44	0.44	0.46	0.46	0.47	0.48	0.50	0.50	
T. Prestiti medio	2.69	2.69	2.68	2.66	2.64	2.65	2.65	2.66	2.67	2.69	2.69	2.70	2.71	2.72	2.73	2.74	2.75	2.76	2.77	
T.prest. medio - T.dep. medio	2.30	2.30	2.30	2.26	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.26	2.26	2.26	2.26	2.26	2.26	2.27	2.27	2.27	
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.45	-0.42	-0.41	-0.43	-0.42	0.57	-0.11	-0.13	-0.18	-0.17	-0.16	-0.14	-0.12	-0.14	-0.11	-0.07	-0.09	-0.06	-0.05	
T. BOT comp. lordo 6m	-0.46	-0.42	-0.41	-0.44	-0.43	1.23	0.09	0.06	-0.02	0.00	0.02	0.04	0.08	0.04	0.09	0.15	0.12	0.16	0.18	
T. BOT comp. lordo 12m	-0.41	-0.43	-0.41	-0.41	-0.40	-0.37	0.56	0.51	0.41	0.43	0.45	0.46	0.50	0.46	0.51	0.58	0.56	0.59	0.61	
Rendistat lordo	1.05	1.21	1.26	1.20	1.05	1.49	2.12	2.03	1.91	1.94	1.94	1.93	1.97	1.95	1.99	2.08	2.06	2.11	2.11	
Rendistat netto	0.92	1.06	1.11	1.05	0.92	1.30	1.85	1.78	1.67	1.69	1.70	1.69	1.72	1.70	1.74	1.82	1.80	1.85	1.85	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.24	0.25	0.22	0.03	0.14	1.40	1.13	1.07	0.95	0.98	0.98	0.99	1.02	0.99	1.05	1.14	1.11	1.14	1.17	
Rend. BTP a 5 anni	0.86	0.90	0.90	0.67	0.69	2.02	1.83	1.77	1.64	1.66	1.67	1.67	1.69	1.66	1.72	1.80	1.78	1.81	1.82	
Rend. BTP a 7 anni	1.49	1.54	1.52	1.26	1.27	2.39	2.30	2.27	2.18	2.21	2.23	2.24	2.28	2.25	2.31	2.40	2.37	2.41	2.42	
Rend. BTP a 10 anni	2.13	2.16	2.12	1.86	1.88	2.81	2.73	2.70	2.59	2.61	2.62	2.62	2.64	2.62	2.67	2.75	2.72	2.75	2.76	
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2371.216	2379.126	2347.233	2374.500	2380.502	2369.093	2391.645	2360.479	2363.227	2371.567	2416.39	2440.71	2399.43	2418.14	2386.43	2430.54	2429.78	2422.16	2441.63	
Prestiti in euro	2338.729	2348.193	2319.187	2341.405	2363.863	2331.125	2360.169	2332.489	2330.306	2340.636	2369.582	2403.49	2365.390	2384.12	2360.24	2390.34	2405.70	2377.28	2411.38	
Prestiti in valuta	32.488	30.933	28.047	33.095	16.640	37.968	31.476	27.990	32.921	30.931	46.804	37.221	34.044	34.024	26.196	40.198	24.076	44.879	30.246	
Prestiti a breve	289.021	303.670	294.973	293.585	297.144	297.824	299.374	303.055	295.796	296.321	296.461	300.758	300.322	305.735	302.554	300.279	300.115	300.355	305.302	
Prestiti a m / l	2082.195	2075.456	2052.260	2080.915	2083.358	2071.269	2092.271	2057.424	2067.430	2075.246	2119.924	2139.954	2099.112	2112.409	2083.878	2130.260	2129.663	2121.805	2136.329	
Depositi totali	2373.761	2375.320	2351.082	2390.208	2390.416	2370.181	2405.145	2409.016	2408.376	2438.964	2443.844	2429.440	2477.257	2464.870	2474.749	2496.572	2504.917	2514.999	2524.200	
Depositi in c / c	1060.205	1048.904	1050.641	1071.492	1073.943	1073.250	1085.433	1079.954	1079.008	1096.549	1097.343	1096.359	1125.514	1111.524	1115.255	1129.031	1137.305	1142.368	1150.017	
Depositi a risparmio	298.726	300.931	301.037	300.511	300.193	299.879	299.676	300.022	300.946	301.323	300.799	301.281	303.237	304.512	304.770	304.628	304.126	303.837	303.812	
Certif. deposito	1014.829	1025.485	999.404	1018.204	1016.280	997.052	1020.035	1029.039	1028.422	1041.093	1045.701	1031.800	1048.506	1048.834	1054.724	1062.913	1063.486	1068.794	1070.371	
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	1.24	2.79	1.91	-0.01	-0.13	0.35	0.20	0.51	0.79	1.02	0.79	0.79	1.19	1.64	1.67	2.36	2.07	2.24	2.09	
Prestiti in euro	1.46	2.90	2.39	-0.24	0.59	0.52	0.60	1.19	0.47	0.79	0.28	0.53	1.14	1.53	1.77	2.09	1.77	1.98	2.17	
Prestiti in valuta	-12.28	-5.32	-26.33	19.81	-50.51	-9.09	-22.81	-35.57	30.13	22.11	35.74	21.00	4.79	9.99	-6.60	21.46	44.69	18.20	-3.91	
Prestiti a breve	-7.95	-5.23	-7.71	-7.42	-4.28	-5.10	-3.65	1.27	1.30	2.81	1.53	0.69	3.91	0.68	2.57	2.28	1.00	0.85	1.98	
Prestiti a m / l	2.67	4.08	3.46	1.13	0.50	1.19	0.78	0.40	0.72	0.77	0.69	0.80	0.81	1.78	1.54	2.37	2.22	2.44	2.11	
Depositi totali	2.91	4.11	3.95	0.86	0.06	1.46	3.01	3.36	3.22	3.80	3.39	3.03	4.36	3.77	5.26	4.45	4.79	6.11	4.95	
Depositi in c / c	7.32	9.10	8.76	9.38	6.96	7.99	8.90	8.06	7.32	6.72	6.69	7.13	6.16	5.97	6.15	5.37	5.90	6.44	5.95	
Depositi a risparmio	0.27	0.72	0.92	1.17	1.30	1.42	1.61	1.39	1.26	1.33	1.31	1.26	1.51	1.19	1.24	1.37	1.31	1.32	1.38	
Certif. deposito	-0.59	0.40	0.20	-6.86	-6.65	-4.73	-2.22	-0.61	-0.21	1.59	0.72	-0.51	3.32	2.28	5.54	4.39	4.64	7.20	4.93	

SCENARIO B	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	19 6
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)	1297	1373	1316	1308	1387	1288	1284	1248	1342	1313	1315	1274	1264	1264	1277	1270	1278	1287	1277
Produzione Industriale (Var. % a/a)	4.7	4.4	2.6	3.5	2.3	2.7	1.4	2.4	1.3	1.9	1.0	1.3	0.6	1.0	1.3	1.0	1.2	0.8	1.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.0	1.2	0.5	0.9	0.6	1.0	1.5	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.4	1.4	1.2	1.1	0.9
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	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43
T. Interb. 1m lett.	-0.41	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.34	-0.34	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.32	-0.32
T. Interb. 6m lett.	-0.32	-0.34	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.28	-0.28
T. Depositi medio	0.38	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.39	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	0.42	0.41	0.41	0.42	0.41	0.42	0.42
T. Prestiti medio	2.69	2.69	2.68	2.66	2.64	2.65	2.64	2.65	2.66	2.67	2.67	2.68	2.69	2.68	2.68	2.69	2.69	2.69	2.69
T.prest. medio - T.dep. medio	2.30	2.30	2.30	2.26	2.25	2.25	2.25	2.25	2.26	2.26	2.26	2.27	2.27	2.27	2.27	2.27	2.27	2.27	2.27
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.45	-0.42	-0.41	-0.43	-0.42	0.57	-0.11	-0.09	-0.10	-0.07	-0.09	-0.01	0.08	0.06	0.12	0.22	0.18	0.23	0.18
T. BOT comp. lordo 6m	-0.46	-0.42	-0.41	-0.44	-0.43	1.23	0.09	0.14	0.12	0.16	0.12	0.26	0.42	0.38	0.47	0.64	0.57	0.66	0.58
T. BOT comp. lordo 12m	-0.41	-0.43	-0.41	-0.41	-0.40	-0.37	0.56	0.59	0.57	0.62	0.58	0.73	0.87	0.83	0.93	1.10	1.03	1.11	1.02
Rendistat lordo	1.05	1.21	1.26	1.20	1.05	1.49	2.12	2.15	2.09	2.13	2.10	2.29	2.45	2.39	2.53	2.65	2.55	2.64	2.52
Rendistat netto	0.92	1.06	1.11	1.05	0.92	1.30	1.85	1.88	1.83	1.86	1.84	2.00	2.15	2.09	2.21	2.32	2.23	2.31	2.20
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.24	0.25	0.22	0.03	0.14	1.40	1.13	1.16	1.14	1.19	1.17	1.34	1.49	1.44	1.58	1.77	1.69	1.76	1.71
Rend. BTP a 5 anni	0.86	0.90	0.90	0.67	0.69	2.02	1.83	1.85	1.82	1.85	1.82	1.98	2.12	2.08	2.22	2.41	2.34	2.41	2.36
Rend. BTP a 7 anni	1.49	1.54	1.52	1.26	1.27	2.39	2.30	2.35	2.34	2.39	2.38	2.54	2.68	2.65	2.79	2.97	2.91	2.97	2.93
Rend. BTP a 10 anni	2.13	2.16	2.12	1.86	1.88	2.81	2.73	2.77	2.75	2.78	2.76	2.91	3.04	3.01	3.13	3.30	3.25	3.31	3.27
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2371.216	2379.126	2347.233	2374.500	2380.502	2360.594	2381.620	2348.971	2351.035	2358.655	2404.64	2427.88	2384.26	2400.78	2371.18	2413.20	2416.69	2401.43	2418.06
Prestiti in euro	2338.729	2348.193	2319.187	2341.405	2363.863	2323.472	2351.723	2322.116	2318.709	2328.560	2358.712	2391.30	2351.358	2367.68	2346.32	2374.65	2393.65	2359.02	2391.47
Prestiti in valuta	32.488	30.933	28.047	33.095	16.640	37.122	29.897	26.855	32.326	30.095	45.926	36.580	32.900	33.093	24.854	38.552	23.039	42.411	26.592
Prestiti a breve	289.021	303.670	294.973	293.585	297.144	296.192	297.230	300.810	293.256	293.467	293.162	297.233	296.333	302.122	299.309	297.137	296.609	294.918	300.262
Prestiti a m / l	2082.195	2075.456	2052.260	2080.915	2083.358	2064.402	2084.390	2048.161	2057.778	2065.188	2111.476	2130.645	2087.925	2098.655	2071.866	2116.067	2120.077	2106.514	2117.797
Depositi totali	2373.761	2375.320	2351.082	2390.208	2390.416	2355.697	2389.268	2395.497	2393.910	2423.221	2428.243	2411.755	2458.504	2448.005	2453.094	2474.553	2483.460	2476.895	2483.020
Depositi in c / c	1060.205	1048.904	1050.641	1071.492	1073.943	1068.182	1077.659	1071.060	1071.267	1087.404	1089.218	1087.354	1116.820	1103.552	1106.325	1117.887	1126.351	1125.864	1131.111
Depositi a risparmio	298.726	300.931	301.037	300.511	300.193	299.435	299.086	299.282	300.203	300.609	300.057	300.567	302.431	303.639	303.897	303.787	303.255	302.549	302.376
Certif. deposito	1014.829	1025.485	999.404	1018.204	1016.280	988.081	1012.523	1025.156	1022.440	1035.208	1038.969	1023.834	1039.253	1040.814	1042.873	1052.879	1053.854	1048.482	1049.533
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	1.24	2.79	1.91	-0.01	-0.13	-0.01	-0.22	0.02	0.27	0.47	0.30	0.26	0.55	0.91	1.02	1.63	1.52	1.73	1.53
Prestiti in euro	1.46	2.90	2.39	-0.24	0.59	0.19	0.24	0.74	-0.03	0.27	-0.18	0.02	0.54	0.83	1.17	1.42	1.26	1.53	1.69
Prestiti in valuta	-12.28	-5.32	-26.33	19.81	-50.51	-11.12	-26.68	-38.18	27.77	18.81	33.19	18.91	1.27	6.98	-11.38	16.49	38.46	14.25	-11.06
Prestiti a breve	-7.95	-5.23	-7.71	-7.42	-4.28	-5.62	-4.34	0.52	0.43	1.82	0.40	-0.49	2.53	-0.51	1.47	1.21	-0.18	-0.43	1.02
Prestiti a m / l	2.67	4.08	3.46	1.13	0.50	0.85	0.40	-0.05	0.25	0.28	0.29	0.37	0.28	1.12	0.96	1.69	1.76	2.04	1.60
Depositi totali	2.91	4.11	3.95	0.86	0.06	0.84	2.33	2.78	2.60	3.13	2.73	2.28	3.57	3.06	4.34	3.53	3.89	5.14	3.92
Depositi in c / c	7.32	9.10	8.76	9.38	6.96	7.48	8.12	7.17	6.55	5.83	5.90	6.25	5.34	5.21	5.30	4.33	4.88	5.40	4.96
Depositi a risparmio	0.27	0.72	0.92	1.17	1.30	1.27	1.41	1.14	1.01	1.09	1.06	1.02	1.24	0.90	0.95	1.09	1.02	1.04	1.10
Certif. deposito	-0.59	0.40	0.20	-6.86	-6.65	-5.59	-2.94	-0.99	-0.79	1.01	0.07	-1.28	2.41	1.49	4.35	3.41	3.70	6.11	3.66

SCENARIO C	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	19 6
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)	1297	1373	1316	1308	1387	1288	1284	1278	1387	1347	1356	1314	1309	1287	1345	1308	1369	1404	1384
Produzione Industriale (Var. % a/a)	4.7	4.4	2.6	3.5	2.3	3.0	1.8	2.8	1.8	2.4	1.6	1.8	1.1	1.5	1.7	1.5	1.7	1.3	1.6
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.0	1.2	0.5	0.9	0.6	1.0	1.5	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6	1.5	1.7	1.6	1.5	1.4	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	-0.44	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.42
T. Interb. 1m lett.	-0.41	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.35	-0.34	-0.34	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32
T. Interb. 6m lett.	-0.32	-0.34	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29	-0.28	-0.28	-0.28	-0.28	-0.28	-0.28	-0.28
T. Depositi medio	0.38	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.43	0.43
T. Prestiti medio	2.69	2.69	2.68	2.66	2.64	2.65	2.65	2.66	2.66	2.67	2.68	2.68	2.69	2.69	2.69	2.69	2.69	2.70	2.70
T.prest. medio - T.dep. medio	2.30	2.30	2.30	2.26	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.26	2.26	2.26	2.27	2.27	2.27	2.27	2.27	2.27	2.27
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.45	-0.42	-0.41	-0.43	-0.42	0.57	-0.11	-0.12	-0.14	-0.11	-0.13	-0.09	-0.06	-0.09	-0.06	0.00	-0.04	0.00	-0.01
T. BOT comp. lordo 6m	-0.46	-0.42	-0.41	-0.44	-0.43	1.23	0.09	0.09	0.05	0.10	0.06	0.13	0.17	0.12	0.17	0.28	0.20	0.27	0.22
T. BOT comp. lordo 12m	-0.41	-0.43	-0.41	-0.41	-0.40	-0.37	0.56	0.56	0.51	0.55	0.51	0.58	0.62	0.57	0.62	0.72	0.65	0.71	0.65
Rendistat lordo	1.05	1.21	1.26	1.20	1.05	1.49	2.12	2.10	2.06	2.08	2.06	2.11	2.17	2.17	2.20	2.31	2.26	2.34	2.27
Rendistat netto	0.92	1.06	1.11	1.05	0.92	1.30	1.85	1.84	1.80	1.82	1.81	1.85	1.90	1.89	1.93	2.02	1.98	2.04	1.99
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.24	0.25	0.22	0.03	0.14	1.40	1.13	1.14	1.11	1.15	1.13	1.19	1.24	1.21	1.26	1.37	1.32	1.37	1.32
Rend. BTP a 5 anni	0.86	0.90	0.90	0.67	0.69	2.02	1.83	1.83	1.79	1.82	1.80	1.86	1.90	1.88	1.93	2.03	1.99	2.04	1.99
Rend. BTP a 7 anni	1.49	1.54	1.52	1.26	1.27	2.39	2.30	2.33	2.31	2.37	2.36	2.43	2.47	2.46	2.51	2.61	2.57	2.62	2.58
Rend. BTP a 10 anni	2.13	2.16	2.12	1.86	1.88	2.81	2.73	2.75	2.72	2.76	2.74	2.80	2.84	2.82	2.87	2.96	2.92	2.97	2.92
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2371.216	2379.126	2347.233	2374.500	2380.502	2364.371	2386.871	2353.668	2356.193	2364.524	2409.67	2433.93	2391.13	2409.82	2377.98	2422.23	2423.35	2411.90	2430.07
Prestiti in euro	2338.729	2348.193	2319.187	2341.405	2363.863	2326.951	2356.180	2326.496	2323.579	2334.134	2363.202	2397.04	2357.439	2376.14	2352.58	2382.85	2399.79	2368.37	2401.42
Prestiti in valuta	32.488	30.933	28.047	33.095	16.640	37.420	30.691	27.172	32.614	30.390	46.471	36.896	33.696	33.681	25.399	39.380	23.558	43.525	28.655
Prestiti a breve	289.021	303.670	294.973	293.585	297.144	296.891	298.063	302.076	294.487	294.859	294.776	299.020	298.350	303.773	300.928	298.559	298.306	296.971	302.443
Prestiti a m / l	2082.195	2075.456	2052.260	2080.915	2083.358	2067.481	2088.808	2051.592	2061.706	2069.665	2114.897	2134.912	2092.784	2106.044	2077.055	2123.669	2125.045	2114.925	2127.630
Depositi totali	2373.761	2375.320	2351.082	2390.208	2390.416	2363.660	2398.719	2401.814	2401.523	2431.056	2436.603	2420.819	2468.089	2456.320	2464.952	2486.783	2495.317	2497.882	2506.301
Depositi in c / c	1060.205	1048.904	1050.641	1071.492	1073.943	1070.608	1081.806	1074.868	1074.559	1091.144	1093.004	1091.399	1120.539	1107.109	1110.352	1122.349	1130.883	1133.862	1140.254
Depositi a risparmio	298.726	300.931	301.037	300.511	300.193	299.657	299.327	299.586	300.448	300.851	300.349	300.822	302.782	303.964	304.260	304.147	303.644	303.145	302.954
Certif. deposito	1014.829	1025.485	999.404	1018.204	1016.280	993.395	1017.586	1027.360	1026.516	1039.061	1043.250	1028.598	1044.768	1045.248	1050.340	1060.287	1060.791	1060.875	1063.093
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	1.24	2.79	1.91	-0.01	-0.13	0.15	0.00	0.22	0.49	0.72	0.51	0.51	0.84	1.29	1.31	2.01	1.80	2.01	1.81
Prestiti in euro	1.46	2.90	2.39	-0.24	0.59	0.34	0.43	0.93	0.18	0.51	0.01	0.26	0.80	1.19	1.44	1.77	1.52	1.78	1.92
Prestiti in valuta	-12.28	-5.32	-26.33	19.81	-50.51	-10.40	-24.74	-37.45	28.91	19.97	34.78	19.94	3.72	8.88	-9.44	18.99	41.58	16.31	-6.63
Prestiti a breve	-7.95	-5.23	-7.71	-7.42	-4.28	-5.40	-4.07	0.94	0.85	2.30	0.95	0.11	3.23	0.03	2.02	1.69	0.39	0.03	1.47
Prestiti a m / l	2.67	4.08	3.46	1.13	0.50	1.00	0.61	0.11	0.44	0.50	0.45	0.57	0.51	1.47	1.21	2.05	2.00	2.29	1.86
Depositi totali	2.91	4.11	3.95	0.86	0.06	1.18	2.73	3.05	2.93	3.46	3.08	2.66	3.97	3.41	4.84	4.04	4.39	5.68	4.48
Depositi in c / c	7.32	9.10	8.76	9.38	6.96	7.72	8.54	7.55	6.88	6.19	6.27	6.65	5.69	5.55	5.68	4.75	5.30	5.91	5.40
Depositi a risparmio	0.27	0.72	0.92	1.17	1.30	1.35	1.49	1.24	1.09	1.17	1.16	1.11	1.36	1.01	1.07	1.21	1.15	1.16	1.21
Certif. deposito	-0.59	0.40	0.20	-6.86	-6.65	-5.08	-2.46	-0.78	-0.40	1.39	0.48	-0.82	2.95	1.93	5.10	4.13	4.38	6.79	4.47

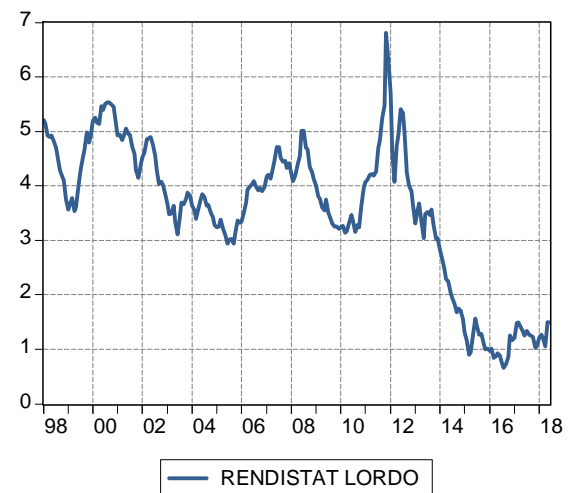
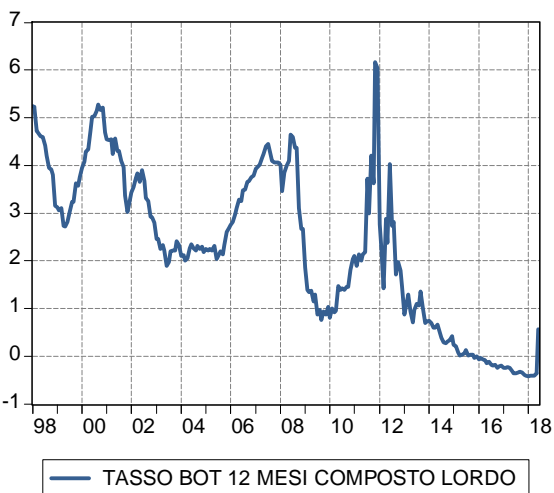
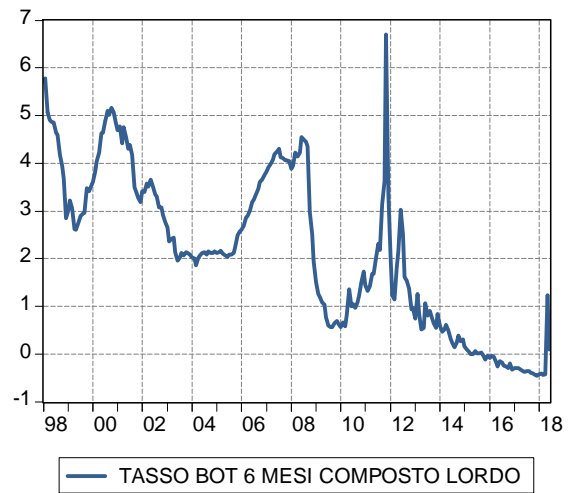
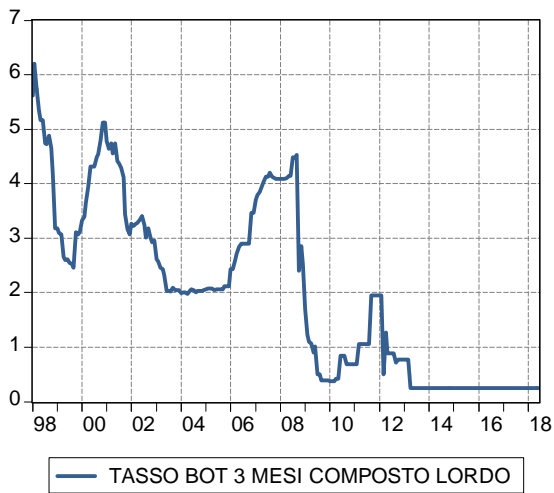
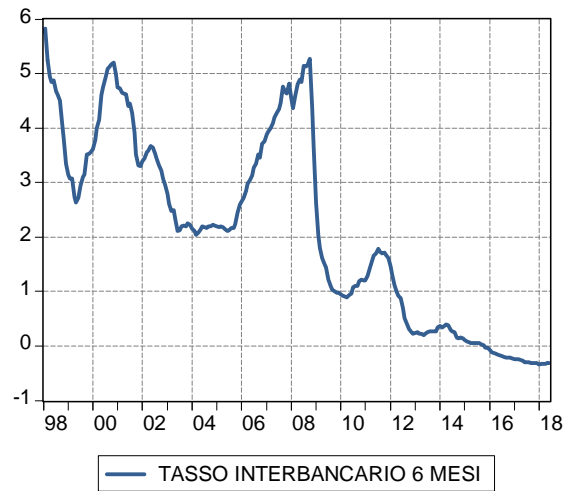
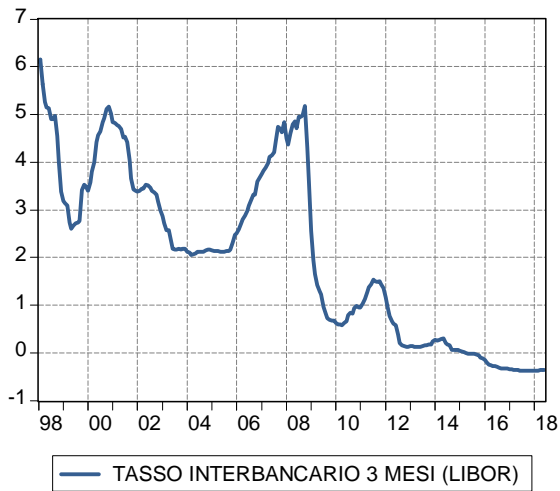
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili

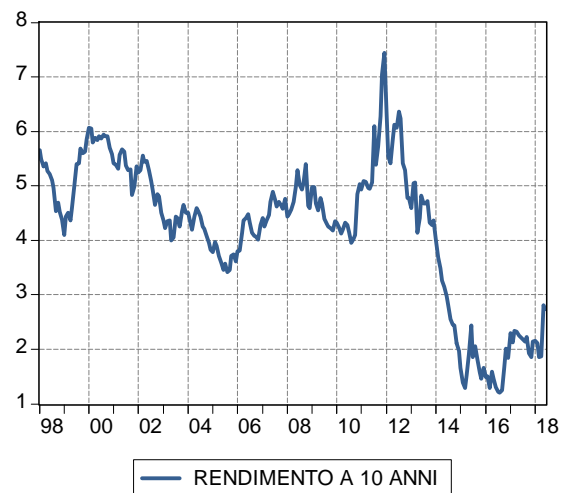
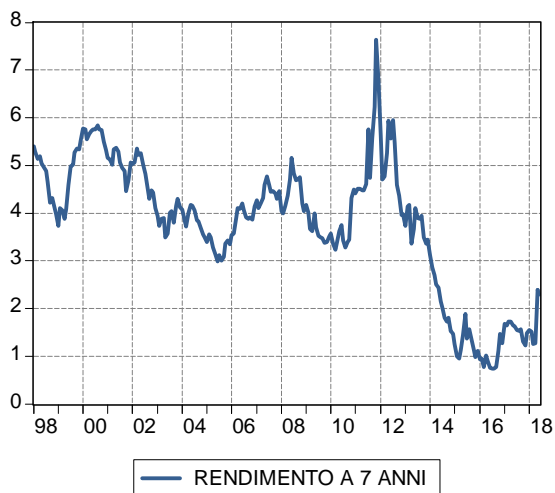
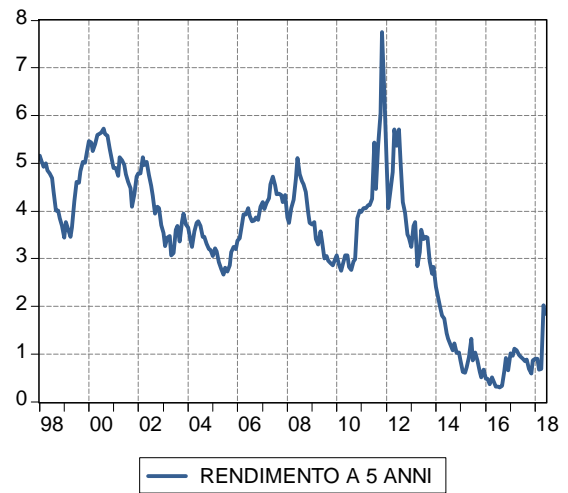
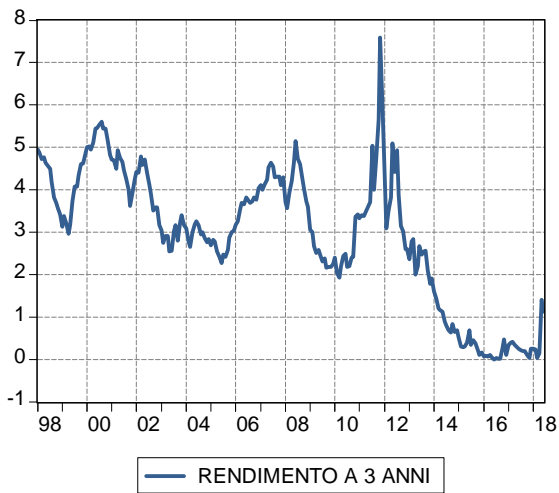
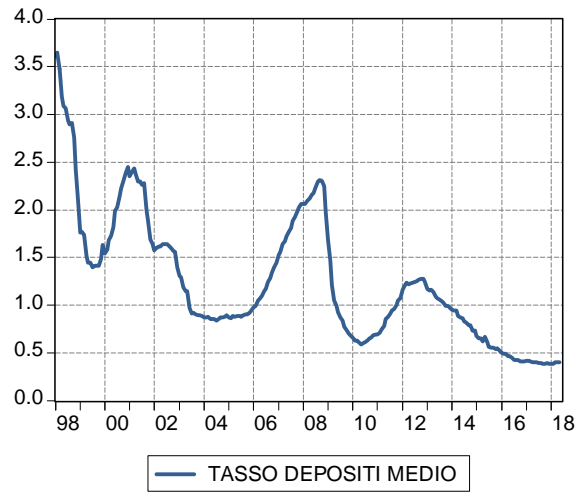
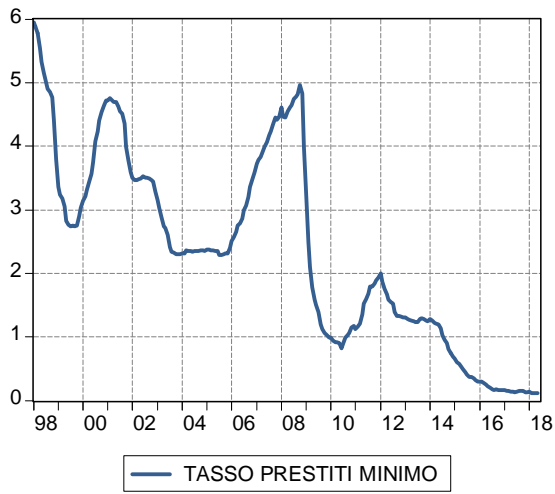


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
 Dati mensili



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

