

# MEFIM

MODELLO  
ECONOMETRICO  
FINANZIARIO  
INTERNAZIONALE  
MENSILE

Agosto 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 BCI COMIT globale, 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 luglio 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

Due fattori importanti hanno caratterizzato il mese di luglio: 1) il dato sulla crescita del PIL americano a livelli record dal 2014 e 2) l'accordo Trump-Juncker sull'azzeramento dei dazi tra Stati Uniti e Unione Europea.

La conseguenza del primo fattore è l'allargamento del divario tra USA e le altre due macro-aree, Giappone ed Europa. Il PIL statunitense nel secondo trimestre di quest'anno ha registrato un'importante crescita congiunturale annualizzata di +4.1% che ha portato la variazione tendenziale più vicino al 3% (+2.8%) mentre in Area Euro si è ridimensionata a +2.1% e in Giappone all'1.1%, anche se per quest'ultimo i dati disponibili si riferiscono ancora al primo trimestre. In pratica, **l'economia americana è "drogata" dalla riforma fiscale** senza precedenti approvata dal Congresso a

dicembre del 2017 e le preoccupazioni di un surriscaldamento del sistema si sono intensificate, come traspare dalle *minute* della riunione di giugno della Fed. Molta attenzione è stata posta sul mercato del lavoro dai membri del Comitato della Banca Centrale che hanno messo in evidenza le **difficoltà degli imprenditori nel reperire nuovi lavoratori**. Nonostante la carenza di manodopera, i salari per il momento sono rimasti moderati, ma ci si aspetta che salgano presto. È stata espressa preoccupazione per il fatto che, **se l'economia opera sopra il potenziale per un prolungato periodo di tempo, potrebbe dar luogo a maggiori pressioni inflazionistiche e a pericolosi squilibri finanziari**. Di conseguenza, quasi tutti i partecipanti alla riunione ritengono opportuno continuare ad aumentare i tassi d'interesse su base regolare. **Questo ha implicato un rafforzamento delle aspettative dei mercati finanziari per una politica monetaria americana più restrittiva soprattutto in termini relativi rispetto a Giappone e Area Euro**. Tutto ciò si è tradotto in un incremento dei rendimenti sui titoli di Stato statunitensi, che sono ritornati al 3% e nel medio termine dovrebbe dare forza al dollaro, spingendolo sotto quota 1.16 contro l'euro.

Il secondo fattore ha effetti importanti sulla guerra commerciale innescata dal Presidente Trump ed è l'altra fonte di preoccupazione messa in evidenza dalle Banche Centrali delle tre macro-aree. In particolare, **la Fed teme** che, se da un lato nel breve periodo il rischio per l'economia americana sia quello di un surriscaldamento per un mercato del lavoro al pieno impiego, dall'altro nel medio/lungo termine sia di un'implosione del commercio internazionale per la recente *escalation* della guerra sui dazi e quindi un ripiegamento troppo repentino del ciclo economico americano dopo un periodo prolungato di crescita. A fine luglio, il Presidente degli Stati Uniti, Trump, e quello della Commissione Europea, Juncker, si sono impegnati per una riduzione progressiva dei dazi tra USA e Unione Europea fino a un loro azzeramento. La crisi tra le due aree era iniziata lo scorso marzo, quando il governo americano aveva annunciato l'imposizione di tariffe sull'importazione di alluminio e acciaio dal Vecchio Continente. La misura era stata sospesa due volte per permettere ai funzionari delle due parti di negoziare per trovare una soluzione, ma, dopo diversi colloqui andati a vuoto, all'inizio di giugno erano scattati i dazi annunciati e l'Unione Europea aveva risposto, imponendone a sua volta su merci importate dagli Stati Uniti per un valore complessivo annuo di 2.8 miliardi di euro. **Allo stato attuale, si tratta di un accordo di massima e non è ancora stato definito nulla di concreto, però rappresenta un passo avanti molto importante che potrebbe cambiare la prospettiva dello scenario**. Se si proseguisse su questa strada, la tensione tra le due macro-aree si sgonfierebbe in modo duraturo, con un vantaggio economico per l'Area Euro, poiché il fronte della guerra commerciale rimarrebbe caldo solo verso la Cina. È da segnalare che dal 6 luglio sono entrati in vigore dazi incrociati per 34 miliardi di dollari tra USA e Cina. **Nei prossimi mesi, sarà, quindi, rilevante monitorare eventuali nuove informazioni più specifiche sull'accordo Trump-Juncker**.

Come menzionato in precedenza, l'Area Euro ha registrato nel secondo trimestre di quest'anno un ulteriore ridimensionamento della crescita del PIL verso il 2%. Non essendo ancora disponibili i dati per le singole componenti, non si possono trarre conclusioni sulle cause effettive, ma dai dati mensili, relativi prevalentemente a maggio, si evince che la guerra commerciale ha avuto i suoi effetti negativi sulle esportazioni, anche se, rispetto a quanto annunciato sui dazi, solo una piccola parte delle intenzioni è diventata effettiva. **In ogni caso, va sottolineato che la crescita rimane solida e generalizzata**, come ha messo in evidenza la BCE alla riunione di luglio. Si è attenuato semplicemente il ritmo della ripresa. Dall'altro lato, i rincari del prezzo del petrolio si sono fatti

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

sentire. In particolare, l'inflazione globale ha superato l'obiettivo della BCE in due Paesi cardine come la Francia (+2.6%) e la Germania (+2.1%), mentre in Italia l'ha sfiorato (+1.9%). **Tuttavia, l'indice *core***, che esclude le componenti più volatili di energia e alimentari e che rappresenta l'indicatore sul quale la Banca Centrale basa le proprie decisioni di politica monetaria, **è rimasto intorno all'1%.**

L'attenuazione del ritmo di crescita e le tensioni inflazionistiche limitate al comparto energetico hanno spinto la BCE a mantenere toni molto distensivi alla riunione di luglio, dopo la decisione a giugno dell'azzeramento del *Quantitative Easing* a partire da gennaio 2019. Ha sottolineato che la politica monetaria rimarrà accomodante attraverso il reinvestimento dei titoli in scadenza per un prolungato periodo di tempo dopo la conclusione del QE e che è molto probabile che i tassi ufficiali non aumentino prima dell'estate del 2019.

Alla luce dell'analisi precedente, pertanto, confermiamo lo scenario del mese scorso aumentandone semplicemente la probabilità (Scenario C – probabilità 70%), nel quale la Fed interviene sui tassi ufficiali altre due volte nella seconda metà del 2018, a settembre e dicembre, con rialzi di 25 punti base, e la BCE rinvia l'eventuale incremento almeno all'autunno del 2019.

In Giappone, il ciclo economico resta incerto e l'inflazione continua a tardare il suo percorso verso l'obiettivo del 2%. Non sono ancora disponibili i dati del PIL per il secondo trimestre dell'anno in corso, ma da quelli mensili, relativi prevalentemente a giugno, si riconferma la debolezza della crescita già riscontrata per maggio. Nonostante l'aumento del prezzo del petrolio, l'inflazione non migliora, registrando un +0.7% a/a sia in termini globali sia *core*. Le recenti riflessioni della Banca Centrale sulla mancanza di efficacia della politica monetaria e sul rischio che un prolungato allentamento monetario generi gravi distorsioni nel settore finanziario hanno indotto il Presidente dell'Istituto Centrale giapponese, Kuroda, a rendere più flessibile il controllo del segmento a medio/lungo termine della curva dei rendimenti, permettendo al decennale di oscillare di  $\pm 0.2\%$  intorno allo zero e a ridurre l'ammontare delle riserve depositate dalle banche presso la BoJ alle quali è applicato il tasso d'interesse negativo di -0.1%. Nelle intenzioni, l'obiettivo di tali modifiche sarebbe limitare il rischio di un deterioramento della redditività delle banche, messa a dura prova dal prolungato periodo di tassi negativi sulle scadenze a breve e nulli su quelle a lungo termine. In realtà, gli operatori hanno definito questa mossa come uno *stealth tapering*, cioè un processo invisibile/camuffato di normalizzazione della politica monetaria, perché sembra un segnale che la Banca Centrale voglia smettere di usare i tassi d'interesse negativi. Gli effetti potrebbero quindi essere controproducenti per il ciclo economico giapponese. Il cambiamento sul controllo del decennale ha inoltre generato scompiglio nei mercati finanziari a livello internazionale, perché ha reso più costose di +0.2% le strategie di portafoglio che si finanziano in yen e investono in altri Paesi, come gli USA, che offrono rendimenti più elevati.

In luglio, il prezzo del petrolio ha arretrato su valori più contenuti: il WTI si è ridimensionato intorno a 68 dollari al barile dai 75 del mese precedente e il Brent ha ripiegato intorno a 74 dollari al barile dopo aver lambito gli 80 in giugno. Da un lato, l'aumento delle scorte di greggio negli USA e la sensazione che la produzione di Arabia Saudita e Russia possa compensare la perdita in Venezuela e in Iran, spingono le quotazioni verso il basso. Altri fattori, però, potrebbero agire in senso contrario nei prossimi mesi. Il rischio di un conflitto militare tra Stati Uniti e Iran è in aumento, visto che quest'ultimo ha minacciato di chiudere lo stretto di Hormuz, la più importante via di transito marittimo per il petrolio, se da novembre le sanzioni statunitensi impediranno le esportazioni iraniane. Per il momento, i mercati ritengono che tutto possa rimanere a un livello di scontro puramente verbale e che alla fine i leader dei due Paesi troveranno un accordo, così com'è successo per la Corea del Nord. La situazione va tuttavia monitorata da vicino. Per il momento assegniamo una bassa probabilità a un conflitto vero e proprio, pertanto riteniamo che i valori raggiunti in giugno rappresentino i massimi per il 2018.

## GLI ULTIMI DATI

In USA, i dati preliminari sul PIL del secondo trimestre hanno registrato una crescita su base congiunturale particolarmente brillante, con un **+4.1% annualizzato**. Si tratta della **variazione trimestrale più ampia dal 2014**. Questo ha consentito di raggiungere un +2.8% su base tendenziale da +2.6% del trimestre precedente (quest'ultimo rivisto da +2.8%). È chiaro che la riforma fiscale approvata dal Congresso nel dicembre del 2017, con un mix di tagli alle imposte e maggiori piani di spesa, è entrata a pieno titolo nell'economia americana. **Sono soprattutto i consumi a supportare l'ottimo passo di crescita** con un contributo rilevante di +2.7% t/t, grazie a una dinamica che ha raggiunto il +4% rispetto al trimestre precedente. **L'altro dato che sorprende è quello relativo al canale estero che ha contribuito positivamente alla crescita del PIL per un +1.1% t/t, tutto dovuto alle esportazioni** che sono aumentate di +9.3% t/t, a fronte di un incremento delle importazioni limitato a +0.5% (generando un contributo di -0.1%). È da tenere a mente, tuttavia, che in questi dati non sono compresi gli effetti della politica dei dazi di Trump che, a parole, era iniziata a marzo, ma è entrata in vigore solo a luglio. **Gli investimenti fissi hanno mantenuto un buon passo** con un incremento importante di +5.4% t/t, anche se in ridimensionamento rispetto al +8% del trimestre precedente, contribuendo quasi per un +1% t/t alla crescita del PIL. Va sottolineato, inoltre, che questo risultato è da attribuire interamente agli investimenti nel settore non residenziale, perché quello edilizio è arretrato di -1% t/t. **L'offerta, in ogni caso, sembra essere stata colta di sorpresa dalla forza dei consumi, costringendo gli imprenditori a un decumulo di scorte che ha sottratto crescita per un -1% t/t**. La riforma fiscale ha aumentato la spesa pubblica di +2.1% t/t, contribuendo alla ripresa per un +0.4% t/t.

I dati mensili, a oggi disponibili prevalentemente per giugno, essendo già incorporati in quelli trimestrali del secondo trimestre sopra menzionati, sono meno rilevanti. In ogni caso, sono tutti positivi, sia dal lato dell'offerta sia della domanda, a riflettere il solido stato di salute dell'economia americana. A giugno, la produzione industriale e gli ordini di beni durevoli sono aumentati di +0.6% m/m e +1%, rispettivamente. Se scorporiamo la componente più volatile dei trasporti dall'ultimo indicatore, il risultato resta positivo (+0.4%). La capacità di utilizzo degli impianti è tornata a salire, raggiungendo il 78% da 77.7% di maggio. **L'unico settore che ha dimostrato una certa debolezza è quello edilizio**, come già messo in evidenza dai dati trimestrali: l'avvio di nuovi cantieri e la vendita di nuove case sono diminuiti di -12.3% m/m e -5.3%, rispettivamente. **Anche dal lato della domanda, sempre a giugno, gli indicatori non hanno deluso** con un incremento dei consumi privati, del reddito personale e delle vendite al dettaglio rispettivamente di +0.3% m/m, +0.3% e +0.5%. Infine, **il ritmo di crescita si riflette sul buon andamento del mercato del lavoro**, che, nonostante le difficoltà degli imprenditori a reperire nuovi addetti, ha registrato a giugno un incremento di +213.000 unità a fronte di un'aspettativa di +195.000. Il dato di maggio è stato rivisto al rialzo a +244.000 da +223.000. Il tasso di disoccupazione, pur riaggiustandosi al 4% dal 3.8% del mese precedente, rimane a un livello storicamente basso, tanto da suscitare tra i membri della Fed preoccupazioni per il surriscaldamento dell'economia.

**La fiducia di produttori e consumatori, relativa a luglio, ci induce a credere che il ritmo di crescita rimarrà elevato anche nel terzo trimestre dell'anno**: l'NAPM di Chicago ha messo a segno un altro importante aumento a 65.5 da 64.1 di giugno (a maggio si era attestato a 62.7) battendo le aspettative degli operatori economici che si attendevano un ridimensionamento a 62. L'indice *Conference Board* sulla fiducia dei consumatori si è portato a 127.4 da 127.1 di giugno.

Gli indicatori dei prezzi rimangono osservati speciali, perché l'eccezionale passo di crescita del ciclo economico americano e il livello di pieno impiego aumentano i rischi di surriscaldamento. In giugno, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi PCE

## USA

*Crescita eccezionale del PIL e inflazione core vicina al 2% alimentano rischi di surriscaldamento dell'economia*

(*Personal Consumption Expenditures*, l'indicatore preferito dalla Fed) ha confermato la dinamica tendenziale del mese precedente di **+2.2% a/a** (quest'ultimo rivisto da +2.3%), rimanendo sopra l'obiettivo della Banca Centrale del 2%. **Lo stesso è accaduto a quella core** che è rimasta a **+1.9% a/a**. Se si considera la forza del mercato del lavoro la dinamica dei salari orari rimane tutto sommato contenuta con un aumento di +2.7% a/a, **tuttavia**, come emerge dalle *minute* della riunione della Fed di giugno, la probabilità che acceleri nel breve termine è elevata.

Alla luce dell'analisi precedente è chiaro che nel breve termine la Fed dovrà proseguire con la sua politica monetaria restrittiva per evitare che la forza dell'economia americana si trasformi in una fiammata inflazionistica. Confermiamo pertanto, con aumentata fermezza, lo scenario delineato già nei mesi scorsi (Scenario C – probabilità 70%) nel quale la Fed interviene con altri due rialzi nel resto del 2018, da 25 punti base ciascuno, a settembre e dicembre. Nel medio periodo (2019) l'atteggiamento della Banca Centrale sarà legato agli sviluppi della guerra dei dazi.

In Giappone, non sono disponibili nuove informazioni sui dati trimestrali del PIL rispetto al mese scorso. Possiamo pertanto solo ribadire la debolezza del ciclo economico nipponico nei primi tre mesi del 2018, con una crescita del PIL limitata a **+1.1% in termini tendenziali** a causa di un calo su base congiunturale di -0.2%, il primo degli ultimi due anni. L'unica componente che ha supportato la crescita è stata quella del canale estero, con un contributo limitato a +0.1% t/t, grazie a 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.

I dati mensili, relativi prevalentemente a giugno, lasciano presagire incertezza anche nel secondo trimestre, poiché sono tutti negativi, sia dal lato dell'offerta sia della domanda. Dopo i buoni risultati in aprile, giugno ripercorre il tono debole di maggio. La produzione industriale ha registrato un pesante calo di -2.1% m/m rispetto a -0.2% m/m del mese precedente. Le aspettative erano pessimiste (-0.3%) ma non di tale ampiezza. Gli ordini di macchinari industriali, disponibili per maggio, sono diminuiti di -3.7% m/m, anche se in questo caso il dato negativo è in parte giustificato dal corposo incremento di +10.1% m/m del mese precedente. Forse per questo gli operatori si attendevano una diminuzione anche più pesante di -4.9%. Tutto ciò si è riflesso sulla fiducia dei produttori con l'indice PMI che ha corretto al ribasso a 51.6 da 53 (quest'ultimo rivisto da 53.1).

L'unico dato positivo è stato quello delle vendite al dettaglio che in giugno hanno registrato un incremento di +1.5% m/m, compensando il pesante calo di maggio di -1.7% m/m. Tuttavia, sorgono dei dubbi sul proseguimento di una dinamica positiva nei prossimi mesi, dal momento che in maggio il reddito delle famiglie e i consumi privati in termini reali sono diminuiti di -2.7% m/m e -1.8%, rispettivamente e in luglio la fiducia dei consumatori si è ridimensionata a 43.5 da 43.7 del mese precedente. Non sono confortanti nemmeno le nuove informazioni sul canale estero, che in giugno ha visto una sostanziale invarianza delle esportazioni (-0.1% m/m) a fronte di un calo delle importazioni di -5.3% m/m. Quest'ultimo dato va comunque letto alla luce del forte incremento di +10.3% messo a segno in maggio.

In sintonia con la minore forza dell'economia, i progressi sul fronte dell'inflazione attesi dalla Banca Centrale tardano a emergere. In giugno gli indicatori dei prezzi hanno registrato qualche miglioramento ma ancora troppo limitato per portare l'inflazione verso l'obiettivo del 2%. La variazione tendenziale dell'indice dei prezzi in termini globali è stata pari a +0.7% da +0.6% del mese precedente, contro un atteso +0.8%, e quella core a +0.7% da +0.8%. I risultati deludenti sul fronte inflazionistico e il dubbio sull'efficacia dell'attuale politica monetaria hanno indotto la Banca Centrale giapponese

## GIAPPONE

*I dati mensili lasciano presagire debolezza del ciclo economico anche nel secondo trimestre*



ad ammorbidire il controllo dei rendimenti sui titoli di Stato con scadenza decennale, permettendo delle oscillazioni massime di 0.2% intorno allo zero. Se da un lato questa decisione mira ad agevolare il sistema bancario, dall'altro rischia di allontanare ancora di più l'obiettivo d'inflazione del 2% perché potrebbe essere interpretata come uno *stealth hike*, cioè un rialzo dei tassi camuffato.

In Area Euro, sono disponibili i dati del PIL del secondo trimestre solo in forma aggregata. L'attenuazione del passo di crescita già registrata nei primi tre mesi è proseguita con un aumento congiunturale di +0.3% rispetto a +0.4% del trimestre precedente e +0.7% dell'ultimo del 2017. Le rilevazioni hanno deluso i mercati che si attendevano un +0.4%. **Questo ha comportato un'ulteriore erosione della crescita tendenziale a +2.1%.** Se, quindi, alla fine dell'anno scorso il ciclo economico dell'Area Euro si stava avvicinando al 3%, a conclusione della prima metà del 2018 si è ridimensionato verso il 2%. **Il passo rimane positivo ma il ritmo si affievolisce.** In mancanza dei dati sulle componenti del PIL, per ora non possiamo trarre conclusioni sulle possibili cause, ma è probabile che la minor forza vada attribuita al canale estero e agli investimenti fissi, come già verificatosi nel primo trimestre, per l'incertezza generata dalla guerra dei dazi.

I dati mensili disponibili, relativi prevalentemente a maggio, vanno in questa direzione, poiché, come già verificatosi in aprile, la dinamica delle esportazioni si è dimostrata più debole (+0.2% m/m) di quella delle importazioni (+0.9%). Gli altri indicatori rimangono comunque positivi a dimostrare che il ciclo economico dell'Eurozona continua a crescere anche se in modo più cauto. In maggio, la produzione industriale ha messo a segno un ottimo +1.3% m/m, dopo il calo di -0.8% del mese precedente (rivisto al rialzo da -0.9%). Il buon risultato era in gran parte atteso dagli economisti (+1.2%). Il settore delle costruzioni ha continuato sulla tendenza positiva di aprile, anche se ridimensionata a +0.3% m/m da +1.4% del mese precedente (rivisto da +1.8%). **Il mercato lavoro ha mantenuto posizioni di forza**, con il tasso di disoccupazione all'8.3% in maggio e giugno dall'8.5% di aprile. **Nonostante ciò, la domanda è risultata più debole**, con le vendite al dettaglio praticamente ferme da due mesi. Esse, infatti, sono rimaste invariate a maggio dopo il leggero calo di aprile di -0.1%. **In luglio, 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 112.1 da 112.3 del mese precedente e il PMI, che interpreta specificatamente la fiducia dei produttori, è diminuito nel settore dei servizi a 54.4 da 55.2. Solo quello del settore manifatturiero ha registrato progressi a 55.1 da 54.9.

Sul fronte dell'inflazione, dopo la forte correzione al rialzo dell'indice globale dei prezzi al consumo HCPI (*Harmonized Consumer Price Index*) registrata a maggio a +1.9% a/a da +1.2% di aprile per i rincari del prezzo del petrolio, la dinamica sembra essersi stabilizzata intorno al 2%, con un +2% in giugno e +2.1% in luglio. **Per il momento, tuttavia, le tensioni inflazionistiche da costi energetici si sono trasferite dal settore energetico agli altri comparti solo minimamente, 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 +1.1% da +0.9% di giugno** (rivisto da +1%).

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 l'eventuale rialzo dei tassi ufficiali alla fine del 2019 (Scenario C – probabilità 70%).

## AREA EURO

*Il ciclo economico si ridimensiona ulteriormente ritornando vicino al 2%*

## Germania

In 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, in sintonia con i dati dell'intera Area Euro. Il PIL è aumentato di +0.3% in termini congiunturali e di +2.3% tendenziali, rispetto a +0.6% t/t e +2.9% a/a del trimestre precedente, a causa del canale estero che non ha supportato la crescita come nel 2017.

I dati mensili, relativi prevalentemente a maggio e giugno, sono importanti perché, essendo riferiti al secondo trimestre non ancora noto, ci permettono di valutare se la minore forza dell'economia tedesca d'inizio anno abbia avuto carattere transitorio. Dopo i dati poco confortanti di aprile, in maggio la crescita sembra aver ripreso vigore con tutti gli indicatori positivi. Le esportazioni hanno ricominciato a correre con un incremento di +1.7% m/m a fronte di una dinamica delle importazioni più contenuta (+0.7%) e questo è importante visto che nel primo trimestre il canale estero non aveva contribuito alla crescita del PIL. La produzione industriale e gli ordini sono aumentati di +2.6% m/m, dopo il calo di -1.3% (rivisto da -1%) e -1.6% di aprile, rispettivamente. Entrambi gli indicatori hanno sorpreso gli operatori economici che si attendevano un +0.3% e +1.1%, rispettivamente. Il settore delle costruzioni ha continuato lungo il percorso positivo del mese precedente, registrando un +3.1% m/m da +1.1%. Infine, sono risultate in rialzo anche le vendite al dettaglio (+1.2% m/m) compensando la riduzione di aprile di -1.5% (rivisto da -2.1%) supportate dalla forza del mercato del lavoro che a luglio ha mantenuto il tasso di disoccupazione ai livelli minimi del 5.2%. Tutto ciò si è riflesso positivamente sulla fiducia dei produttori: in luglio, l'indice Ifo è rimasto pressoché stabile (101.7 da 101.8 del mese precedente) e il PMI del settore manifatturiero si è portato a quota 57.3 da 55.9 e in quello dei servizi ha subito solo una lieve limatura a 54.4 da 54.5 (quest'ultimo rivisto da 53.9).

Gli indicatori dei prezzi, osservati speciali dopo il rincaro del greggio, si sono stabilizzati: in luglio. La variazione tendenziale dell'indice HCPI si è mantenuta allo stesso livello del mese precedente (+2.1%) e l'indice core, disponibile, però, solo per giugno, si è addirittura ridimensionato a +1.1% a/a da +1.5% del mese precedente.

## Francia

In Francia, i dati preliminari sul PIL del secondo trimestre dell'anno in corso hanno deluso le attese degli economisti, nonostante questi ultimi prevedessero un ridimensionamento della crescita. La variazione congiunturale del ciclo economico d'oltralpe è stata pari a +0.2%, portando quella tendenziale a +1.7% da +2.2% del trimestre precedente e contro un atteso +1.9%. È stato soprattutto il canale estero a sottrarre crescita con un contributo negativo di -0.3% t/t, a causa di un incremento delle importazioni (+1.7% t/t) più forte di quello delle esportazioni (+0.6%). In pratica, la debolezza di questa componente, già emersa nei primi tre mesi dell'anno, si è solo enfatizzata. Il fatto preoccupante è che la ripresa è stata sostenuta principalmente da un accumulo di scorte (+0.3%) e, se si tiene in considerazione il calo dei consumi di -0.1% t/t che ha determinato un contributo negativo di -0.1%, è facile rendersi conto che si tratta di merce invenduta e non di una normale ricostituzione del magazzino. Una nota positiva proviene dagli investimenti che hanno supportato la crescita con un +0.2% t/t.

I dati mensili, relativi in gran parte a maggio e giugno, segnalano ancora qualche difficoltà per l'economia francese, sia nell'offerta sia nella domanda. In maggio, le esportazioni sono diminuite di -2% m/m, mentre le importazioni sono rimaste pressoché invariate (-0.1%). La produzione industriale ha continuato a diminuire, registrando un -0.2% m/m, dopo il -0.5% di aprile e -0.4% di marzo. Il settore delle costruzioni è sceso di -3.4% m/m, anche se in questo caso il calo può essere giustificato dal buon dato del mese precedente di +4% (rivisto al rialzo da +2.9%). Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio in giugno sono rimaste sostanzialmente ferme (-0.1% m/m), così come il tasso di disoccupazione (al 9.2%). Nessuna variazione di rilievo è



stata registrata in luglio sul fronte della fiducia: quella dei consumatori è rimasta a 97, quella dei produttori a 108 da 109 del mese precedente (quest'ultima rivista da 110). La Francia è il Paese dell'Area Euro che sta soffrendo di più il rincaro dei prezzi petroliferi, con un'inflazione globale in luglio a +2.6% da +2.3% del mese precedente, ben sopra l'obiettivo della BCE. Le tensioni, tuttavia, non hanno ancora intaccato gli altri comparti, poiché l'indice *core* ha corretto solo limitatamente al rialzo a +1% a/a da +0.8% del mese precedente e comunque mantiene livelli ancora molto contenuti.

In Italia, i dati preliminari del PIL del secondo trimestre dell'anno in corso, disponibili solo in forma aggregata, hanno ridimensionato la crescita economica, in sintonia con il resto dell'Area Euro. La variazione congiunturale del PIL è stata positiva, ma limitata a +0.2% rispetto a +0.3% del trimestre precedente, portando quella tendenziale a +1.1% da +1.4% (quest'ultimo rivisto da +1.5%). Se si tiene conto che nei primi 3 mesi il ciclo economico italiano era stato supportato principalmente da un forte accumulo di scorte di +0.7% t/t, le preoccupazioni di una ripresa non in grado di sostenere l'alto debito pubblico si fanno più intense. I dati mensili disponibili, che si riferiscono prevalentemente a maggio e giugno e quindi rientranti nel secondo trimestre sopra menzionato, sono tuttavia positivi, sia dal lato dell'offerta sia della domanda, dopo una certa debolezza dimostrata in aprile. Resta pertanto da sperare che la revisione dei dati trimestrali porti a qualche correzione al rialzo dei preliminari.

Il canale estero, osservato speciale, ha registrato in giugno un buon balzo delle esportazioni verso i Paesi extra-UE, con un importante incremento di +7.9% m/m a fronte di un aumento delle importazioni limitato a +2.1%. In maggio, la produzione industriale e gli ordini all'industria sono cresciuti di +0.7% m/m e +4.5%, rispettivamente, recuperando sui dati di aprile nel quale entrambi gli indicatori erano diminuiti di -1.3%. In parte questi risultati erano attesi dagli operatori finanziari. Le costruzioni hanno fatto meno bene, registrando un calo di -0.2% m/m ma il dato va interpretato alla luce del buon rialzo di aprile di +2.4% (rivisto da +2.5%). Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio hanno invertito la tendenza negativa degli ultimi mesi con un incremento di +0.8% m/m, andando oltre le attese di +0.5%. In marzo e aprile erano scese di -0.2% e -0.6%, rispettivamente. Nella seconda parte dell'anno, tuttavia, potrebbero essere meno sostenute dal mercato del lavoro, che ha visto il tasso di disoccupazione ritornare ai livelli di aprile, all'11%, dopo la breve parentesi positiva di maggio quando era sceso al 10.7%. In luglio, la fiducia sia dei consumatori sia dei produttori è rimasta pressoché stabile: la prima a 116.3 da 116.2 del mese precedente, la seconda a 106.9 se si considera quella riferita al settore manifatturiero. Quella dei servizi, dopo il miglioramento registrato a giugno, ha ripiegato a 106 da 107.8 del mese precedente.

Sul fronte dei prezzi, l'inflazione sia globale sia *core*, in luglio ha risentito in parte del rincaro del petrolio, tuttavia a differenza di Francia (+2.6%) e Germania (+2.1%), rimane ancora sotto l'obiettivo della BCE: la variazione tendenziale dell'indice globale si è portata a +1.9% da +1.4% di giugno e quella dell'indice *core* a 1.2% a/a da +0.8%.

I mercati per il momento stanno alla finestra in attesa che il Governo vari la legge finanziaria a settembre. Se non darà coperture certe a qualsiasi piano fiscale, lo scenario cambierà in brevissimo tempo con significativi rialzi dei rendimenti dei titoli di Stato. Tanto più che l'Italia è più a rischio d'instabilità dei conti pubblici in mancanza del supporto della BCE, dopo l'annuncio della fine del QE dal 2019.

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

## Italia

## 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 1.16-1.17 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 3%. Lo *spread* si ridimensiona verso i 230 punti base nei confronti del *Bund* tedesco.

## B (10%)

**USA:** l'effetto negativo del protezionismo sul ciclo economico, attraverso un ridimensionamento della fiducia di produttori e consumatori, prevale su quello positivo della riforma fiscale, 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 sotto quota 1.15 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 3.2% per la scadenza decennale, con uno *spread* che può spingersi ben sopra i 260-270 punti base rispetto al *Bund*.

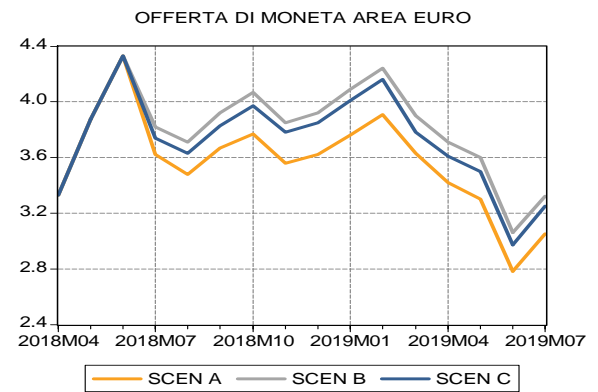
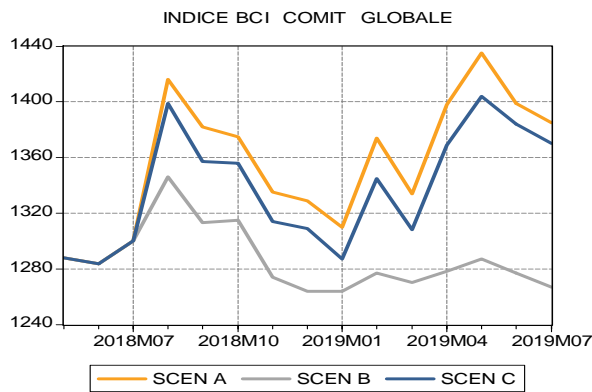
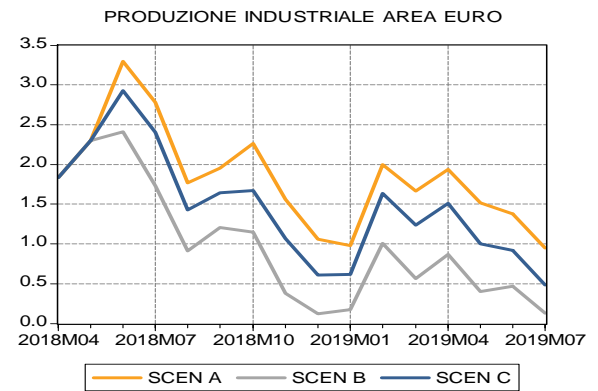
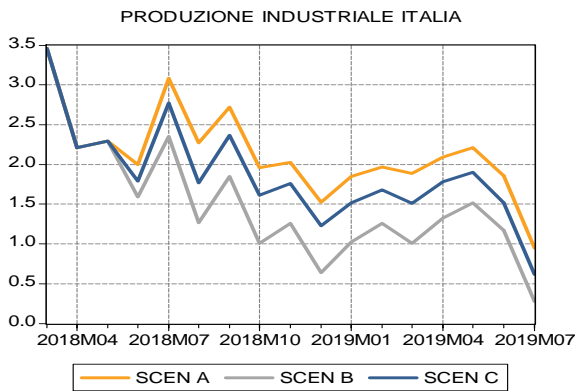
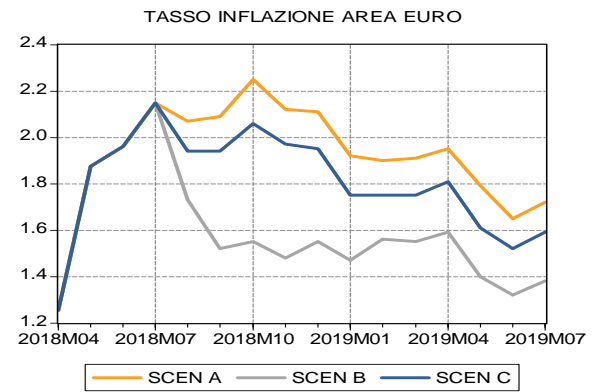
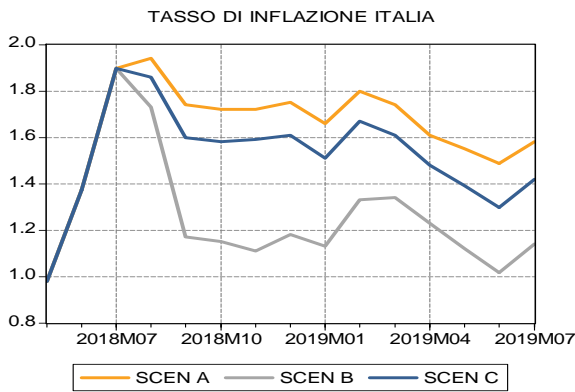
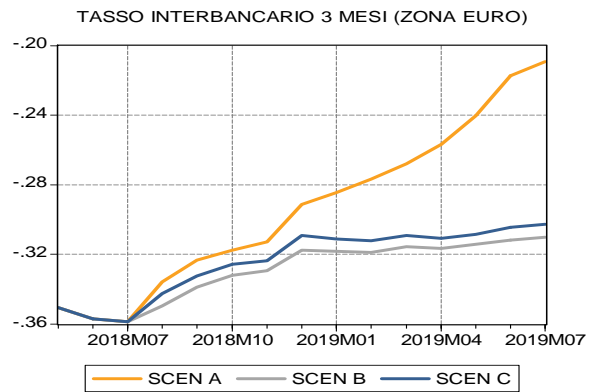
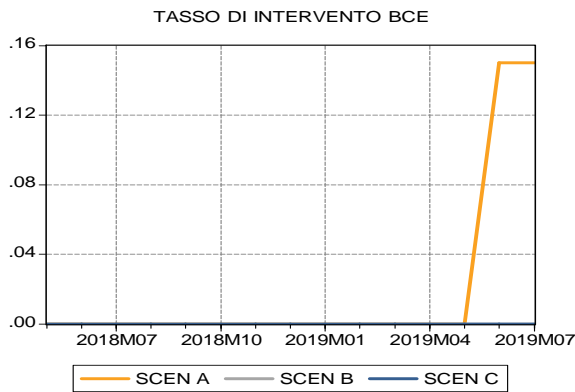
## C (70%)

**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 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 2.9%, con uno *spread* BTP/*Bund* intorno ai 250 punti base.

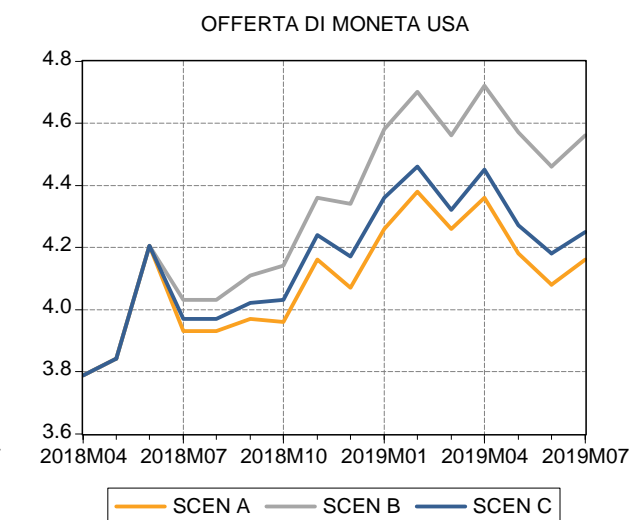
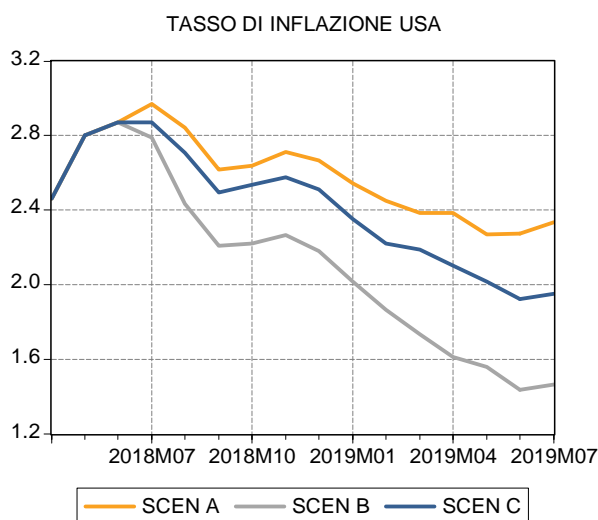
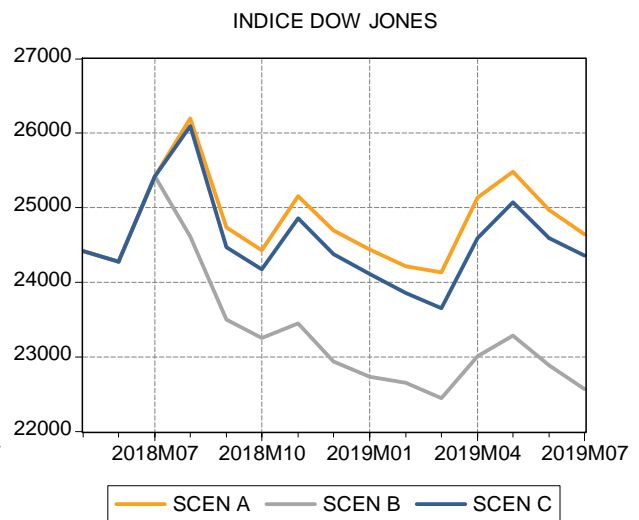
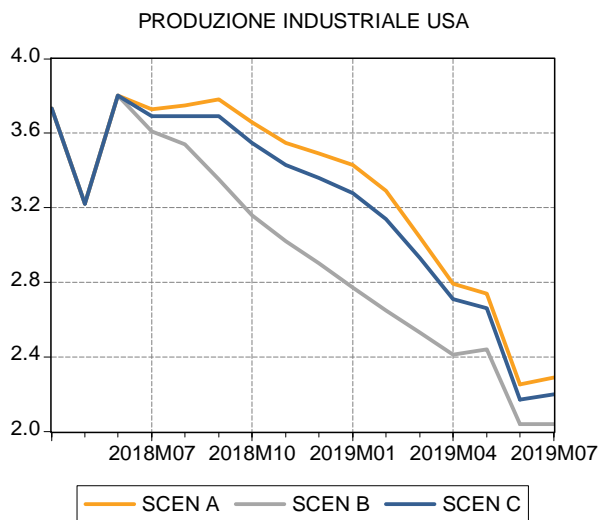
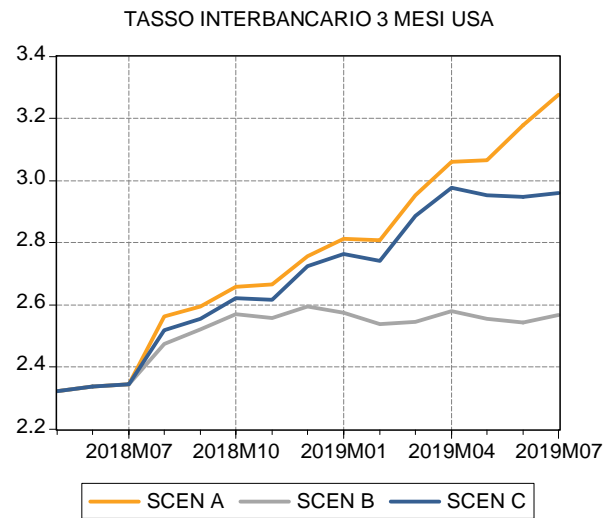
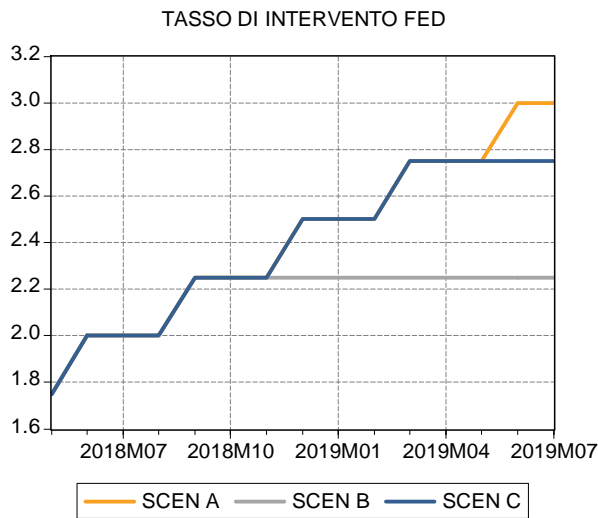
## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

### Dati mensili



## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

### Dati mensili



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

I tassi interbancari europei in luglio sono rimasti invariati rispetto al mese precedente per le scadenze a 1 e 3 mesi (a -0.4% e -0.36% rispettivamente) mentre è lievemente diminuito quello a 6 mesi (-0.32% da -0.31%). **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** (-0.4%, -0.3% e -0.3% per le scadenze a 1, 3 e 6 mesi in C e B a luglio 2019 e -0.3%, -0.2% e -0.2% rispettivamente in A).

In luglio i rendimenti della struttura a termine italiana hanno continuato a risentire sia dell'annuncio, da parte della BCE, della fine del QE dal 2019 sia dell'instabilità che sta caratterizzando l'attuale stagione politica. Anche l'innalzamento dei rendimenti dei titoli statunitensi, a seguito del rafforzamento delle attese di mercato di una politica monetaria più restrittiva da parte della Fed, può aver trascinato al rialzo i tassi della struttura a termine italiana (+1.32%, +1.99%, +2.43% e +2.85% per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni, rispettivamente da +1.13%, +1.83%, +2.30% e +2.73%).

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 luglio 2019 all'1.57%, al 2.29%, al 2.84% e al 3.17% 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 (+1.57% il 3 anni, +2.23% il 5 anni, +2.78% il 7 anni e +3.11% il 10 anni a luglio 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 (+1.89% il 3 anni, +2.58% il 5 anni, +3.11% il 7 anni e +3.45% il 10 anni a luglio 2019).

In maggio i tassi medi sia sui depositi sia sui prestiti sono rimasti in sostanza invariati rispetto al mese precedente (+0.4% e +2.6% rispettivamente). **Negli scenari B e C il tasso sui depositi potrebbe essere pari a +0.4% a fine periodo**, mentre in A si potrebbe osservare un lieve rialzo (+0.5%). **Il tasso sui prestiti è visto a +2.7% in tutti gli scenari.**

In maggio si è interrotta la tendenza negativa del volume dei prestiti totali iniziata a marzo (-0.01% a/a, -0.12% in aprile) con un aumento di +0.53% a/a. Anche i depositi, dopo due mesi di debolezza (+0.86% a/a in marzo e +0.09% in aprile) hanno ricominciato a crescere ai ritmi precedenti (+3.6% a/a). **In base alle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica degli impieghi (+2.5% a/a in C, +2.2% in B e +2.8% in A, a luglio 2019) e dei depositi totali (+5.1%, +4.8% e +5.5% rispettivamente) dovrebbe ritornare sostenuta.**

### TASSI INTERBANCARI

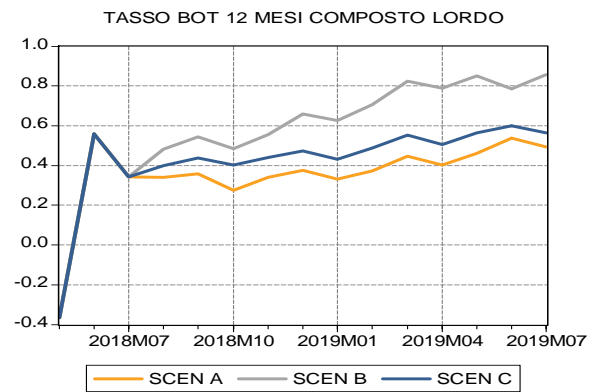
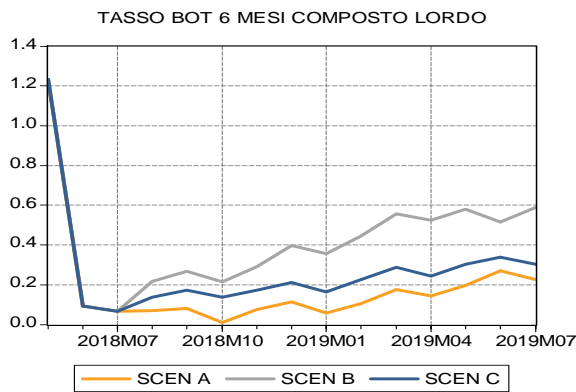
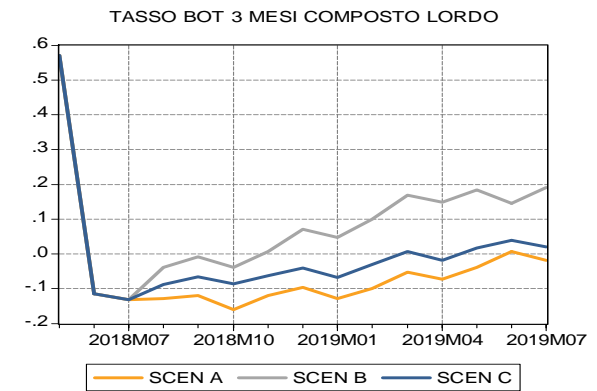
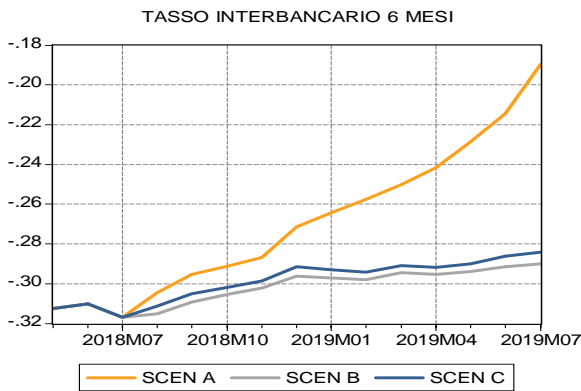
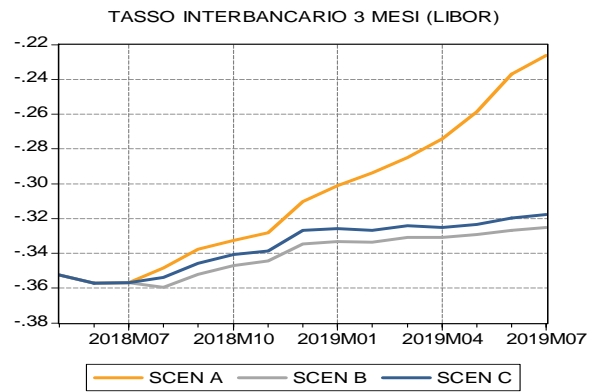
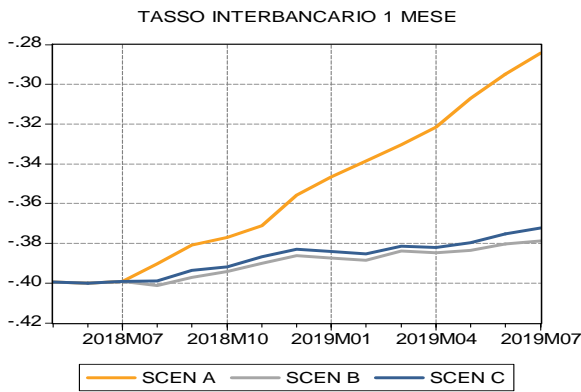
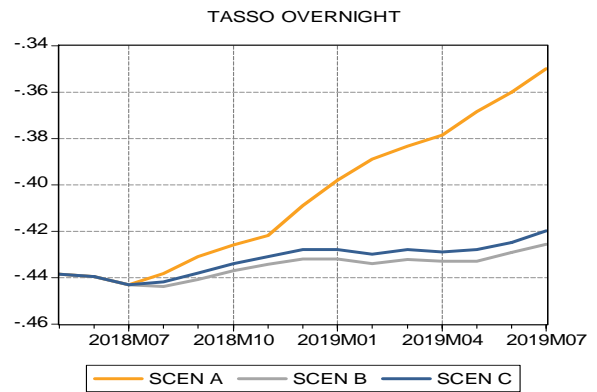
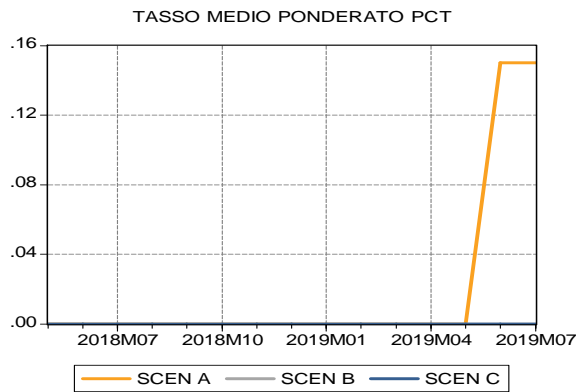
### STRUTTURA A TERMINE

### TASSI BANCARI

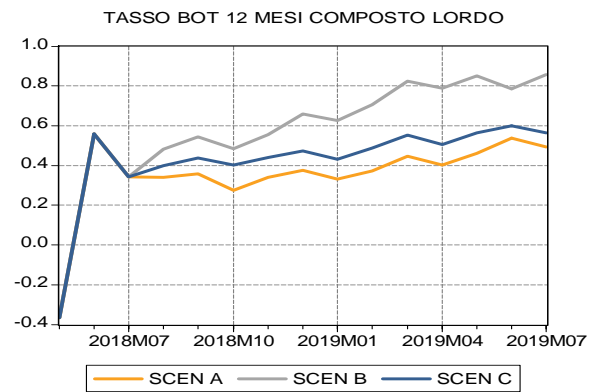
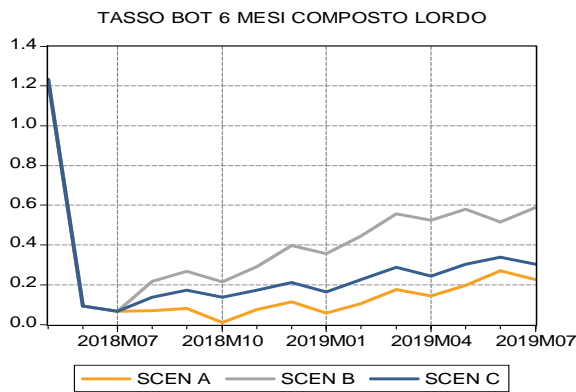
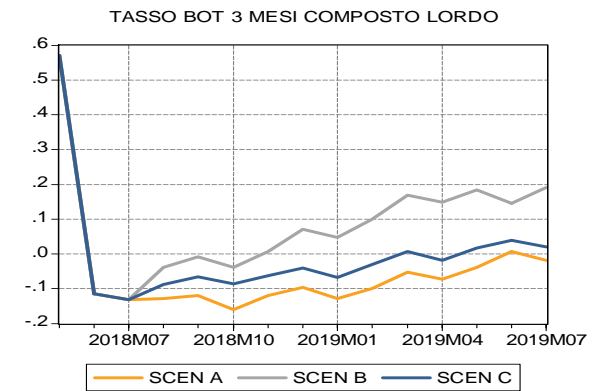
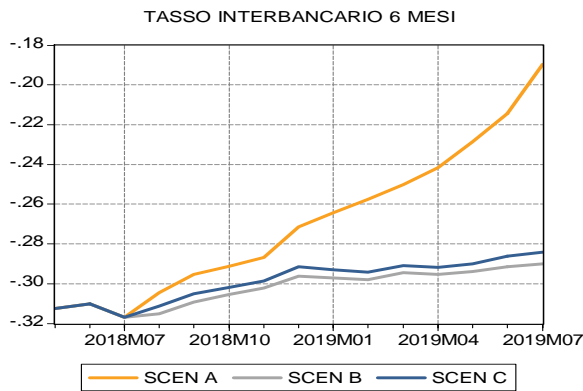
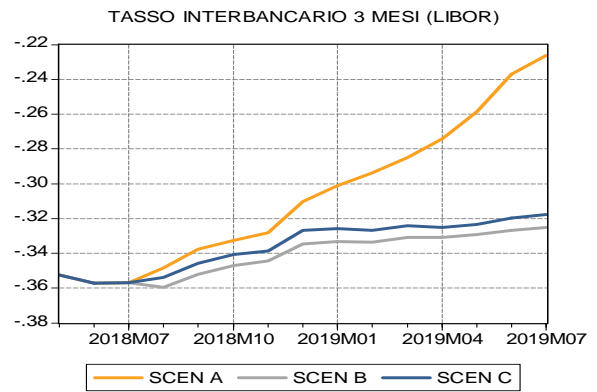
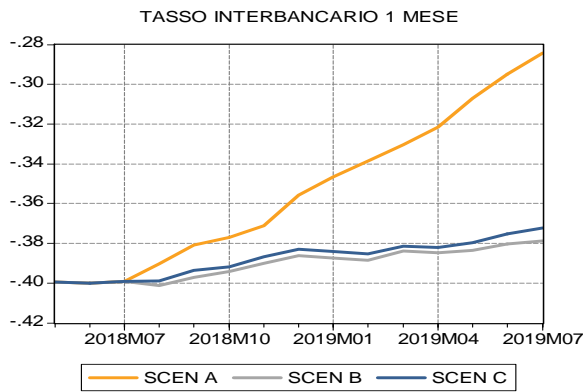
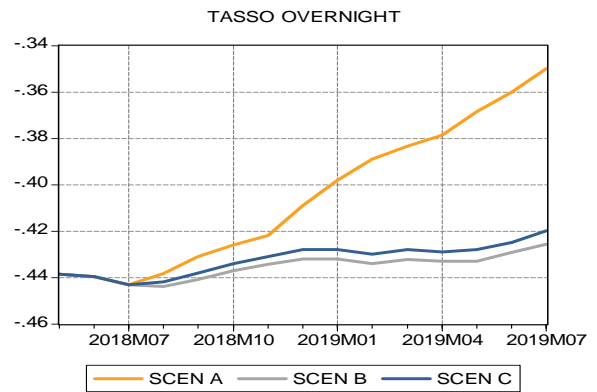
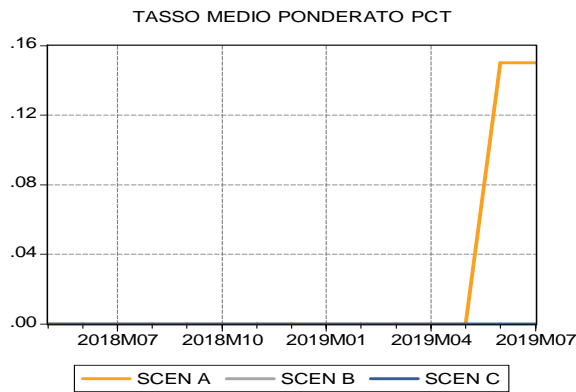
### VOLUMI



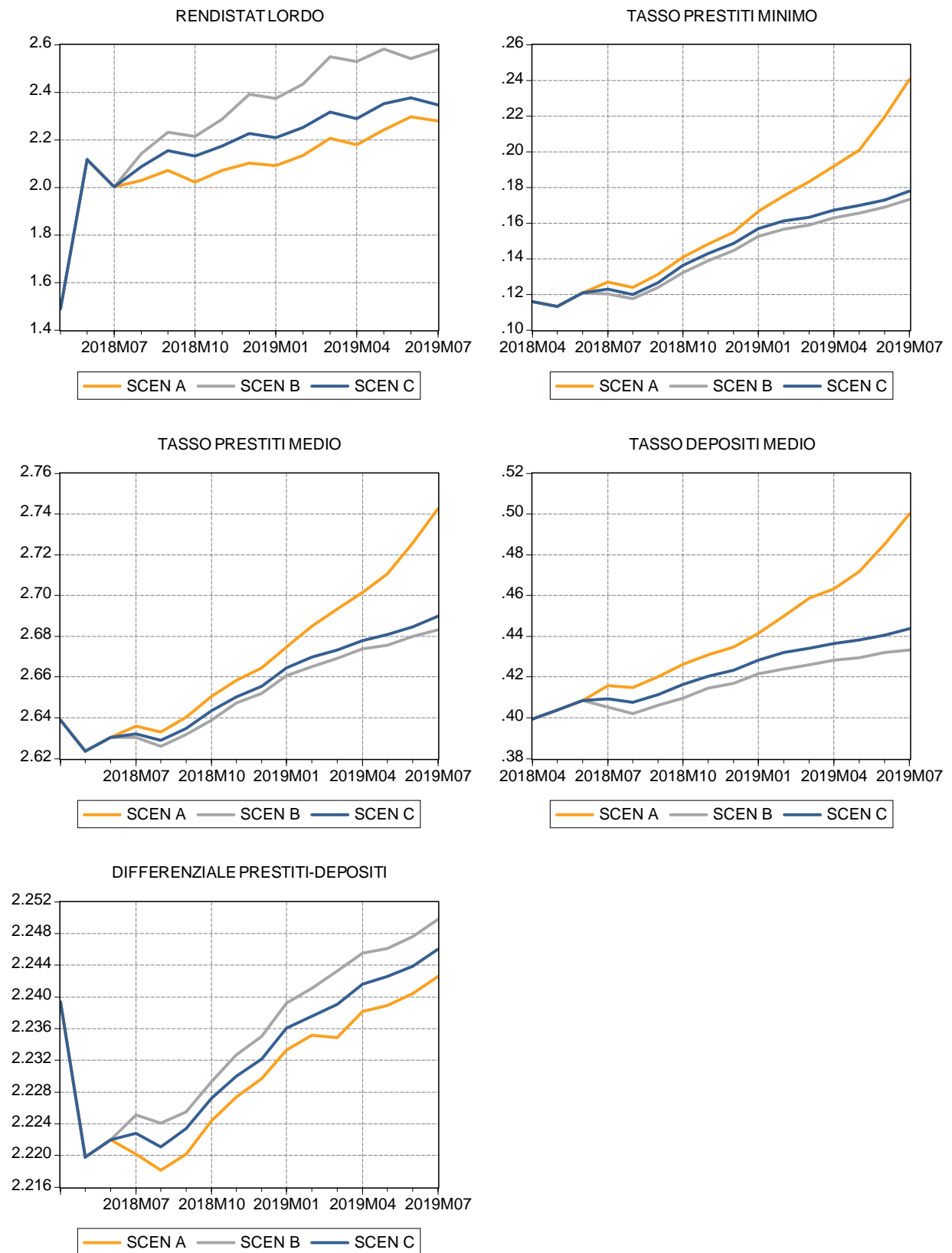
## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



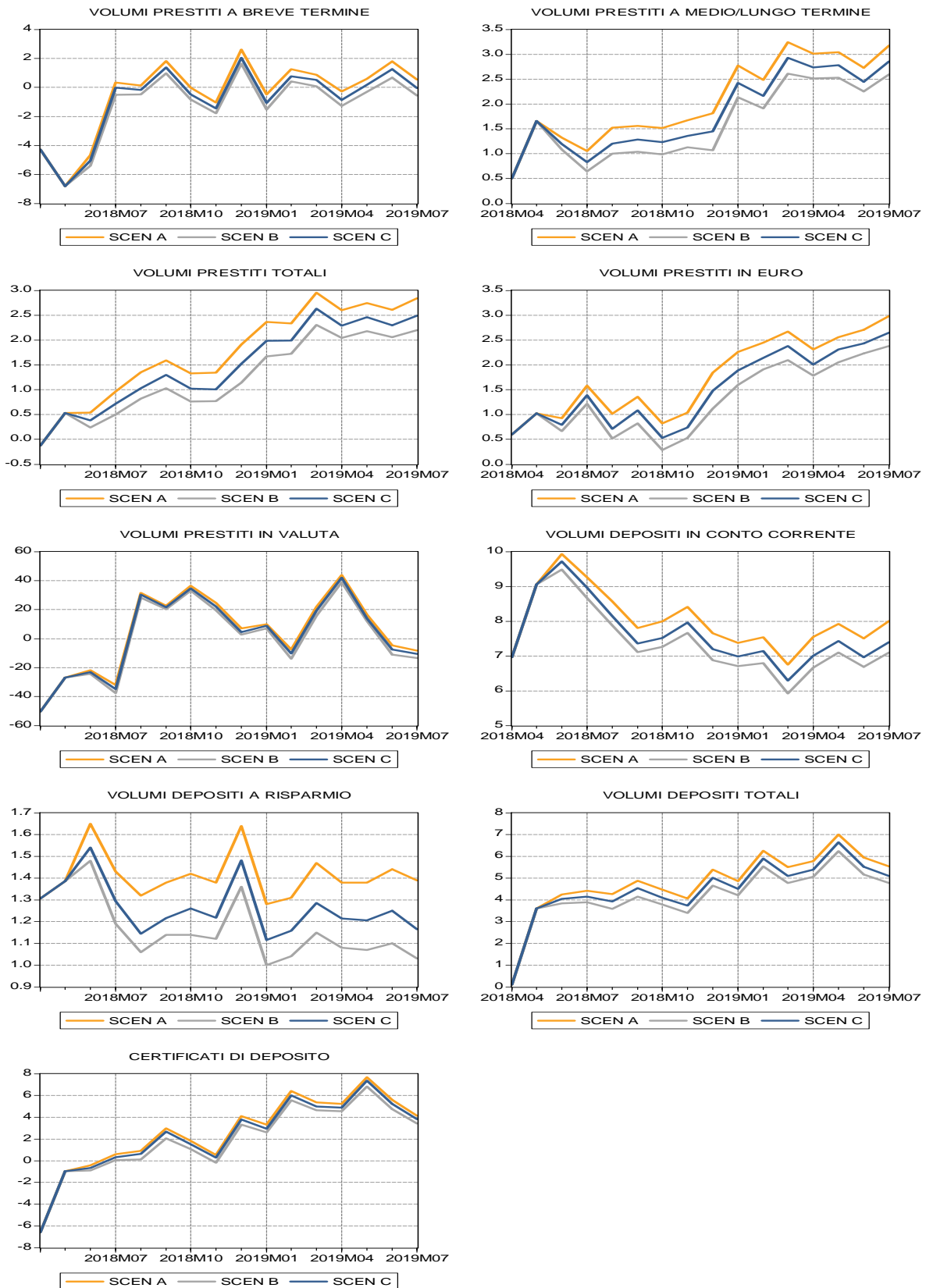
## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



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



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



SCENARIO A	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	19 7	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.15	0.15	
Indice BCI COMIT (livello)	1373	1316	1308	1387	1288	1284	1300	1416	1382	1375	1335	1329	1310	1374	1334	1398	1435	1399	1385	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	4.4	2.6	3.5	2.2	2.3	2.0	3.1	2.3	2.7	2.0	2.0	1.5	1.9	2.0	1.9	2.1	2.2	1.9	1.0	
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.2	0.5	0.9	0.6	1.0	1.4	1.9	1.9	1.7	1.7	1.7	1.8	1.7	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5	1.6	
<b>ENDOGENE</b>																				
<b>TASSI</b>																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.15	0.15	
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.43	-0.43	-0.42	-0.41	-0.40	-0.39	-0.38	-0.38	-0.37	-0.36	-0.35	
T. Interb. 1m lett.	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.38	-0.38	-0.37	-0.36	-0.35	-0.34	-0.33	-0.32	-0.31	-0.30	-0.28	
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.35	-0.34	-0.33	-0.33	-0.31	-0.30	-0.29	-0.28	-0.27	-0.26	-0.24	-0.23	
T. Interb. 6m lett.	-0.34	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.32	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29	-0.27	-0.26	-0.26	-0.25	-0.24	-0.23	-0.21	-0.19	
T. Depositi medio	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.41	0.42	0.41	0.42	0.43	0.43	0.43	0.44	0.45	0.46	0.46	0.47	0.49	0.50	
T. Prestiti medio	2.69	2.68	2.66	2.64	2.62	2.63	2.64	2.63	2.64	2.65	2.66	2.66	2.67	2.69	2.69	2.70	2.71	2.73	2.74	
T.prest. medio - T.dep. medio	2.30	2.30	2.26	2.24	2.22	2.22	2.22	2.22	2.22	2.22	2.23	2.23	2.23	2.24	2.23	2.24	2.24	2.24	2.24	
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.42	-0.41	-0.43	-0.42	0.57	-0.11	-0.13	-0.13	-0.12	-0.16	-0.12	-0.10	-0.13	-0.10	-0.05	-0.07	-0.04	0.01	-0.02	
T. BOT comp. lordo 6m	-0.42	-0.41	-0.44	-0.43	1.23	0.09	0.07	0.07	0.08	0.01	0.08	0.11	0.06	0.10	0.18	0.14	0.20	0.27	0.23	
T. BOT comp. lordo 12m	-0.43	-0.41	-0.41	-0.40	-0.37	0.56	0.34	0.34	0.36	0.27	0.34	0.37	0.33	0.37	0.45	0.40	0.46	0.54	0.49	
Rendistat lordo	1.21	1.26	1.20	1.05	1.49	2.12	2.00	2.03	2.07	2.02	2.07	2.10	2.09	2.13	2.21	2.18	2.24	2.30	2.28	
Rendistat netto	1.06	1.11	1.05	0.92	1.30	1.85	1.75	1.77	1.81	1.77	1.81	1.84	1.83	1.87	1.93	1.91	1.96	2.01	1.99	
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	0.25	0.22	0.03	0.14	1.40	1.13	1.32	1.32	1.34	1.27	1.32	1.34	1.31	1.37	1.44	1.41	1.48	1.56	1.52	
Rend. BTP a 5 anni	0.90	0.90	0.67	0.69	2.02	1.83	1.99	2.01	2.04	1.98	2.03	2.05	2.03	2.09	2.16	2.14	2.21	2.26	2.23	
Rend. BTP a 7 anni	1.54	1.52	1.26	1.27	2.39	2.30	2.43	2.48	2.54	2.50	2.56	2.59	2.58	2.64	2.71	2.69	2.76	2.81	2.78	
Rend. BTP a 10 anni	2.16	2.12	1.86	1.88	2.81	2.73	2.85	2.88	2.92	2.88	2.92	2.95	2.93	2.99	3.05	3.03	3.09	3.14	3.11	
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2379.126	2347.233	2376.326	2380.593	2373.443	2399.760	2371.047	2376.357	2384.948	2429.332	2454.03	2416.51	2435.27	2401.92	2446.43	2442.49	2438.48	2462.39	2438.38	
Prestiti in euro	2348.193	2319.187	2341.405	2363.953	2342.880	2367.911	2341.479	2343.062	2353.873	2382.342	2415.684	2381.76	2401.262	2376.01	2403.92	2418.56	2402.86	2432.08	2411.25	
Prestiti in valuta	30.933	28.047	34.921	16.640	30.564	31.849	29.568	33.295	31.075	46.990	38.347	34.745	34.012	25.917	42.507	23.928	35.618	30.313	27.130	
Prestiti a breve	303.670	294.973	293.585	297.137	292.477	296.174	300.272	292.380	293.467	291.965	295.620	296.593	302.213	298.660	296.139	296.335	294.232	301.446	301.893	
Prestiti a m / l	2075.456	2052.260	2082.741	2083.457	2080.966	2103.587	2070.776	2083.977	2091.481	2137.367	2158.411	2119.913	2133.061	2103.263	2150.288	2146.154	2144.243	2160.948	2136.492	
Depositi totali	2375.320	2351.082	2390.208	2391.160	2420.235	2434.097	2433.721	2432.642	2464.340	2469.136	2453.727	2501.469	2490.761	2498.259	2521.669	2529.370	2589.894	2578.926	2568.432	
Depositi in c / c	1048.904	1050.641	1071.492	1073.970	1083.908	1095.700	1091.947	1091.576	1107.646	1110.714	1109.459	1141.311	1126.313	1129.859	1143.817	1155.055	1169.753	1177.987	1179.412	
Depositi a risparmio	300.931	301.037	300.511	300.202	299.777	299.794	300.140	301.124	301.471	301.126	301.638	303.625	304.783	304.980	304.929	304.345	303.914	304.111	304.312	
Certif. deposito	1025.485	999.404	1018.204	1016.988	1036.551	1038.604	1041.633	1039.941	1055.223	1057.296	1042.630	1056.532	1059.665	1063.420	1072.923	1069.969	1116.227	1096.828	1084.707	
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	2.79	1.91	-0.01	-0.12	0.53	0.54	0.96	1.35	1.59	1.33	1.34	1.91	2.36	2.33	2.95	2.60	2.74	2.61	2.84	
Prestiti in euro	2.90	2.39	-0.24	0.60	1.03	0.93	1.58	1.02	1.36	0.82	1.04	1.84	2.26	2.45	2.67	2.31	2.56	2.71	2.98	
Prestiti in valuta	-5.32	-26.33	18.58	-50.51	-26.82	-21.90	-31.94	31.60	22.68	36.28	24.66	6.95	9.95	-7.59	21.72	43.80	16.54	-4.82	-8.25	
Prestiti a breve	-5.23	-7.71	-7.42	-4.28	-6.80	-4.68	0.34	0.13	1.82	-0.01	-1.03	2.62	-0.48	1.25	0.87	-0.27	0.60	1.78	0.54	
Prestiti a m / l	4.08	3.46	1.13	0.50	1.66	1.32	1.05	1.52	1.56	1.52	1.67	1.81	2.78	2.49	3.24	3.01	3.04	2.73	3.17	
Depositi totali	4.11	3.95	0.86	0.09	3.60	4.25	4.42	4.26	4.88	4.46	4.06	5.38	4.86	6.26	5.50	5.78	7.01	5.95	5.54	
Depositi in c / c	9.10	8.76	9.38	6.97	9.06	9.93	9.26	8.57	7.80	7.99	8.41	7.65	7.38	7.54	6.75	7.55	7.92	7.51	8.01	
Depositi a risparmio	0.72	0.92	1.17	1.31	1.39	1.65	1.43	1.32	1.38	1.42	1.38	1.64	1.28	1.31	1.47	1.38	1.38	1.44	1.39	
Certif. deposito	0.40	0.20	-6.86	-6.59	-0.96	-0.44	0.60	0.90	2.97	1.83	0.54	4.11	3.33	6.41	5.37	5.21	7.69	5.61	4.14	

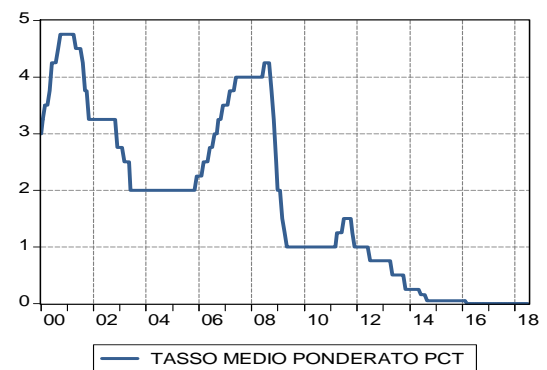
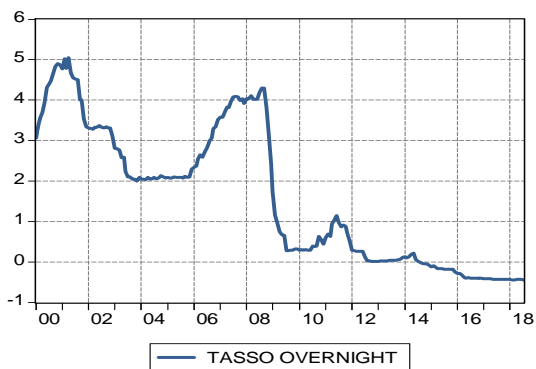


SCENARIO B	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice BCI COMIT (livello)	1373	1316	1308	1387	1288	1284	1300	1346	1313	1315	1274	1264	1264	1277	1270	1278	1287	1277	1267
Produzione Industriale (Var. % a/a)	4.4	2.6	3.5	2.2	2.3	1.6	2.4	1.3	1.9	1.0	1.3	0.6	1.0	1.3	1.0	1.3	1.5	1.2	0.3
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.2	0.5	0.9	0.6	1.0	1.4	1.9	1.7	1.2	1.2	1.1	1.2	1.1	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0	1.1
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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	-0.43
T. Interb. 1m lett.	-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	-0.38
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.34	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33
T. Interb. 6m lett.	-0.34	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.32	-0.32	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.29	-0.30	-0.29	-0.29	-0.29
T. Depositi medio	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.40	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.43	0.43	0.43
T. Prestiti medio	2.69	2.68	2.66	2.64	2.62	2.63	2.63	2.63	2.63	2.64	2.65	2.65	2.66	2.67	2.67	2.67	2.68	2.68	2.68
T.prest. medio - T.dep. medio	2.30	2.30	2.26	2.24	2.22	2.22	2.23	2.22	2.23	2.23	2.23	2.24	2.24	2.24	2.24	2.25	2.25	2.25	2.25
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.42	-0.41	-0.43	-0.42	0.57	-0.11	-0.13	-0.04	-0.01	-0.04	0.01	0.07	0.05	0.10	0.17	0.15	0.18	0.15	0.19
T. BOT comp. lordo 6m	-0.42	-0.41	-0.44	-0.43	1.23	0.09	0.07	0.22	0.27	0.22	0.29	0.40	0.36	0.44	0.56	0.52	0.58	0.52	0.59
T. BOT comp. lordo 12m	-0.43	-0.41	-0.41	-0.40	-0.37	0.56	0.34	0.48	0.54	0.49	0.56	0.66	0.63	0.71	0.83	0.79	0.85	0.79	0.86
Rendistat lordo	1.21	1.26	1.20	1.05	1.49	2.12	2.00	2.14	2.23	2.22	2.29	2.39	2.38	2.43	2.55	2.53	2.58	2.54	2.58
Rendistat netto	1.06	1.11	1.05	0.92	1.30	1.85	1.75	1.87	1.95	1.94	2.00	2.09	2.08	2.13	2.23	2.21	2.26	2.22	2.26
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	0.25	0.22	0.03	0.14	1.40	1.13	1.32	1.48	1.54	1.50	1.57	1.68	1.65	1.75	1.87	1.84	1.89	1.84	1.89
Rend. BTP a 5 anni	0.90	0.90	0.67	0.69	2.02	1.83	1.99	2.16	2.22	2.20	2.26	2.37	2.35	2.45	2.55	2.53	2.58	2.54	2.58
Rend. BTP a 7 anni	1.54	1.52	1.26	1.27	2.39	2.30	2.43	2.63	2.72	2.71	2.78	2.89	2.88	2.97	3.08	3.06	3.11	3.06	3.11
Rend. BTP a 10 anni	2.16	2.12	1.86	1.88	2.81	2.73	2.85	3.02	3.09	3.08	3.14	3.24	3.23	3.32	3.42	3.39	3.44	3.40	3.45
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2379.126	2347.233	2376.326	2380.593	2373.443	2392.600	2360.244	2363.930	2371.802	2415.666	2440.23	2398.25	2418.86	2387.61	2430.98	2429.16	2425.18	2441.89	2412.17
Prestiti in euro	2348.193	2319.187	2341.405	2363.953	2342.880	2361.811	2333.181	2331.465	2341.333	2369.818	2403.491	2364.92	2385.764	2363.48	2390.57	2406.03	2390.91	2414.48	2388.71
Prestiti in valuta	30.933	28.047	34.921	16.640	30.564	30.789	27.063	32.465	30.469	45.848	36.737	33.326	33.094	24.123	40.407	23.126	34.276	27.408	23.459
Prestiti a breve	303.670	294.973	293.585	297.137	292.477	293.937	297.758	290.628	291.046	289.512	293.380	293.732	299.054	296.212	293.820	293.334	291.629	295.906	296.120
Prestiti a m / l	2075.456	2052.260	2082.741	2083.457	2080.966	2098.663	2062.486	2073.302	2080.755	2126.154	2146.848	2104.516	2119.803	2091.394	2137.161	2135.824	2133.555	2145.981	2116.049
Depositi totali	2375.320	2351.082	2390.208	2391.160	2420.235	2424.291	2421.368	2416.776	2447.188	2453.062	2437.929	2484.378	2475.321	2481.332	2504.460	2512.153	2571.016	2549.627	2536.868
Depositi in c / c	1048.904	1050.641	1071.492	1073.970	1083.908	1091.214	1085.951	1084.639	1100.556	1103.206	1101.886	1133.147	1119.286	1121.979	1134.924	1145.497	1160.865	1164.217	1163.053
Depositi a risparmio	300.931	301.037	300.511	300.202	299.777	299.293	299.430	300.352	300.758	300.295	300.865	302.789	303.940	304.168	303.967	303.445	302.984	302.585	302.514
Certif. deposito	1025.485	999.404	1018.204	1016.988	1036.551	1033.784	1035.987	1031.785	1045.874	1049.562	1035.179	1048.441	1052.095	1055.185	1065.568	1063.212	1107.166	1082.825	1071.300
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																			
Prestiti totali	2.79	1.91	-0.01	-0.12	0.53	0.24	0.50	0.82	1.03	0.76	0.77	1.14	1.67	1.72	2.30	2.04	2.18	2.06	2.20
Prestiti in euro	2.90	2.39	-0.24	0.60	1.03	0.67	1.22	0.52	0.82	0.29	0.53	1.12	1.60	1.91	2.10	1.78	2.05	2.23	2.38
Prestiti in valuta	-5.32	-26.33	18.58	-50.51	-26.82	-24.50	-37.70	28.32	20.28	32.97	19.42	2.58	6.98	-13.99	15.71	38.98	12.15	-10.98	-13.32
Prestiti a breve	-5.23	-7.71	-7.42	-4.28	-6.80	-5.40	-0.50	-0.47	0.98	-0.85	-1.78	1.63	-1.52	0.42	0.08	-1.28	-0.29	0.67	-0.55
Prestiti a m / l	4.08	3.46	1.13	0.50	1.66	1.08	0.65	1.00	1.04	0.98	1.13	1.07	2.14	1.91	2.61	2.51	2.53	2.25	2.60
Depositi totali	4.11	3.95	0.86	0.09	3.60	3.83	3.89	3.58	4.15	3.78	3.39	4.66	4.21	5.54	4.78	5.06	6.23	5.17	4.77
Depositi in c / c	9.10	8.76	9.38	6.97	9.06	9.48	8.66	7.88	7.11	7.26	7.67	6.88	6.71	6.79	5.92	6.66	7.10	6.69	7.10
Depositi a risparmio	0.72	0.92	1.17	1.31	1.39	1.48	1.19	1.06	1.14	1.14	1.12	1.36	1.00	1.04	1.15	1.08	1.07	1.10	1.03
Certif. deposito	0.40	0.20	-6.86	-6.59	-0.96	-0.90	0.06	0.11	2.06	1.09	-0.18	3.31	2.59	5.58	4.65	4.55	6.81	4.74	3.41

SCENARIO C	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	19 7
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice BCI COMIT (livello)	1373	1316	1308	1387	1288	1284	1300	1399	1357	1356	1314	1309	1287	1345	1308	1369	1404	1384	1370
Produzione Industriale (Var. % a/a)	4.4	2.6	3.5	2.2	2.3	1.8	2.8	1.8	2.4	1.6	1.8	1.2	1.5	1.7	1.5	1.8	1.9	1.5	0.6
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.2	0.5	0.9	0.6	1.0	1.4	1.9	1.9	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.4
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.42
T. Interb. 1m lett.	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.33	-0.33	-0.33	-0.32	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32
T. Interb. 6m lett.	-0.34	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.28
T. Depositi medio	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.43	0.44	0.44	0.44	0.44
T. Prestiti medio	2.69	2.68	2.66	2.64	2.62	2.63	2.63	2.63	2.63	2.64	2.65	2.66	2.66	2.67	2.67	2.68	2.68	2.68	2.69
T.prest.medio - T.dep.medio	2.30	2.30	2.26	2.24	2.22	2.22	2.22	2.22	2.22	2.23	2.23	2.23	2.24	2.24	2.24	2.24	2.24	2.24	2.25
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.42	-0.41	-0.43	-0.42	0.57	-0.11	-0.13	-0.09	-0.07	-0.09	-0.06	-0.04	-0.07	-0.03	0.01	-0.02	0.02	0.04	0.02
T. BOT comp. lordo 6m	-0.42	-0.41	-0.44	-0.43	1.23	0.09	0.07	0.14	0.17	0.14	0.17	0.21	0.16	0.23	0.29	0.25	0.30	0.34	0.30
T. BOT comp. lordo 12m	-0.43	-0.41	-0.41	-0.40	-0.37	0.56	0.34	0.40	0.44	0.40	0.44	0.47	0.43	0.49	0.55	0.51	0.56	0.60	0.57
Rendistat lordo	1.21	1.26	1.20	1.05	1.49	2.12	2.00	2.09	2.15	2.13	2.17	2.23	2.21	2.25	2.32	2.29	2.35	2.38	2.35
Rendistat netto	1.06	1.11	1.05	0.92	1.30	1.85	1.75	1.82	1.88	1.87	1.90	1.95	1.93	1.97	2.03	2.00	2.06	2.08	2.05
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	0.25	0.22	0.03	0.14	1.40	1.13	1.32	1.42	1.45	1.41	1.43	1.46	1.41	1.49	1.55	1.52	1.57	1.59	1.57
Rend. BTP a 5 anni	0.90	0.90	0.67	0.69	2.02	1.83	1.99	2.11	2.15	2.11	2.13	2.17	2.13	2.21	2.26	2.24	2.29	2.32	2.29
Rend. BTP a 7 anni	1.54	1.52	1.26	1.27	2.39	2.30	2.43	2.58	2.64	2.63	2.66	2.71	2.67	2.75	2.80	2.79	2.84	2.86	2.84
Rend. BTP a 10 anni	2.16	2.12	1.86	1.88	2.81	2.73	2.85	2.98	3.02	3.00	3.02	3.06	3.03	3.09	3.14	3.13	3.17	3.20	3.17
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2379.126	2347.233	2376.326	2380.593	2373.443	2395.941	2365.411	2368.854	2378.140	2421.900	2446.04	2407.26	2426.23	2393.94	2438.82	2435.11	2431.83	2451.05	2424.31
Prestiti in euro	2348.193	2319.187	2341.405	2363.953	2342.880	2364.626	2337.099	2335.872	2347.371	2375.489	2408.512	2373.34	2392.574	2368.82	2397.13	2411.47	2397.00	2422.09	2399.03
Prestiti in valuta	30.933	28.047	34.921	16.640	30.564	31.315	28.311	32.982	30.769	46.411	37.528	33.917	33.659	25.126	41.693	23.640	34.830	28.961	25.277
Prestiti a breve	303.670	294.973	293.585	297.137	292.477	295.043	299.195	291.495	292.243	290.562	294.351	294.939	300.408	297.244	295.122	294.588	293.026	298.774	299.063
Prestiti a m / l	2075.456	2052.260	2082.741	2083.457	2080.966	2100.898	2066.215	2077.360	2085.898	2131.337	2151.688	2112.320	2125.825	2096.699	2143.701	2140.521	2138.803	2152.273	2125.246
Depositi totali	2375.320	2351.082	2390.208	2391.160	2420.235	2429.428	2427.428	2424.942	2456.351	2460.626	2445.946	2492.923	2482.210	2489.795	2512.108	2519.805	2580.939	2563.532	2551.212
Depositi in c / c	1048.904	1050.641	1071.492	1073.970	1083.908	1093.607	1088.980	1087.253	1103.125	1105.880	1104.854	1136.540	1122.118	1125.657	1138.889	1149.255	1164.442	1169.722	1169.565
Depositi a risparmio	300.931	301.037	300.511	300.202	299.777	299.473	299.739	300.601	300.982	300.651	301.155	303.149	304.286	304.525	304.373	303.848	303.390	303.215	303.230
Certif. deposito	1025.485	999.404	1018.204	1016.988	1036.551	1036.348	1038.709	1037.089	1052.245	1054.095	1039.938	1053.234	1055.806	1059.614	1068.847	1066.701	1113.107	1090.595	1078.417
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																			
Prestiti totali	2.79	1.91	-0.01	-0.12	0.53	0.38	0.72	1.03	1.30	1.02	1.01	1.52	1.98	1.99	2.63	2.29	2.46	2.30	2.49
Prestiti in euro	2.90	2.39	-0.24	0.60	1.03	0.79	1.39	0.71	1.08	0.53	0.74	1.48	1.89	2.14	2.38	2.01	2.31	2.43	2.65
Prestiti in valuta	-5.32	-26.33	18.58	-50.51	-26.82	-23.21	-34.83	30.37	21.47	34.60	21.99	4.40	8.81	-10.41	19.39	42.07	13.96	-7.52	-10.72
Prestiti a breve	-5.23	-7.71	-7.42	-4.28	-6.80	-5.04	-0.02	-0.17	1.40	-0.49	-1.45	2.05	-1.07	0.77	0.52	-0.86	0.19	1.26	-0.04
Prestiti a m / l	4.08	3.46	1.13	0.50	1.66	1.19	0.83	1.20	1.29	1.23	1.36	1.45	2.43	2.17	2.93	2.74	2.78	2.45	2.86
Depositi totali	4.11	3.95	0.86	0.09	3.60	4.05	4.15	3.93	4.54	4.10	3.73	5.02	4.50	5.90	5.10	5.38	6.64	5.52	5.10
Depositi in c / c	9.10	8.76	9.38	6.97	9.06	9.72	8.96	8.14	7.36	7.52	7.96	7.20	6.98	7.14	6.29	7.01	7.43	6.96	7.40
Depositi a risparmio	0.72	0.92	1.17	1.31	1.39	1.54	1.29	1.14	1.22	1.26	1.22	1.48	1.12	1.16	1.28	1.21	1.21	1.25	1.16
Certif. deposito	0.40	0.20	-6.86	-6.59	-0.96	-0.66	0.32	0.63	2.68	1.52	0.28	3.78	2.96	6.02	4.97	4.89	7.39	5.23	3.82

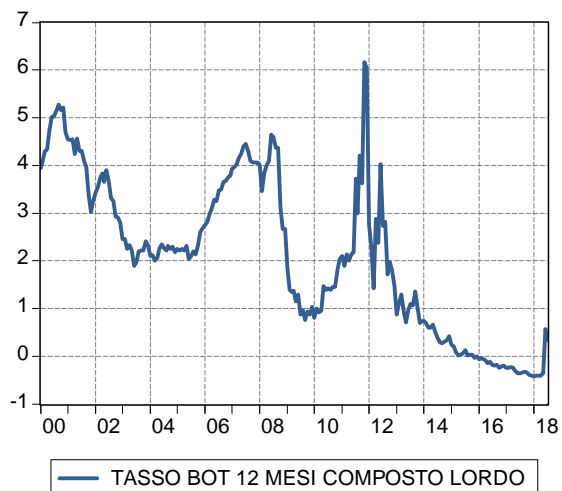
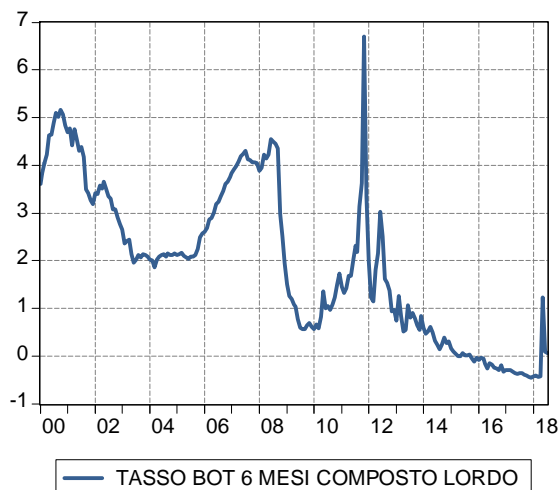
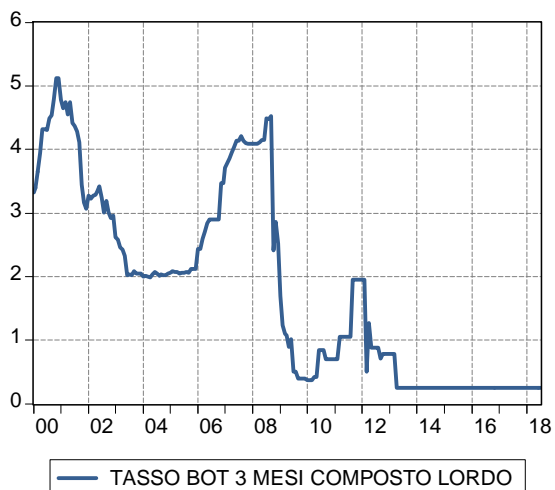
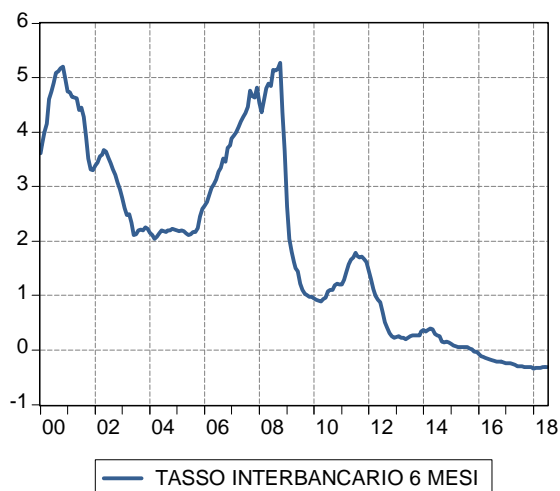
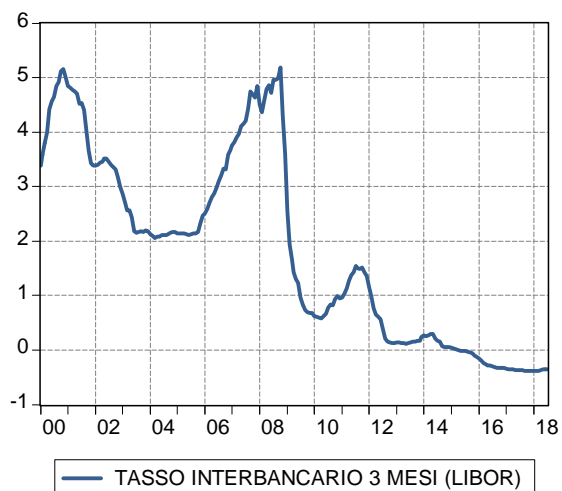
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



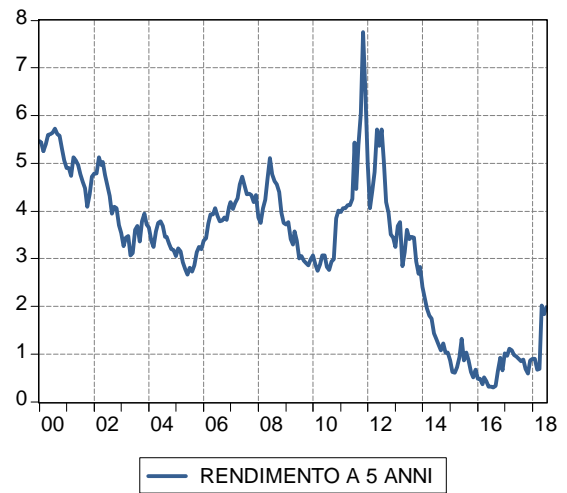
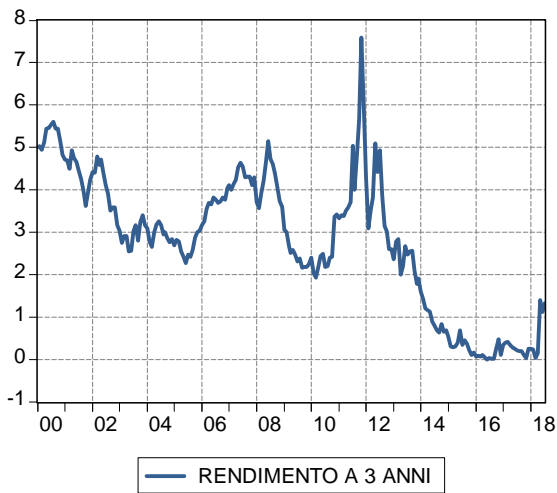
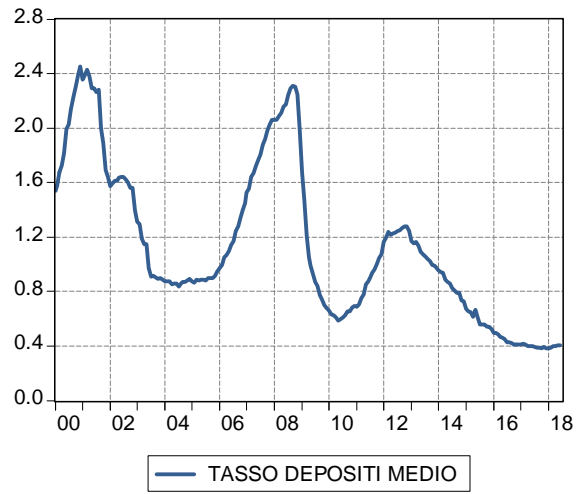
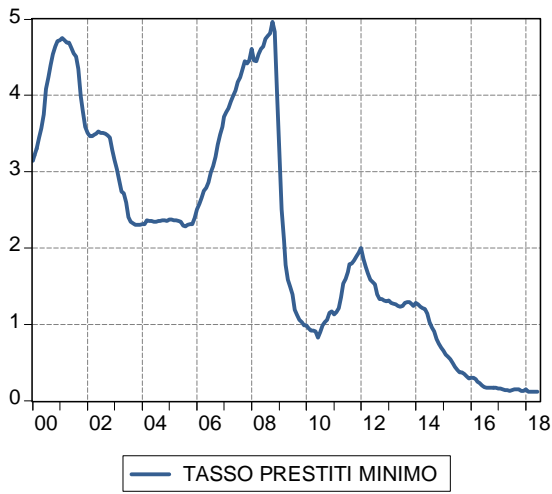
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili





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

