

MEFIM

MODELLO
ECONOMETRICO
FINANZIARIO
INTERNAZIONALE
MENSILE

Settembre 2018

Il Modello Econometrico Finanziario Internazionale Mensile (MEFIM) è un modello di tipo strutturale costituito da due blocchi: italiano e internazionale.

La parte italiana concerne le interrelazioni fra le variabili monetarie e finanziarie italiane di maggior interesse. Tali variabili, rilevate mensilmente, possono essere racchiuse in 4 blocchi:

- 1) tassi interbancari: overnight, interbancario a 1, 3 e 6 mesi ed il tasso di policy dei pronti contro termine;
- 2) titoli di stato: i BOT nelle loro 3 scadenze, struttura a termine da 1 a 10 anni, il rendiob e il rendistat;
- 3) tassi bancari: attivi e passivi sia in termini marginali che medi;
- 4) volumi bancari: impieghi e depositi sia a livello totale che in alcuni principali sotto categorie;

Le esogene sono: il tasso di riferimento, l'indice BCI COMIT globale, l'indice della produzione industriale, il 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 ad agosto 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

Gli occhi degli investitori sono puntati su due fattori chiave che potrebbero destabilizzare lo scenario nei prossimi mesi e che già in parte hanno caratterizzato agosto: 1) la crisi dei Paesi emergenti, in particolare Turchia e Argentina e 1) la politica di bilancio in Italia.

Per quanto riguarda il primo fattore, già durante la pausa estiva sono emerse tensioni nei mercati valutari con alcune monete dei Paesi emergenti in difficoltà a causa di questioni politiche/economiche interne, ma enfatizzate anche dalle aspettative di una politica monetaria americana restrittiva che dà forza al dollaro.

La lira turca in agosto si è deprezzata circa del 15% sia nei confronti dell'euro sia del dollaro. La mossa di Trump, che ha autorizzato il raddoppio delle tariffe su alluminio e acciaio

d'importazione dalla Turchia per difendere la bilancia commerciale americana dall'eccessivo indebolimento della valuta turca nell'ultimo anno, ha soltanto accelerato le difficoltà già esistenti da tempo per problemi economici/politici pregressi. **La questione di fondo è stata una gestione poco accorta dell'economia turca.** Il Governo di Erdogan ha spinto la crescita con forti stimoli fiscali, ha permesso un boom del credito e ha fatto pressioni sulla Banca Centrale affinché mantenesse bassi i tassi d'interesse. Questo ha portato a una crescita del PIL nel primo trimestre di quest'anno a +7%, un'inflazione a +15%, un elevato deficit commerciale e una forte dipendenza dai capitali stranieri. **La sostituzione di due ministri "chiave",** ritenuti capaci di garantire l'equilibrio macroeconomico con figure di dubbia competenza, in un contesto che favorisce il nepotismo e accentra eccessivamente il potere nella figura del presidente Erdogan, **ha inoltre messo in allarme gli investitori istituzionali dai quali la Turchia tanto dipende.** Questa situazione può portare a due canali di contagio. Il primo è quello bancario che impatta soprattutto sull'Area Euro per l'esposizione delle banche, spagnole in primis, seguite da quelle francesi, verso la Turchia. L'Italia è esposta per 15 miliardi di euro. **Il secondo passa attraverso i paesi emergenti che stanno già soffrendo del rialzo dei tassi statunitensi.** Si è, infatti, assistito a un deprezzamento anche di altre valute, come il peso argentino, che ha perso circa il 100% nei confronti del dollaro da inizio del 2018 (la Banca Centrale ha aumentato i tassi fino al 60%), il bolivar venezuelano in un contesto di iperinflazione, il rand sudafricano, la rupia indiana e indonesiana. Se la situazione si dovesse protrarre, il rischio di default di Argentina e/o Turchia diventerebbe concreto e un effetto contagio verso gli altri Paesi menzionati destabilizzerebbe i mercati finanziari e comporterebbe una minore crescita economica a livello internazionale.

La Fed dovrà tener conto di queste tensioni valutarie nella definizione della propria politica monetaria: un eccesso di rialzi dei tassi ufficiali aumenterebbe le forze destabilizzanti generate dalla fuga di capitali dai Paesi emergenti. Una spirale negativa si autoalimenterebbe: politica monetaria restrittiva → aspettativa di un dollaro forte → deprezzamento delle valute emergenti → afflusso di capitali negli USA → ulteriore rafforzamento del dollaro. A nostro avviso, tuttavia, **la conferma della forza del ciclo economico americano, giunta dagli ultimi dati trimestrali e mensili, un'inflazione core al livello di obiettivo del 2% e un mercato del lavoro sotto il pieno impiego** imporranno alla Fed, nel resto del 2018, altri due rialzi dei tassi ufficiali di 25 punti base ciascuno, a settembre e a dicembre per evitare un surriscaldamento del sistema (scenario C – probabilità 60%). La questione dei Paesi emergenti sopra menzionata e quella della guerra dei dazi, agendo nel medio periodo in termini di minore crescita a livello internazionale, probabilmente influiranno sul comportamento della Fed nel 2019. **Il fattore delle tariffe, per il momento, rimane in sospenso, poiché il braccio di ferro con la Cina e l'UE non ha dato alcun esito.** La proposta di luglio di Junker, Presidente della Commissione Europea, di azzerare tutti i dazi tra USA e UE non ha trovato risposta da parte di Trump, che si è limitato a esprimere un giudizio di massima negativo perché non sarebbe conveniente per gli Stati Uniti.

Per quanto riguarda il secondo fattore, in Italia il dibattito sulla Legge Finanziaria è entrato nel vivo, in vista di una sua definizione concreta per la fine di settembre. Va sottolineato che l'Italia, avendo un rapporto debito/PIL del 133% anziché del 60%, come imporrebbe il Trattato di Maastricht, ha vincoli più stringenti sul rapporto deficit/PIL. Nel 2018, quest'ultimo dovrebbe rimanere al di sotto dell'1.6% anziché del 3%. Un allentamento del rigore sui conti pubblici è quasi certo, ma la questione sarà di quanto. **Se il rapporto deficit/PIL supererà la soglia del 3%, la**

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

Commissione Europea avvierà subito la procedura di deficit eccessivo. Se, invece, rimane al di sotto (anche di poco) dovrà aspettare la primavera del 2019 per esprimere un parere, ma essendoci le elezioni in ambito europeo, tutto slitterebbe all'autunno del 2019. Si ricorda che la procedura per deficit eccessivo implica una prima "raccomandazione" di una politica fiscale restrittiva con l'obbligo di aggiustare i conti pubblici entro un anno, altrimenti scattano le sanzioni, che consistono in un deposito infruttifero pari allo 0.2% del PIL, più uno 0.1% per ogni punto percentuale in eccesso rispetto alla soglia del 3% per il rapporto deficit/PIL fino a un massimo dello 0.5% del PIL. Se la correzione non avviene entro due anni, il deposito si trasforma in multa e non verrà più restituito.

Indipendentemente dalle azioni della Commissione Europea, un allentamento del rigore sui conti pubblici potrebbe portare a un declassamento del merito di credito (il *rating*) del debito italiano che è sotto osservazione da parte delle tre principali agenzie di *rating*, Fitch, Moody's e S&P. La prima, per il momento, ha mantenuto stabile il *rating* a BBB peggiorando solo l'*outlook* da stabile a negativo. Le altre hanno rinviato il loro giudizio al 27 settembre e 6 ottobre, rispettivamente, in attesa della Legge Finanziaria. Se due agenzie declasseranno il debito, la BCE non potrebbe più acquistare titoli di Stato italiani, pur con il programma di *Quantitative Easing* attivo fino alla fine del 2018. Tutto ciò ha già messo in allarme gli investitori a livello internazionale: in agosto, i rendimenti dei BTP decennali sono aumentati a +3.2%, ai massimi da marzo 2014. Solo con questi rincari, la spesa per interessi sarà maggiore di 1 miliardo di euro nel 2018 e di 5 miliardi nel 2019, per un totale di 6 miliardi nel biennio, stimati sulla base di una permanenza dello *spread* nei confronti del *Bund* tedesco ai livelli attuali (280 punti base).

Data la criticità della situazione di Italia e Turchia, non ci attendiamo sorprese nel comportamento della BCE rispetto a quanto dichiarato alla riunione di giugno e ribadito a quella di luglio: il *Quantitative Easing* continuerà dimezzato nell'importo degli acquisti di titoli (da 30 miliardi di euro mensili a 15) da settembre a fine dicembre del 2018, per poi esaurirsi nel 2019 e i tassi ufficiali si manterranno al livello attuale almeno fino all'estate del 2019. Assegniamo maggiore probabilità all'eventualità che il Governo italiano mantenga il rigore nei conti pubblici, nella consapevolezza che i benefici di una politica fiscale espansiva verrebbero più che annullati dallo svantaggio di una maggiore spesa per interessi sul debito pubblico (scenario C – probabilità 60%). Non escludiamo, tuttavia, che il rapporto deficit/PIL possa sfiorare il 3% (scenario B – probabilità del 20%).

In Giappone, nel secondo trimestre dell'anno la crescita del PIL si è dimezzata all'1% rispetto ai primi tre mesi e la probabilità che mantenga un basso profilo anche nel terzo trimestre è molto alta, visto che le rilevazioni mensili disponibili relative a luglio sono risultate negative o solo moderatamente positive. Nonostante l'aumento del prezzo del petrolio, l'inflazione non migliora, mantenendosi sotto l'1%. Resta da valutare l'effetto della modifica della politica monetaria decisa alla riunione di luglio da parte della Banca Centrale del Giappone. Il rischio che un prolungato allentamento monetario generi gravi distorsioni nel settore finanziario, ha 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. Nelle intenzioni, l'obiettivo di tale modifica 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 di interesse negativi. Gli effetti potrebbero essere, quindi, controproducenti per il ciclo economico giapponese.

In agosto, il prezzo del petrolio si è mosso lateralmente intorno ai 70 dollari al barile per il WTI e ai 75 per il Brent. Lo scenario futuro sarà dominato dall'effetto delle sanzioni americane nei confronti dell'Iran. Gli USA puntano ad azzerare le esportazioni di petrolio iraniano entro il 5 novembre, se l'Iran non annullerà i suoi programmi nucleari. A settembre le esportazioni dovrebbero scendere a soli 1.5 milioni di barili al giorno dai 2.3 di giugno. In parte questo effetto dovrebbe essere già stato scontato dai mercati, ma non si esclude che la tensione perduri nei prossimi mesi con un prezzo del greggio moderatamente al rialzo rispetto ai valori di agosto.

GLI ULTIMI DATI

In USA, la revisione dei dati sul PIL del secondo trimestre dell'anno ha leggermente aggiustato verso l'alto la crescita già particolarmente brillante, sia su base congiunturale, passata a +4.2% t/t annualizzato da +4.1% dei preliminari, sia su base tendenziale a +2.9% a/a da +2.8%. Si conferma, pertanto, la variazione trimestrale più ampia dal 2014 e la forza dell'economia americana, trainata dagli effetti della riforma fiscale senza precedenti approvata dal Congresso nel dicembre del 2017. **La revisione ha interessato principalmente le importazioni** che sono diminuite di -0.4% t/t rispetto a +0.5% emerso con i dati preliminari. Ciò ha consentito al canale estero di contribuire un po' di più alla crescita con +1.2% t/t da +1.1% delle rilevazioni provvisorie. **La dinamica molto positiva delle esportazioni viene riconfermata** con un incremento rilevante di +9.1% t/t (rivisto da +9.3%). È probabile che i *partner* stranieri abbiano preferito anticipare i loro approvvigionamenti in uno scenario d'incertezza alimentato dalle continue provocazioni di Trump sul fronte dei dazi. Per quanto riguarda la domanda interna, la revisione ha semplicemente limato i consumi a favore di un po' più di investimenti, ma i primi rimangono la componente trainante del ciclo economico americano con un contributo alla crescita del PIL di +2.6% t/t (rivisto da +2.7%). È stata rivista al rialzo la crescita degli investimenti fissi a +6.2% t/t da +5.4% dei preliminari, grazie al buon andamento di quelli non residenziali. **Il settore edilizio rappresenta ancora l'unico anello debole dell'economia statunitense**, con un calo di -1.6% t/t (rivisto al ribasso da -1%, anche se in miglioramento rispetto al trimestre precedente, quando aveva registrato un -3.4%). Il contributo complessivo degli investimenti fissi si è intensificato a +1.1% da +0.9% dei preliminari. Come sottolineato nel mese precedente, **l'offerta 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**. Rilevante, infine, è risultato il contributo di +0.4% t/t della spesa pubblica, frutto della suddetta riforma fiscale.

I dati mensili, a oggi disponibili prevalentemente per luglio, sono importanti perché rappresentano la prima indicazione di come proseguirà la crescita nel terzo trimestre. Le indicazioni che emergono sono di un proseguimento della forza dal lato della domanda. Dal lato dell'offerta, i dati sono positivi, ma meno brillanti del mese precedente e sotto le attese. A luglio, infatti, la produzione industriale è aumentata limitatamente di +0.1% m/m a fronte di un +1% del mese precedente (quest'ultimo rivisto al rialzo da +0.6%) e contro un'aspettativa più ottimistica di +0.3%. Gli ordini di beni durevoli sono diminuiti di -1.7% m/m da +0.7% di giugno, anche se il cattivo risultato è da imputare essenzialmente alla componente dei trasporti. Scorporando quest'ultima, il risultato diventa positivo con un +0.2% m/m, a fronte però di un atteso +0.5%. La capacità di utilizzo degli impianti è rimasta stabile a 78.1%. Un timido segnale incoraggiante è giunto dal settore edilizio, che, come messo in evidenza nel commento ai dati trimestrali, rappresenta l'unica componente debole del ciclo economico americano. L'avvio di nuovi cantieri ha registrato un aumento di +0.9% m/m, dopo un pesante -12.9% m/m di giugno. **Il mercato del lavoro, pur mantenendo la sua forza con un tasso di disoccupazione sotto il 4% (a 3.9%) ha registrato un aumento degli occupati di +157.000 unità, più contenuto rispetto a +248.000 di giugno (rivisto da +213.000) e a +193.000 atteso**. In agosto, la fiducia dei produttori ha preso fiato dopo gli importanti incrementi dei mesi precedenti: l'INAPM di Chicago si è ridimensionato a 63.6 da 65.5 di luglio, il PMI manifatturiero a 58.1 da 60.2 e quello dei servizi a 55.7 da 59.1.

Dall'altro lato, la domanda continua a correre: in luglio, le vendite al dettaglio sono aumentate di +0.5% m/m, battendo ampiamente le aspettative di +0.1% degli economisti; i consumi privati e il reddito personale hanno registrato ciascuno un incremento di +0.2% in termini reali. **In agosto, la fiducia dei consumatori, letta attraverso l'indice Conference Board, ha sorpreso mettendo a segno un rialzo**

USA

Dati mensili più cauti, ma l'inflazione core ha raggiunto il 2% alimentando rischi di surriscaldamento dell'economia

consistente a 133.4 da 127.9 del mese precedente, raggiungendo un livello di gran lunga superiore alle stime degli analisti di 126.6.

Gli indicatori dei prezzi sono rimasti in tensione: in luglio, la variazione tendenziale dell'indice PCE (*Personal Consumption Expenditures*, preferito dalla Fed) si è portata a +2.3% a/a da +2.2% del mese precedente in termini globali e quella *core*, depurata dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, a +2% da +1.9%, raggiungendo l'obiettivo della Fed. La dinamica dei salari orari rimane ferma a +2.7% a/a, tuttavia, come emerge dalle minute della precedente riunione della Fed di giugno, la probabilità che acceleri nel breve termine è elevata.

Complessivamente, si può concludere che l'economia americana rimane in forte espansione, nonostante gli ultimi dati mensili siano risultati più cauti. Nel breve termine la Fed dovrà proseguire con la sua politica monetaria restrittiva per evitare tensioni inflazionistiche. Confermiamo, pertanto, lo scenario delineato già nei mesi scorsi (scenario C – probabilità 60%) nel quale la Fed interverrà con altri due rialzi dei tassi ufficiali nel resto del 2018, da 25 punti base ciascuno, a settembre e dicembre. Dall'altro lato, nel medio periodo (2019) l'atteggiamento della Banca Centrale sarà legato agli sviluppi della guerra dei dazi.

In Giappone, i dati preliminari del PIL del secondo trimestre hanno evidenziato una ripresa, dopo il risultato negativo dei primi tre mesi: la crescita in termini congiunturali è stata pari a +0.5% t/t a fronte di un calo di -0.2% del trimestre precedente. Ciononostante, la variazione tendenziale è rimasta debole a +1% a/a da +1.1%, mantenendo un debole profilo rispetto alle altre due macro-aree, Stati Uniti e Area Euro. La ripresa è stata dettata da una dinamica positiva delle componenti di domanda interna. In particolare, i consumi sono risultati la forza trainante, con un incremento di +0.7% t/t da -0.2% del trimestre precedente, contribuendo alla crescita del PIL con un +0.4%. Gli investimenti sono aumentati di +0.5% t/t, garantendo un supporto positivo di +0.1%. Il buon andamento della domanda interna ha spinto le importazioni di +1% t/t e questo ha determinato un peggioramento del canale estero che ha sottratto alla ripresa un -0.1% t/t, perché il flusso delle esportazioni ha registrato un incremento limitato a +0.2%. Le scorte e la spesa pubblica non hanno contribuito alla crescita del PIL. Risulta difficile credere che nel terzo trimestre il ciclo economico giapponese possa ritornare verso il 2% come nel 2017, dal momento che le condizioni meteorologiche sfavorevoli di luglio e agosto potrebbero aver scoraggiato l'attività economica.

I dati mensili, relativi prevalentemente a luglio, vanno in questa direzione, risultando negativi o solo debolmente positivi, sia dal lato dell'offerta sia della domanda. In luglio, la produzione industriale è scesa di -0.1% m/m, dopo il pesante calo di -1.8% del mese precedente (rivisto da -2.1%). Le aspettative erano limitatamente più ottimiste (+0.2%). Gli ordini di macchinari industriali, disponibili per giugno, hanno registrato una diminuzione ancora più incisiva di -8.8% m/m rispetto a -3.7% del mese precedente. Va sottolineato, tuttavia, che tutto ciò non ha intaccato la fiducia dei produttori: in agosto, l'indice PMI ha aggiustato leggermente verso l'alto a 52.5 da 52.3 di luglio e quest'ultimo è stato rivisto al rialzo da 51.6. Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio sono riuscite a registrare in luglio solo un incremento di +0.1% m/m, nonostante, in termini reali, il reddito personale e i consumi in giugno fossero aumentati in modo consistente di +9.1% m/m e +1.4%, rispettivamente. In stallo risulta anche la fiducia dei consumatori che in agosto si è ridimensionata a 43.3 da 43.5 del mese precedente.

Qualche progresso è stato registrato nella dinamica dell'inflazione, ma, come messo in evidenza dai membri della Banca Centrale, il percorso verso l'obiettivo del 2% è molto più lento del previsto. In luglio, la variazione tendenziale dell'indice dei prezzi in termini globali è stata pari a +1% a/a da +0.7% del mese precedente e quella *core* a +0.8% a/a

GIAPPONE

I dati mensili sono deboli o solo moderatamente positivi

da +0.7%. Il dubbio sull'efficacia dell'attuale politica monetaria ha indotto la Banca Centrale giapponese ad ammorbidire il controllo sui rendimenti dei titoli di Stato con scadenza decennale, permettendo delle oscillazioni massime di $\pm 0.2\%$ 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, i dati del PIL del secondo trimestre, disponibili, ancora, solo in forma aggregata, sono stati rivisti al rialzo a +0.4% t/t da +0.3% di quelli preliminari. Questo conferma la dinamica positiva già registrata nei primi tre mesi dell'anno, anche se in ridimensionamento rispetto all'ultimo trimestre del 2017 (+0.7%). Purtroppo, il risultato congiunturale comunque soddisfacente non ha impedito un'erosione della crescita tendenziale che si è attestata a +2.2% a/a da +2.5% del trimestre precedente. Il passo rimane positivo ma il ritmo si è affievolito, anche se i membri della BCE giudicano questa incertezza solo temporanea. Tutto dipenderà dall'evoluzione della guerra dei dazi.

I dati mensili, relativi prevalentemente a giugno, rientrano nel secondo trimestre sopra menzionato e quindi non sono molto significativi. In ogni caso, ci aiutano a comprendere la dinamica delle singole componenti del PIL ancora non nota. Per il momento il canale estero non sembra aver risentito particolarmente dell'incertezza generata dalle minacce di Trump sui dazi. In giugno, il saldo della bilancia commerciale ha tenuto il passo del mese precedente grazie all'equilibrio tra esportazioni e importazioni, cresciute rispettivamente di +1.6% m/m e +1.8%. Gli altri indicatori hanno dimostrato segnali contrastanti. Dal lato dell'offerta, la produzione industriale è arretrata di -0.7% m/m, dopo il brillante dato di maggio di +1.4% (rivisto al rialzo da +1.3%). Gli economisti si aspettavano un risultato negativo (-0.4%) ma non di questa entità. Il settore delle costruzioni ha continuato sulla tendenza moderatamente positiva di maggio, con un incremento di +0.2% m/m da +0.3%. Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio hanno confermato l'incremento di +0.3% m/m del mese precedente (rivisto da 0%) di poco al di sotto delle attese (+0.4%). In luglio, il mercato del lavoro ha mantenuto posizioni di forza, con il tasso di disoccupazione stabile all'8.2% (il dato di giugno è stato rivisto al ribasso dall'8.3%). Come sottolineato dai componenti della BCE, per il momento la guerra dei dazi ha intaccato leggermente solo la fiducia di produttori e consumatori. In agosto, l'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) si è ridimensionato a quota 111.6 da 112.1 del mese precedente e il PMI, che interpreta specificatamente la fiducia dei produttori, è diminuito nel settore manifatturiero a 54.6 da 55.1. Solo quello dei servizi ha registrato qualche progresso a 54.4 da 54.2.

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 di +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 agosto da +2.1% di luglio. Per il momento, tuttavia, le tensioni inflazionistiche da costi energetici non hanno interessato gli altri comparti, visto che l'indice *core*, a cui fa riferimento la Banca Centrale nel fissare il suo obiettivo di +2%, ha mantenuto una crescita tendenziale ancora molto contenuta a +1% a/a da +1.1% di luglio.

Alla luce di una crescita moderata 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 rinvi un'eventuale rialzo dei tassi ufficiali all'autunno del 2019 (scenario C – probabilità 60%).

AREA EURO

Dati mensili

contrastanti: Qualche incertezza dal lato dell'offerta; meglio la domanda

Germania

In Germania, i dati preliminari del PIL del secondo trimestre rafforzano la crescita congiunturale a +0.5% t/t da +0.4% (rivisto da +0.3%) dei primi tre mesi dell'anno, in linea con le attese. Il risultato, tuttavia, nasconde tre aspetti non del tutto positivi: 1) non vi è stato un miglioramento in termini tendenziali, in base ai quali la ripresa ha registrato un incremento di +1.9% a/a da +2% (rivisto da +2.3%) perdendo circa un punto percentuale rispetto al 2017; 2) il buon dato congiunturale è dovuto in gran parte a un accumulo di scorte che hanno contribuito alla crescita del PIL per un +0.4% t/t; 3) il canale estero, che aveva supportato la ripresa nel 2017, ha dato ancora segnali di debolezza come nei primi tre mesi dell'anno in corso, sottraendo crescita per un -0.4% t/t. La causa è da attribuire a una dinamica limitatamente positiva delle esportazioni (+0.7% t/t) a fronte di una più brillante delle importazioni (+1.7%). Dal punto di vista della domanda interna, emerge un certo equilibrio tra consumi, investimenti e spesa pubblica, con contributi alla crescita equamente distribuiti di +0.2%, +0.1% e +0.1%, rispettivamente.

I dati mensili, relativi prevalentemente a giugno, sono meno rilevanti perché incorporati in quelli del secondo trimestre già analizzati. In ogni caso, gli indicatori sono risultati negativi, dopo quelli brillanti di maggio. La produzione industriale, le costruzioni e gli ordini all'industria sono diminuiti di -0.9 m/m, -3.2% e -4%, rispettivamente, a fronte di ampi incrementi registrati a maggio di +2.4%, +2.5% e +2.6%. I dati disponibili, relativi a luglio e agosto, sono moderatamente incoraggianti. A parte un calo delle vendite al dettaglio in luglio di -0.4% m/m, in agosto il mercato del lavoro ha confermato la sua forza con un tasso di disoccupazione stabile ai livelli minimi del 5.2% m/m e la fiducia dei produttori è migliorata con il balzo dell'indice Ifo a quota 103.8 da 101.7 del mese precedente, contro un'aspettativa di sostanziale invarianza.

Gli indicatori dei prezzi, osservati speciali dopo il rincaro del greggio, si sono riportati sotto l'obiettivo della BCE: in agosto, la variazione tendenziale dell'indice HCPI si è ridimensionata a +1.9% a/a da +2.1% del mese precedente e l'indice core, disponibile solo per luglio, si mantiene lontano, a +1.2% a/a.

Francia

In Francia, la revisione dei dati sul PIL del secondo trimestre non ha portato a sostanziali modifiche dei preliminari, confermando il ridimensionamento della crescita. La variazione congiunturale del ciclo economico d'oltralpe è rimasta a +0.2% t/t, portando quella tendenziale a +1.7% a/a da +2.1% (rivisto da +2.2%) del trimestre precedente. Possiamo ribadire che la debolezza proviene dal canale estero e dai consumi, che hanno sottratto forza al PIL per un -0.3% t/t e -0.1%, rispettivamente. Le esportazioni sono risultate praticamente ferme (+0.2% t/t), mentre le importazioni sono aumentate di +1%. Le componenti che hanno trainato la crescita sono state le scorte e gli investimenti fissi; le prime, però potrebbero rappresentare merce invenduta dato il calo dei consumi.

I dati mensili relativi a giugno sono poco informativi perché rientrano nel secondo trimestre già analizzato. Risultano comunque in miglioramento dal lato dell'offerta: la produzione industriale ha invertito la tendenza negativa dei tre mesi precedenti (-0.2% m/m, -0.5% e -0.4%, rispettivamente) mettendo a segno un incremento di +0.6% m/m. Il settore delle costruzioni ha più che recuperato con un +3.9% m/m da -3.4% di maggio. La domanda, invece, ha dimostrato incertezza con un calo di -0.1% m/m delle vendite al dettaglio. I dati disponibili per luglio e agosto, confermano lo stallo della domanda con un'invarianza dei consumi (a luglio) e della fiducia dei consumatori (ad agosto ferma a 97). Ciò deriva probabilmente dalle condizioni del mercato del lavoro che ha registrato un aggiustamento verso l'alto del tasso di disoccupazione in luglio al 9.2% dal 9.1% del mese precedente. È andata meglio l'offerta, che in agosto ha registrato un piccolo miglioramento nella fiducia dei produttori: l'indice Insee si è portato a quota 110 da 109 del mese precedente (quest'ultimo rivisto da 108), il PMI è aumentato sia nel settore manifatturiero (a 53.7 da 53.3 di luglio) sia in quello dei servizi

(a 55.7 da 54.9). Come messo in evidenza il mese scorso, la Francia è il Paese dell'Area Euro che sta soffrendo di più il rincaro dei prezzi petroliferi. In agosto, l'indice HCPI ha confermato la dinamica tendenziale del mese precedente a +2.6% a/a, ben sopra l'obiettivo della BCE. Ancora una volta, tuttavia, le tensioni non hanno intaccato gli altri comparti, grazie a un indice *core* solo limitatamente in rialzo a +1.1% a/a da +1% del mese precedente e lontano dall'obiettivo della Banca Centrale.

In Italia, i dati preliminari del PIL del secondo trimestre, ora disponibili anche per le singole componenti, 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% t/t rispetto a +0.3% del trimestre precedente, portando quella tendenziale a +1.2% a/a da +1.4%. Continua la debolezza del canale estero, già registrata nei primi tre mesi del 2018, con un contributo negativo alla crescita del PIL di -0.5% t/t, dovuto a un calo delle esportazioni di -0.2% t/t a fronte di un incremento delle importazioni di +1.8%. Dall'altro lato, la componente che ha trainato la crescita è stata quella degli investimenti fissi, con un supporto alla ripresa di +0.5% t/t. I consumi e la spesa pubblica non sono stati rilevanti per la crescita e probabilmente lo stallo dei primi potrebbe spiegare l'accumulo di scorte di +0.2%.

I dati mensili disponibili, che si riferiscono prevalentemente a giugno, quindi rientranti nel secondo trimestre sopra menzionato, sono risultati positivi solo dal lato dell'offerta. La produzione industriale e gli ordini all'industria sono aumentati di +0.5% m/m e +2.4%, rispettivamente. La prima ha battuto le attese di +0.4% e ha proseguito la tendenza positiva già emersa nel mese precedente (+0.8%, rivisto da +0.7%). Il forte incremento degli ordini all'industria, riferiti però ad aprile, di +4.5% lascerebbe aperta la speranza di una ripresa, ma il ridimensionamento della fiducia dei produttori di luglio e agosto getta un'ombra sullo scenario futuro: il PMI di luglio è sceso a quota 51.5 da 53.3 del mese precedente nel settore manifatturiero e a 54 da 54.3 in quello dei servizi; l'indice dell'Istat in agosto è diminuito a 104.8 da 106.7 e da 104.7 da 105.9, rispettivamente. Le cause vanno cercate nelle preoccupazioni per la guerra dei dazi e nell'incertezza del quadro politico con l'avvicinarsi della discussione sulla Legge Finanziaria, che enfatizza i problemi di eccessivo deficit pubblico.

La domanda ha dato segnali d'incertezza: in giugno, le vendite al dettaglio sono diminuite di -0.2% m/m dopo il forte incremento di +1.1% (rivisto da +0.8%) deludendo le aspettative degli economisti di +0.1%. In agosto, come per i produttori, anche i consumatori sono risultati meno fiduciosi, ridimensionando l'indice Istat a 115.2 da 116.2 del mese precedente, nonostante il mercato del lavoro abbia registrato dei progressi: in luglio, il tasso di disoccupazione si è portato al 10.4% dal 10.8% del mese precedente. Quest'ultimo è stato rivisto dall'11%.

Sul fronte dei prezzi, l'inflazione sia globale sia *core*, in agosto, si è ridimensionata coerentemente con un ciclo economico positivo ma più cauto. Dopo il rimbalzo di luglio, quando il rincaro del petrolio aveva spinto l'indice dei prezzi al consumo globale a +1.9% a/a da +1.4% di giugno, l'indicatore si è portato a +1.7% a/a. Escludendo le componenti più volatili degli alimentari ed energia, il profilo inflazionistico rimane tra i più bassi dell'Area Euro, dal momento che l'indice *core* è a +0.5% a/a e il dato di luglio è stato rivisto al ribasso a +0.8% da +1.2%.

La discussione sulla Legge Finanziaria è entrata nel vivo e gli occhi degli investitori sono puntati sull'Italia. Lo scenario futuro dipenderà da quanto il Governo deciderà di allentare il rigore sui conti pubblici. È necessario sottolineare che dal 2019 la BCE toglierà il supporto derivante dal QE per la fine di questo programma, ma i tempi potrebbero essere anticipati nel caso in cui ci fosse un declassamento del *rating* per il debito pubblico italiano, perché ciò non permetterebbe comunque alla BCE di acquistare i nostri titoli di Stato.

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, 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. I rendimenti americani salgono di più rispetto allo scenario C perché le difficoltà di controllo dell'inflazione prevalgono sulle tensioni nei mercati emergenti. Nel medio termine, i rendimenti decennali si spingono poco 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 *core* 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 legge di bilancio di settembre è molto prudente e rispetta i vincoli europei. I rendimenti ritornano sotto il 3%. Lo *spread* si ridimensiona intorno ai 230/240 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 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 a fronte delle turbolenze in Europa, si rafforza intorno a quota 1.15 nei confronti dell'euro e i rendimenti del decennale tornano sotto il 2.8%.

Area Euro: la crescita si ridimensiona, intorno al 2% a/a, a causa del protezionismo, con un'inflazione *core* moderata, ben 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 ufficiali. In Italia, la legge di bilancio di settembre implica lo sfioramento della soglia del 3% del rapporto deficit/PIL. Una finanza fuori controllo penalizza fortemente i rendimenti dei titoli di Stato che aumentano ben sopra il 3.5% per la scadenza decennale, con uno *spread* che può spingersi oltre i 320-330 punti base rispetto al *Bund*.

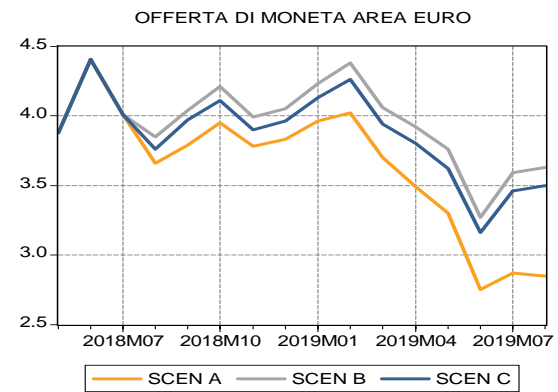
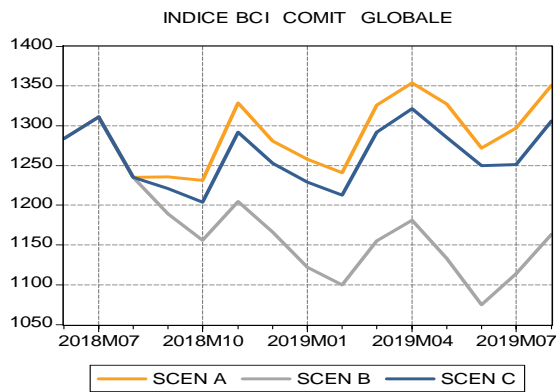
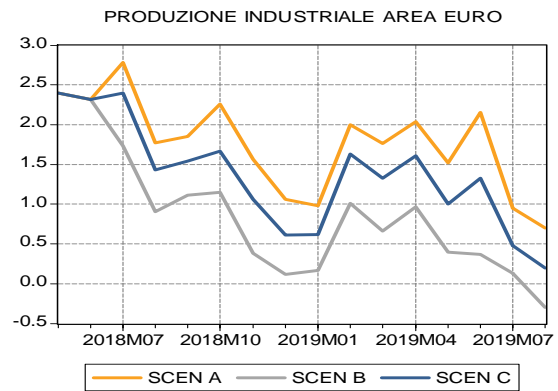
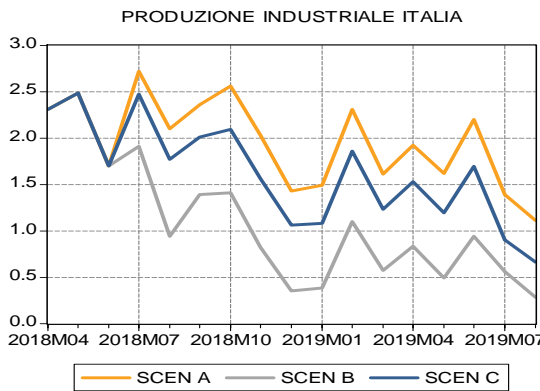
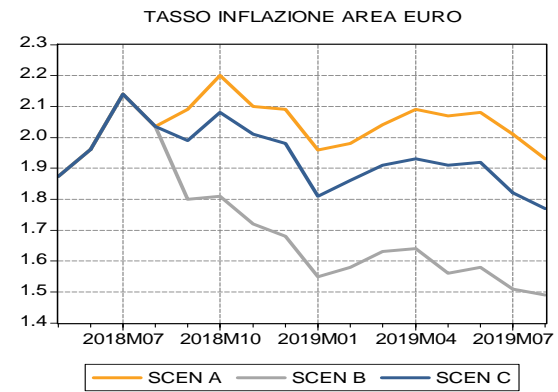
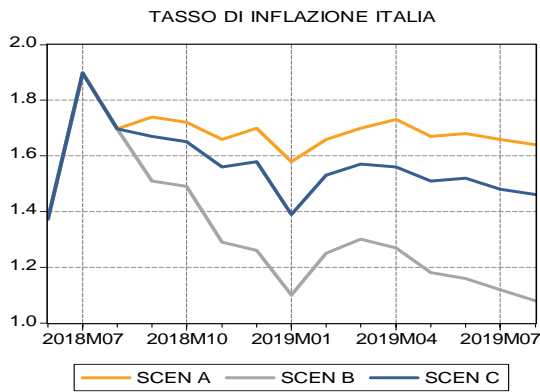
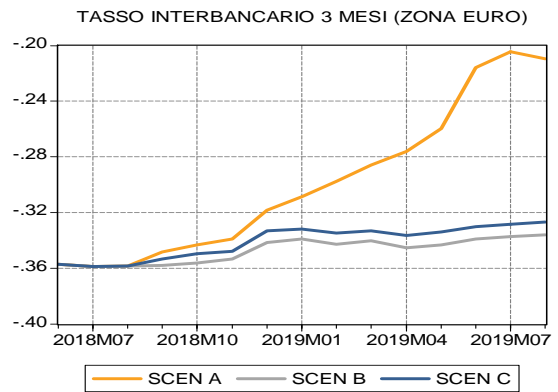
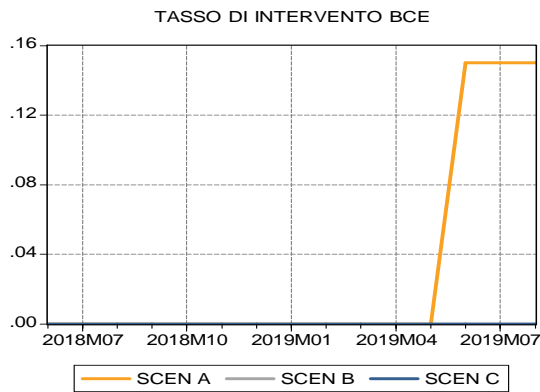
C (60%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sulla crescita viene più che compensato da quello molto espansivo della riforma fiscale, 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. Le tensioni sui mercati emergenti limitano l'aumento dei rendimenti per uno spostamento di capitali verso l'area dollaro. Nel medio termine, i rendimenti decennali si spingono intorno al 3% e il dollaro si rafforza verso quota 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 ufficiali. I rendimenti italiani sono penalizzati, nonostante il messaggio distensivo della BCE, dalla fine del QE a dicembre del 2018 e da una legge di bilancio di fine settembre che non rispetta i parametri europei ma in modo contenuto (deficit/PIL sotto il 3%), restando sopra il 3%, con uno *spread* BTP/*Bund* intorno ai 280 punti base.

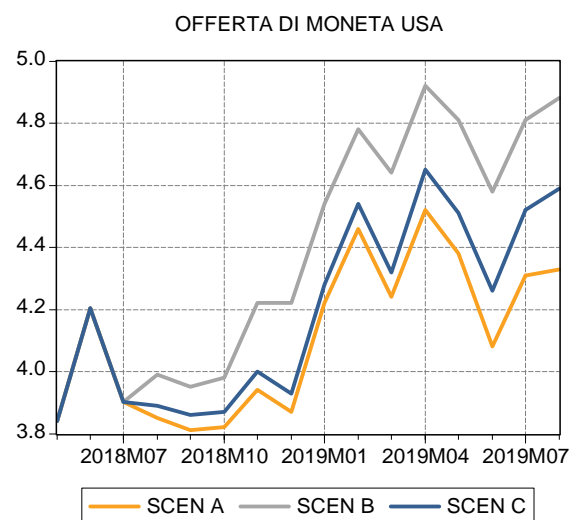
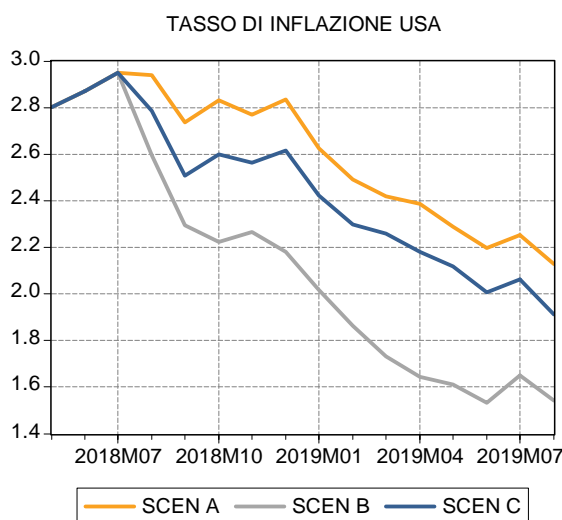
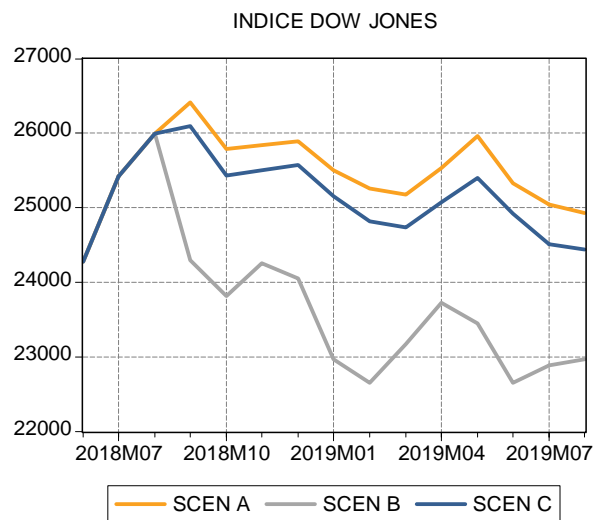
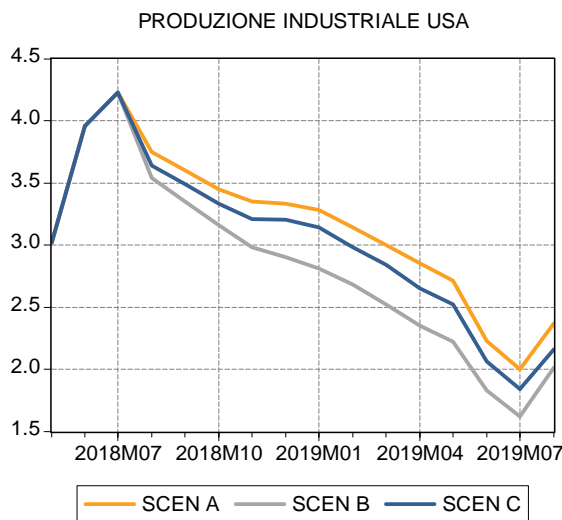
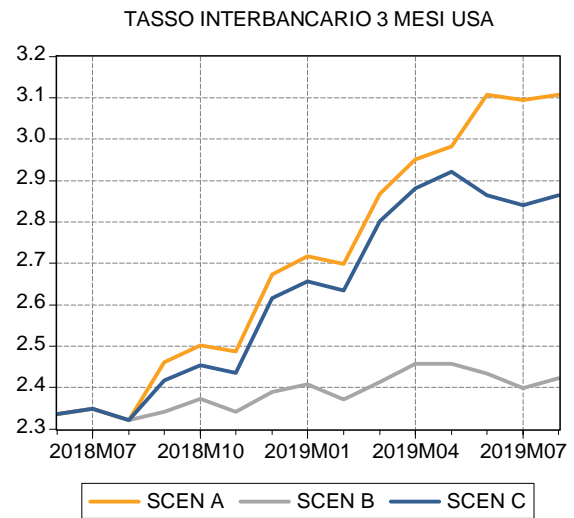
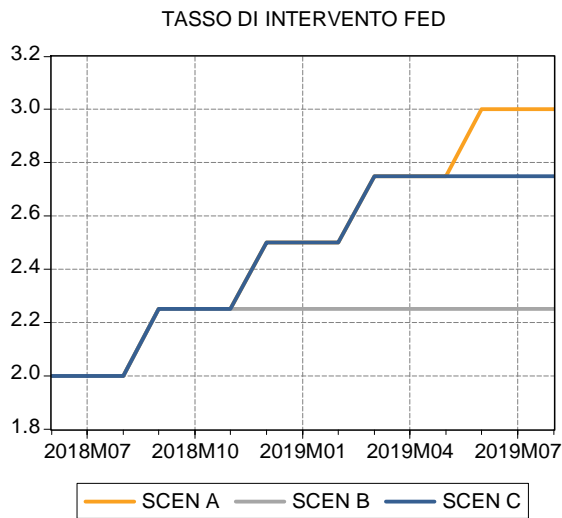
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

I tassi interbancari europei in agosto 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 aumentato quello a 6 mesi (-0.31% da -0.32%). **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 ad agosto 2019 e -0.3%, -0.2% e -0.2% rispettivamente in A).

In agosto i rendimenti della struttura a termine italiana sono fortemente aumentati (+2%, +2.63%, +2.95% e +3.24% per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni, rispettivamente da +1.26%, +1.93%, +2.37% e +2.79%) sospinti dalle tensioni internazionali riguardanti i paesi emergenti, Turchia e Argentina in primis. A sostenere i rendimenti italiani ha contribuito anche il timore che, se vi fosse un allentamento del rigore nella gestione dei conti pubblici nella prossima Finanziaria, il *rating* del Paese potrebbe essere declassato, con il rischio che la BCE, nel periodo in cui il QE sarà ancora attivo, non possa più acquistarli. **Nello scenario C, se in USA l'effetto negativo del protezionismo fosse più che compensato da quello espansivo della riforma fiscale, la Fed potrebbe aumentare i tassi ancora due volte nel 2018.** La BCE, invece, se la crescita rimanesse positiva e l'inflazione core sotto il target, 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 la legge di bilancio non rispettasse, seppur in modo contenuto, le regole dell'UE, i rendimenti dei titoli italiani ne sarebbero penalizzati, attestandosi ad agosto 2019 al 2.08%, al 2.72%, al 3.12% e al 3.31% 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 la legge di bilancio è molto prudente. In tal caso la BCE potrebbe prospettare un rialzo dei tassi in primavera del 2019: i rendimenti italiani si ridimensionerebbero (+1.84% il 3 anni, +2.47% il 5 anni, +2.88% il 7 anni e +3.10% il 10 anni ad agosto 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, **la legge di bilancio del governo italiano implica lo sfioramento dei parametri europei.** Una finanza fuori controllo penalizza fortemente i rendimenti dei titoli di Stato (+2.68% il 3 anni, +3.21% il 5 anni, +3.59% il 7 anni e +3.79% il 10 anni ad agosto 2019).

In giugno i tassi medi sia sui depositi sia sui prestiti sono rimasti 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 giugno i prestiti totali hanno subito una vera battuta d'arresto (-2.28% a/a) dopo la debole ripresa del mese precedente (+0.52%). I depositi, invece, hanno confermato il già ottimo risultato di luglio (+4.68% a/a da +3.62%). **In base alle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica degli impieghi (+2.4% a/a in C, +2.2% in B e +2.8% in A, a luglio 2019) e dei depositi totali (+6.0%, +5.7% e +6.5% rispettivamente) dovrebbe essere sostenuta.**

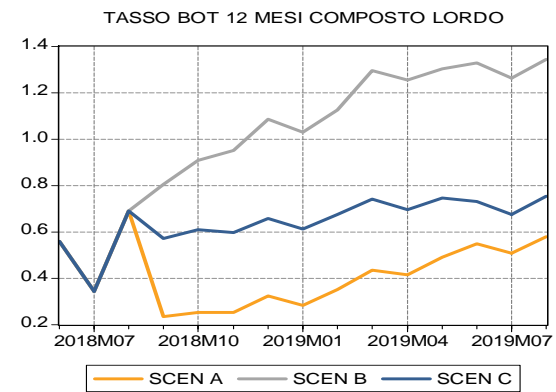
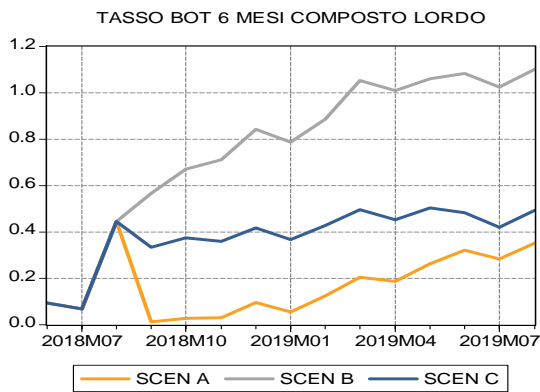
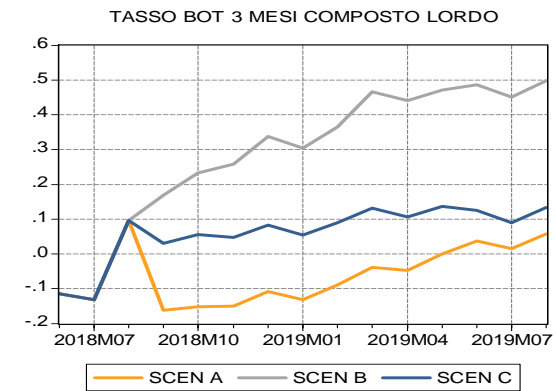
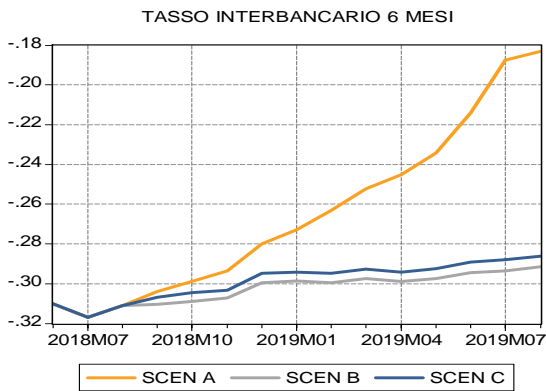
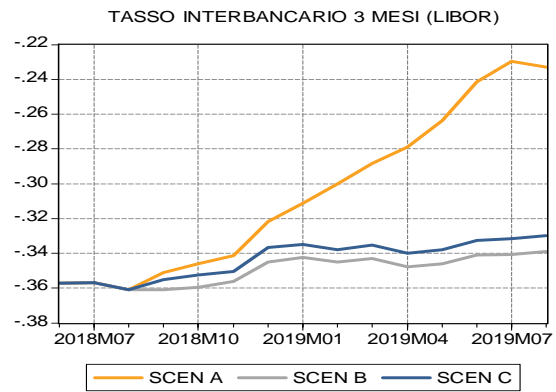
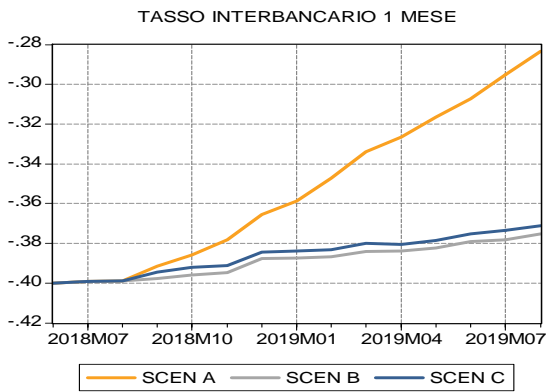
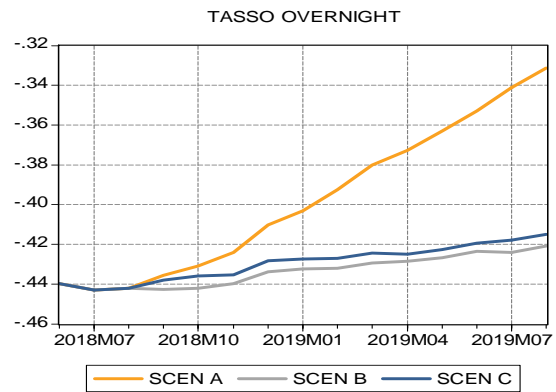
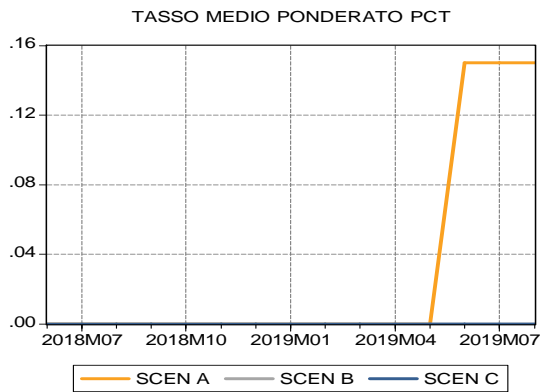
TASSI INTERBANCARI

STRUTTURA A TERMINE

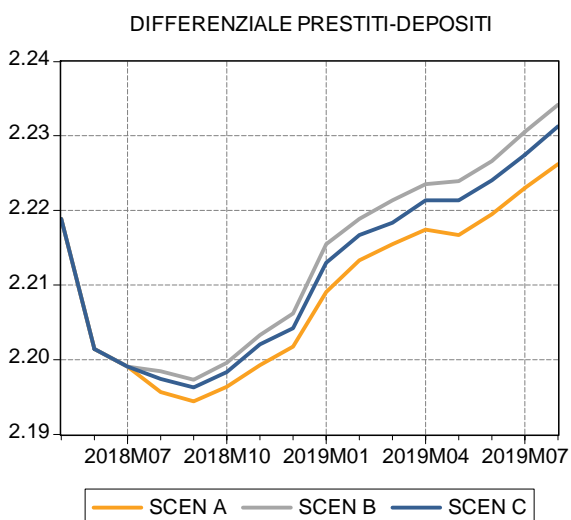
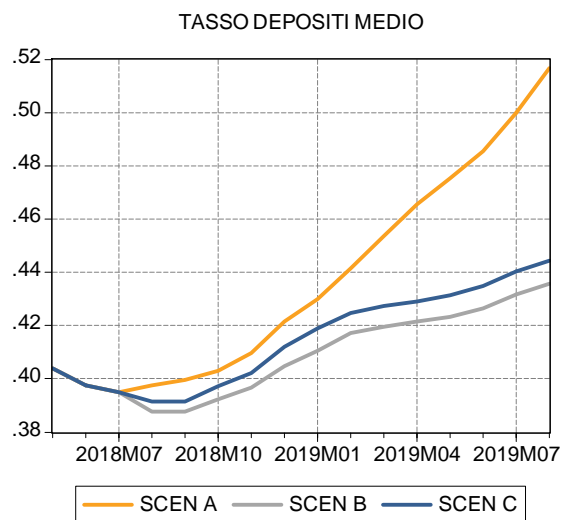
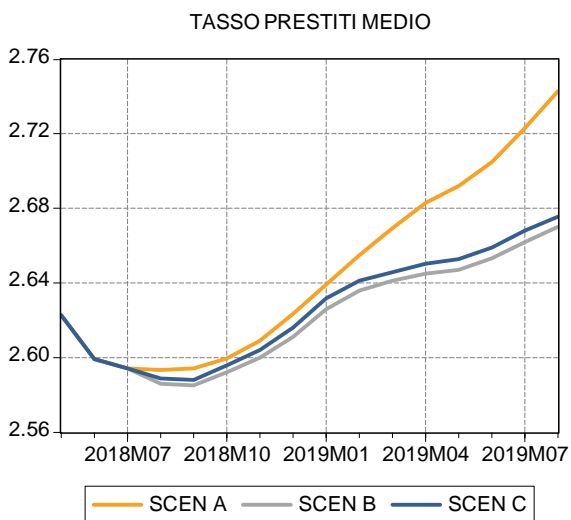
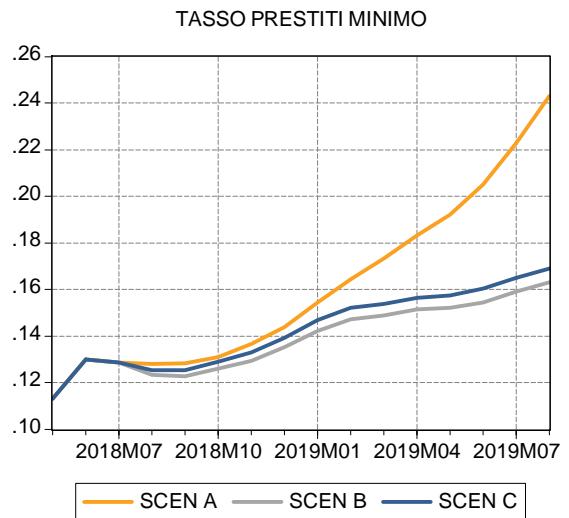
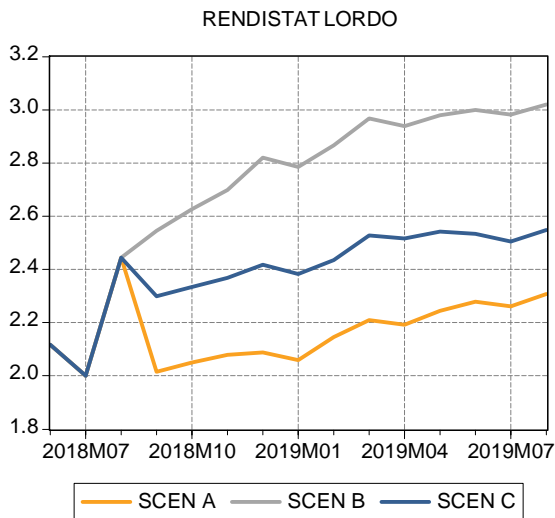
TASSI BANCARI

VOLUMI

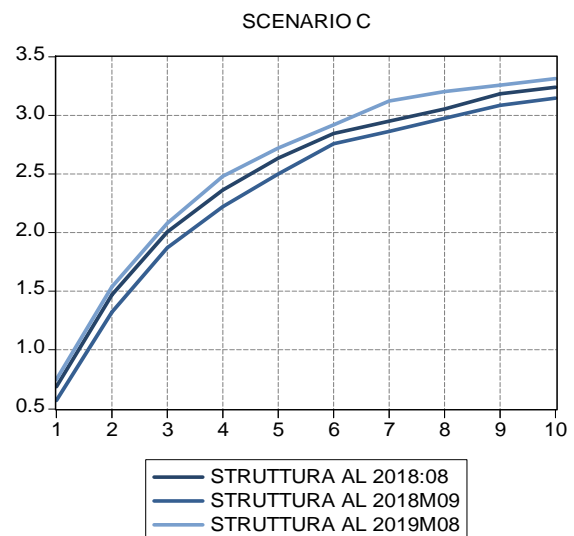
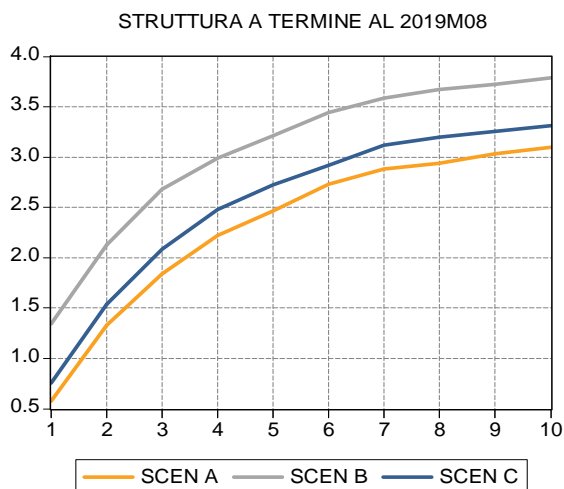
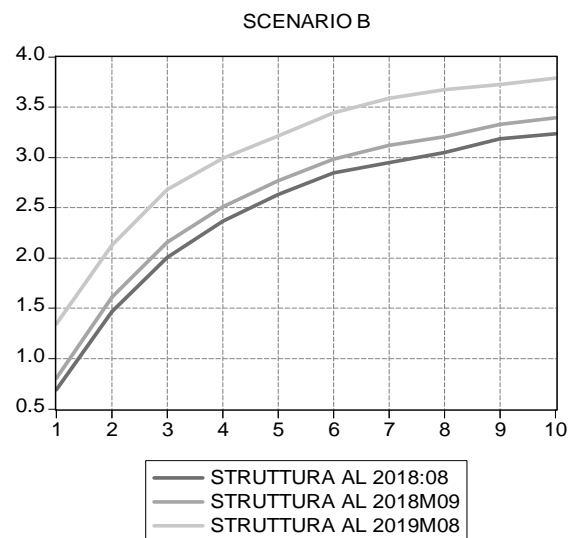
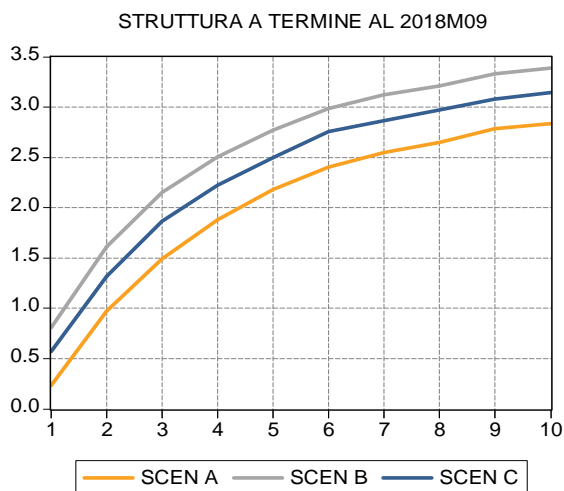
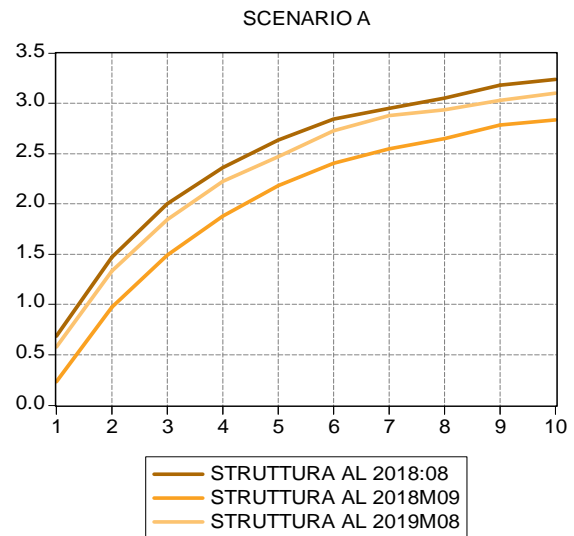
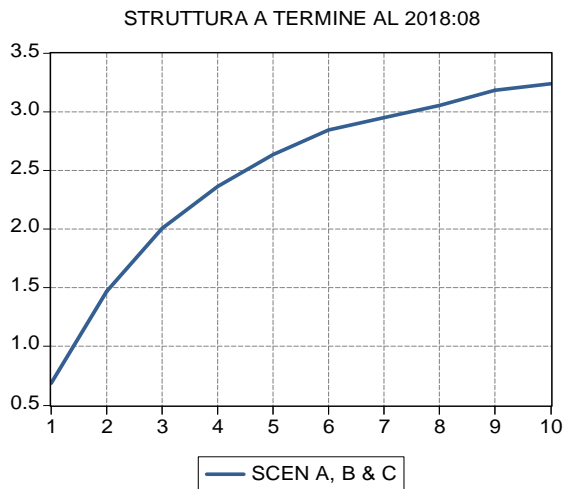
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



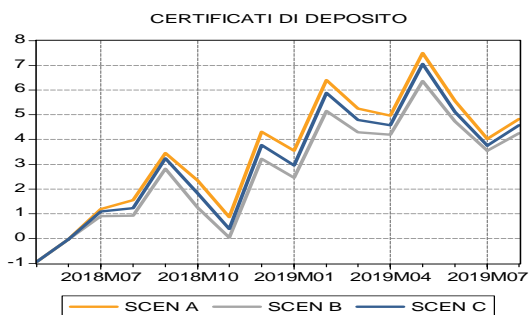
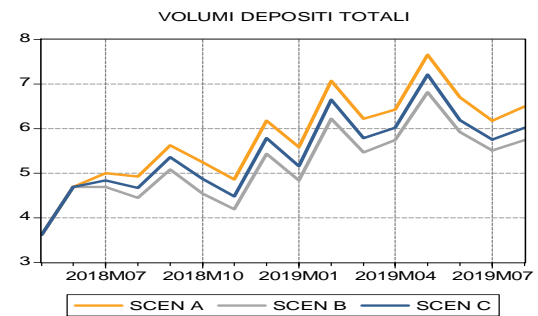
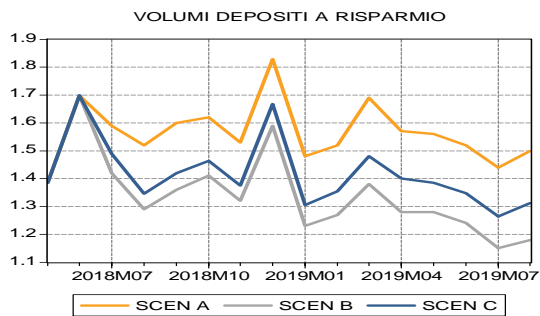
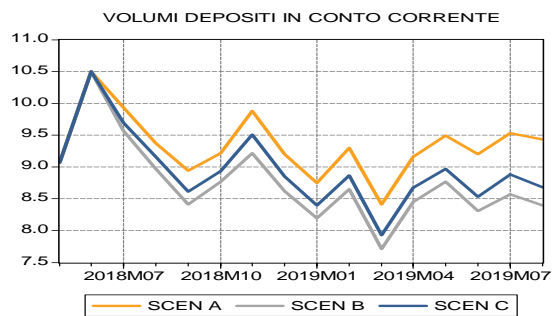
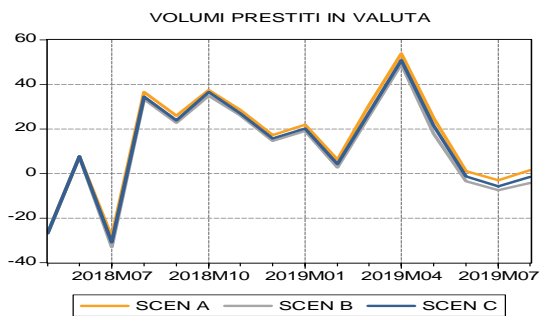
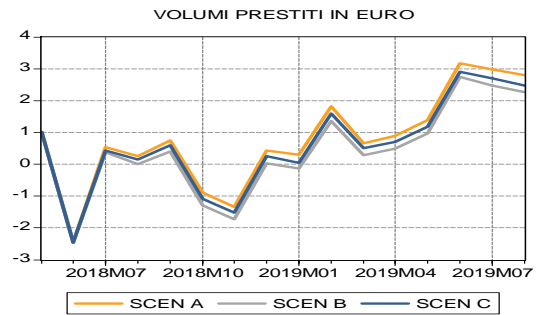
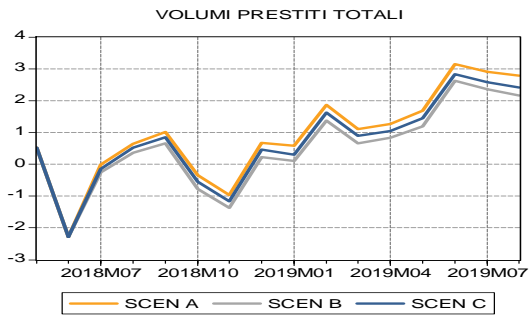
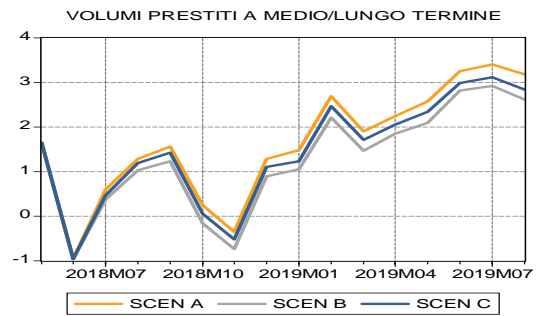
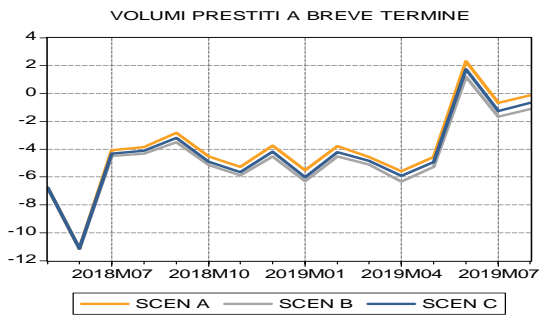
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



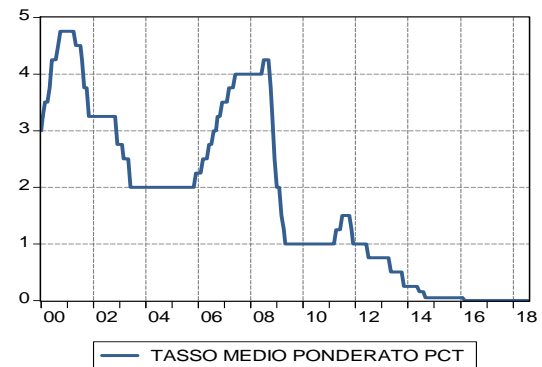
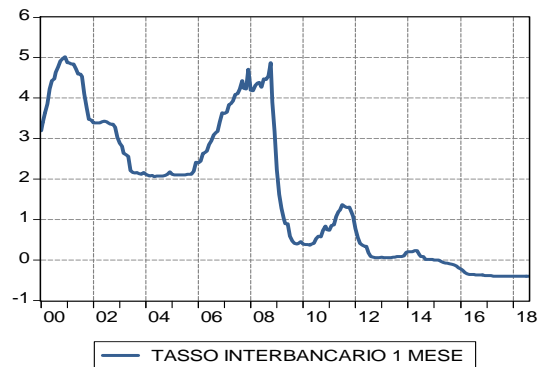
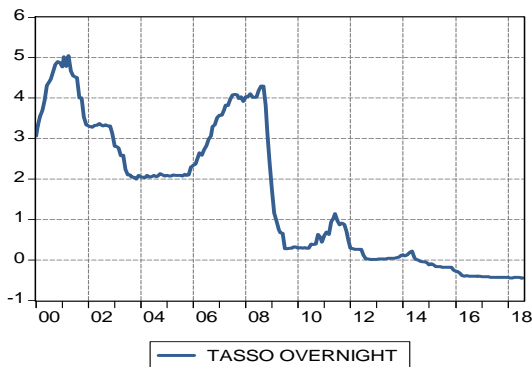
SCENARIO A	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.15	0.15	0.15
Indice BCI COMIT (livello)	1316	1308	1387	1288	1284	1311	1235	1236	1231	1329	1281	1258	1241	1326	1354	1327	1272	1297	1351
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.7	3.4	2.3	2.5	1.7	2.7	2.1	2.4	2.6	2.0	1.4	1.5	2.3	1.6	1.9	1.6	2.2	1.4	1.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.5	0.9	0.6	1.0	1.4	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6
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	0.15	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	-0.42	-0.41	-0.40	-0.39	-0.38	-0.37	-0.36	-0.35	-0.34	-0.33
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.38	-0.37	-0.36	-0.35	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.30	-0.28
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.38	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.34	-0.32	-0.31	-0.30	-0.29	-0.28	-0.26	-0.24	-0.23	-0.23
T. Interb. 6m lett.	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.30	-0.30	-0.29	-0.28	-0.27	-0.26	-0.25	-0.25	-0.23	-0.21	-0.19	-0.18
T. Depositi medio	0.39	0.40	0.40	0.40	0.40	0.39	0.40	0.40	0.40	0.41	0.42	0.43	0.44	0.45	0.47	0.48	0.49	0.50	0.52
T. Prestiti medio	2.68	2.66	2.64	2.62	2.60	2.59	2.59	2.59	2.60	2.61	2.62	2.64	2.65	2.67	2.68	2.69	2.71	2.72	2.74
T.prest. medio - T.dep. medio	2.30	2.26	2.24	2.22	2.20	2.20	2.20	2.19	2.20	2.20	2.20	2.21	2.21	2.22	2.22	2.22	2.22	2.22	2.23
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.41	-0.43	-0.42	0.57	-0.11	-0.13	0.10	-0.16	-0.15	-0.15	-0.11	-0.13	-0.09	-0.04	-0.05	0.00	0.04	0.02	0.06
T. BOT comp. lordo 6m	-0.41	-0.44	-0.43	1.23	0.09	0.07	0.45	0.01	0.03	0.03	0.10	0.05	0.12	0.20	0.19	0.26	0.32	0.28	0.35
T. BOT comp. lordo 12m	-0.41	-0.41	-0.40	-0.37	0.56	0.34	0.69	0.23	0.25	0.25	0.32	0.28	0.35	0.43	0.41	0.49	0.55	0.51	0.58
Rendistat lordo	1.26	1.20	1.05	1.49	2.12	2.00	2.45	2.02	2.05	2.08	2.09	2.06	2.15	2.21	2.19	2.25	2.28	2.26	2.31
Rendistat netto	1.11	1.05	0.92	1.30	1.85	1.75	2.14	1.76	1.79	1.82	1.83	1.80	1.88	1.93	1.92	1.96	2.00	1.98	2.02
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.22	0.03	0.14	1.40	1.13	1.26	2.00	1.49	1.51	1.52	1.56	1.54	1.60	1.70	1.68	1.74	1.81	1.78	1.84
Rend. BTP a 5 anni	0.90	0.67	0.69	2.02	1.83	1.93	2.63	2.18	2.20	2.22	2.25	2.23	2.28	2.35	2.34	2.38	2.44	2.41	2.47
Rend. BTP a 7 anni	1.52	1.26	1.27	2.39	2.30	2.37	2.95	2.55	2.60	2.61	2.65	2.65	2.71	2.78	2.77	2.83	2.88	2.85	2.88
Rend. BTP a 10 anni	2.12	1.86	1.88	2.81	2.73	2.79	3.24	2.84	2.85	2.86	2.90	2.88	2.93	3.00	2.99	3.02	3.08	3.04	3.10
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2347.233	2376.326	2380.593	2373.219	2332.335	2348.267	2359.710	2371.567	2389.308	2398.315	2387.10	2392.90	2391.13	2402.47	2410.59	2413.33	2405.57	2416.37	2425.31
Prestiti in euro	2319.187	2341.405	2363.953	2342.658	2288.509	2317.276	2325.203	2339.707	2341.935	2358.783	2349.019	2355.24	2361.396	2356.86	2384.99	2375.22	2361.28	2386.33	2390.31
Prestiti in valuta	28.047	34.921	16.640	30.561	43.826	30.991	34.507	31.859	47.373	39.532	38.082	37.664	29.731	45.607	25.597	38.105	44.286	30.036	35.001
Prestiti a breve	294.973	293.585	297.137	292.566	276.100	287.015	280.729	280.094	278.737	282.896	278.212	286.908	283.794	280.227	280.586	279.196	282.505	285.063	280.392
Prestiti a m / l	2052.260	2082.741	2083.457	2080.653	2056.235	2061.252	2078.981	2091.473	2110.571	2115.419	2108.889	2105.993	2107.333	2122.239	2130.003	2134.130	2123.065	2131.303	2144.917
Depositi totali	2351.082	2390.208	2391.160	2420.533	2444.161	2447.006	2448.041	2481.728	2487.572	2472.591	2520.459	2507.863	2517.303	2538.879	2544.673	2605.704	2607.920	2598.231	2606.919
Depositi in c / c	1050.641	1071.492	1073.970	1083.938	1101.349	1098.643	1099.619	1119.359	1123.365	1124.503	1157.744	1140.683	1148.350	1161.604	1172.346	1186.804	1202.673	1203.344	1203.313
Depositi a risparmio	301.037	300.511	300.202	299.777	299.936	300.614	301.719	302.125	301.720	302.085	304.193	305.385	305.613	305.590	304.916	304.453	304.495	304.943	306.245
Certif. deposito	999.404	1018.204	1016.988	1036.818	1042.876	1047.749	1046.703	1060.243	1062.488	1046.004	1058.522	1061.795	1063.340	1071.684	1067.412	1114.447	1100.752	1089.944	1097.361
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	1.91	-0.01	-0.12	0.52	-2.28	-0.01	0.64	1.02	-0.34	-0.96	0.67	0.58	1.87	1.10	1.26	1.69	3.14	2.90	2.78
Prestiti in euro	2.39	-0.24	0.60	1.02	-2.45	0.53	0.25	0.75	-0.89	-1.34	0.44	0.30	1.82	0.66	0.89	1.39	3.18	2.98	2.80
Prestiti in valuta	-26.33	18.58	-50.51	-26.83	7.47	-28.66	36.39	25.77	37.39	28.51	17.22	21.76	6.00	30.60	53.82	24.69	1.05	-3.08	1.43
Prestiti a breve	-7.71	-7.42	-4.28	-6.78	-11.14	-4.09	-3.86	-2.82	-4.54	-5.29	-3.74	-5.52	-3.79	-4.55	-5.57	-4.57	2.32	-0.68	-0.12
Prestiti a m / l	3.46	1.13	0.50	1.64	-0.96	0.59	1.28	1.56	0.24	-0.35	1.28	1.47	2.68	1.90	2.23	2.57	3.25	3.40	3.17
Depositi totali	3.95	0.86	0.09	3.62	4.68	4.99	4.92	5.62	5.24	4.86	6.18	5.58	7.07	6.22	6.42	7.65	6.70	6.18	6.49
Depositi in c / c	8.76	9.38	6.97	9.07	10.50	9.93	9.37	8.94	9.22	9.88	9.20	8.75	9.30	8.41	9.16	9.49	9.20	9.53	9.43
Depositi a risparmio	0.92	1.17	1.31	1.39	1.70	1.59	1.52	1.60	1.62	1.53	1.83	1.48	1.52	1.69	1.57	1.56	1.52	1.44	1.50
Certif. deposito	0.20	-6.86	-6.59	-0.93	-0.03	1.19	1.56	3.46	2.33	0.86	4.31	3.54	6.40	5.25	4.96	7.49	5.55	4.03	4.84

SCENARIO B	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	19 8
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 BCI COMIT (livello)	1316	1308	1387	1288	1284	1311	1235	1189	1156	1205	1166	1122	1100	1155	1181	1133	1075	1114	1163
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.7	3.4	2.3	2.5	1.7	1.9	0.9	1.4	1.4	0.8	0.4	0.4	1.1	0.6	0.8	0.5	0.9	0.6	0.3
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.5	0.9	0.6	1.0	1.4	1.9	1.7	1.5	1.5	1.3	1.3	1.1	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.42	-0.42	-0.42
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.38	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.34	-0.35	-0.34	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34
T. Interb. 6m lett.	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29	-0.29
T. Depositi medio	0.39	0.40	0.40	0.40	0.40	0.39	0.39	0.39	0.39	0.40	0.40	0.41	0.42	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44
T. Prestiti medio	2.68	2.66	2.64	2.62	2.60	2.59	2.59	2.59	2.59	2.60	2.61	2.63	2.64	2.64	2.65	2.65	2.65	2.66	2.67
T.prest. medio - T.dep. medio	2.30	2.26	2.24	2.22	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.21	2.22	2.22	2.22	2.22	2.22	2.23	2.23	2.23
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.41	-0.43	-0.42	0.57	-0.11	-0.13	0.10	0.17	0.23	0.26	0.34	0.30	0.36	0.47	0.44	0.47	0.49	0.45	0.50
T. BOT comp. lordo 6m	-0.41	-0.44	-0.43	1.23	0.09	0.07	0.45	0.57	0.67	0.71	0.84	0.79	0.88	1.05	1.01	1.06	1.08	1.02	1.10
T. BOT comp. lordo 12m	-0.41	-0.41	-0.40	-0.37	0.56	0.34	0.69	0.81	0.91	0.95	1.09	1.03	1.13	1.30	1.26	1.30	1.33	1.26	1.34
Rendistat lordo	1.26	1.20	1.05	1.49	2.12	2.00	2.45	2.55	2.63	2.70	2.82	2.79	2.87	2.97	2.94	2.98	3.00	2.98	3.02
Rendistat netto	1.11	1.05	0.92	1.30	1.85	1.75	2.14	2.23	2.30	2.36	2.47	2.44	2.51	2.60	2.57	2.61	2.62	2.61	2.64
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.22	0.03	0.14	1.40	1.13	1.26	2.00	2.16	2.24	2.29	2.44	2.38	2.49	2.64	2.60	2.64	2.65	2.61	2.68
Rend. BTP a 5 anni	0.90	0.67	0.69	2.02	1.83	1.93	2.63	2.77	2.85	2.89	3.01	2.96	3.05	3.18	3.15	3.18	3.19	3.16	3.21
Rend. BTP a 7 anni	1.52	1.26	1.27	2.39	2.30	2.37	2.95	3.12	3.20	3.24	3.36	3.33	3.41	3.53	3.52	3.55	3.59	3.54	3.59
Rend. BTP a 10 anni	2.12	1.86	1.88	2.81	2.73	2.79	3.24	3.39	3.46	3.48	3.59	3.55	3.61	3.75	3.69	3.71	3.74	3.72	3.79
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2347.233	2376.326	2380.593	2373.219	2332.335	2342.630	2353.145	2362.881	2378.985	2388.265	2376.65	2381.74	2379.28	2391.82	2400.35	2401.36	2393.49	2397.81	2404.08
Prestiti in euro	2319.187	2341.405	2363.953	2342.658	2288.509	2313.588	2319.404	2331.812	2332.483	2349.458	2339.430	2344.91	2350.496	2347.96	2375.54	2365.38	2351.21	2370.96	2371.82
Prestiti in valuta	28.047	34.921	16.640	30.561	43.826	29.043	33.740	31.069	46.502	38.807	37.216	36.838	28.780	43.856	24.810	35.980	42.272	26.846	32.261
Prestiti a breve	294.973	293.585	297.137	292.566	276.100	285.758	279.415	278.105	276.985	281.104	275.899	284.509	281.640	278.583	278.328	277.148	279.413	280.957	276.230
Prestiti a m / l	2052.260	2082.741	2083.457	2080.653	2056.235	2056.872	2073.729	2084.776	2102.000	2107.161	2100.747	2097.234	2097.636	2113.234	2122.019	2124.214	2114.073	2116.854	2127.854
Depositi totali	2351.082	2390.208	2391.160	2420.533	2444.161	2440.014	2436.841	2469.040	2471.026	2456.793	2502.656	2490.286	2497.319	2520.713	2528.413	2585.371	2588.855	2574.459	2576.716
Depositi in c / c	1050.641	1071.492	1073.970	1083.938	1101.349	1095.045	1095.598	1113.913	1118.737	1117.748	1151.595	1134.914	1141.521	1154.104	1164.721	1179.000	1192.871	1188.891	1187.628
Depositi a risparmio	301.037	300.511	300.202	299.777	299.936	300.111	301.035	301.412	301.096	301.460	303.476	304.632	304.860	304.658	304.045	303.614	303.655	303.562	304.588
Certif. deposito	999.404	1018.204	1016.988	1036.818	1042.876	1044.858	1040.209	1053.715	1051.194	1037.585	1047.585	1050.739	1050.938	1061.951	1059.647	1102.758	1092.329	1082.006	1084.501
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	1.91	-0.01	-0.12	0.52	-2.28	-0.25	0.36	0.65	-0.77	-1.38	0.23	0.11	1.37	0.65	0.83	1.19	2.62	2.36	2.16
Prestiti in euro	2.39	-0.24	0.60	1.02	-2.45	0.37	0.00	0.41	-1.29	-1.73	0.03	-0.14	1.35	0.28	0.49	0.97	2.74	2.48	2.26
Prestiti in valuta	-26.33	18.58	-50.51	-26.83	7.47	-33.15	33.36	22.65	34.87	26.15	14.55	19.09	2.62	25.59	49.10	17.73	-3.55	-7.56	-4.38
Prestiti a breve	-7.71	-7.42	-4.28	-6.78	-11.14	-4.51	-4.31	-3.51	-5.14	-5.89	-4.54	-6.31	-4.52	-5.11	-6.33	-5.27	1.20	-1.68	-1.14
Prestiti a m / l	3.46	1.13	0.50	1.64	-0.96	0.37	1.02	1.23	-0.16	-0.74	0.89	1.05	2.21	1.46	1.85	2.09	2.81	2.92	2.61
Depositi totali	3.95	0.86	0.09	3.62	4.68	4.69	4.44	5.08	4.54	4.19	5.43	4.84	6.22	5.46	5.74	6.81	5.92	5.51	5.74
Depositi in c / c	8.76	9.38	6.97	9.07	10.50	9.57	8.97	8.41	8.77	9.22	8.62	8.20	8.65	7.71	8.45	8.77	8.31	8.57	8.40
Depositi a risparmio	0.92	1.17	1.31	1.39	1.70	1.42	1.29	1.36	1.41	1.32	1.59	1.23	1.27	1.38	1.28	1.28	1.24	1.15	1.18
Certif. deposito	0.20	-6.86	-6.59	-0.93	-0.03	0.91	0.93	2.82	1.24	0.05	3.23	2.46	5.16	4.30	4.19	6.36	4.74	3.56	4.26

SCENARIO C	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	19 8
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 BCI COMIT (livello)	1316	1308	1387	1288	1284	1311	1235	1221	1204	1292	1253	1229	1213	1292	1321	1285	1250	1251	1306
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.7	3.4	2.3	2.5	1.7	2.5	1.8	2.0	2.1	1.6	1.1	1.1	1.9	1.2	1.5	1.2	1.7	0.9	0.7
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.5	0.9	0.6	1.0	1.4	1.9	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.4	1.5	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.43	-0.43	-0.43	-0.42	-0.43	-0.42	-0.42	-0.42	-0.41
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.38	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.33	-0.33	-0.33
T. Interb. 6m lett.	-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	-0.29	-0.29
T. Depositi medio	0.39	0.40	0.40	0.40	0.40	0.39	0.39	0.39	0.40	0.40	0.41	0.42	0.42	0.43	0.43	0.43	0.43	0.44	0.44
T. Prestiti medio	2.68	2.66	2.64	2.62	2.60	2.59	2.59	2.59	2.60	2.60	2.62	2.63	2.64	2.65	2.65	2.65	2.66	2.67	2.68
T.prest. medio - T.dep. medio	2.30	2.26	2.24	2.22	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.21	2.22	2.22	2.22	2.22	2.22	2.23	2.23
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.41	-0.43	-0.42	0.57	-0.11	-0.13	0.10	0.03	0.06	0.05	0.08	0.05	0.09	0.13	0.11	0.14	0.13	0.09	0.13
T. BOT comp. lordo 6m	-0.41	-0.44	-0.43	1.23	0.09	0.07	0.45	0.33	0.37	0.36	0.42	0.37	0.43	0.49	0.45	0.50	0.48	0.42	0.49
T. BOT comp. lordo 12m	-0.41	-0.41	-0.40	-0.37	0.56	0.34	0.69	0.57	0.61	0.60	0.66	0.61	0.67	0.74	0.70	0.75	0.73	0.67	0.75
Rendistat lordo	1.26	1.20	1.05	1.49	2.12	2.00	2.45	2.30	2.33	2.37	2.42	2.38	2.43	2.53	2.52	2.54	2.53	2.50	2.55
Rendistat netto	1.11	1.05	0.92	1.30	1.85	1.75	2.14	2.01	2.04	2.07	2.12	2.08	2.13	2.21	2.20	2.22	2.22	2.19	2.23
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.22	0.03	0.14	1.40	1.13	1.26	2.00	1.87	1.89	1.89	1.94	1.91	1.99	2.07	2.03	2.07	2.06	2.03	2.08
Rend. BTP a 5 anni	0.90	0.67	0.69	2.02	1.83	1.93	2.63	2.50	2.52	2.54	2.58	2.55	2.62	2.71	2.68	2.72	2.72	2.68	2.72
Rend. BTP a 7 anni	1.52	1.26	1.27	2.39	2.30	2.37	2.95	2.86	2.88	2.92	2.98	2.96	3.02	3.10	3.08	3.12	3.13	3.09	3.12
Rend. BTP a 10 anni	2.12	1.86	1.88	2.81	2.73	2.79	3.24	3.15	3.15	3.16	3.20	3.15	3.22	3.32	3.30	3.33	3.32	3.28	3.31
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2347.233	2376.326	2380.593	2373.219	2332.335	2344.979	2356.896	2367.576	2384.260	2393.491	2382.12	2386.26	2385.26	2397.71	2405.59	2407.39	2398.34	2405.48	2413.93
Prestiti in euro	2319.187	2341.405	2363.953	2342.658	2288.509	2314.971	2322.884	2336.224	2337.209	2354.479	2344.576	2349.13	2356.062	2353.35	2380.50	2370.30	2355.10	2377.24	2380.49
Prestiti in valuta	28.047	34.921	16.640	30.561	43.826	30.008	34.013	31.352	47.051	39.012	37.548	37.132	29.197	44.367	25.089	37.092	43.235	28.236	33.442
Prestiti a breve	294.973	293.585	297.137	292.566	276.100	286.283	279.927	278.966	277.700	281.822	276.913	285.340	282.556	279.405	279.505	278.125	280.847	282.634	278.055
Prestiti a m / l	2052.260	2082.741	2083.457	2080.653	2056.235	2058.695	2076.970	2088.610	2106.560	2111.669	2105.211	2100.923	2102.703	2118.308	2126.085	2129.269	2117.493	2122.845	2135.879
Depositi totali	2351.082	2390.208	2391.160	2420.533	2444.161	2443.277	2441.975	2475.619	2478.827	2463.395	2510.964	2497.649	2507.193	2528.362	2535.108	2595.054	2595.454	2583.765	2588.982
Depositi in c / c	1050.641	1071.492	1073.970	1083.938	1101.349	1096.267	1097.508	1115.968	1120.382	1120.716	1154.033	1137.012	1143.833	1156.461	1167.083	1181.168	1195.294	1193.616	1192.772
Depositi a risparmio	301.037	300.511	300.202	299.777	299.936	300.314	301.200	301.586	301.254	301.625	303.710	304.860	305.116	304.960	304.406	303.927	303.978	304.110	305.152
Certif. deposito	999.404	1018.204	1016.988	1036.818	1042.876	1046.696	1043.267	1058.064	1057.190	1041.054	1053.220	1055.777	1058.245	1066.941	1063.619	1109.959	1096.182	1086.039	1091.058
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	1.91	-0.01	-0.12	0.52	-2.28	-0.15	0.52	0.85	-0.55	-1.16	0.46	0.30	1.62	0.90	1.05	1.44	2.83	2.58	2.42
Prestiti in euro	2.39	-0.24	0.60	1.02	-2.45	0.43	0.15	0.60	-1.09	-1.52	0.25	0.04	1.59	0.51	0.70	1.18	2.91	2.69	2.48
Prestiti in valuta	-26.33	18.58	-50.51	-26.83	7.47	-30.92	34.44	23.77	36.46	26.82	15.58	20.04	4.10	27.05	50.77	21.37	-1.35	-5.91	-1.68
Prestiti a breve	-7.71	-7.42	-4.28	-6.78	-11.14	-4.33	-4.13	-3.21	-4.90	-5.65	-4.19	-6.04	-4.21	-4.83	-5.93	-4.94	1.72	-1.27	-0.67
Prestiti a m / l	3.46	1.13	0.50	1.64	-0.96	0.46	1.18	1.42	0.05	-0.53	1.11	1.23	2.46	1.71	2.05	2.34	2.98	3.12	2.84
Depositi totali	3.95	0.86	0.09	3.62	4.68	4.83	4.66	5.36	4.87	4.47	5.78	5.15	6.64	5.78	6.02	7.21	6.19	5.75	6.02
Depositi in c / c	8.76	9.38	6.97	9.07	10.50	9.69	9.16	8.61	8.93	9.51	8.85	8.40	8.87	7.93	8.67	8.97	8.53	8.88	8.68
Depositi a risparmio	0.92	1.17	1.31	1.39	1.70	1.49	1.35	1.42	1.46	1.38	1.67	1.31	1.36	1.48	1.40	1.38	1.35	1.26	1.31
Certif. deposito	0.20	-6.86	-6.59	-0.93	-0.03	1.09	1.23	3.25	1.82	0.38	3.78	2.95	5.89	4.79	4.59	7.05	5.11	3.76	4.58

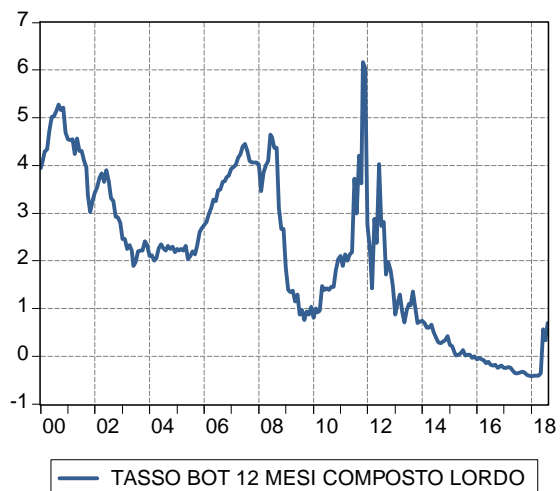
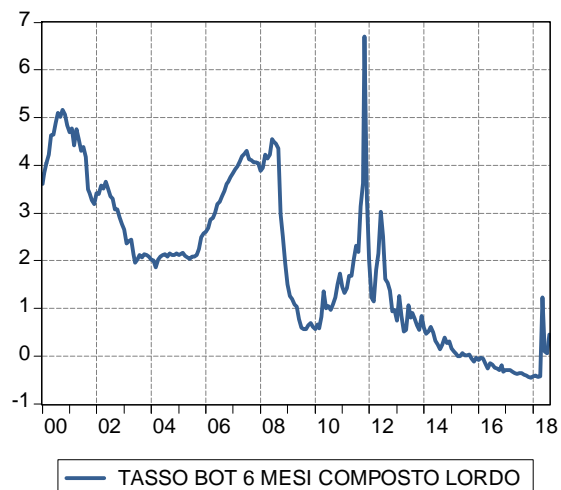
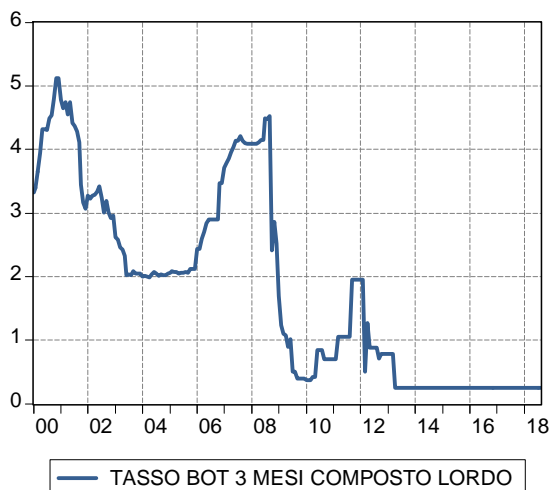
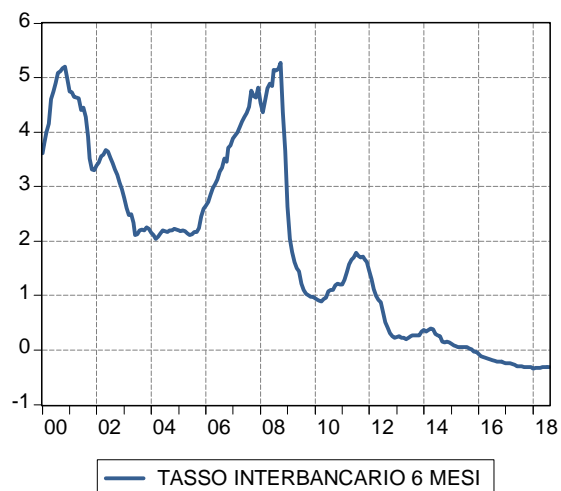
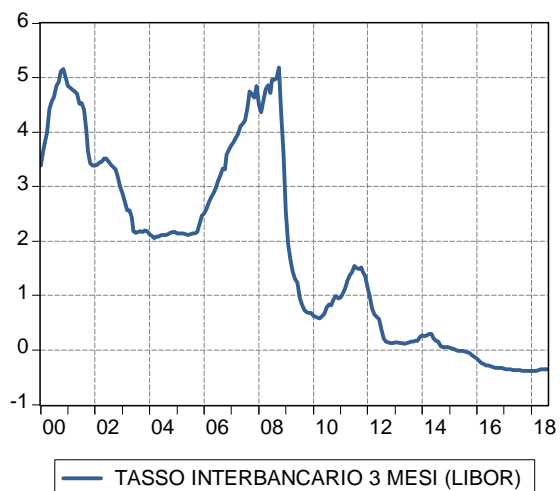
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



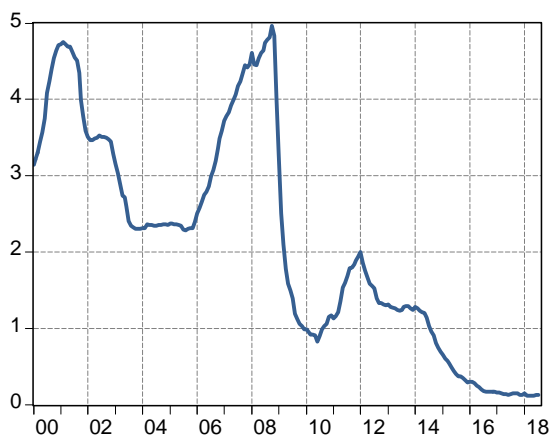
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili

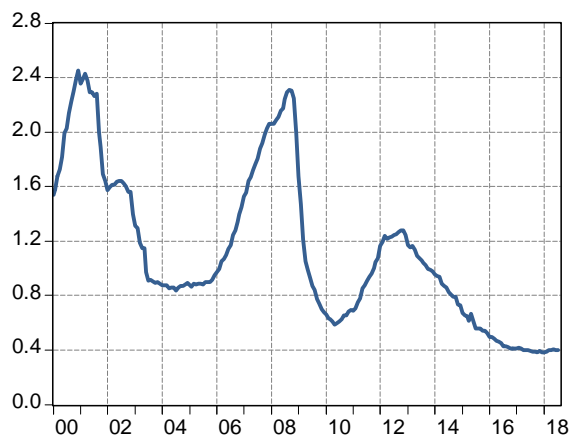


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

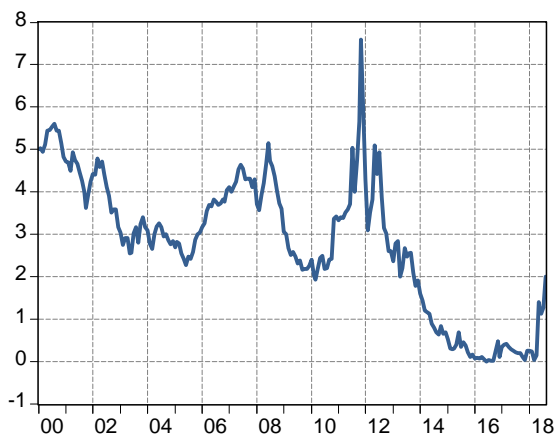
Dati mensili



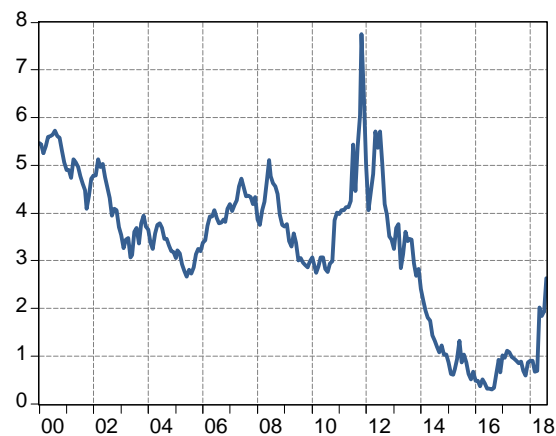
TASSO PRESTITI MINIMO



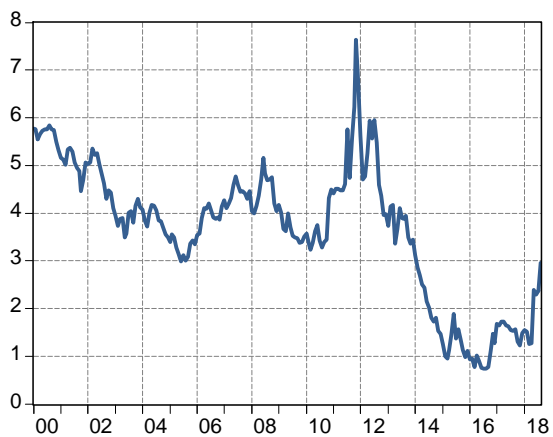
TASSO DEPOSITI MEDIO



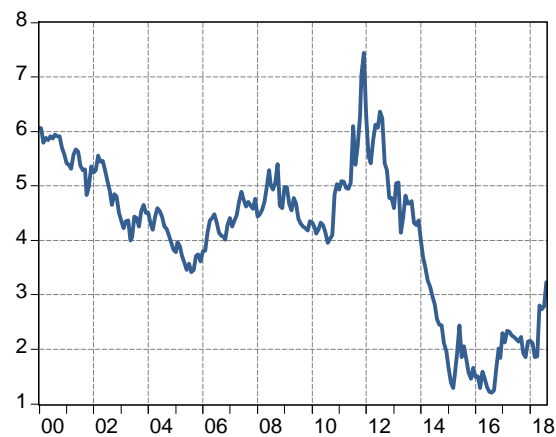
RENDIMENTO A 3 ANNI



RENDIMENTO A 5 ANNI



RENDIMENTO A 7 ANNI



RENDIMENTO A 10 ANNI

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

