

# MEFIM

MODELLO  
ECONOMETRICO  
FINANZIARIO  
INTERNAZIONALE  
MENSILE

Ottobre 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 settembre 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

I fattori critici messi in evidenza nei mesi scorsi continuano a oscurare lo scenario macroeconomico internazionale: 1) la guerra dei dazi, 2) la crisi dei Paesi emergenti e 3) la manovra di bilancio italiana. Valutiamoli alla luce dei nuovi sviluppi avvenuti in settembre. Si è aggiunto, inoltre, 4) il rincaro del prezzo del petrolio.

1) Le controversie commerciali si sono allentate tra USA e Canada, grazie al raggiungimento di un accordo che scongiura l'entrata in vigore dei dazi annunciati. A fine novembre sarà siglato un nuovo trattato di libero scambio tra USA, Canada e Messico, denominato USMCA (*United States-Mexico-Canada Agreement*) che sostituirà il NAFTA, per poi essere sottoposto all'approvazione del Congresso degli Stati Uniti. Il Canada sarà più penalizzato nel settore caseario

a fronte di un vantaggio nella produzione del legno, punto di forza di questo Paese. Nei confronti dell'UE, Trump sta ancora valutando la proposta di Juncker di abolire tutte le tariffe sui flussi in entrambi i sensi. È, invece, aumentata la tensione tra USA e Cina, che, riguardando le prime due economie mondiali, preoccupa non poco gli investitori internazionali. Il 24 settembre sono entrati in vigore i nuovi dazi del 10%, annunciati dal Presidente Trump, su beni d'importazione cinese per un ammontare di 200 miliardi di dollari. Tali tariffe potrebbero salire al 25% dal 1° gennaio 2019. La Cina ha risposto con contro-tariffe del 10% su importazioni americane del valore annuo di 60 miliardi di dollari, non facendosi intimidire dalla minaccia di Washington di adottare dazi per altri 267 miliardi di dollari (praticamente tutte le esportazioni cinesi negli Stati Uniti sarebbero soggette a dazi) in caso di ritorsioni da parte di Pechino. **Pur tenendo conto** della strategia di contrattazione di Trump, che tende a chiedere molto per poi trovare un accordo in termini più contenuti, e dell'avvicinarsi delle **elezioni di *mid-term* di metà novembre** per il rinnovo del Congresso americano, i mancati segnali di cedimento da parte di Pechino rischiano di portare a una vera guerra fredda che potrebbe sconfinare anche nell'ambito delle valute. Per il momento, i dati macroeconomici riflettono poco gli effetti di queste schermaglie, perché si riferiscono ancora a luglio o agosto. Solo l'Area Euro, in particolare Germania e Francia, ha già riscontrato una debolezza del canale estero e un calo di fiducia dei produttori. In ogni caso, è necessario attendere le rilevazioni relative a settembre/ottobre per testarne appieno l'impatto. Questo, come messo in evidenza nei mesi scorsi, **sarà più in termini di spinte inflazionistiche nel breve periodo, soprattutto negli USA che viaggiano al pieno impiego** (i produttori scaricheranno sui consumatori il maggior costo da tariffe) e di minor crescita nel medio/lungo, stimata da più parti in -0.5%/-1% rispetto al PIL globale.

2) La crisi dei Paesi emergenti si è acuita: il FMI ha aumentato il prestito di salvataggio da 50 a 57 miliardi di dollari all'Argentina e la Banca Centrale turca ha alzato il tasso sui pronti/termine settimanale addirittura di 625 punti base, al 24%, per difendere la valuta. L'eventuale minor crescita globale, in particolare della Cina, implicherà minori esportazioni di materie prime per questa tipologia di Paesi. I rialzi dei tassi ufficiali da parte della Fed, inoltre, non aiutano, perché rafforzano il dollaro e, per tale via, aumentano i costi di copertura degli investimenti finanziari nei Paesi emergenti.

3) In Italia, dalla nota di aggiornamento al DEF (Documento Economico Finanziario) che conterrà la manovra di bilancio, è emersa l'intenzione del Governo di portare il rapporto deficit/PIL a +2.4% nel 2018 e nei successivi due anni. La buona notizia è che, essendo sotto il 3%, la procedura d'infrazione per deficit eccessivo da parte della Commissione Europea non scatterà automaticamente. La cattiva notizia è che comunque il +2.4% stabilito è ben oltre il +0.8% sul quale si era impegnato il Governo precedente o il +1.6% garantito dal ministro dell'economia Tria. La probabilità che l'Italia entri in contrasto con Bruxelles è, quindi, molto alta. Due sono gli appuntamenti importanti da monitorare in ottobre: il 15, quando verrà presentata la manovra finanziaria in Parlamento e verso fine mese, quando le agenzie di *rating* si pronunceranno sul merito di credito del debito italiano. Il primo appuntamento permetterà di conoscere i dettagli della Legge Finanziaria. Al momento, è noto soltanto che conterrà tre voci principali: il reddito di cittadinanza (10 miliardi di euro), le modifiche alla riforma Fornero (8 miliardi) con quota 100, come somma dell'età anagrafica e dell'anzianità lavorativa, per andare in pensione, e le agevolazioni fiscali per le partite IVA (5 miliardi). La scommessa del Governo è riuscire a generare crescita e, solo

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

conoscendo i dettagli anche sulle coperture, si potrà esprimere un giudizio. Il secondo appuntamento, legato al primo, preoccupa per il possibile declassamento di *rating* al quale potrebbe andare incontro il debito pubblico italiano. Gli attuali *rating* delle tre principali agenzie sono: Baa2 con *outlook* in attesa di revisione per Moody's, BBB con *outlook* stabile per S&P, BBB con *outlook* negativo per Fitch. In caso di declassamento a Baa3 per Moody's e a BBB- per S&P e Fitch, il debito italiano si troverebbe a un passo dalla soglia dei titoli "spazzatura", oltre la quale perderebbe la classe di *Investment Grade* (titoli non speculativi). La classe *Investment Grade* (IG) è necessaria perché la BCE possa acquistare i titoli sul mercato nell'ambito del programma di *Quantitative Easing* e perché la maggior parte dei fondi internazionali possa detenerli in portafoglio, avendo nel mandato tale vincolo di IG. Un declassamento spingerebbe gli investitori internazionali a vendere i titoli di Stato italiani diventati troppo rischiosi, alimentando una pericolosa spirale negativa "alti rendimenti-alto deficit".

4) In settembre, il prezzo del petrolio ha superato la soglia degli 80 dollari al barile per il Brent, toccando gli 83, il massimo da novembre del 2014, e quella dei 70 per il WTI, raggiungendo i 73 dollari al barile. Le tensioni si sono generate: a) per un'anticipazione/speculazione, da parte degli operatori finanziari, degli effetti sul mercato petrolifero delle sanzioni imposte dagli Stati Uniti all'Iran, attive dal 5 novembre se quest'ultimo non abbandonerà il programma sul nucleare; b) per un rallentamento della produzione di petrolio negli Stati Uniti. Nonostante l'Arabia Saudita abbia dichiarato di essere pronta ad aumentare la produzione per far fronte al calo di quella iraniana, gli *hedge fund* hanno aumentato le loro posizioni rialziste sul greggio americano.

Il rincaro del petrolio avrà effetti inflazionistici nel breve periodo, ma deprimerà la domanda a livello globale nel medio/lungo. Pertanto, se da un lato non escludiamo ancora tensioni sul prezzo del greggio nel resto dell'anno in corso, dall'altro riteniamo probabile che le spinte al rialzo si ridimensionino nel 2019.

Alla luce dell'analisi precedente, tenendo conto che negli USA 1) la guerra dei dazi e l'aumento del prezzo del petrolio alimenteranno nel breve periodo i rischi inflazionistici già provenienti dal mercato del lavoro per gli aumenti salariali, 2) la forza del ciclo economico americano è stata confermata dagli ultimi dati trimestrali e mensili, è molto probabile che, per evitare un surriscaldamento del sistema, la Fed aumenti i tassi ufficiali di 25 punti base anche a dicembre, dopo il rialzo di settembre ampiamente scontato dai mercati (scenario C – probabilità 60%). La convinzione deriva anche dal fatto che all'ultima riunione la Banca Centrale americana ha tolto l'aggettivo "accomodante" dalla definizione della propria politica monetaria. Ha dichiarato inoltre che gli occupati stanno aumentando più di quanto atteso, con un tasso di disoccupazione che potrebbe scendere al 3.7%. Nel 2019, la guerra dei dazi e le tensioni nei Paesi emergenti sopra menzionate, agendo nel medio periodo in termini di minore crescita a livello internazionale, probabilmente indurranno la Fed a un solo rialzo a marzo, per poi assumere un atteggiamento attendista nel resto del primo semestre.

Nella Zona Euro, la crescita positiva ma ridimensionata rispetto al 2017, i segnali di debolezza del canale estero, il calo di fiducia dei produttori, l'inflazione *core* ancora di un punto percentuale sotto l'obiettivo, nonostante quella globale abbia subito l'effetto dell'aumento del prezzo del petrolio e, soprattutto, la delicata posizione dell'Italia che rischia di destabilizzare l'intera area, rendono probabile un atteggiamento accomodante da parte della BCE con un'invarianza dei tassi ufficiali almeno fino all'autunno del 2019 (scenario C – probabilità 60%). Il rischio di un declassamento del *rating* per il debito pubblico italiano manterrà in tensione i rendimenti sui titoli di Stato.

In Giappone, i dati trimestrali e mensili a oggi disponibili hanno delineato uno scenario macroeconomico in miglioramento rispetto a quanto emerso nel mese scorso. La crescita del PIL nel secondo trimestre è stata pari a +1.3% anziché +1% in termini tendenziali e gli indicatori mensili sono risultati positivi sia dal lato dell'offerta sia della domanda, anche se il canale estero è rimasto debole. Qualche lieve progresso è stato registrato anche sul fronte dell'inflazione e il rincaro del greggio potrebbe aiutare a rendere meno lento il percorso verso l'obiettivo del 2%. Non sono attese modifiche alla politica monetaria. La Banca Centrale intende mantenere gli attuali livelli estremamente bassi dei tassi d'interesse a breve e a lungo termine per un lungo periodo, tenendo conto delle incertezze relative all'attività economica e ai prezzi, compresi gli effetti dell'aumento dell'IVA programmato per ottobre 2019.

## GLI ULTIMI DATI

Negli USA, l'ulteriore revisione dei dati sul PIL del secondo trimestre dell'anno ha confermato la brillante crescita di +4.2% t/t in termini congiunturali e di +2.9% a/a in termini tendenziali, già emersa con le rilevazioni precedenti. In sostanza, il ciclo economico americano è riuscito a raddoppiare il ritmo congiunturale (nel trimestre precedente, infatti, era di +2.2% t/t). Si tratta della crescita più alta degli ultimi quattro anni. Come ha sottolineato all'ultima riunione il Presidente della Fed, Powell, la politica fiscale sta spingendo l'economia. La revisione non ha portato a variazioni significative, pertanto gli aspetti interpretativi importanti di questi dati rimangono: 1) la forza trainante dei consumi con un contributo alla crescita del PIL di +2.6% t/t; 2) la debolezza del settore edilizio, in quanto gli investimenti fissi sono supportati quasi esclusivamente dalla componente dei non residenziali; 3) il contributo soddisfacente del canale estero (+1.2% t/t) in contrasto con il trimestre precedente, grazie al considerevole flusso delle esportazioni (+9.3% t/t) e al contestuale calo delle importazioni (-0.6%, rivisto da -0.4%); 4) il decumulo di scorte che hanno sottratto crescita per un -1.2% t/t (rivisto da -1%).

I dati mensili, disponibili prevalentemente per agosto, valutati assieme a quelli dei due mesi precedenti, indicano che, con alta probabilità, il passo sostenuto di crescita proseguirà anche nel terzo trimestre. Buone le informazioni giunte sia dal lato dell'offerta sia della domanda, con dati spesso superiori alle attese, una fiducia di produttori e consumatori che traina la crescita e un mercato del lavoro ancora in espansione. In agosto, infatti, nonostante la difficoltà delle imprese a reperire lavoratori, si sono registrate +201.000 nuove assunzioni, sopra le aspettative di 190.000 e del dato del mese precedente di 147.000 (rivisto da 157.000). Ciò ha consentito al tasso di disoccupazione di rimanere fermo al 3.9%, quindi sotto la soglia stimata di pieno impiego. La produzione industriale è aumentata di +0.4% m/m contro un'aspettativa più cauta di +0.3%. Va tenuta in considerazione anche la revisione al rialzo del dato di luglio a +0.4% da +0.1%. Un ampio recupero è stato registrato dagli ordini di beni durevoli, cresciuti di +4.5% m/m, dopo il calo di -1.2% del mese precedente (rivisto da -1.7%). Si tratta, tuttavia, di una buona performance limitata al settore dei trasporti, perché, depurando la serie da questa componente più volatile, resta un esiguo incremento di +0.1% m/m. La capacità di utilizzo degli impianti rimane elevata al 78.1% dal 77.9% di luglio (rivisto da 78.1%). Buoni anche i segnali giunti dal settore edilizio, l'unica componente debole del ciclo economico americano. L'avvio di nuovi cantieri ha registrato un importante incremento di +9.2% m/m, dopo il pesante calo di -12.9% m/m di giugno e un -0.3% di luglio. La vendita di nuove case ha segnato un progresso di +3.5% m/m. In agosto, la fiducia dei produttori, misurata attraverso l'indice PMI, è cresciuta a 61.3 da 58.1 del mese precedente nel settore manifatturiero e a 58.5 da 55.7 in quello dei servizi.

Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio sono aumentate limitatamente di +0.1% m/m, dopo il brillante +0.7% di luglio (rivisto al rialzo da +0.5%) ma la fiducia dei consumatori ha continuato a correre: in settembre, l'indice *Conference Board* si è portato a 138.4 da 134.7 del mese precedente (quest'ultimo rivisto al rialzo da 133.4) sorpendendo gli economisti che si attendevano un ridimensionamento a 132. Va sottolineato che a luglio l'indice era a quota 127.9.

La forza del ciclo economico sta facendo emergere rischi inflazionistici: la difficoltà delle imprese di reperire nuova manodopera si è tradotta in rincari dei salari. In agosto, questi ultimi sono aumentati di +0.4% m/m, dopo il rilevante incremento di luglio di +0.3%, portando la variazione tendenziale a +2.9% a/a da +2.7% del mese precedente. Per il momento, gli altri indicatori dei prezzi sono rimasti cauti: l'indice PCE (*Personal Consumption Expenditures*, preferito dalla Fed) si è leggermente ridimensionato a

## USA

*Gli incrementi salariali e il rincaro del prezzo del petrolio alimentano rischi inflazionistici*

+2.2% a/a da +2.3% di luglio in termini globali. Quello *core*, depurato dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, è rimasto fermo a +2%. Il rischio che quest'ultimo possa aumentare sopra l'obiettivo della Fed del 2% è tuttavia alto, perché, in un contesto di elevata domanda di beni, i produttori saranno spinti a scaricare sui consumatori i maggiori costi della manodopera. Tanto più che, dato l'andamento del prezzo del petrolio, anche i costi delle materie prime stanno aumentando.

A fronte di questo scenario macroeconomico, la Fed dovrà proseguire con la sua politica monetaria restrittiva per evitare il surriscaldamento del sistema. Confermiamo, pertanto, lo scenario delineato già nei mesi scorsi (scenario C – probabilità 60%) nel quale la Fed interverrà con un altro rialzo di 25 punti base dei tassi ufficiali a dicembre di quest'anno, dopo quello già effettuato in settembre. Per il 2019, l'atteggiamento della Banca Centrale sarà legato agli sviluppi della guerra dei dazi, ma riteniamo che proseguirà con la politica dei rialzi gradualmente almeno nella prima metà dell'anno.

In Giappone, la revisione dei dati preliminari del PIL del secondo trimestre ha rafforzato la ripresa già emersa con i preliminari, dopo il risultato negativo dei primi tre mesi: la crescita in termini congiunturali è stata rivista al rialzo a +0.7% t/t da +0.5% e quella tendenziale a +1.3% a/a da +1%. La revisione ha interessato sostanzialmente gli investimenti, che, grazie a un incremento di +1.7% t/t rispetto al preliminare di +0.5%, hanno potenziato il loro apporto alla crescita con un +0.4% anziché di solo +0.1% come emerso in fase di pubblicazione dei dati preliminari. L'inversione di tendenza rispetto ai primi tre mesi dell'anno è stata pertanto dettata essenzialmente dalla domanda interna privata, poiché anche i consumi hanno contribuito positivamente con +0.4% t/t. Le altre componenti sono risultate assenti, come la spesa pubblica e le scorte, o hanno leggermente sottratto crescita, come il canale estero, con un contributo negativo di -0.1% t/t dovuto ad un aumento delle importazioni di +0.9% t/t a fronte di un limitato +0.2% delle esportazioni.

I dati mensili, relativi prevalentemente ad agosto, sono incoraggianti sia dal lato dell'offerta sia della domanda, dopo le incertezze dimostrate da quelli di luglio. In molti casi hanno sorpreso in positivo gli economisti. Il tasso di disoccupazione è sceso al 2.4% dal 2.5% del mese precedente, le vendite al dettaglio sono aumentate di +0.9% m/m, riprendendo vigore dalla sostanziale invarianza di luglio quando avevano registrato solo un +0.1%. Le aspettative erano per un dato positivo ma più limitato (+0.5% m/m). La produzione industriale ha segnato un buon +0.7% m/m, recuperando da -0.2% m/m di luglio (quest'ultimo rivisto da -0.1%). Ancora più incisivo è stato l'incremento degli ordini di macchinari industriali, disponibili però solo per luglio, con un deciso +11% m/m, che ha permesso di invertire la tendenza negativa dei mesi precedenti (-8.8% m/m a giugno e -3.7% a maggio). Si tratta di un risultato quasi doppio rispetto alle attese di +5.5%. Probabilmente, l'insieme di questi dati positivi ha contribuito al miglioramento della fiducia dei produttori, che, letta attraverso l'indice PMI, è aumentata in settembre a quota 52.9 da 52.5 del mese precedente. Quella dei consumatori, invece, non ha registrato progressi, attestandosi a 43.3 da 43.5. L'unico aspetto meno incoraggiante è rappresentato dal canale estero, per il quale i dati mensili, come quelli trimestrali, confermano un flusso delle importazioni più forte di quello delle esportazioni. In agosto, le prime sono aumentate di +1.6% m/m dopo un +3.9% del mese precedente, mentre le seconde, pur mantenendo una dinamica positiva, si sono dimostrate ancora deboli, con un incremento limitato a +0.4% m/m (+1.1% in luglio).

Qualche progresso è stato registrato nella dinamica inflazionistica: in agosto, la variazione tendenziale dell'indice dei prezzi in termini globali si è portata a +1.3% a/a da +1% del mese precedente e a +1% a/a da +0.8% in termini *core*. Il miglioramento della domanda interna privata sopra menzionato e il rincaro del prezzo del petrolio

## GIAPPONE

*I dati mensili migliorano sia dal lato dell'offerta sia della domanda con qualche progresso anche sul fronte dell'inflazione*

dovrebbero aiutare l'inflazione a proseguire meno lentamente di quanto registrato finora verso l'obiettivo del 2% della Banca Centrale nipponica. **Dopo l'ammorbidente del controllo sui rendimenti dei titoli di Stato con scadenza decennale, che ha permesso oscillazioni di  $\pm 0.2\%$  intorno allo zero, deciso alla riunione di luglio, non sono attese modifiche di politica monetaria.**

Nell'Area Euro, i dati del PIL del secondo trimestre, ora disponibili anche per le singole componenti, hanno confermato la dinamica congiunturale positiva di  $+0.4\%$  t/t già registrata nei primi tre mesi dell'anno, anche se in ridimensionamento rispetto all'ultimo trimestre del 2017 ( $+0.7\%$ ). **Il risultato congiunturale comunque soddisfacente non ha purtroppo impedito l'erosione della crescita tendenziale che si è attestata a  $+2.1\%$  a/a da  $+2.4\%$  del trimestre precedente. Due sono state le componenti rilevanti, una in positivo, l'altra in negativo: la prima è quella degli investimenti che è risultata trainante con un contributo alla crescita del PIL di  $+0.3\%$  t/t; la seconda è quella del canale estero che, invece, ha sottratto alla ripresa un  $-0.2\%$  t/t. Di fatto, dopo il calo del primo trimestre, sia le esportazioni sia le importazioni sono tornate a crescere ( $+0.6\%$  t/t e  $+1.1\%$ , rispettivamente) ma il passo delle seconde è stato più veloce. Consumi, scorte e spesa pubblica hanno contribuito limitatamente per un  $+0.1\%$  singolarmente.**

I dati mensili, relativi prevalentemente a luglio, danno un'indicazione su come potrebbe proseguire il ciclo economico nel terzo trimestre non ancora noto. Il quadro che emerge è di una certa fragilità con incertezze sia dal lato dell'offerta sia della domanda. **La produzione industriale ha mantenuto la dinamica negativa di giugno, registrando un altro  $-0.8\%$  m/m che ha praticamente azzerato la variazione tendenziale. Gli economisti si attendevano un calo ( $-0.5\%$ ) ma in forma più cauta. Solo il settore delle costruzioni ha fatto meglio, grazie a un aumento congiunturale di  $+0.3\%$  m/m dopo quello di  $+0.7\%$  del mese precedente (quest'ultimo rivisto da  $+0.2\%$ ). Le vendite al dettaglio sono diminuite di  $-0.2\%$  m/m, interrompendo la dinamica positiva di maggio e giugno, quando avevano registrato un  $+0.3\%$  in ciascun mese. Il canale estero non risulta più equilibrato come era apparso nel mese precedente: le importazioni hanno continuato lungo un sentiero positivo di  $+1.3\%$  m/m, rispetto a  $+1.8\%$  di giugno, mentre le esportazioni sono scese di  $-0.8\%$ , rispetto a  $+1.6\%$ . La minore forza del ciclo economico e la guerra dei dazi, che stenta a trovare una soluzione, hanno impattato sulla fiducia di produttori e consumatori. In settembre, l'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) si è ridimensionato a quota 110.9 da 111.6 del mese precedente e il PMI, che interpreta specificatamente la fiducia dei produttori, è diminuito nel settore manifatturiero a 53.3 da 54.6. Solo quello dei servizi ha registrato qualche progresso a 54.7 da 54.4.**

**Sul fronte dell'inflazione, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi al consumo HCPI (*Harmonized Consumer Price Index*) si mantiene intorno al 2% da tre mesi, mentre quella core intorno all'1%. In settembre, infatti, la prima è stata pari a  $+2.1\%$  a/a da  $+2\%$  del mese precedente e la seconda a  $+0.9\%$  da  $+1\%$ . Anche se, per il momento, il rincaro del prezzo del petrolio non ha interessato gli altri comparti, è probabile che nella parte finale dell'anno ci possa essere un aggiustamento verso l'alto anche dell'indice core.**

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 dei tassi ufficiali. Alla riunione di settembre, la BCE ha ribadito che la politica monetaria rimarrà accomodante anche dopo l'esaurimento del *Quantitative Easing*, fissato per fine dicembre di quest'anno, attraverso i reinvestimenti dei titoli in scadenza già in portafoglio della Banca Centrale e che i tassi ufficiali resteranno al livello attuale almeno fino all'estate del 2019.

In Germania, non ci sono nuove informazioni sui dati trimestrali del PIL del secondo

Germania

## AREA EURO

*I dati mensili appaiono fragili con qualche incertezza sia dal lato dell'offerta che della domanda*

trimestre rispetto al mese scorso. Possiamo pertanto ribadire che la crescita congiunturale si è intensificata a +0.5% t/t da +0.4% dei primi tre mesi dell'anno, in linea con le attese, anche se ciò non ha permesso a quella tendenziale di migliorare, passando a +1.9% a/a da +2% del primo trimestre. Il dato congiunturale nasconde due aspetti non del tutto positivi: 1) il buon risultato è dovuto in gran parte a un accumulo di scorte (+0.4% t/t); 2) il canale estero, che aveva supportato la ripresa nel 2017, ha dato ancora segnali di debolezza come nei primi tre mesi dell'anno, 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 luglio, sono stati negativi sia dal lato dell'offerta sia della domanda, precludendo a un terzo trimestre debole. La produzione industriale e gli ordini all'industria sono diminuiti di -1.1% m/m e -0.9%, rispettivamente, proseguendo su una tendenza al ribasso già presente in giugno di -0.7% m/m (rivisto da -0.9%) e -3.9%. Solo il settore edizio ha fatto progressi con un incremento di +2.6% m/m da -1.9% del mese precedente, anche se quest'ultimo è stato rivisto al rialzo da -3.9%. Le vendite al dettaglio sono arretrate di -1.1% m/m, contro un'aspettativa meno pessimistica di -0.2%. La debolezza del canale estero, già rilevata nei dati trimestrali, sembra proseguire per la difficoltà delle esportazioni, diminuite di -0.8% m/m, a fronte di una positività delle importazioni (+2.7%). I dati di settembre incorporano in parte la maggiore incertezza sulla crescita. Se da un lato il mercato del lavoro ha confermato la sua forza con una limatura del tasso di disoccupazione al 5.1% dal 5.2% di agosto, dall'altro la fiducia dei produttori ha risentito della guerra dei dazi: l'indice PMI del settore manifatturiero è sceso a 53.7 da 55.9 del mese precedente e l'Ifo a quota 103.7 da 103.9. Solo il PMI dei servizi, non interessato dalle schermaglie sulle tariffe, ha aggiustato verso l'alto a 56.5 da 55 di agosto.

Gli indicatori dei prezzi sono stati interessati dal rincaro del greggio solo per la componente energetica: in settembre, la variazione tendenziale dell'indice HCPI globale si è portata a +2.2% a/a da +1.9% del mese precedente, ma le tensioni inflazionistiche non si sono ancora trasferite agli altri comparti, visto che l'indice *core*, disponibile solo per agosto, si è mantenuto ben lontano dall'obiettivo del 2% della BCE, a +1.1% 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 è rimasta a +0.2% t/t, portando quella tendenziale a +1.7% a/a da +2.2% del trimestre precedente. Le componenti che hanno trainato la crescita sono state le scorte e gli investimenti fissi; le prime potrebbero però rappresentare merce invenduta dato il calo dei consumi (-0.1% t/t).

Anche per la Francia il canale estero ha sottratto forza al PIL per un -0.2% t/t (rivisto da -0.3%) a causa della stagnazione delle esportazioni (+0.1% t/t) a fronte di un aumento delle importazioni di 0.7% (rivisto da +1%).

I dati mensili di luglio sono confortanti sia dal lato dell'offerta sia della domanda, precludendo forse a un miglioramento nel terzo trimestre. La produzione industriale ha confermato la dinamica positiva di +0.7% m/m di giugno, rivisto al rialzo da +0.6%. Si ricorda che marzo, aprile e maggio erano stati negativi (-0.2% m/m, -0.5% e -0.4%, rispettivamente). Meno bene ha fatto il settore delle costruzioni che ha registrato un calo di -1.8% m/m, che va tuttavia letto alla luce del forte incremento del mese precedente di +5%, rivisto da +3.9%. Le vendite al dettaglio hanno registrato un +0.4% m/m, mantenendo la dinamica di giugno grazie a un'importante revisione in positivo di quest'ultimo a +0.4% da -0.1%. In agosto, i consumi si sono ripresi aumentando di



+1.2% m/m, dopo lo stallo del mese precedente. L'unica nota negativa deriva dal ridimensionamento della fiducia di produttori e consumatori, misurata attraverso gli indici Insee, in settembre: la prima è scesa a 107 da 110, la seconda a 94 da 96.

Come messo in evidenza nei mesi scorsi, la Francia è il Paese dell'Area Euro che sta soffrendo di più il rincaro dei prezzi petroliferi. In settembre, la variazione tendenziale dell'indice HCPI globale è rimasta ben sopra l'obiettivo della BCE a +2.5%, anche se in lieve ridimensionamento da +2.6% di agosto, ma ancora una volta le tensioni non hanno intaccato gli altri comparti, grazie a un indice *core* addirittura più basso del mese precedente a +0.8% a/a da +1.1% e molto lontano dall'obiettivo della Banca Centrale.

## Italia

In Italia non sono disponibili nuove informazioni sui dati del PIL del secondo trimestre rispetto al mese precedente. Possiamo pertanto solo ribadire il ridimensionamento della 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 luglio, non lasciano molto spazio all'ottimismo. La produzione industriale, le costruzioni e gli ordini all'industria sono diminuiti di -1.8%, -0.6% e -2.3% m/m rispettivamente. Emergono incertezze anche dal lato della domanda, con le vendite al dettaglio in calo di -0.1% m/m, come in giugno (rivisto da -0.2%). Alcuni indicatori sono stati tuttavia positivi. In luglio il tasso di disoccupazione ha registrato un importante miglioramento, scendendo al 10.4% dal 10.8%. In agosto, il canale estero ha registrato un buon flusso di esportazioni verso i Paesi extra-UE (+3.6% m/m) a fronte di un calo delle importazioni (-0.7%). In settembre, la fiducia di produttori e consumatori, letta attraverso gli indici Istat, è tornata a salire dopo l'arretramento del mese precedente: quella dei produttori si è portata a 105.7 da 105 (quest'ultimo rivisto da 104.8) nel settore manifatturiero e a 105.1 da 104.7 in quello dei servizi; la fiducia dei consumatori ha aggiustato verso l'alto a 116 da 115.3. Importanti saranno i prossimi dati perché incorporeranno il giudizio sulla manovra di bilancio.

Sul fronte dei prezzi, l'Italia continua a registrare un profilo inflazionistico tra i più bassi dell'Area, in sintonia con la maggiore debolezza del ciclo economico. In settembre, la variazione tendenziale dell'indice HCPI globale è rimasta ferma a +1.6% a/a, mentre quella *core* è arretrata a +0.7% a/a da +0.8% del mese precedente.

La nota di aggiornamento della manovra finanziaria 2018 ha sfiorato i limiti imposti dalla Commissione Europea, prevedendo un rapporto deficit/PIL di +2.4% per il 2018, anziché di +0.8% sul quale si era impegnato il Governo precedente o di +1.6% garantito dal ministro dell'economia Tria. Le prime reazioni dei mercati finanziari non sono state positive spingendo i rendimenti dei titoli di Stato italiani decennali ben sopra il 3%. Il vero banco di prova sarà in ottobre, in occasione della risposta di Bruxelles e di quella delle agenzie di *rating*. È necessario sottolineare che dal 2019 non ci sarà più il supporto della BCE garantito attraverso il QE, ma i tempi potrebbero essere anticipati se ci fosse il declassamento del *rating* per il debito pubblico italiano. Questo, infatti, avvicinerebbe l'Italia alla perdita della classe di *Investment grade*, necessaria per gli acquisti della BCE.

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 a dicembre del 2018 e altre due volte nella prima parte del 2019, di 25 punti base ciascuna, a marzo e giugno, ma i mercati hanno la sensazione che sia in ritardo nel controllo dell'inflazione. Per questo i rendimenti americani salgono di più rispetto allo scenario C. Nel medio termine, i rendimenti decennali si spingono sopra il 3.2% e il dollaro resta intorno a quota 1.16 nei confronti dell'euro.

**Area Euro:** la crescita si rafforza verso il 2.5-3% a/a anche grazie all'accordo Trump-Juncker per l'azzeramento dei dazi tra le due aree. L'inflazione *core* si porta 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, pur sfiorando i limiti imposti dalla Commissione Europea, non comporta il declassamento del debito da parte delle agenzie di *rating*, ma un semplice *outlook* negativo, dando un po' di credito alla maggiore crescita attesa. I rendimenti restano comunque elevati, intorno al 3.1-3.2% e lo *spread* intorno ai 260/270 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 nel medio termine. 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 impone alla Fed un solo intervento di 25 punti base sui tassi ufficiali a dicembre 2018. Nel 2019 la Fed preferisce assumere un atteggiamento attendista. Le turbolenze finanziarie nell'Area Euro impediscono al dollaro di deprezzarsi per uno spostamento di capitali verso gli Stati Uniti. Nel medio periodo, il dollaro, visto come valuta rifugio, si rafforza intorno a quota 1.15 nei confronti dell'euro e i rendimenti del decennale tornano sotto il 3%.

**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. La BCE mantiene un atteggiamento accomodante di politica monetaria, focalizzando l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio e rinviando almeno all'autunno del 2019 l'eventuale rialzo dei tassi ufficiali. In Italia, il declassamento del debito da parte delle agenzie di *rating*, le incertezze sulle coperture della legge di bilancio e lo scenario di minore crescita globale penalizzano fortemente i rendimenti dei titoli di Stato che aumentano ben sopra il 3.5% sul decennale, con uno *spread* che può spingersi oltre i 320 punti base rispetto al *Bund*.

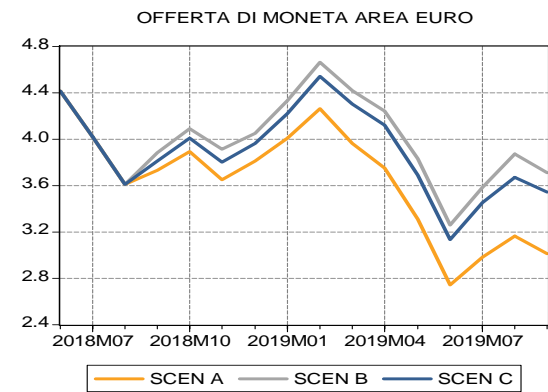
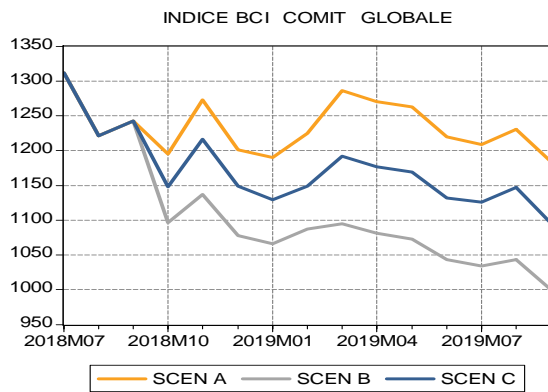
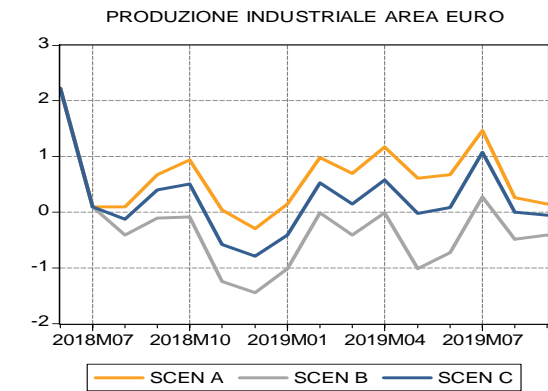
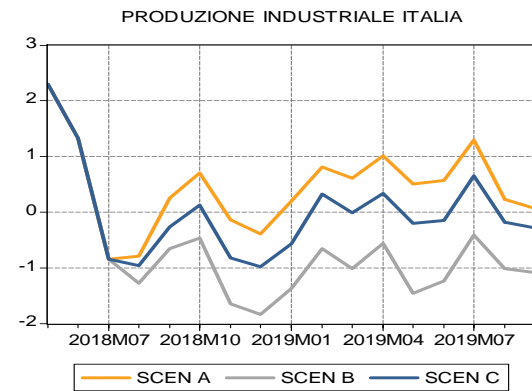
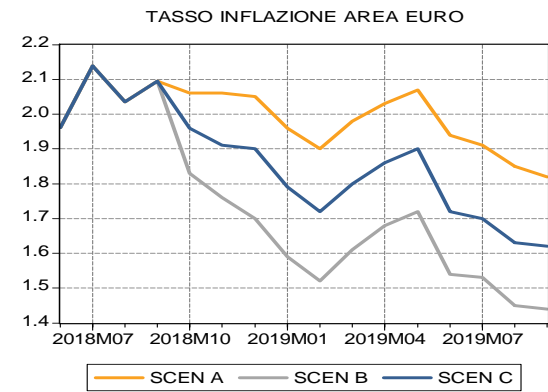
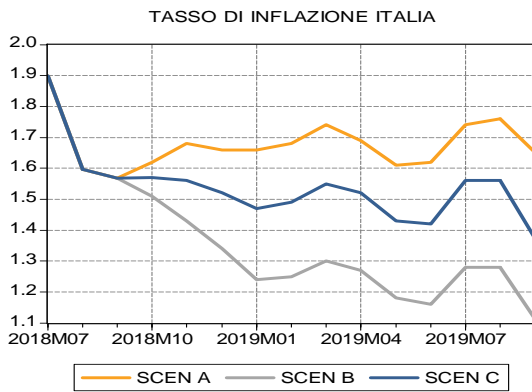
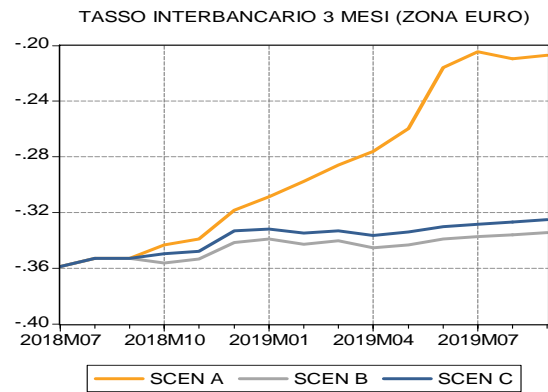
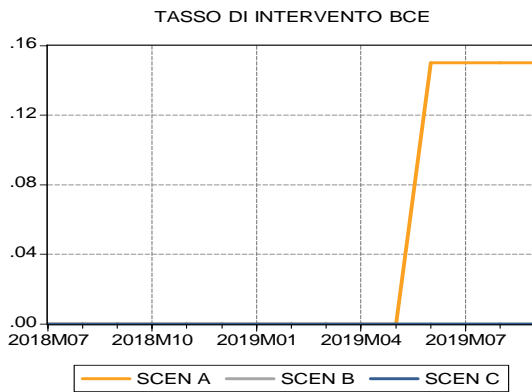
## C (60%)

**USA:** l'effetto negativo del protezionismo sulla crescita viene più che compensato da quello molto espansivo della riforma fiscale, delineando una crescita del PIL 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 di 25 punti base sia a dicembre 2018 sia a marzo 2019. 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 verso il 3.2% e il dollaro si rafforza verso quota 1.14 nei confronti dell'euro.

**Area Euro:** la crescita economica rimane positiva, intorno al 2-2.5% a/a, anche se meno intensa del 2017, con un'inflazione *core* ancora moderata, sotto il 2% a/a. La BCE mantiene un atteggiamento accomodante di politica monetaria, focalizzando l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio e rinviando almeno all'autunno del 2019 l'eventuale rialzo dei tassi ufficiali. In Italia, il declassamento del debito da parte delle agenzie di *rating* e le incertezze sulle coperture della legge di bilancio penalizzano i rendimenti sui titoli di Stato, che restano sopra il 3.2% sul decennale, con uno *spread* BTP/*Bund* intorno ai 290 punti base.

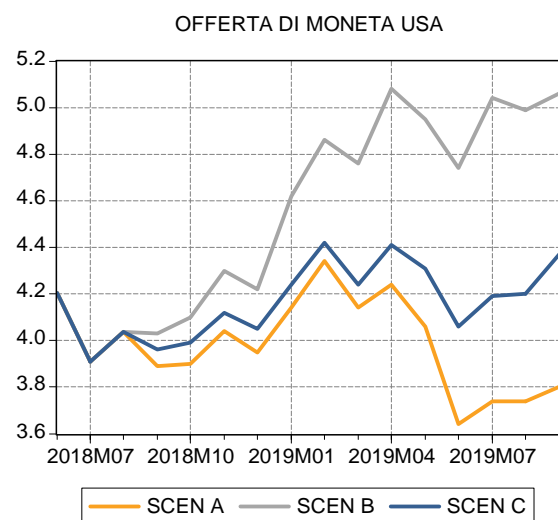
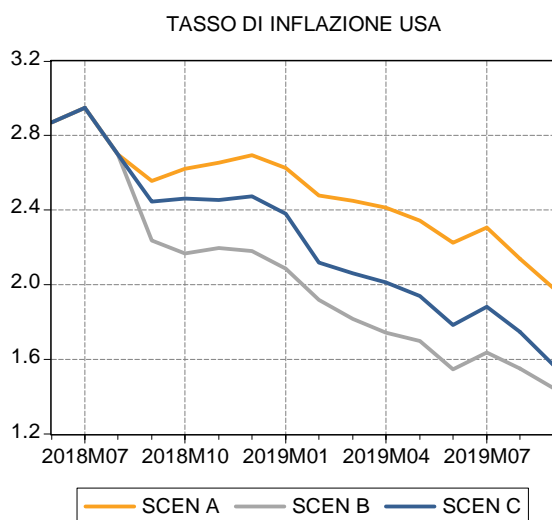
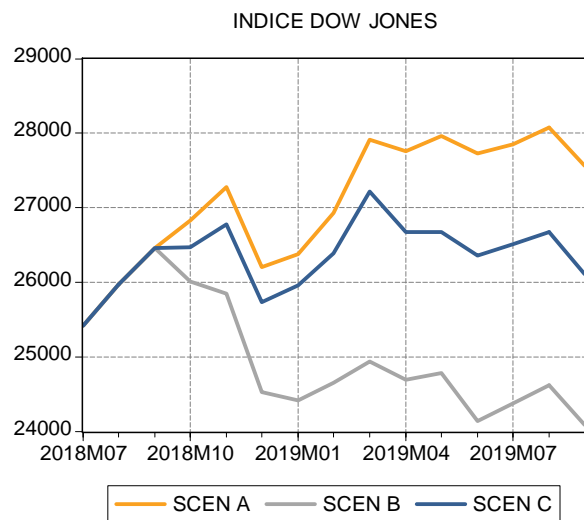
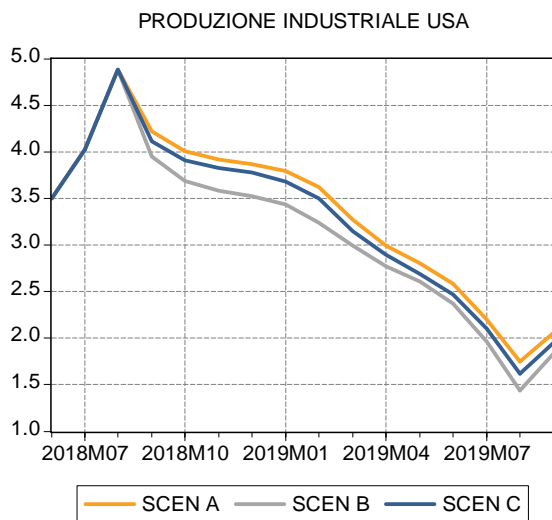
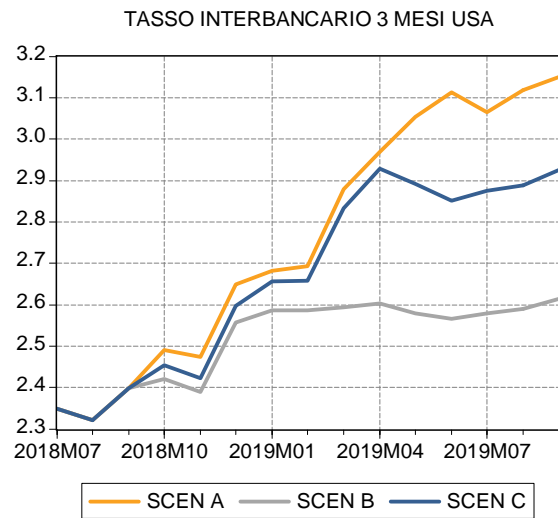
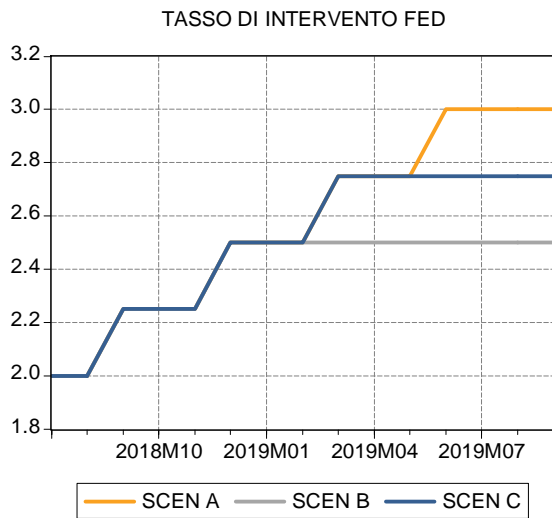
## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

### Dati mensili



## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

### Dati mensili



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

I tassi interbancari europei in settembre sono rimasti pressoché invariati rispetto al mese precedente: -0.4% l'1 mese, -0.35% il 3 mesi e -0.32% il 6 mesi. **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 nella primavera del 2019 (scen. A). **I saggi interbancari sono visti in tenue ripresa in tutti e tre gli scenari** (tra -0.3 e -0.4% per la scadenze a 1 mese, tra -0.2 e -0.4% per il 3 mesi e tra -0.2 e -0.3% per il 6 mesi).

In settembre i rendimenti di fine periodo della struttura a termine italiana hanno corretto al ribasso, dopo l'impennata di agosto (+1.78%, +2.39%, +2.78% e +3.15% per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni, rispettivamente da +2.11%, +2.70%, +3.01% e +3.26%). I livelli sono comunque rimasti elevati rispetto a quelli osservati negli ultimi quattro anni (a maggio 2014 il rendimento del decennale era circa del 3.15%). I mercati, infatti, hanno reagito negativamente alla nota di aggiornamento alla Finanziaria. Lo scenario dipende ora dalla risposta di Bruxelles e delle agenzie di *rating* alla presentazione della proposta italiana. **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 a dicembre 2018 e a marzo 2019.** 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 il debito italiano fosse declassato dalle agenzie di *rating* e le coperture della legge di bilancio fossero incerte, i rendimenti dei titoli italiani ne sarebbero penalizzati, attestandosi a settembre 2019 al 2.0%, al 2.71%, al 3.27% e al 3.59% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni. Nello scenario A, la Fed rialza i tassi ufficiali a dicembre 2018 e poi a marzo e a giugno 2019 ma i mercati hanno la sensazione che l'inflazione non sia sotto controllo. In Europa la crescita si rafforza e l'inflazione *core* si porta verso il 2%. In Italia le agenzie di *rating* danno credito alle previsioni di crescita del governo e lo sfioramento dei limiti imposti dalla Commissione Europea comporta solo un *outlook* negativo. In tal caso la BCE potrebbe prospettare un rialzo dei tassi già nella primavera del 2019: i rendimenti italiani rimarrebbero comunque elevati (+1.77% il 3 anni, +2.49% il 5 anni, +3.05% il 7 anni e +3.39% il 10 anni a settembre 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, il protezionismo limita la crescita e l'inflazione *core* stenta a raggiungere l'obiettivo. La BCE mantiene un atteggiamento accomodante, tuttavia il declassamento del debito italiano e la minor crescita globale penalizzano fortemente i rendimenti dei titoli di Stato (+2.35% il 3 anni, +2.99% il 5 anni, +3.52% il 7 anni e +3.85% il 10 anni alla fine dell'orizzonte di previsione).

In luglio i tassi medi sia sui depositi sia sui prestiti sono rimasti invariati rispetto al mese precedente (+0.4% e +2.6% rispettivamente). **In tutti gli scenari, il tasso sui depositi è visto tra +0.4 e +0.5% e quello sui prestiti a +2.7% a fine periodo.**

In luglio i prestiti totali hanno proseguito la tendenza negativa del mese precedente (-1.7% a/a da -2.3%) mentre i depositi hanno continuato ad aumentare (+3.8% a/a da +4.8%). **In base alle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica degli impieghi dovrebbe tornare positiva (+1.3% a/a in C, +0.8% in B e +1.7% in A, a settembre 2019) e quella dei depositi totali (+2.6%, +2.3% e +3.1% rispettivamente) dovrebbe rimanere abbastanza sostenuta.**

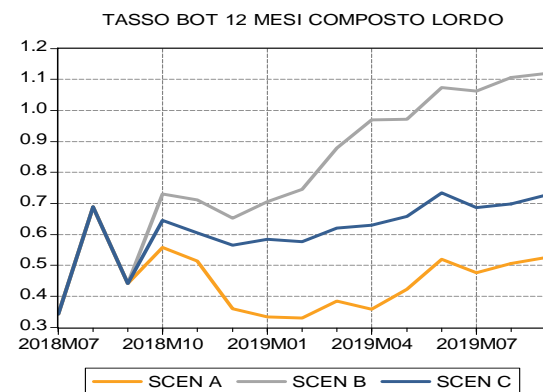
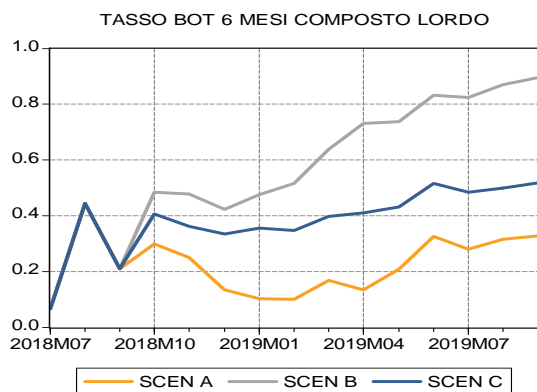
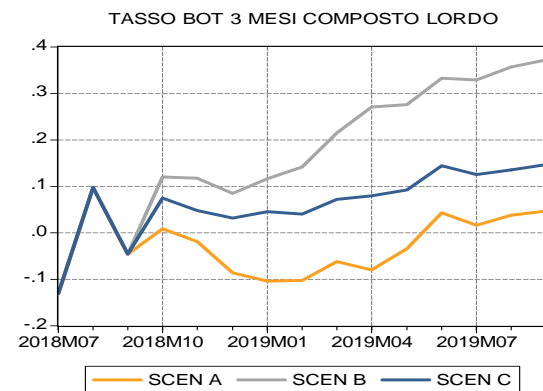
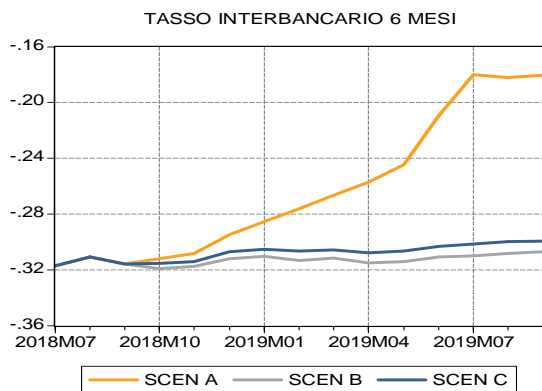
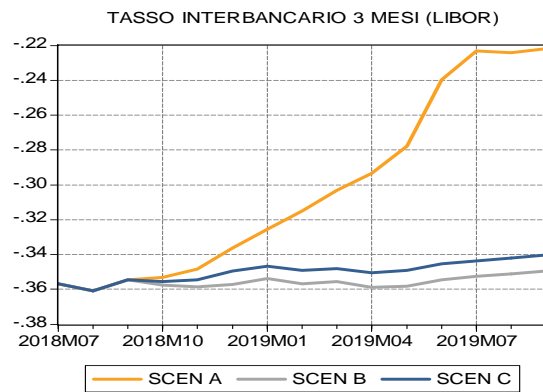
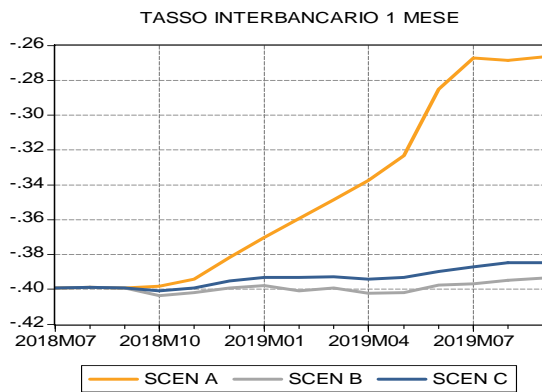
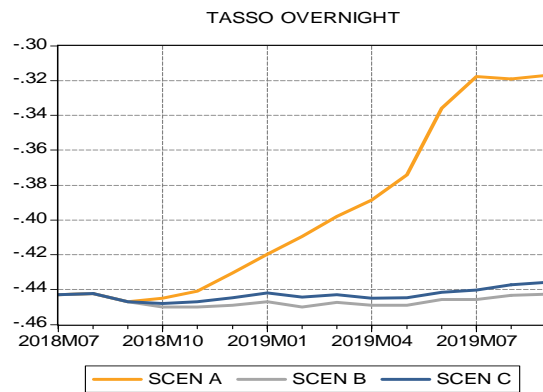
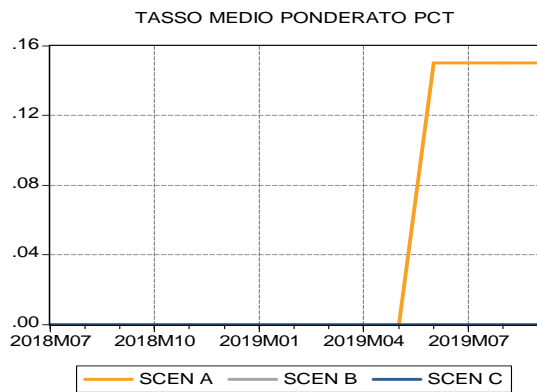
### TASSI INTERBANCARI

### STRUTTURA A TERMINE

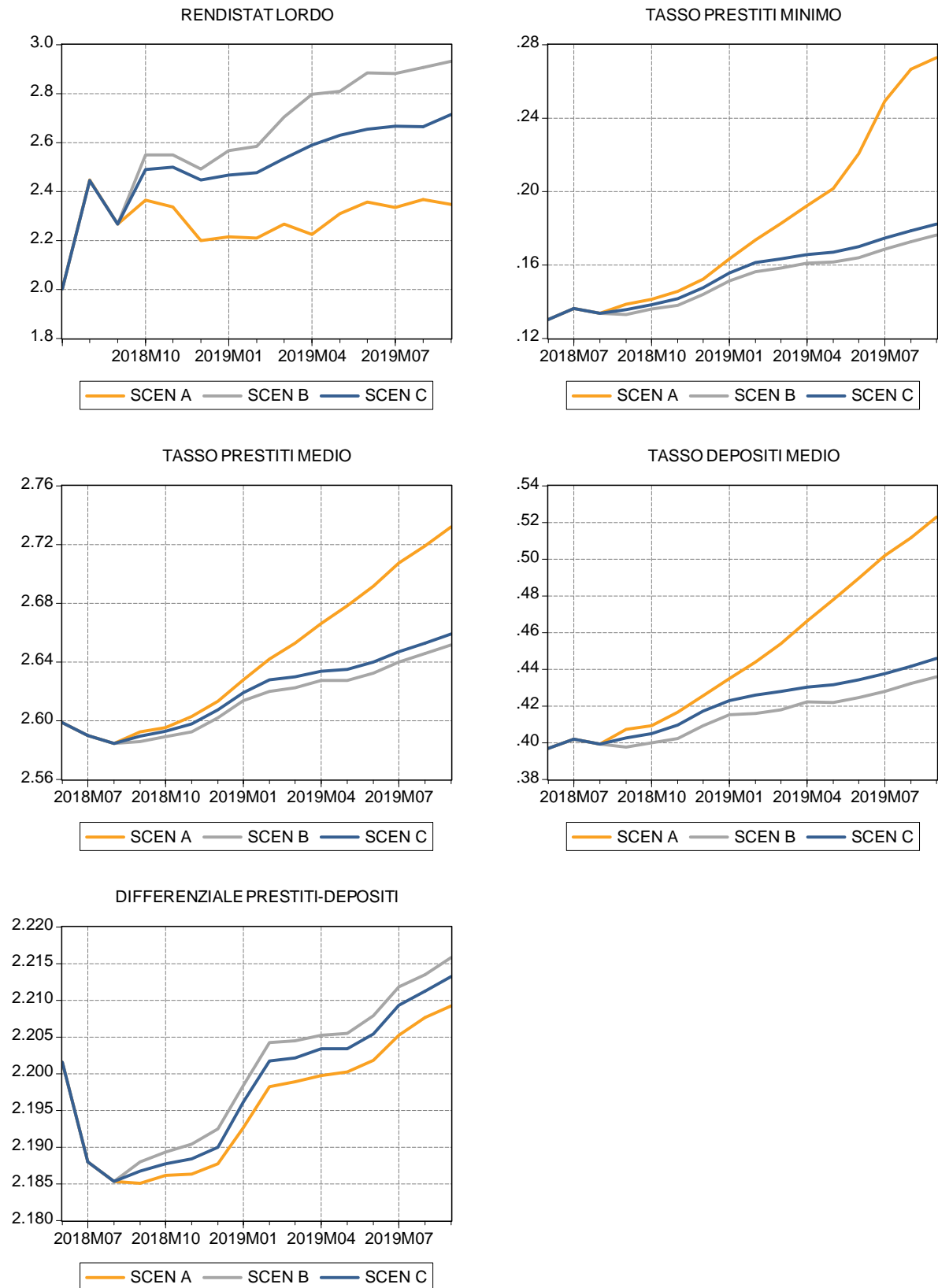
### TASSI BANCARI

### VOLUMI

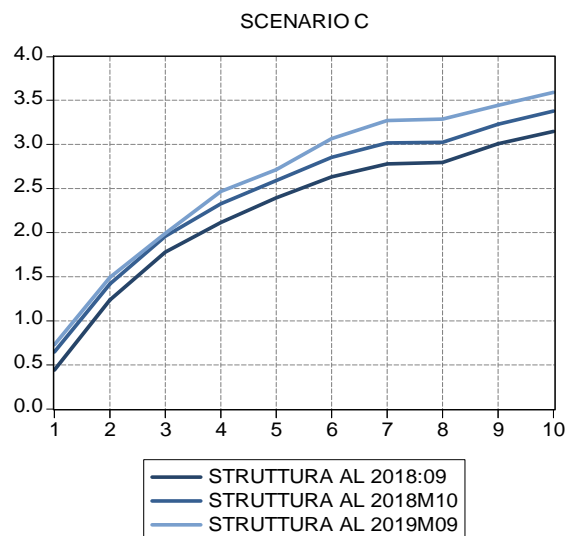
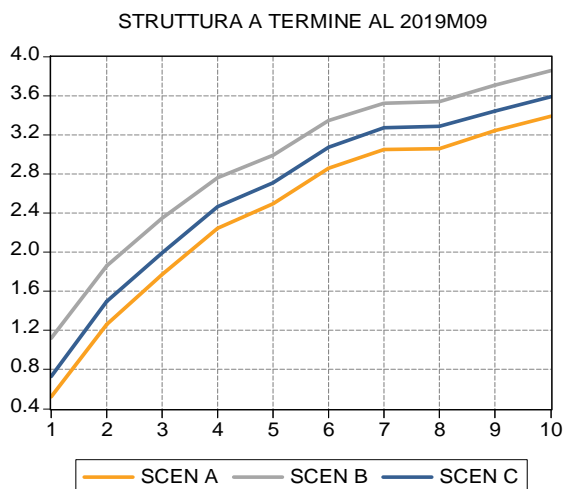
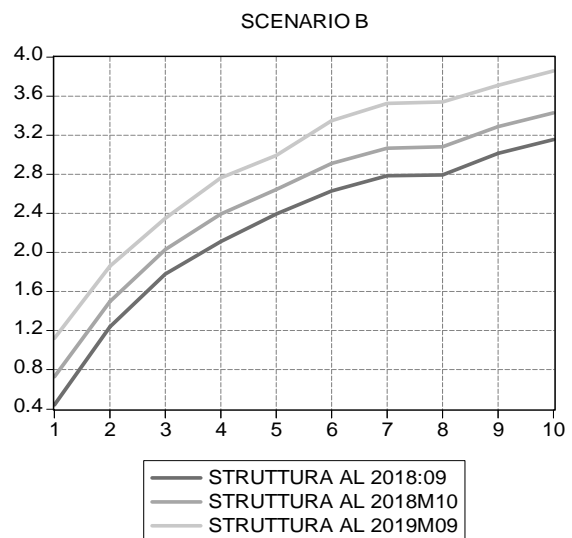
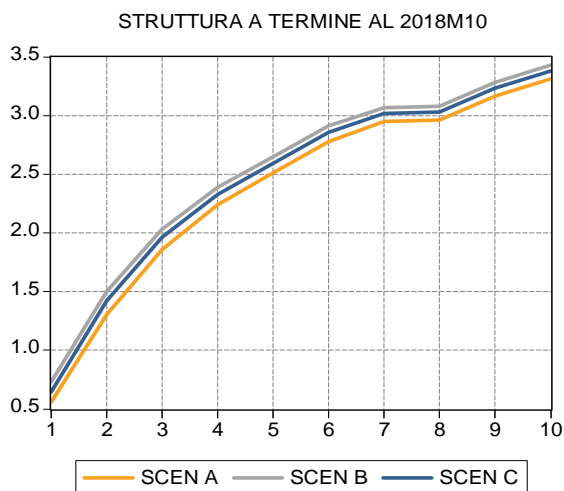
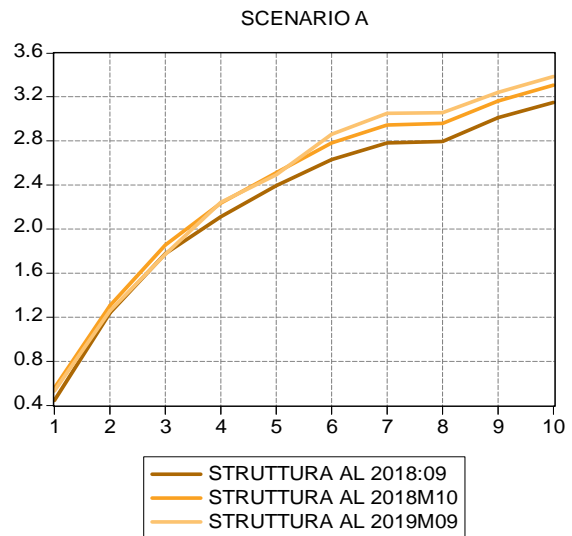
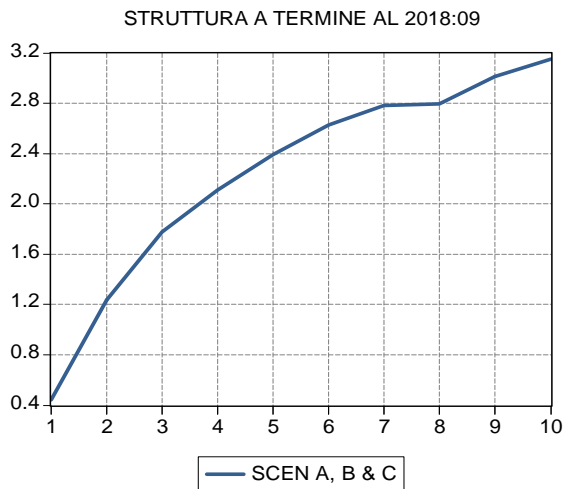
## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE  
TASSI - Dati mensili

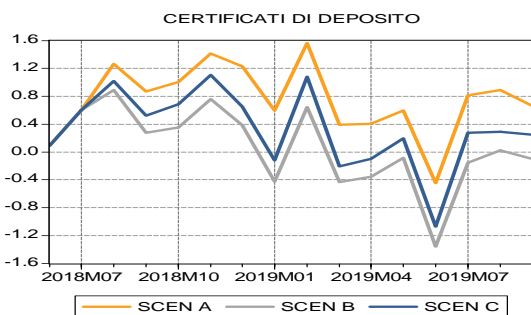
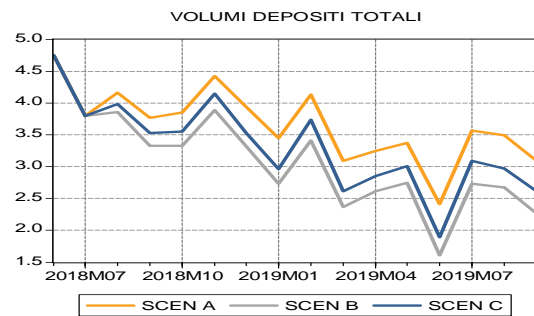
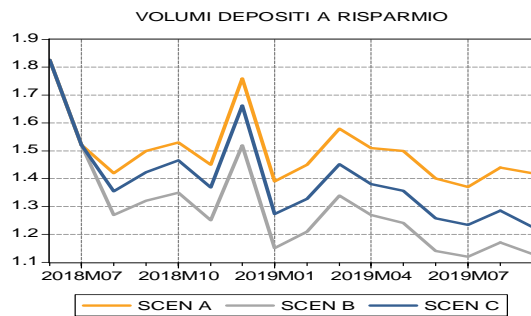
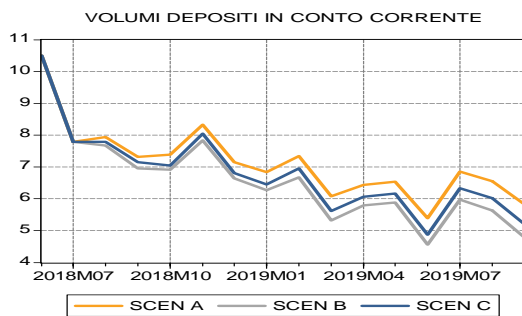
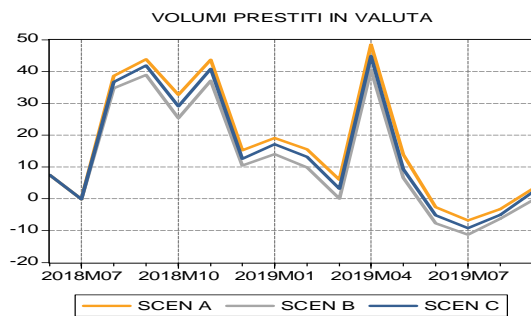
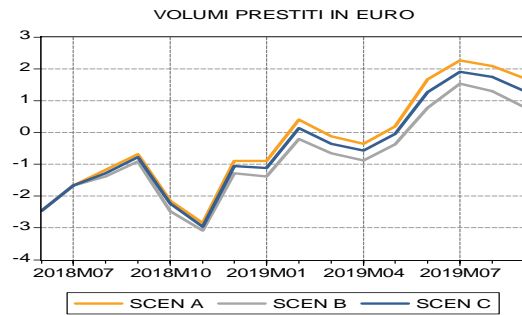
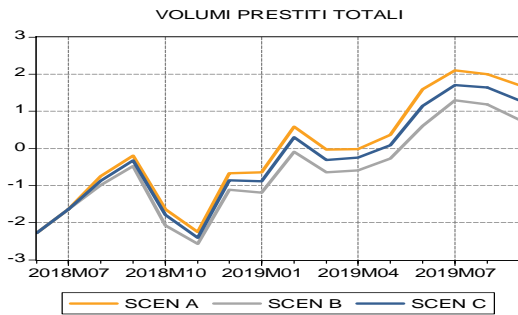
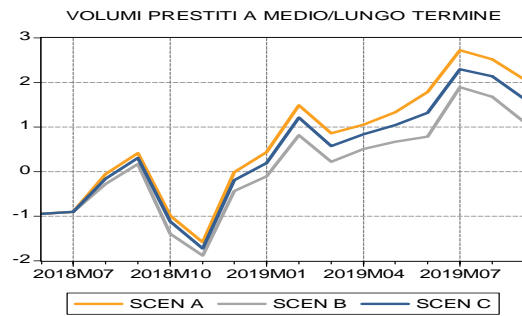
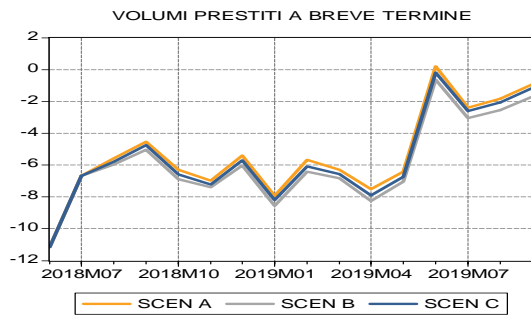


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE  
STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili





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



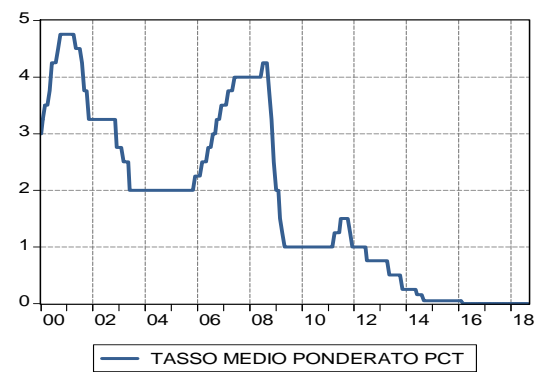
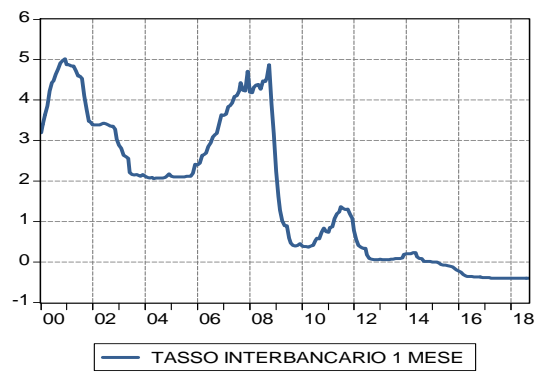
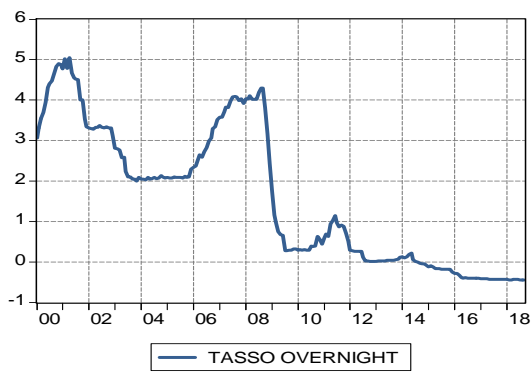
SCENARIO A	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.15	0.15	0.15	0.15
Indice BCI COMIT (livello)	1308	1387	1288	1284	1311	1221	1243	1195	1273	1201	1190	1225	1286	1270	1263	1220	1209	1231	1183
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.4	2.1	2.3	1.3	-0.8	-0.8	0.2	0.7	-0.1	-0.4	0.2	0.8	0.6	1.0	0.5	0.6	1.3	0.2	0.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.9	0.6	1.0	1.4	1.9	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.7	1.8	1.7
<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	0.15	0.15	0.15	0.15
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.44	-0.43	-0.42	-0.41	-0.40	-0.39	-0.37	-0.34	-0.32	-0.32	-0.32
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.38	-0.37	-0.36	-0.35	-0.34	-0.32	-0.29	-0.27	-0.27	-0.27
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.33	-0.32	-0.30	-0.29	-0.28	-0.24	-0.22	-0.22	-0.22
T. Interb. 6m lett.	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.32	-0.31	-0.31	-0.29	-0.29	-0.28	-0.27	-0.26	-0.24	-0.21	-0.18	-0.18	-0.18
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.42	0.43	0.44	0.44	0.45	0.47	0.48	0.49	0.50	0.51	0.52
T. Prestiti medio	2.66	2.64	2.62	2.60	2.59	2.58	2.59	2.60	2.60	2.61	2.63	2.64	2.65	2.67	2.68	2.69	2.71	2.72	2.73
T.prest. medio - T.dep. medio	2.26	2.24	2.22	2.20	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.21	2.21	2.21
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.43	-0.42	0.57	-0.11	-0.13	0.10	-0.05	0.01	-0.02	-0.09	-0.10	-0.10	-0.06	-0.08	-0.03	0.04	0.02	0.04	0.05
T. BOT comp. lordo 6m	-0.44	-0.43	1.23	0.09	0.07	0.45	0.21	0.30	0.25	0.13	0.10	0.10	0.17	0.14	0.21	0.33	0.28	0.32	0.33
T. BOT comp. lordo 12m	-0.41	-0.40	-0.37	0.56	0.34	0.69	0.44	0.56	0.51	0.36	0.33	0.33	0.39	0.36	0.42	0.52	0.48	0.51	0.53
Rendistat lordo	1.20	1.05	1.49	2.12	2.00	2.45	2.27	2.37	2.34	2.20	2.21	2.21	2.27	2.22	2.31	2.36	2.33	2.37	2.35
Rendistat netto	1.05	0.92	1.30	1.85	1.75	2.14	1.98	2.07	2.04	1.92	1.94	1.93	1.98	1.95	2.02	2.06	2.04	2.07	2.05
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	0.03	0.14	1.40	1.13	1.26	2.11	1.78	1.86	1.79	1.64	1.60	1.58	1.64	1.60	1.67	1.77	1.72	1.76	1.77
Rend. BTP a 5 anni	0.67	0.69	2.02	1.83	1.93	2.70	2.39	2.51	2.48	2.34	2.32	2.31	2.37	2.34	2.41	2.48	2.44	2.48	2.49
Rend. BTP a 7 anni	1.26	1.27	2.39	2.30	2.37	3.01	2.78	2.95	2.96	2.84	2.83	2.85	2.91	2.89	2.95	3.03	3.01	3.02	3.05
Rend. BTP a 10 anni	1.86	1.88	2.81	2.73	2.79	3.26	3.15	3.31	3.31	3.21	3.21	3.21	3.26	3.24	3.30	3.37	3.34	3.37	3.39
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2376.326	2380.593	2373.219	2332.401	2309.851	2327.119	2342.912	2358.128	2367.096	2355.329	2363.90	2360.85	2375.61	2380.13	2381.92	2369.49	2358.36	2373.66	2382.98
Prestiti in euro	2341.405	2363.953	2342.658	2288.574	2266.448	2292.035	2306.499	2312.398	2322.920	2317.914	2327.059	2328.46	2338.595	2355.44	2347.11	2326.79	2317.90	2339.71	2345.48
Prestiti in valuta	34.921	16.640	30.561	43.827	43.403	35.083	36.413	45.730	44.176	37.415	36.841	32.384	37.018	24.691	34.815	42.693	40.462	33.951	37.497
Prestiti a breve	293.585	297.137	292.566	276.033	279.229	275.707	275.136	273.598	277.878	273.443	279.589	278.219	275.118	274.762	273.784	276.558	272.584	270.661	272.605
Prestiti a m / l	2082.741	2083.457	2080.653	2056.368	2030.622	2051.412	2067.776	2084.529	2089.218	2081.886	2084.310	2082.629	2100.494	2105.372	2108.140	2092.929	2085.774	2102.999	2110.371
Depositi totali	2390.208	2391.160	2420.533	2445.843	2419.238	2430.308	2438.259	2454.717	2462.216	2467.287	2457.269	2448.181	2464.065	2468.873	2502.105	2504.787	2505.604	2515.126	2513.601
Depositi in c / c	1071.492	1073.970	1083.938	1101.372	1077.199	1085.242	1102.714	1104.543	1108.640	1136.010	1120.544	1127.758	1136.638	1143.026	1154.828	1160.736	1150.987	1156.434	1166.892
Depositi a risparmio	300.511	300.202	299.777	300.313	300.412	301.422	301.828	301.452	301.847	303.984	305.114	305.402	305.259	304.735	304.273	304.517	304.527	305.762	306.114
Certif. deposito	1018.204	1016.988	1036.818	1044.158	1041.627	1043.645	1033.717	1048.722	1051.730	1027.293	1031.611	1015.022	1022.167	1021.111	1043.004	1039.534	1050.090	1052.930	1040.596
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																			
Prestiti totali	-0.01	-0.12	0.52	-2.28	-1.65	-0.75	-0.20	-1.64	-2.25	-0.67	-0.64	0.58	-0.03	-0.02	0.37	1.59	2.10	2.00	1.71
Prestiti in euro	-0.24	0.60	1.02	-2.45	-1.68	-1.18	-0.68	-2.14	-2.84	-0.89	-0.90	0.40	-0.12	-0.36	0.19	1.67	2.27	2.08	1.69
Prestiti in valuta	18.58	-50.51	-26.83	7.47	-0.09	38.67	43.75	32.63	43.60	15.17	19.10	15.46	6.00	48.38	13.92	-2.59	-6.78	-3.23	2.98
Prestiti a breve	-7.42	-4.28	-6.78	-11.16	-6.69	-5.58	-4.54	-6.30	-6.97	-5.39	-7.93	-5.68	-6.29	-7.53	-6.42	0.19	-2.38	-1.83	-0.92
Prestiti a m / l	1.13	0.50	1.64	-0.95	-0.91	-0.06	0.41	-0.99	-1.59	-0.01	0.43	1.48	0.85	1.05	1.32	1.78	2.72	2.51	2.06
Depositi totali	0.86	0.09	3.62	4.75	3.80	4.16	3.77	3.85	4.42	3.94	3.45	4.13	3.09	3.25	3.37	2.41	3.57	3.49	3.09
Depositi in c / c	9.38	6.97	9.07	10.50	7.78	7.94	7.32	7.39	8.33	7.15	6.83	7.34	6.08	6.43	6.54	5.39	6.85	6.56	5.82
Depositi a risparmio	1.17	1.31	1.39	1.83	1.52	1.42	1.50	1.53	1.45	1.76	1.39	1.45	1.58	1.51	1.50	1.40	1.37	1.44	1.42
Certif. deposito	-6.86	-6.59	-0.93	0.09	0.60	1.26	0.87	1.01	1.41	1.23	0.60	1.56	0.39	0.41	0.60	-0.44	0.81	0.89	0.67

SCENARIO B	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	19 9	
<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	0.00
Indice BCI COMIT (livello)	1308	1387	1288	1284	1311	1221	1243	1096	1137	1078	1066	1087	1095	1081	1073	1043	1034	1043	999	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.4	2.1	2.3	1.3	-0.8	-1.3	-0.6	-0.5	-1.7	-1.8	-1.4	-0.7	-1.0	-0.6	-1.5	-1.2	-0.4	-1.0	-1.1	
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.9	0.6	1.0	1.4	1.9	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3	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	0.00
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.44	-0.44	
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	
T. Interb. 6m lett.	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	
T. Prestiti medio	2.66	2.64	2.62	2.60	2.59	2.58	2.59	2.59	2.59	2.60	2.61	2.62	2.62	2.63	2.63	2.63	2.64	2.65	2.65	
T.prest. medio - T.dep. medio	2.26	2.24	2.22	2.20	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.20	2.20	2.20	2.21	2.21	2.21	2.21	2.21	2.22	
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.43	-0.42	0.57	-0.11	-0.13	0.10	-0.05	0.12	0.12	0.08	0.12	0.14	0.21	0.27	0.28	0.33	0.33	0.36	0.37	
T. BOT comp. lordo 6m	-0.44	-0.43	1.23	0.09	0.07	0.45	0.21	0.48	0.48	0.42	0.48	0.52	0.64	0.73	0.74	0.83	0.82	0.87	0.90	
T. BOT comp. lordo 12m	-0.41	-0.40	-0.37	0.56	0.34	0.69	0.44	0.73	0.71	0.65	0.71	0.75	0.88	0.97	0.97	1.07	1.06	1.11	1.12	
Rendistat lordo	1.20	1.05	1.49	2.12	2.00	2.45	2.27	2.55	2.55	2.49	2.57	2.58	2.70	2.80	2.81	2.88	2.88	2.91	2.93	
Rendistat netto	1.05	0.92	1.30	1.85	1.75	2.14	1.98	2.23	2.23	2.18	2.25	2.26	2.37	2.45	2.46	2.52	2.52	2.54	2.57	
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	0.03	0.14	1.40	1.13	1.26	2.11	1.78	2.03	2.00	1.93	1.98	2.01	2.15	2.22	2.22	2.32	2.30	2.33	2.35	
Rend. BTP a 5 anni	0.67	0.69	2.02	1.83	1.93	2.70	2.39	2.65	2.63	2.57	2.63	2.66	2.79	2.86	2.87	2.96	2.95	2.98	2.99	
Rend. BTP a 7 anni	1.26	1.27	2.39	2.30	2.37	3.01	2.78	3.07	3.07	3.07	3.14	3.16	3.30	3.38	3.39	3.46	3.45	3.50	3.52	
Rend. BTP a 10 anni	1.86	1.88	2.81	2.73	2.79	3.26	3.15	3.43	3.45	3.42	3.49	3.53	3.65	3.72	3.73	3.82	3.81	3.84	3.85	
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2376.326	2380.593	2373.219	2332.401	2309.851	2321.491	2336.353	2347.819	2359.347	2344.659	2350.81	2345.12	2360.88	2366.55	2366.57	2346.63	2339.65	2348.88	2354.34	
Prestiti in euro	2341.405	2363.953	2342.658	2288.574	2266.448	2287.397	2301.157	2304.600	2317.182	2308.793	2315.553	2314.32	2325.952	2343.15	2333.99	2306.20	2301.12	2316.90	2319.34	
Prestiti in valuta	34.921	16.640	30.561	43.827	43.403	34.095	35.195	43.218	42.165	35.866	35.262	30.804	34.928	23.398	32.583	40.433	38.524	31.981	35.006	
Prestiti a breve	293.585	297.137	292.566	276.033	279.229	274.568	273.666	271.846	276.623	271.622	277.676	276.065	273.562	272.623	271.999	274.266	270.685	267.567	269.014	
Prestiti a m / l	2082.741	2083.457	2080.653	2056.368	2030.622	2046.923	2062.686	2075.972	2082.724	2073.037	2073.138	2069.055	2087.317	2093.925	2094.575	2072.363	2068.963	2081.318	2085.328	
Depositi totali	2390.208	2391.160	2420.533	2445.843	2419.238	2423.309	2427.920	2442.426	2449.719	2452.569	2440.167	2431.254	2446.856	2453.570	2487.098	2485.221	2485.283	2488.011	2482.791	
Depositi in c / c	1071.492	1073.970	1083.938	1101.372	1077.199	1082.527	1099.015	1099.606	1103.523	1130.603	1114.671	1120.719	1128.495	1136.218	1147.660	1151.498	1141.488	1143.477	1151.527	
Depositi a risparmio	300.511	300.202	299.777	300.313	300.412	300.976	301.293	300.918	301.251	303.267	304.391	304.679	304.538	304.015	303.494	303.737	303.776	304.497	304.697	
Certif. deposito	1018.204	1016.988	1036.818	1044.158	1041.627	1039.806	1027.613	1041.902	1044.944	1018.700	1021.104	1005.856	1013.822	1013.337	1035.944	1029.986	1040.018	1040.037	1026.567	
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	-0.01	-0.12	0.52	-2.28	-1.65	-0.99	-0.48	-2.07	-2.57	-1.12	-1.19	-0.09	-0.65	-0.59	-0.28	0.61	1.29	1.18	0.77	
Prestiti in euro	-0.24	0.60	1.02	-2.45	-1.68	-1.38	-0.91	-2.47	-3.08	-1.28	-1.39	-0.21	-0.66	-0.88	-0.37	0.77	1.53	1.29	0.79	
Prestiti in valuta	18.58	-50.51	-26.83	7.47	-0.09	34.76	38.94	25.34	37.07	10.40	13.99	9.83	0.02	40.61	6.62	-7.74	-11.24	-6.20	-0.54	
Prestiti a breve	-7.42	-4.28	-6.78	-11.16	-6.69	-5.97	-5.05	-6.90	-7.39	-6.02	-8.56	-6.41	-6.82	-8.25	-7.03	-0.64	-3.06	-2.55	-1.70	
Prestiti a m / l	1.13	0.50	1.64	-0.95	-0.91	-0.28	0.16	-1.40	-1.89	-0.44	-0.11	0.82	0.22	0.50	0.67	0.78	1.89	1.68	1.10	
Depositi totali	0.86	0.09	3.62	4.75	3.80	3.86	3.33	3.33	3.89	3.32	2.73	3.41	2.37	2.61	2.75	1.61	2.73	2.67	2.26	
Depositi in c / c	9.38	6.97	9.07	10.50	7.78	7.67	6.96	6.91	7.83	6.64	6.27	6.67	5.32	5.80	5.88	4.55	5.97	5.63	4.78	
Depositi a risparmio	1.17	1.31	1.39	1.83	1.52	1.27	1.32	1.35	1.25	1.52	1.15	1.21	1.34	1.27	1.24	1.14	1.12	1.17	1.13	
Certif. deposito	-6.86	-6.59	-0.93	0.09	0.60	0.89	0.27	0.35	0.76	0.38	-0.43	0.65	-0.43	-0.36	-0.08	-1.36	-0.15	0.02	-0.10	

SCENARIO C	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	19 9	
<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	0.00
Indice BCI COMIT (livello)	1308	1387	1288	1284	1311	1221	1243	1148	1216	1149	1129	1149	1192	1177	1169	1132	1126	1147	1095	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.4	2.1	2.3	1.3	-0.8	-1.0	-0.3	0.1	-0.8	-1.0	-0.6	0.3	0.0	0.3	-0.2	-0.1	0.6	-0.2	-0.3	
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.9	0.6	1.0	1.4	1.9	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.6	1.5	1.4	1.4	1.6	1.6	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	0.00
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.45	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.45	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34
T. Interb. 6m lett.	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.42	0.42	0.43	0.43	0.43	0.43	0.43	0.44	0.44	0.44	0.45
T. Prestiti medio	2.66	2.64	2.62	2.60	2.59	2.58	2.59	2.59	2.60	2.61	2.62	2.63	2.63	2.63	2.63	2.64	2.65	2.65	2.65	2.66
T.prest. medio - T.dep. medio	2.26	2.24	2.22	2.20	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.21	2.21	2.21	2.21	2.21
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.43	-0.42	0.57	-0.11	-0.13	0.10	-0.05	0.07	0.05	0.03	0.04	0.04	0.07	0.08	0.09	0.14	0.12	0.13	0.15	
T. BOT comp. lordo 6m	-0.44	-0.43	1.23	0.09	0.07	0.45	0.21	0.41	0.36	0.33	0.36	0.35	0.40	0.41	0.43	0.52	0.48	0.50	0.52	
T. BOT comp. lordo 12m	-0.41	-0.40	-0.37	0.56	0.34	0.69	0.44	0.64	0.60	0.57	0.58	0.58	0.62	0.63	0.66	0.73	0.69	0.70	0.73	
Rendistat lordo	1.20	1.05	1.49	2.12	2.00	2.45	2.27	2.49	2.50	2.45	2.47	2.48	2.53	2.59	2.63	2.65	2.67	2.66	2.71	
Rendistat netto	1.05	0.92	1.30	1.85	1.75	2.14	1.98	2.18	2.19	2.14	2.16	2.17	2.22	2.27	2.30	2.32	2.33	2.33	2.37	
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	0.03	0.14	1.40	1.13	1.26	2.11	1.78	1.96	1.91	1.85	1.85	1.85	1.88	1.90	1.92	1.98	1.95	1.98	2.00	
Rend. BTP a 5 anni	0.67	0.69	2.02	1.83	1.93	2.70	2.39	2.59	2.57	2.52	2.54	2.55	2.58	2.61	2.63	2.69	2.67	2.70	2.71	
Rend. BTP a 7 anni	1.26	1.27	2.39	2.30	2.37	3.01	2.78	3.02	3.04	3.03	3.08	3.08	3.11	3.15	3.18	3.23	3.22	3.25	3.27	
Rend. BTP a 10 anni	1.86	1.88	2.81	2.73	2.79	3.26	3.15	3.38	3.39	3.38	3.41	3.42	3.46	3.49	3.51	3.57	3.56	3.58	3.59	
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2376.326	2380.593	2373.219	2332.401	2309.851	2324.305	2340.109	2354.533	2363.288	2350.682	2358.14	2354.18	2368.90	2374.60	2375.12	2358.99	2349.12	2362.42	2370.53	
Prestiti in euro	2341.405	2363.953	2342.658	2288.574	2266.448	2289.714	2304.173	2310.022	2319.970	2314.116	2321.917	2322.44	2332.874	2350.48	2341.72	2317.41	2309.74	2329.56	2333.90	
Prestiti in valuta	34.921	16.640	30.561	43.827	43.403	34.591	35.936	44.511	43.318	36.566	36.224	31.741	36.028	24.117	33.396	41.580	39.382	32.868	36.633	
Prestiti a breve	293.585	297.137	292.566	276.033	279.229	275.080	274.517	272.726	277.146	272.576	278.800	277.050	274.297	273.656	272.849	275.525	271.941	269.386	271.333	
Prestiti a m / l	2082.741	2083.457	2080.653	2056.368	2030.622	2049.225	2065.592	2081.807	2086.142	2078.106	2079.341	2077.130	2094.605	2100.940	2102.269	2083.465	2077.177	2093.037	2099.197	
Depositi totali	2390.208	2391.160	2420.533	2445.843	2419.238	2426.109	2432.620	2447.626	2455.850	2457.554	2445.630	2439.012	2452.592	2459.309	2493.391	2492.069	2493.992	2498.164	2496.111	
Depositi in c / c	1071.492	1073.970	1083.938	1101.372	1077.199	1083.757	1100.905	1100.977	1105.671	1132.422	1116.637	1123.758	1131.643	1139.008	1150.726	1155.003	1145.376	1148.947	1158.107	
Depositi a risparmio	300.511	300.202	299.777	300.313	300.412	301.229	301.600	301.261	301.604	303.695	304.759	305.035	304.873	304.347	303.845	304.090	304.118	305.098	305.302	
Certif. deposito	1018.204	1016.988	1036.818	1044.158	1041.627	1041.123	1030.115	1045.388	1048.575	1021.438	1024.234	1010.219	1016.076	1015.954	1038.820	1032.976	1044.498	1044.119	1032.702	
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	-0.01	-0.12	0.52	-2.28	-1.65	-0.87	-0.32	-1.79	-2.41	-0.87	-0.88	0.30	-0.31	-0.25	0.08	1.14	1.70	1.64	1.30	
Prestiti in euro	-0.24	0.60	1.02	-2.45	-1.68	-1.28	-0.78	-2.24	-2.96	-1.05	-1.12	0.14	-0.36	-0.57	-0.04	1.26	1.91	1.74	1.29	
Prestiti in valuta	18.58	-50.51	-26.83	7.47	-0.09	36.73	41.87	29.09	40.82	12.55	17.10	13.17	3.17	44.93	9.28	-5.13	-9.27	-4.98	1.94	
Prestiti a breve	-7.42	-4.28	-6.78	-11.16	-6.69	-5.79	-4.75	-6.60	-7.21	-5.69	-8.19	-6.08	-6.57	-7.90	-6.74	-0.18	-2.61	-2.07	-1.16	
Prestiti a m / l	1.13	0.50	1.64	-0.95	-0.91	-0.17	0.30	-1.12	-1.73	-0.20	0.19	1.21	0.57	0.84	1.04	1.32	2.29	2.14	1.63	
Depositi totali	0.86	0.09	3.62	4.75	3.80	3.98	3.53	3.55	4.15	3.53	2.96	3.74	2.61	2.85	3.01	1.89	3.09	2.97	2.61	
Depositi in c / c	9.38	6.97	9.07	10.50	7.78	7.79	7.14	7.04	8.04	6.81	6.46	6.96	5.61	6.06	6.16	4.87	6.33	6.02	5.20	
Depositi a risparmio	1.17	1.31	1.39	1.83	1.52	1.36	1.42	1.47	1.37	1.66	1.27	1.33	1.45	1.38	1.36	1.26	1.23	1.28	1.23	
Certif. deposito	-6.86	-6.59	-0.93	0.09	0.60	1.02	0.52	0.69	1.11	0.65	-0.12	1.08	-0.21	-0.10	0.19	-1.07	0.28	0.29	0.25	

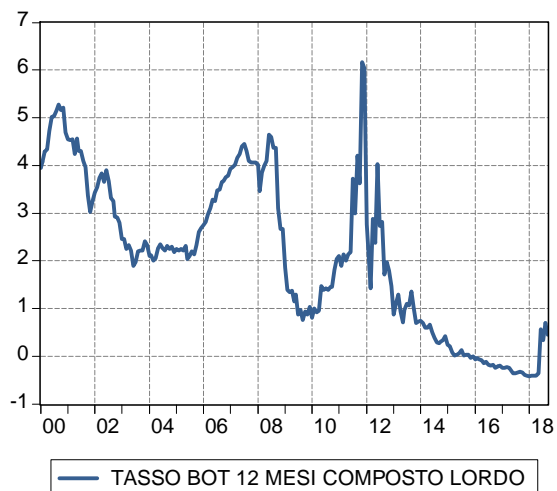
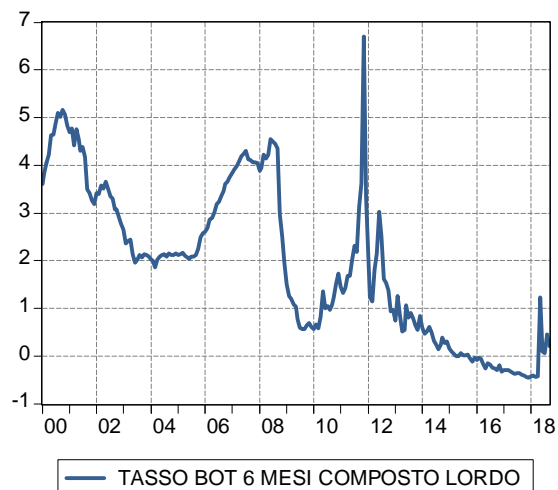
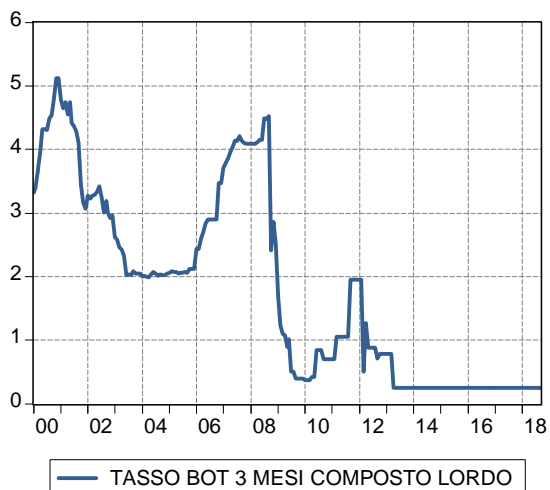
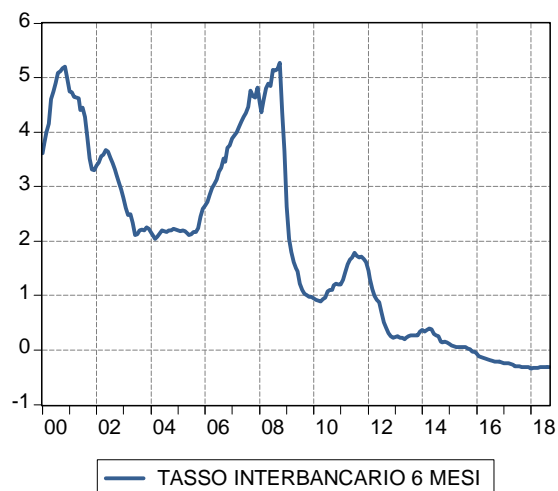
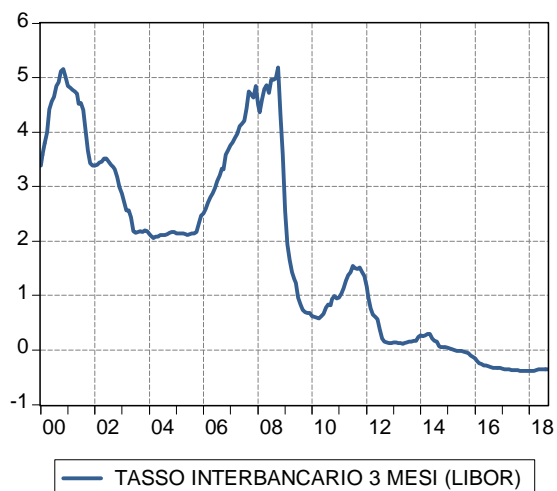
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



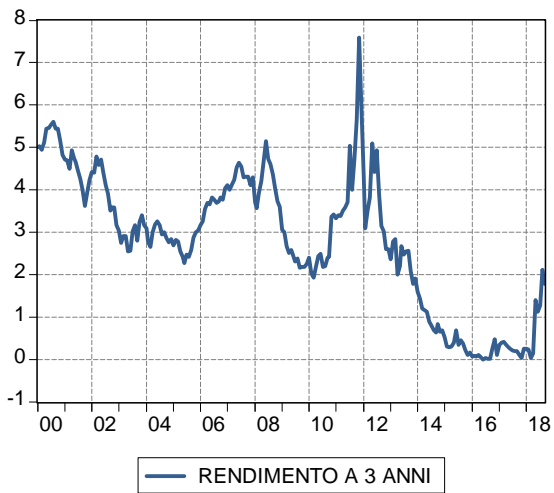
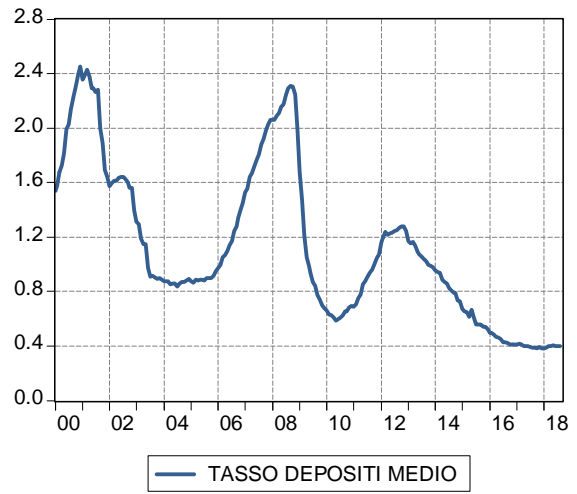
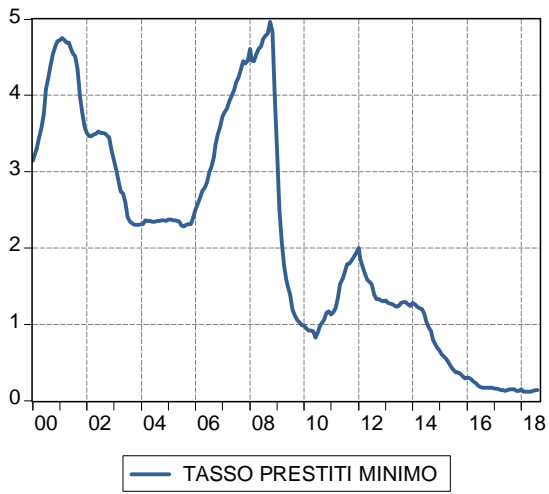
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



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

