

GRUPPI DI RICERCA ECONOMICA TEORICA E APPLICATA

# Lavori di ricerca

Luglio 2017



1  
2017



GRUPPI DI RICERCA ECONOMICA TEORICA E APPLICATA



# Lavori di ricerca

Numero 1|2017 - Luglio

**GRETA - Gruppi di Ricerca Economica Teorica e Applicata, 2017**  
**Lavori di Ricerca**  
Pubblicazione semestrale

**Direttore responsabile**  
Domenico Sartore

**Progetto editoriale**  
Francesca Volo

**Indirizzo**  
San Polo, 2605 – 30125 Venezia  
Telefono  
+39 0415238178

**Sito internet**  
<http://www.greta.it>

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che sia citata la fonte

**ISSN 2612-6605** (online)

# Editoriale

---

Domenico Sartore (Università Ca' Foscari e GRETA)

GRETA è un'associazione senza scopo di lucro che, da oltre un quarto di secolo, unisce le esigenze nel campo operativo dell'economia e della finanza, con la frontiera della ricerca scientifica teorica e applicata. Quando nasce nel 1990, l'università non ha ancora creato le proprie fondazioni, intese come enti strumentali dediti a promuovere iniziative nel campo operativo delle istituzioni pubbliche e private. GRETA, partecipata in gran parte da studiosi economisti ed econometrici universitari, anticipa in parte questa esigenza di sperimentare nella concreta realtà economica le formulazioni e i modelli teorici accademici.

Come ulteriore obiettivo si propone di impiegare giovani laureati di alto livello di merito, coinvolgendoli in progetti di ricerca, in attesa che si inseriscano in dottorati di ricerca o in posizioni altamente qualificate nel mondo del lavoro.

Nel tempo i ricercatori di GRETA hanno prodotto diversi lavori, gran parte dei quali hanno trovato collocazione in riviste scientifiche, dopo essere stati inseriti nella collana dei *working paper* di GRETA. Ci sono tuttavia documenti che, pur rilevanti per i contenuti di ricerca applicata, non hanno assunto, o non assumono il carattere di pubblicazione. Affinché questa produzione diventi condivisa, GRETA lancia la nuova rivista periodica LAVORI DI RICERCA.

Una sezione speciale della nuova rivista è dedicata all'Archivio Ricerche, che ha l'intento di recuperare lavori importanti prodotti in passato all'interno dell'attività di GRETA. Spesso questi lavori sono stati prodotti proprio da giovani laureati diventati oggi eminenti accademici o partner di rilevanti aziende.

**Domenico Sartore**



# Indice

## MEFIM - Scenari macroeconomici 2017 7

Lucia Trevisan e Francesca Volo

---

<i>Gennaio</i>	USA: il punto di minimo dei rendimenti sembra oramai alle spalle. Area Euro: ancora la politica al centro dell'attenzione	9
<i>Febbraio</i>	Il ciclone Trump destabilizza i mercati. In Area Euro si allontana il rischio deflazione e incombe quello politico	27
<i>Marzo</i>	La Fed si prepara al prossimo rialzo, mentre in Area Euro gli appuntamenti con le urne sono ormai alle porte	45
<i>Aprile</i>	Le banche centrali smorzano i toni: la Fed circa un'accelerazione del percorso dei tassi, la BCE circa il prolungamento del QE	63
<i>Maggio</i>	Negli USA sorprende lo stallo dei consumi mentre in Area Euro la ripresa si rafforza	81
<i>Giugno</i>	Sia in USA sia in Area Euro l'inflazione si ridimensiona. L'intervento della Fed a giugno non è scontato	99

## Archivio Ricerche 121

---

1992	Il Modello Macroeconomico Annuale CER-GRETA Pierfrancesco Baviera e Nicola Rossi	122
1992	Le scelte reali e finanziarie delle famiglie: un'analisi empirica Pierfrancesco Baviera	128
1992	Il Modello Macroeconometrico Annuale CER-GRETA: Appendice statistica Pierfrancesco Baviera	174



# MEFIM<sub>1</sub> - Scenari macroeconomici 2017

---

<sup>1</sup> Il Modello Econometrico Finanziario Internazionale Mensile (MEFIM) è un modello di tipo strutturale costituito da due blocchi: italiano e internazionale. La parte italiana concerne le interrelazioni fra le variabili monetarie e finanziarie italiane di maggior interesse. Tali variabili, rilevate mensilmente, possono essere racchiuse in 4 blocchi:

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

Le esogene sono: Tasso di Riferimento, indice COMIT, indice della produzione industriale, tasso d'inflazione.

Il mercato internazionale comprende le strutture a termine da 1 a 10 anni per i principali Paesi industrializzati: USA, Germania, Giappone, Francia e Regno Unito.

Le esogene sono rappresentate dal tasso d'intervento delle autorità monetarie, dal rendimento sugli eurodepositi a 3 mesi, dall'indice di borsa, dall'indice della produzione industriale, dall'indice dei prezzi al consumo e, per USA e Germania, quantità di moneta.

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.



**Gennaio 2017<sup>2</sup>**

**USA: il punto di minimo dei rendimenti sembra oramai alle spalle. Area Euro: ancora la politica al centro dell'attenzione**  
Lucia Trevisan<sup>a</sup> e Francesca Volo<sup>a,b</sup>

## IL QUADRO GENERALE

**Il mese di dicembre ha segnato una svolta di politica monetaria da parte della Banca Centrale americana.** All'ultima riunione del 2016 è stato deciso l'aumento di 25 punti base dei tassi di riferimento, già ampiamente scontato dai mercati finanziari, portando il tasso sui Fed funds a +0.75% e **Janet Yellen ha annunciato che probabilmente il 2017 sarà caratterizzato da altri tre rialzi** della stessa entità. Nel rapporto della riunione sono stati puntualizzati due fattori di tale svolta: la forza del mercato del lavoro, ormai vicina al pieno impiego, e la minor distanza dell'inflazione dall'obiettivo del 2%, che imporrà alla Fed uno stretto monitoraggio della dinamica dei prezzi nell'anno in corso. Noi aggiungiamo l'altro fattore dell'aspettativa di una politica fiscale molto espansiva annunciata dal neo Presidente degli Stati Uniti, Donald Trump. **Pertanto, il previsto 'break' strutturale di politica economica americana, con una staffetta tra politica monetaria e politica fiscale, messo in evidenza il mese scorso, si è avverato.**

**Il 2017 inizia con la convinzione che il punto di minimo dei rendimenti sia oramai alle spalle.** A fine dicembre, infatti, quelli sui titoli di Stato americani hanno raggiunto il livello di 2.5%, con un incremento di circa 70 punti base, e quelli europei ne hanno subito la tendenza per l'effetto di trasmissione. Inoltre, **l'aspettativa di una politica monetaria restrittiva in USA, a fronte di quelle dell'euro-zona e giapponese ancora accomodanti, ha rafforzato il dollaro, sceso sotto quota 1.05 nei confronti dell'euro, che dovrebbe mantenere questa tendenza anche nel corso dell'anno.** Non si esclude la possibilità di raggiungere la parità, ma questo dipenderà da quanto verrà realizzato effettivamente in termini di politica fiscale da Donald Trump.

Nonostante la Fed abbia sostanzialmente annunciato tre rialzi dei tassi ufficiali nel corso del 2017, **riteniamo più probabile uno scenario (Scenario C) in cui avvengano due aumenti, di 25 punti base ciascuno, a marzo e a giugno.** Tale ipotesi si basa sul fatto che il contesto macroeconomico internazionale è positivo, ma ancora debole: il PIL dell'Area Euro cresce al di sotto del 2% e potrebbe soffrire dell'aggiustamento verso l'alto dei rendimenti, già avvenuto negli ultimi mesi del 2016 per effetto trasmissione dagli Stati Uniti; in Giappone la crescita economica non supera l'1%; la Cina fatica a mantenere il livello minimo del 6.5% posto come obiettivo dal Governo ed è emersa l'ipotesi di un suo ammorbidimento in un *range* tra 6% e 7%, rispetto al 6.5%-7% del 2016 e al 7% del 2015; i Paesi emergenti soffrono e soffriranno per il dollaro forte. Inoltre, riteniamo che **la Fed terrà conto degli effetti indiretti restrittivi già in atto da novembre (post-elezioni) sull'economia americana dovuti al rialzo dei rendimenti a media/lunga scadenza e dalla forza del dollaro.**

Non escludiamo a settembre un ulteriore rialzo di 25 punti base dei tassi di riferimento (Scenario A), ma questo dipenderà dalla portata espansiva della politica fiscale di Trump. Poiché quanto annunciato dal neo Presidente finora è difficile da realizzare totalmente senza intaccare la stabilità dei conti pubblici, siamo propensi per uno scenario di politica monetaria restrittiva più cauta.

Il 'timing' di marzo e giugno si basa sulle seguenti considerazioni: 1) il neo Presidente si insedierà alla Casa Bianca dal 20 gennaio, per cui a marzo dovrebbero essere già note concretamente le sue mosse di politica fiscale; 2) la Fed ha posto l'accento sulla forza del mercato del lavoro e la vicinanza al livello di pieno impiego impone una politica monetaria restrittiva che giochi d'anticipo se vuole controbilanciare gli stimoli fiscali.

**In Giappone, la Banca Centrale ha confermato la sua politica monetaria espansiva con un proseguimento del Quantitative Easing basato sull'obiettivo di rendimenti nulli sulle scadenze medio-lunghe dei titoli di Stato e ciò ha preservato il Paese dal rialzo generalizzato dei rendimenti che si è verificato a livello globale per effetto di**

<sup>a</sup> Università Ca' Foscari Venezia.

<sup>b</sup> GRETA.

<sup>2</sup> Dati aggiornati al 31/12/2016.

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.

**trasmissione dagli USA.** Questo atteggiamento di politica monetaria dovrebbe aiutare il Giappone a risolvere i rischi di deflazione ancora presenti negli ultimi dati mensili.

**Sul fronte macroeconomico,** la revisione dei dati trimestrali ha confermato la crescita del PIL nel terzo trimestre 2016 a +1% a/a ed **emerge un maggior ottimismo rispetto al mese scorso sulla capacità della domanda interna di supportare la crescita** giapponese nei prossimi trimestri, anche se il canale estero resta nel breve termine la fonte principale di sostegno al PIL, grazie all'indebolimento dello yen in atto a partire dal superamento delle elezioni presidenziali americane.

**Nel medio termine, rimane da valutare l'effetto negativo di un eventuale maggiore protezionismo annunciato dal nuovo presidente degli USA** soprattutto verso i Paesi asiatici.

**Sul fronte europeo, la BCE all'ultima riunione del 2016 ha allungato i termini del *Quantitative Easing*,** che avrebbe dovuto scadere nel marzo del 2017, **fino alla fine dell'anno e oltre se necessario, ma contemporaneamente ha ridotto l'ammontare di acquisti dei titoli di Stato sul mercato secondario a 60 miliardi di euro mensili dai precedenti 80 miliardi, a partire da aprile fino a dicembre dell'anno in corso.** Ha esteso gli acquisti a titoli con rendimenti al di sotto di -0.4% e con scadenza inferiore ai due anni. Questo è importante perché aumenta l'inclinazione della curva dei rendimenti: quelli a breve scendono perché ora comprati di più dalla BCE, quelli a lungo salgono perché comprati di meno. Ciò sarà positivo per le banche e le assicurazioni, i cui bilanci hanno sofferto con la politica dei tassi negativi.

Il rischio sistemico bancario nell'area dovrebbe ridursi anche alla luce della soluzione che prevede l'intervento statale sul Monte Paschi di Siena.

**In sostanza, Draghi è stato un po' colomba perché ha allungato i termini del QE, ma anche un po' falco perché ne ha ridotto l'ammontare. È stato anche accorto nel non suscitare aspettative di politica monetaria restrittiva, specificando che non si tratta di un 'Tapering',** cioè di un programma di assottigliamento progressivo degli acquisti fino all'azzeramento, ma semplicemente un ritorno alla quantità originaria del QE del 2015. Ha sottolineato che alla riunione di dicembre non si è discusso di 'Tapering' e che 'si è ben lontani da esigenze simili'. Da un lato, ha dichiarato che il rischio di deflazione non è più così reale, dall'altro, ha voluto ribadire che la politica monetaria rimane accomodante per uno scenario di incertezza diffusa. Quindi, **la mossa di dicembre 2016 va interpretata come un intervento accomodante anche se ha ridotto la quantità del QE.**

Se si tengono in considerazione le linee guida della BCE, rilasciate a dicembre, che prevedono un'inflazione a +0.2% nel 2016, +1.3% nel 2017 (grazie ad un cambiamento nella tendenza del prezzo del petrolio), +1.5% nel 2018 e +1.7% nel 2019, sembra per la Banca Centrale sia bassa la probabilità di una politica monetaria restrittiva prima della fine del mandato di Draghi (2019).

Dal punto di vista macroeconomico, la crescita del PIL dell'Area Euro nel terzo trimestre del 2016 è stata pari a quella americana in termini tendenziali (+1.7% a/a) e l'aspettativa che l'euro rimanga debole nei confronti del dollaro durante il 2017, dopo la svolta di politica monetaria della Fed, dovrebbe garantire un buon flusso di esportazioni a supporto della tendenza positiva della crescita già in atto.

Tuttavia, il ciclo economico europeo dovrà fare i conti con:

- i rischi politici e le spinte centrifughe anti-europeiste della tornata elettorale in Francia (23 aprile), Germania (in autunno), Olanda e forse Italia, già messi in evidenza nei mesi precedenti;
- l'effetto della Brexit che in primavera potrebbe iniziare a sentirsi, visto che il Primo Ministro britannico, Theresa May ha pianificato a marzo l'avvio concreto della procedura di uscita della Gran Bretagna dall'Unione Europea;
- gli effetti restrittivi indiretti dovuti ai più alti rendimenti sui titoli di Stato.

Per quando riguarda il petrolio, a fine 2016 si è verificato un accumulo di scorte in vista del taglio della produzione che inizia a gennaio dell'anno in corso e il prezzo del greggio si è portato stabilmente sopra i 50 dollari al barile. La probabilità che mantenga questa forza è elevata, ma non riteniamo che possa superare i 55-60 dollari al barile, almeno nella prima parte del 2017.

## GLI ULTIMI DATI

**I dati definitivi del PIL statunitense relativi al terzo trimestre hanno consolidato ulteriormente la crescita economica** con un aggiustamento verso l'alto della variazione trimestrale annualizzata da un +3.2% della prima revisione a +3.5% (da +1.6% a +1.7% quella tendenziale a/a). **Il miglioramento va attribuito in gran parte ad una dinamica positiva di +1.4% t/t degli investimenti fissi non residenziali** rispetto ad una sostanziale invarianza (+0.1%t/t) della prima revisione. Ciò ha consentito di neutralizzare parzialmente la componente dei residenziali che rimane ampiamente negativa con un -4.1% t/t,, dopo il pesante arretramento di -7.8% t/t del secondo trimestre. **L'altra revisione da sottolineare riguarda la spesa pubblica passata da +0.2% t/t a +0.8% t/t.** Resta, in ogni caso, sostanzialmente invariata la conclusione rispetto ai dati della prima revisione, con il **buon apporto del canale estero di quasi un punto percentuale**, grazie ad un aumento rilevante delle esportazioni (+10% t/t) ed una dinamica contenuta delle importazioni (+2.2%). **Il contributo alla crescita più rilevante rimane quello dei consumi** con +2% t/t, anche se in ridimensionamento dal secondo trimestre (+2.9% t/t).

**Le nuove informazioni provenienti dai dati mensili evidenziano principalmente una maggiore forza nel mercato del lavoro.** In novembre, il tasso di disoccupazione è sceso a +4.6% da +4.9%, avvicinandosi sempre di più al livello di pieno impiego, stimato in media al 4-4.5%; l'occupazione nel settore non agricolo (non farm payrolls) non ha deluso le aspettative, registrando un incremento di +178 mila unità, rispetto a +142 mila del mese precedente. La correzione al ribasso del dato di ottobre (da +161 mila unità a +142 mila) è stata compensata da un aggiustamento al rialzo del dato di settembre (da +191 mila a +208 mila).

**Sul fronte dei prezzi, novembre ha mostrato una pausa di riflessione:** l'indice PCE (Personal Consumption Expenditures), preferito dalla Fed rispetto al CPI (Consumer Price Index), è rimasto invariato sia in termini di variazione mensile (0% m/m), sia tendenziale (fermo a +1.4% a/a). Lo stesso indice depurato dalle componenti più volatili (core) ha corretto al ribasso a +1.6% a/a da +1.8% a/a. I salari orari sono diminuiti di -0.1% m/m, riportando il tendenziale a +2.5% a/a da +2.8% di ottobre. **Tuttavia**, si deve tener conto che, a partire da gennaio 2017, la produzione di greggio diminuirà in base all'accordo di Vienna del 30 novembre 2016. Questo, pur non generando forti correzioni al rialzo del prezzo del petrolio (dovrebbe rimanere intorno ai 55 dollari al barile), crea una certa rigidità verso il basso, per cui, **la dinamica inflazionistica non potrà più beneficiare di prezzi del greggio particolarmente bassi come è stato nel 2016.**

**Dal lato dell'offerta, i dati di novembre non segnalano una particolare forza:** la produzione industriale è diminuita di -0.4% m/m e gli ordini di beni durevoli con un -4.6% m/m hanno praticamente azzerato il consistente incremento di ottobre (+4.8% m/m). Tuttavia, se scorporiamo la componente più volatile dei trasporti, la serie degli ordini di beni durevoli registra un positivo +0.5% m/m, al di sopra delle attese di +0.2% m/m.

Gli indici di fiducia dei produttori ISM (manifatturiero e servizi) sono aumentati, confermando l'ottimismo di novembre già emerso dall'NAPM, disponibile con un mese di anticipo, ma quest'ultimo relativo al mese di dicembre ha subito una diminuzione da 57.6 a 54.6. In ogni caso, tutti gli indici sono ben al di sopra della soglia dei 50 punti che delimita la zona di espansione dell'economia da quella in contrazione.

**Dal settore edilizio i segnali in novembre sono tutto sommato positivi:** le vendite di nuove case sono aumentate di +5.2% m/m e la pesante diminuzione di -18.7% m/m degli avvii di nuovi cantieri va interpretata in modo fisiologico dopo il brillante incremento di +27.4% m/m di ottobre.

**Dal lato della domanda,** le vendite al dettaglio hanno registrato in novembre un poco significativo +0.1% m/m, ma **la fiducia dei consumatori di dicembre**, con il grande balzo a 113.7 da 109.2, (in controtendenza rispetto alle attese di un ridimensionamento a 101.5) **incorpora l'entusiasmo generato dalle dichiarazioni del nuovo Presidente Donald Trump in termini di stimoli all'economia.**

## USA

*Il livello minimo dei rendimenti è ormai alle spalle*

Alla luce della precedente analisi, si può, quindi, dedurre che la virata in favore di una politica monetaria più restrittiva annunciata dal Presidente della Fed, Janet Yellen, alla riunione di dicembre del 2016, sia stata dettata dalla forza del mercato del lavoro prossimo al pieno impiego e dal rischio di surriscaldamento dell'economia americana nel caso in cui Donald Trump dia seguito concretamente ai suoi annunci di politica fiscale particolarmente espansiva.

**La revisione dei dati del PIL del terzo trimestre del 2016 conferma la crescita dell'economia giapponese intorno all'1% a/a**, pur con una correzione al ribasso della variazione trimestrale da +0.5% t/t del preliminare a +0.3% t/t. Sono stati rivisti al rialzo i dati del secondo trimestre da +0.2% t/t a +0.5% t/t (da +0.7% a/a a +0.9% a/a).

**Le esportazioni nette rimangono la componente più rilevante nel contributo alla crescita del PIL** (+0.3% t/t), nonostante il ridimensionamento della dinamica positiva delle esportazioni (+1.6% t/t rispetto al preliminare di +2% t/t) ed un minore calo delle importazioni (-0.4%t/t rispetto al preliminare di -0.6% t/t). Dalle elezioni americane dell'8 novembre 2016 il ridimensionamento dell'afflusso di capitali verso il Giappone ha invertito la tendenza al rafforzamento dello yen, per cui **la minor forza della valuta nipponica dovrebbe sostenere il canale estero nei prossimi trimestri**.

La dinamica dei consumi è stata rivista al rialzo dal preliminare +0,1% t/t a +0.3% t/t consentendo a questa fondamentale componente di contribuire alla crescita del PIL per un +0.2% t/t (rispetto allo 0% del preliminare).

Sempre sul fronte dei dati trimestrali, la Banca del Giappone ha pubblicato il **rapporto Tankan relativo al quarto trimestre del 2016**, che **evidenzia un miglioramento della fiducia presso le grandi imprese manifatturiere per la prima volta in sei trimestri**. Tra le rilevazioni del rapporto, si segnala un ulteriore irrigidimento del mercato del lavoro, mentre si traggono spunti per ipotizzare sorprese positive dal fronte dei futuri utili aziendali, in relazione al recente indebolimento dello yen.

**I nuovi dati mensili a disposizione evidenziano un recupero.**

**Dal lato dell'offerta**, a novembre la produzione industriale ha registrato un buon incremento di +1.5% m/m, dopo la sostanziale invarianza di ottobre. Gli ordini di macchinari, pur essendo riferiti ad ottobre, con il balzo di +4.1% m/m fanno sperare in una dinamica positiva nei mesi successivi di fine 2016-inizio 2017.

L'indice PMI manifatturiero a dicembre si è portato a 51.9 da 51.3 del mese precedente, confermando l'ottimismo emerso nel rapporto trimestrale Tankan.

**Dal lato della domanda, in novembre le vendite al dettaglio hanno consolidato la loro dinamica positiva** dopo il brillante dato di ottobre (+4.7% m/m ), con un incremento di +1.4% m/m, **e i consumi privati hanno recuperato dopo la contrazione di ottobre** (-2.9% m/m) con un +2.3% m/m.

**Gli indicatori dei prezzi segnalano ancora deflazione**, con una variazione tendenziale del CPI core a novembre negativa (-0.4% a/a).

**Dall'analisi precedente, emerge pertanto un maggior ottimismo rispetto al mese scorso sulla capacità della domanda interna di supportare la crescita** giapponese nei prossimi trimestri, ma il canale estero dovrebbe rimanere nel breve termine la fonte principale di sostegno al PIL, grazie all'inversione di tendenza dello yen.

**Nel medio termine, resta da valutare l'effetto negativo di un eventuale maggiore protezionismo annunciato dal nuovo presidente degli USA** soprattutto verso i Paesi asiatici.

## GIAPPONE

*Dopo le elezioni di Donald Trump in Usa, si è ridimensionata la forza dello yen*

## AREA EURO

*I rischi politici rimangono il fattore determinante per il futuro dell'Area*

Con la pubblicazione dei dati trimestrali del PIL dell'Area Euro anche per le componenti, relativi al terzo trimestre del 2016, è stata rivista al rialzo la crescita tendenziale a +1.7% a/a da +1.6% a/a del preliminare, pur mantenendo invariata la variazione congiunturale a +0.3% t/t. Quindi, **viene confermata la lenta ma costante ripresa dell'economia dell'euro-zona: a livello tendenziale eguaglia la crescita degli USA**. I consumi sono la componente che maggiormente ha contribuito in termini positivi (+0.2% t/t) seguita dalla spesa pubblica e dalle scorte (entrambe +0.1% t/t). La maggiore flessibilità concessa ai Paesi periferici sul bilancio pubblico trova riscontro in una dinamica della spesa pubblica più sostenuta rispetto al passato (+0.5% e 0.4% t/t nel secondo e terzo trimestre, rispettivamente). Il canale estero non riesce a contribuire alla crescita del PIL per una sostanziale compensazione tra esportazioni e importazioni: entrambe sono aumentate in termini contenuti. Tuttavia, **il recente indebolimento dell'euro**, sceso sotto 1.05 nei confronti del dollaro per la doppia spinta proveniente dalla conferma di una politica accomodante da parte della BCE e dalla svolta di politica monetaria della Fed in termini restrittivi, **unito all'aspettativa che questa tendenza sia duratura, dovrebbe garantire nel 2017 un migliore apporto del canale estero alla crescita del PIL dell'Area Euro**.

**I dati mensili inducono a credere che l'intonazione positiva della crescita economica, sia pur non brillante, sarà riscontrata anche nell'ultimo trimestre del 2016:** a parte la produzione industriale, che in ottobre è diminuita di -0.1% m/m, gli altri indicatori sono positivi.

**In novembre, sono buone le notizie dal mercato del lavoro:** il tasso di disoccupazione è diminuito a 9.8% da 9.9% di ottobre, contro un'aspettativa di +10% e il dato del mese precedente è stato rivisto al ribasso da +10% a +9.9%.

**Dal lato dell'offerta, pur con le incertezze sulla produzione industriale evidenziate sopra, il settore delle costruzioni in ottobre ha segnato un incremento di +0.8% m/m,** azzerando il declino di pari entità di settembre. In dicembre, la fiducia dei produttori mantiene l'intonazione positiva soprattutto nel settore manifatturiero, grazie ad un incremento del PMI a 54.9 da 53.7 di novembre, contro un'aspettativa di 53.9. Qualche incertezza, invece, proviene dal settore dei servizi.

**Dal lato della domanda, in ottobre le vendite al dettaglio hanno ripreso forza dopo le incertezze dei mesi precedenti** con un +1.1% m/m.

Per quanto riguarda **l'inflazione, novembre ha confermato il lento allontanamento dall'area negativa:** l'indice globale si è portato a +0.6% a/a da +0.5% a/a del mese precedente e quello *core* (esclusi gli alimentari e l'energia) si è mantenuto a +0.8% a/a. Lo stesso Draghi ha ribadito che il rischio deflazione è meno rilevante rispetto al passato e l'aspettativa di un prezzo del petrolio al di sopra dei 50 dollari al barile, dopo l'accordo di Vienna del 30 novembre sul taglio della produzione di greggio, dovrebbe sostenere l'inflazione dell'Area Euro.

**Dall'altro lato, invece, si allontana la speranza di una ripresa dei flussi commerciali tra zona euro e Russia,** dettata dalla nuova impostazione di politica estera di Donald Trump, **dopo la decisione dell'Unione Europea di estendere di sei mesi le sanzioni nei confronti della Russia. Inoltre, la crescita economica dovrà fare i conti con gli effetti restrittivi indiretti dovuti ai più alti rendimenti sui titoli di Stato,** sia attraverso il canale di trasmissione dagli USA, sia per le tensioni politiche che domineranno inevitabilmente il 2017. Il timore di governi anti-europeisti rimane elevato in vista delle elezioni in Francia (il 23 aprile), Olanda, Germania (in autunno) e forse anche in Italia.

**In Germania,** non ci sono nuove informazioni dai dati trimestrali sul PIL rispetto al mese precedente: **l'economia tedesca nel terzo trimestre del 2016 è cresciuta, ma meno che nella prima metà dell'anno.** Si è consolidata la tendenza positiva dei consumi, mentre il canale estero si è indebolito.

**Dai dati mensili emerge un quadro più positivo, sia da lato dell'offerta che della domanda, precludendo ad un recupero della crescita economica tedesca.**

In ottobre la produzione industriale ha registrato un +0.3% m/m e il brillante +4.9% m/m

Germania

degli ordini all'industria ci dice che nei mesi successivi l'attività produttiva continuerà la sua intonazione positiva. Anche perché è supportata da un buon ottimismo dei produttori: in dicembre, il PMI manifatturiero ha registrato un dato superiore a quello del mese precedente (55.5 da 54.3) e alle attese (54.5); l'indice Ifo è cresciuto a 111 da 110.4 di novembre, raggiungendo i massimi da febbraio del 2014. Questo ci induce a credere che la principale economia europea inizierà il 2017 con il piede giusto.

Il sostanzioso incremento delle vendite al dettaglio di ottobre (+2.5% m/m) e la diminuzione del tasso di disoccupazione a 5.7% di novembre (da 5.8%) confermano la forza dei consumi.

**L'inflazione in novembre è rimasta stabile** a +0.7% a/a in termini globali, a +1% a/a in termini 'core'.

**In Francia, la revisione dei dati trimestrali del PIL del terzo trimestre del 2016 lima la crescita tendenziale a +1% a/a da +1.1% a/a del preliminare, ma mantiene inalterata quella congiunturale a +0.2% t/t**, confermando il recupero dell'economia francese dopo la contrazione subita nel secondo trimestre (-0.1%). Salvo qualche lieve aggiustamento al ribasso sulle scorte a favore delle esportazioni e dei consumi, rimane il quadro emerso dalle rilevazioni precedenti: **il risultato positivo è dovuto in gran parte ad un accumulo di scorte**, che hanno contribuito per un +0.6% alla crescita del PIL totale, e **la componente rilevante che ha sottratto crescita è stata quella del canale estero** (-0.6%), a causa di un aumento delle importazioni di +2.5% t/t, rispetto a una dinamica contenuta al +0.7% t/t delle esportazioni.

Francia

**I nuovi dati mensili disponibili sono meno positivi rispetto alla Germania:** da un lato, in ottobre il tasso di disoccupazione è sceso a 9.7% da 9.9% del mese precedente (rivisto al ribasso da 10.2%); il settore delle costruzioni ha recuperato con un incremento di +2.1% m/m, dopo il -1.7% di settembre, e la fiducia delle imprese a dicembre rimane alta. Dall'altro, però, la produzione industriale ha registrato una contrazione mensile di -0.2% m/m dopo il pesante -1.4% di settembre e a novembre sono rimaste invariate sia le vendite al dettaglio che la fiducia dei consumatori (a 98).

Sul fronte dei prezzi, in novembre l'inflazione, pur rimanendo invariata rispetto ad ottobre, ha registrato un aggiustamento verso l'alto in termini tendenziali (a/a), portandosi a +0.7% (da +0.5%). L'indice 'core' è stabile a +0.6% a/a.

Inoltre, va sottolineato, che **lo scenario resta dominato dalla componente politica in vista delle elezioni presidenziali del 23 aprile**. Con la forza del partito estremista di Le Pen, la Francia rappresenta uno dei focolai più pericolosi di anti-europeismo a cui i mercati finanziari guardano con preoccupazione. Il Paese rimarrà osservato speciale e le turbolenze finanziarie in prossimità delle elezioni non mancheranno.

**In Italia**, la revisione del dato trimestrale del PIL a livello aggregato, ha confermato la crescita di +0.3% t/t nel terzo trimestre del 2016 e ha portato ad un aggiustamento verso l'alto di quello tendenziale a +1% a/a dal preliminare +0.9%. Quindi, la crescita economica superiore a quella di Germania e Francia (entrambe +0.2% t/t), ne riduce lievemente il divario accumulatosi con la recessione prolungata che ha colpito il nostro Paese e rende più probabile il conseguimento dell'obiettivo di crescita del 2016 posto dal Governo. Si segnala, inoltre, che è stato rivisto al rialzo anche il dato del secondo trimestre con un +0.1% t/t rispetto all'invarianza della precedente pubblicazione.

Italia

Dall'analisi delle componenti del PIL, emerge anche per l'Italia una certa debolezza del canale estero, che ha sottratto alla crescita un -0.1% t/t, a causa di una scarsa dinamica delle esportazioni (+0.1% t/t) a fronte di importazioni in aumento di +0.7% t/t. **La maggiore crescita rispetto al secondo trimestre va attribuita agli investimenti fissi**, che sono cresciuti di +0.8% t/t, **ad un riaccumulo di scorte** (+0.1% t/t) dopo il calo di -0.2% del trimestre precedente **e alla spesa pubblica che ha smesso di sottrarre crescita al PIL**.

**I dati mensili danno indicazioni positive più dal lato della domanda che dell'offerta:** in ottobre le vendite al dettaglio hanno registrato un +1.2% m/m e la fiducia dei consumatori di dicembre testimonia un certo ottimismo, con un balzo dell'indice Istat a 109.5, da 107 di novembre, contro un'aspettativa più cauta di 107.5.

Dal lato dell'offerta, qualche ombra proviene dalla produzione industriale invariata in ottobre e, in particolare, dal settore delle costruzioni, che sempre nello stesso mese ha registrato un calo di -0.9% m/m, dopo il crollo di -4.3%. Tuttavia, l'incremento degli ordini all'industria in ottobre (+0.9%) e le buone indicazioni dagli indici di fiducia dei produttori di novembre e dicembre, lasciano sperare in un recupero dell'attività produttiva.

L'inflazione in novembre ha recuperato con un +0.1% a/a (da -0.1% a/a del mese precedente) per l'indice globale e un +0.5% a/a (da +0.3% a/a del mese precedente) per il 'core', ma rimane pericolosamente ancora troppo prossima allo zero.

Resta, in ogni caso, il fatto che il proseguimento della tendenza positiva dell'economia italiana dipenderà dall'evoluzione dello scenario politico. Dopo la vittoria del 'no' al referendum costituzionale e le dimissioni del Presidente del Consiglio, Matteo Renzi, **la tenuta del Governo di transizione presieduto da Gentiloni fino al 2018, sarà fondamentale.** Dopo la sentenza della Consulta sull'Italicum prevista per il 24 gennaio, si potrà valutare il rischio di elezioni anticipate.

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

## GLI SCENARI

### A (30%)

**USA:** Una politica fiscale fortemente espansiva dopo l'insediamento del nuovo Presidente americano Donald Trump e un conseguente brillante passo di crescita dell'economia intorno al 3%, **impongono alla Fed un percorso di politica monetaria più restrittivo. Nel 2017 la Fed confermerà l'atteggiamento da 'falco' annunciato alla riunione di dicembre 2016 con tre rialzi, ciascuno di 25 punti base, a marzo, giugno e settembre.** L'economia vicina al pieno impiego, stimolata da interventi espansivi sul fronte fiscale, deve essere inequivocabilmente frenata dalla politica monetaria per mantenere il controllo delle aspettative inflazionistiche. Il dollaro potrebbe raggiungere la parità entro fine anno.

**Area Euro:** L'economia continua stabilmente su di un passo di crescita moderato intorno al 2%, grazie alla politica monetaria espansiva della BCE e ad una maggiore flessibilità concessa alla politica fiscale dei Paesi periferici allo scopo di mitigare spinte populiste con la tornata di elezioni del 2017. **L'intervento pubblico sul Monte Paschi di Siena riduce il rischio sistemico bancario italiano e, quindi, anche dell'intera area. Il Governo italiano arriva a fine mandato del 2018.** La BCE, dopo la decisione di dicembre 2016 di estendere il QE fino a fine 2017, garantisce abbondante liquidità per l'intero periodo elettorale. **I rendimenti dell'intera area risentiranno dell'effetto di trasmissione dagli Stati Uniti:** il rendimento del BTP decennale potrà superare il 2% entro fine anno, ma lo spread rimarrà intorno a 160-170, dal momento che anche i rendimenti tedeschi subiranno la stessa tendenza.

### B (10%)

**USA:** La politica fiscale di Donald Trump sarà meno espansiva di quanto atteso. L'economia continuerà su un passo di crescita abbastanza moderato intorno a 1.5-2% per gli effetti restrittivi indiretti di rendimenti elevati, che incorporano il maggiore rischio sul debito pubblico americano, e del dollaro forte, come conseguenza del fatto che la Fed rimane l'unica Banca Centrale ad attuare una politica monetaria restrittiva. **La Fed attenderà giugno per attuare un rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base.**

**Area Euro:** Aumentano i rischi politici in vista delle elezioni in Francia in aprile, in Germania in autunno. In Italia, dopo l'esito del 24/1 della Consulta sull'Italicum, **le opposizioni chiedono elezioni anticipate.** Tutto ciò genera turbolenze finanziarie che rischiano di intaccare la crescita economica tanto faticosamente conseguita dalla politica monetaria espansiva della BCE.

**I rendimenti dell'intera area risentiranno sia per l'effetto di trasmissione dagli Stati Uniti che per ragioni endogene di instabilità politica:** il rendimento del BTP decennale si porterà al 2% durante il 2017 e potrà superare il livello del 2.2% entro la fine dell'anno, con uno spread intorno a 170-180.

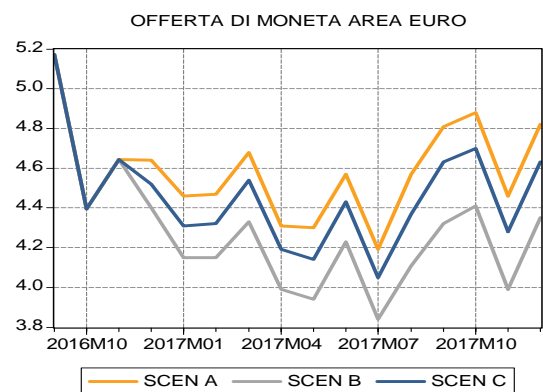
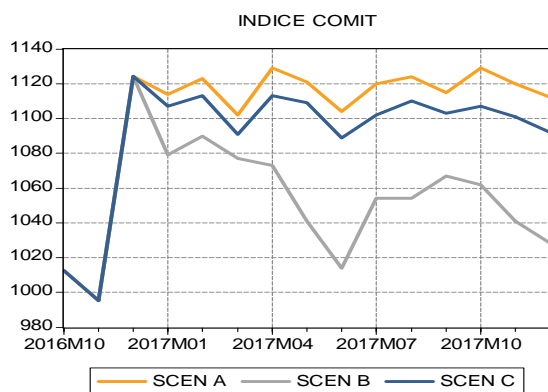
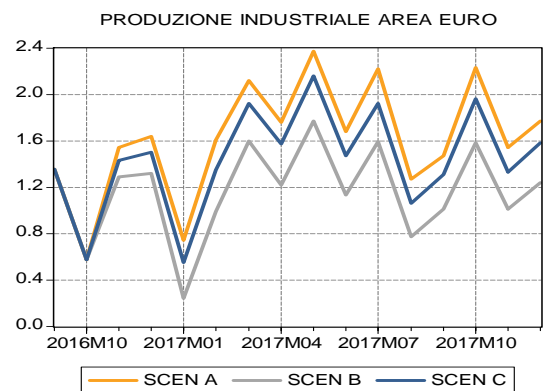
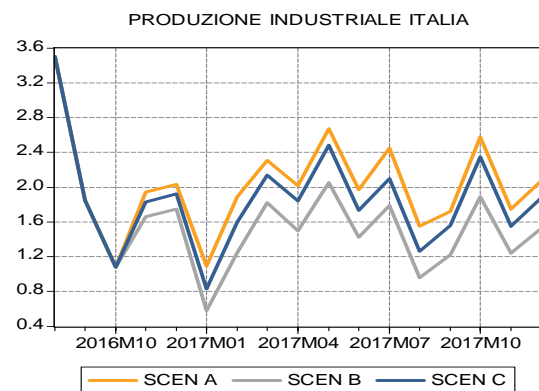
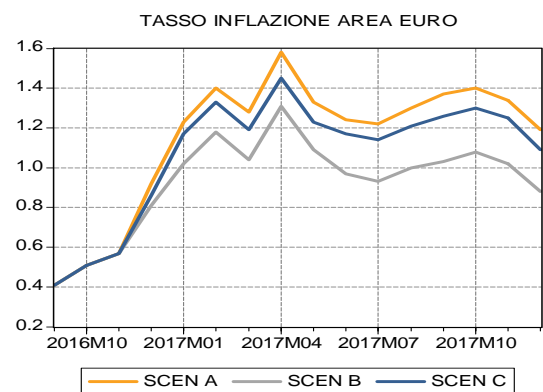
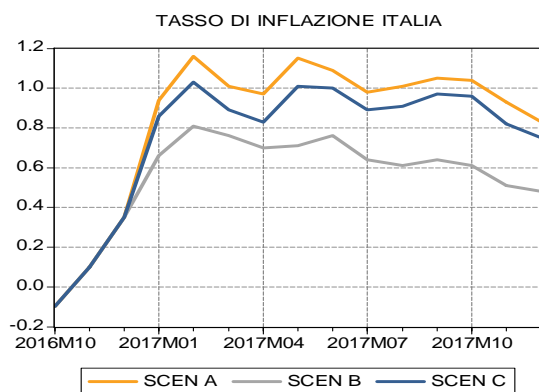
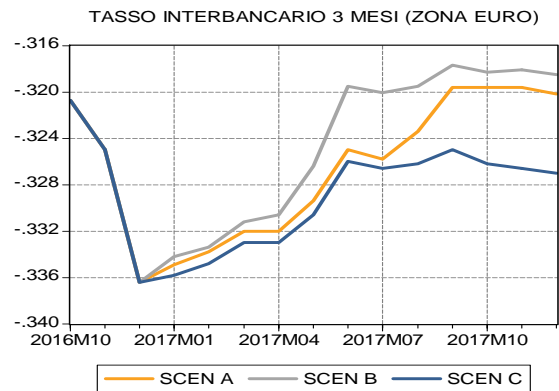
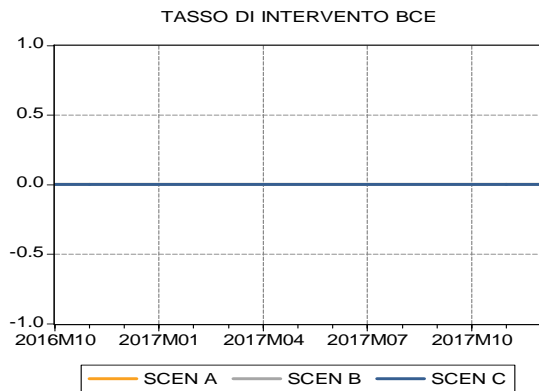
### C (60%)

**USA:** Una politica fiscale espansiva del nuovo Presidente americano Donald Trump e un conseguente passo di crescita dell'economia intorno al 2.5%, **impongono alla Fed un percorso di politica monetaria restrittivo. Nel 2017 la Fed aumenterà i tassi di riferimento due volte, a marzo e giugno, di 25 punti base per ciascun intervento,** per controllare le aspettative inflazionistiche future. **Successivamente, tenendo conto degli effetti restrittivi indiretti di rendimenti elevati,** che incorporano il maggiore rischio sul debito pubblico americano, **e del dollaro forte, è attesa una pausa di riflessione** per avere conferma sull'effettivo impatto della suddetta politica fiscale. Il dollaro potrebbe raggiungere livelli intorno a 1.02-1.03.

**Area Euro:** L'economia continua stabilmente su di un passo di crescita moderato intorno all'1.5-2%, grazie alla politica monetaria espansiva della BCE e ad una maggiore flessibilità concessa alla politica fiscale dei Paesi periferici allo scopo di mitigare spinte populiste con la tornata di elezioni del 2017. **L'intervento pubblico sul Monte Paschi di Siena riduce il rischio sistemico bancario italiano e, quindi, anche dell'intera area. Il Governo italiano arriva a fine mandato del 2018.** La BCE, dopo la decisione di dicembre 2016 di estendere il QE fino a fine 2017, garantisce abbondante liquidità per l'intero periodo elettorale. **I rendimenti dell'intera area risentiranno dell'effetto di trasmissione dagli Stati Uniti:** il rendimento del BTP decennale si aggusterà al rialzo intorno a 1.9-2%, ma lo spread rimarrà a 160-165 dal momento che anche i rendimenti tedeschi subiranno la stessa tendenza.

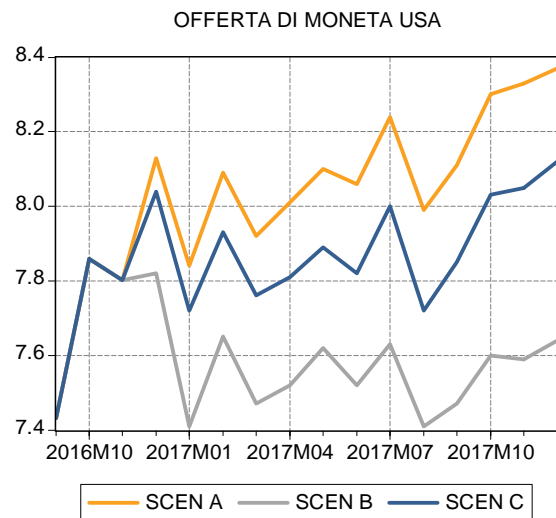
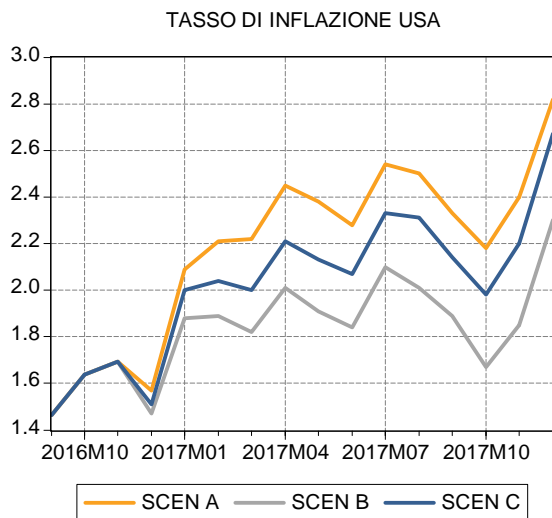
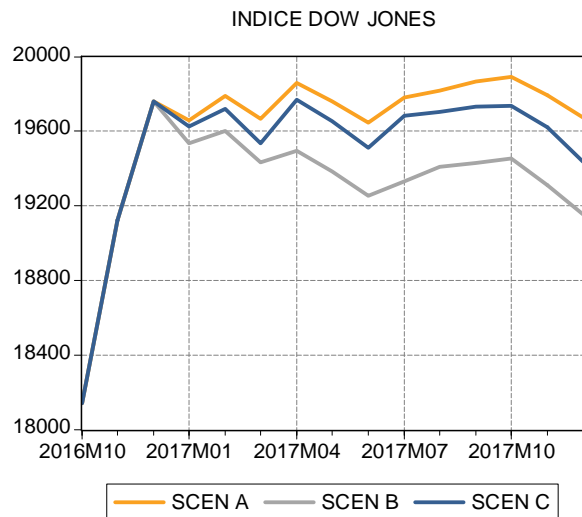
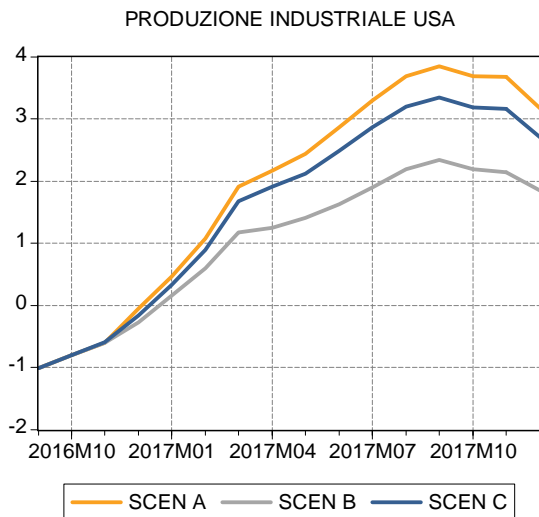
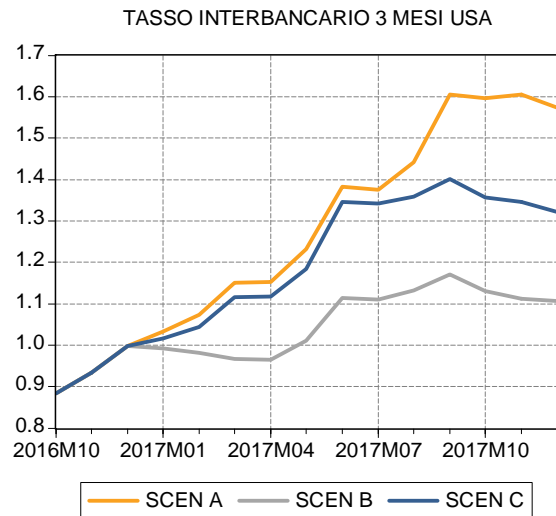
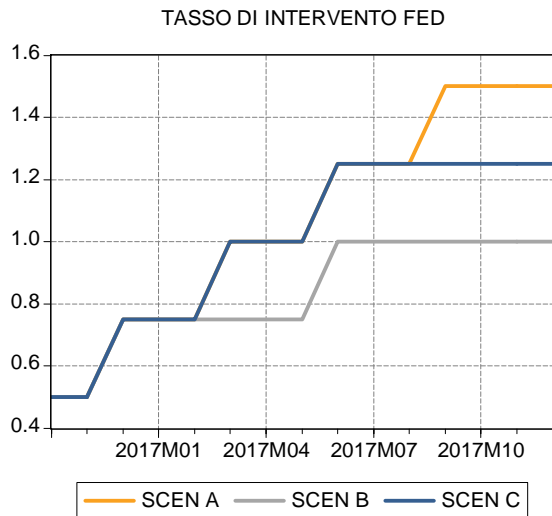
# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

## Dati mensili



# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

## Dati mensili



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

I saggi interbancari europei sono ormai stabili dal secondo trimestre del 2016 a -0.4%, -0.3% e -0.2%, rispettivamente per le scadenze a 1 mese, 3 mesi e 6 mesi, dopo che in marzo la BCE ha deciso di portare il tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema allo 0%. Tenuto conto che **a dicembre la BCE ha deciso una nuova estensione del QE fino alla fine del 2017** e che **l'intervento pubblico su Monte Paschi di Siena ha ridotto il rischio sistemico bancario per l'Italia, i tassi dovrebbero mantenersi sui livelli attuali per intero periodo predittivo in tutti e tre gli scenari delineati.**

### TASSI INTERBANCARI

In dicembre i tassi della struttura a termine italiana (+0.10%, +0.66%, +1.28% e +1.85% per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni) hanno corretto al ribasso rispetto a novembre (+0.46%, +0.91%, +1.46% e +2.01% rispettivamente) quando erano balzati a causa dell'incertezza circa l'esito del referendum costituzionale. Il rapido insediamento del nuovo Governo, lo scudo *anti-spread* e l'intervento dello Stato italiano a sostegno degli aumenti di capitale delle banche in crisi hanno riportato fiducia negli investitori e spinto al ribasso i rendimenti dei governativi, che tuttavia non hanno raggiunto i livelli esibiti in estate, a causa dell'effetto trascinarsi dei *Treasury* statunitensi, in rialzo in seguito alla decisione del FOMC di alzare il costo del denaro di 25 pb. **Nello scenario C, nel quale s'ipotizza che la Fed innalzi i tassi di riferimento due volte, in marzo e in giugno, e che in Area Euro la politica accomodante della BCE garantisca abbondante liquidità per tutta l'intensa stagione elettorale, i rendimenti italiani sono visti in rialzo, a causa dell'effetto di trasmissione dagli USA** (+0.34% il 3 anni, +0.91% il 5 anni, +1.54% il 7 anni e +2.09% il 10 anni alla fine dell'orizzonte di previsione). Nello scenario A, a parità di condizioni in Area Euro, s'ipotizza un nuovo rialzo da parte della Fed in settembre, pertanto i rendimenti italiani sono attesi su livelli lievemente più alti (+0.50% il 3 anni, +1.08% il 5 anni, +1.70% il 7 anni e +2.25% il 10 anni a dicembre 2017). Nello scenario B, la Fed decide di fare un solo rialzo a marzo, poiché la politica fiscale di Trump si rivela meno espansiva di quanto atteso. In Europa, inoltre, si apre un periodo di forte instabilità politica e questo, insieme all'aumento dei rendimenti dei titoli statunitensi, determina l'aumento più marcato dei tassi della struttura a termine italiana (rispettivamente +0.59%, +1.20%, +1.82% e 2.37% a dicembre 2017).

### STRUTTURA A TERMINE

In ottobre i tassi medi sui depositi (+0.4%) e sui prestiti (+2.9%) sono rimasti pressoché stabili rispetto al mese precedente (+0.4% e +3% rispettivamente). **In tutti e tre gli scenari delineati, i tassi bancari sono visti invariati o in lievissima crescita per tutto il periodo predittivo:** quello medio sui depositi a dicembre 2017 potrebbe toccare lo 0.5% e quello sui prestiti potrebbe rimanere al 3%.

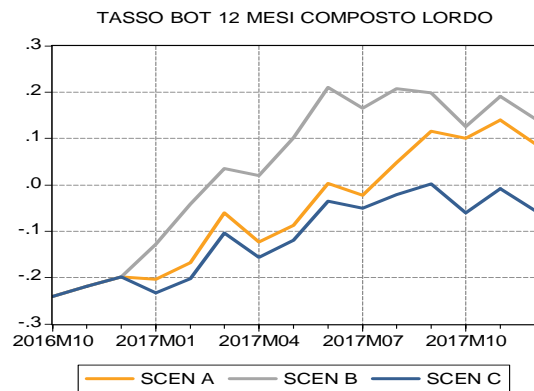
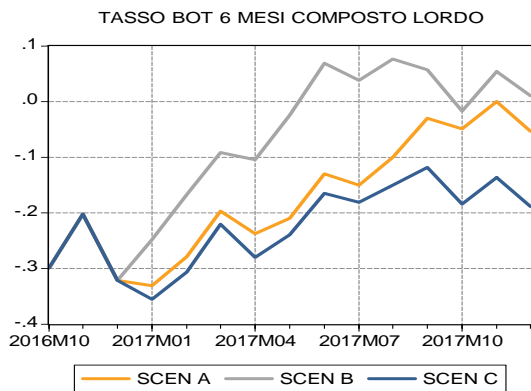
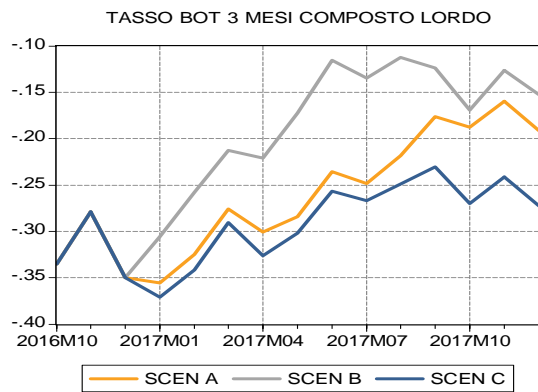
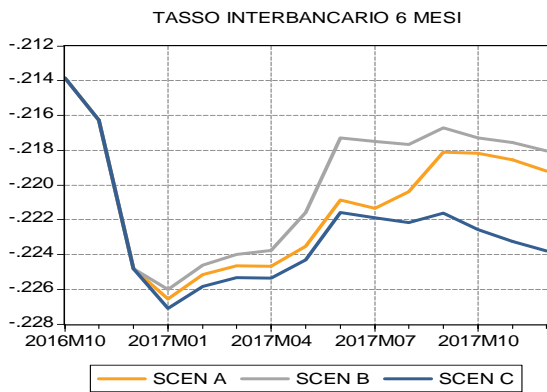
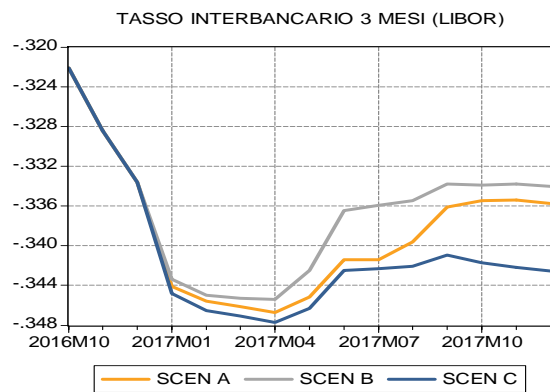
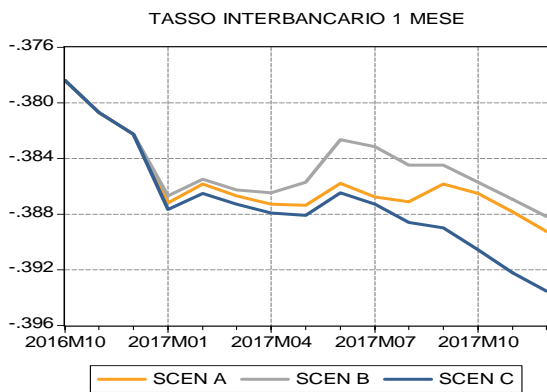
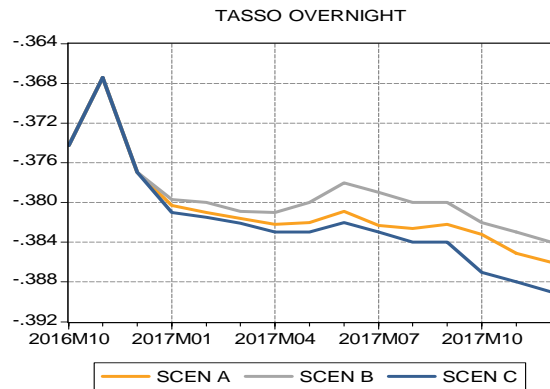
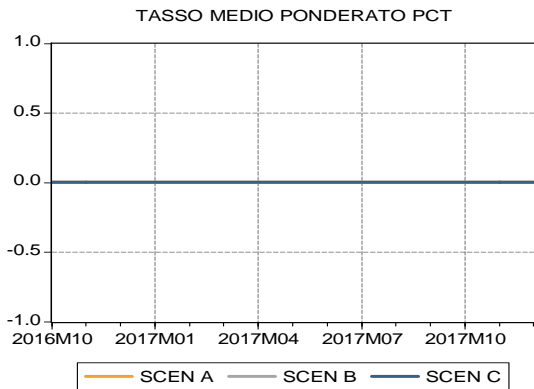
### TASSI BANCARI

In ottobre la crescita dei prestiti totali è rimasta debole come in settembre (+0.3% a/a) mentre i depositi totali sono aumentati ancora (+2.51% a/a) sebbene a un ritmo in continua attenuazione (+2.85% a/a nel mese precedente). **In base ai risultati delle simulazioni, negli scenari A e C la dinamica dei prestiti totali dovrebbe riprendersi, avvantaggiata dalle misure espansive della BCE** (+0.49% a/a e +0.59% a/a rispettivamente, a dicembre 2017) mentre in B, a causa della maggiore incertezza economica e politica, si potrebbe registrare qualche frenata (+0.20% a/a a fine orizzonte). In tutti gli scenari, la raccolta è positiva per tutto il periodo predittivo, tuttavia si attende un rallentamento dalla metà dell'anno, per la preferenza verso impieghi più redditizi (+1.53% a/a, +1.74% a/a e +0.98% a/a rispettivamente in C, A e B).

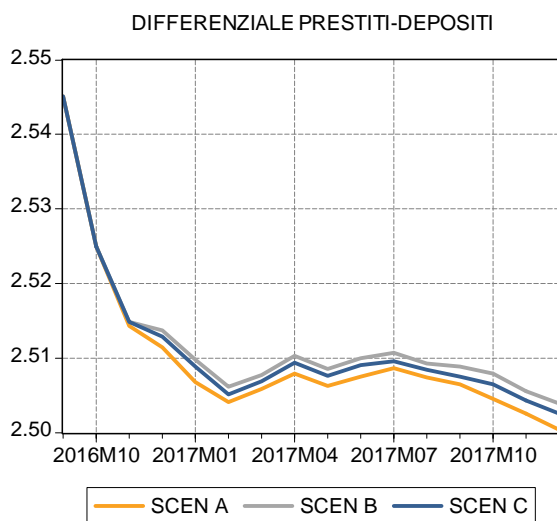
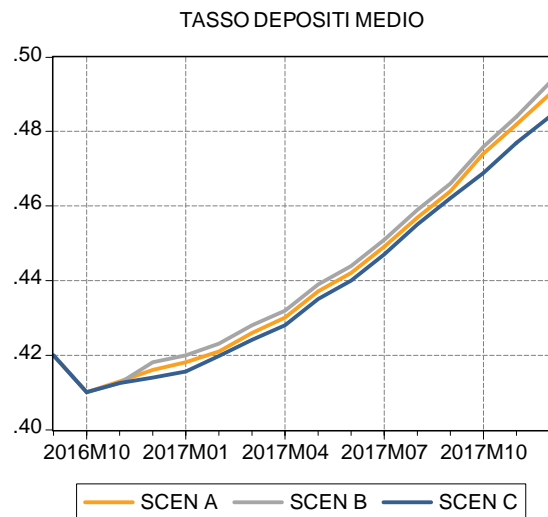
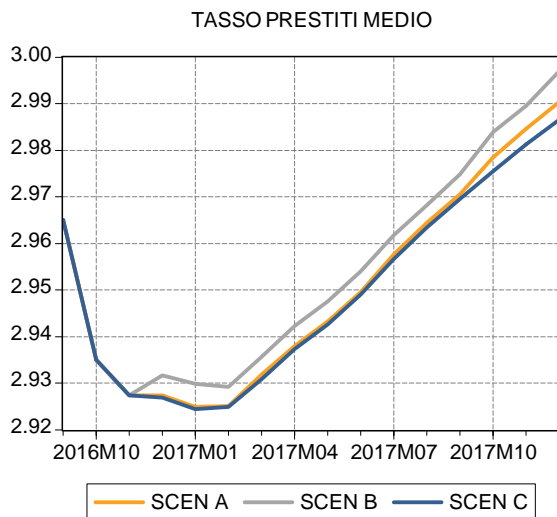
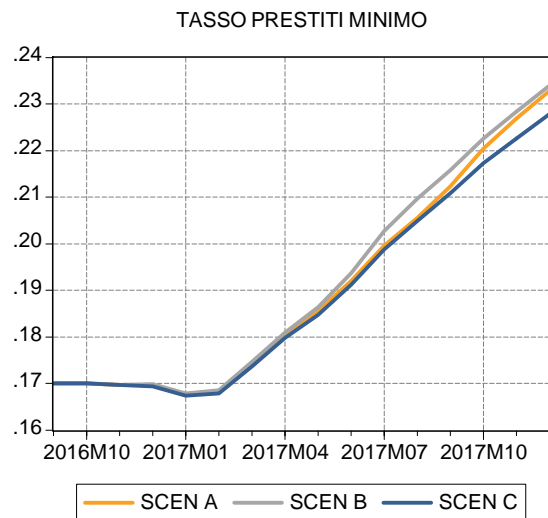
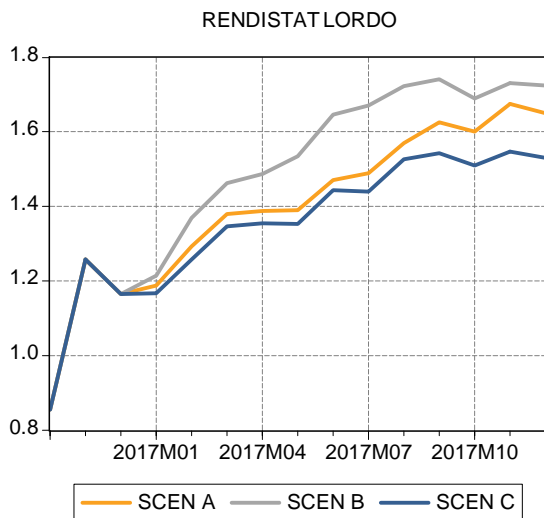
### VOLUMI

# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

## TASSI - Dati mensili

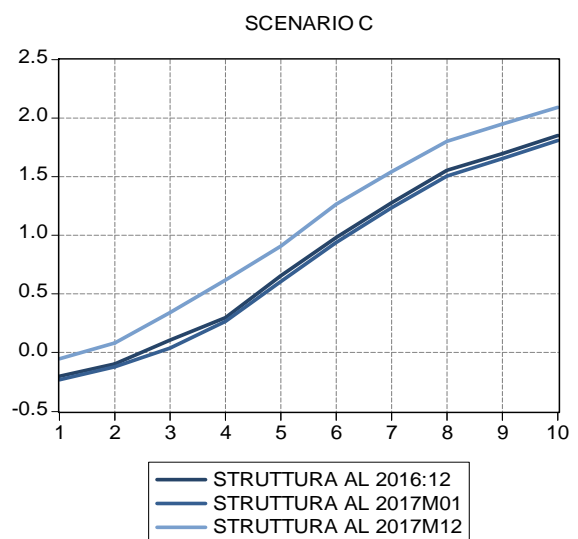
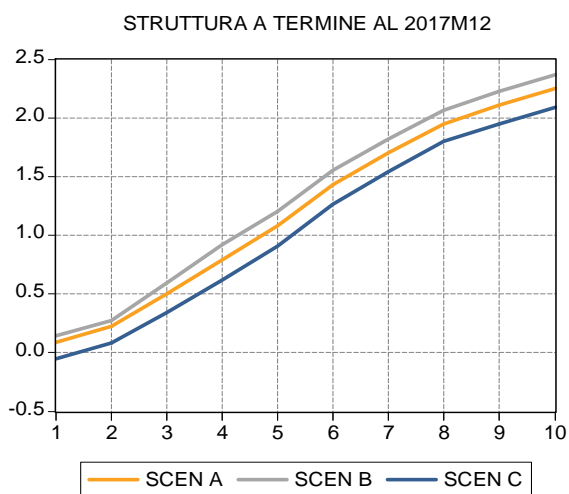
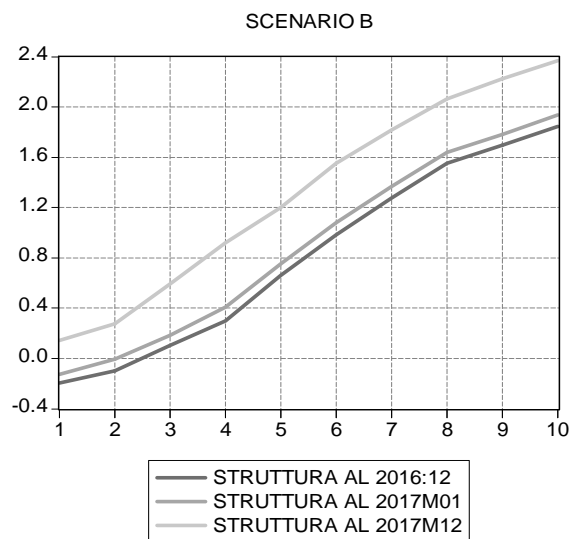
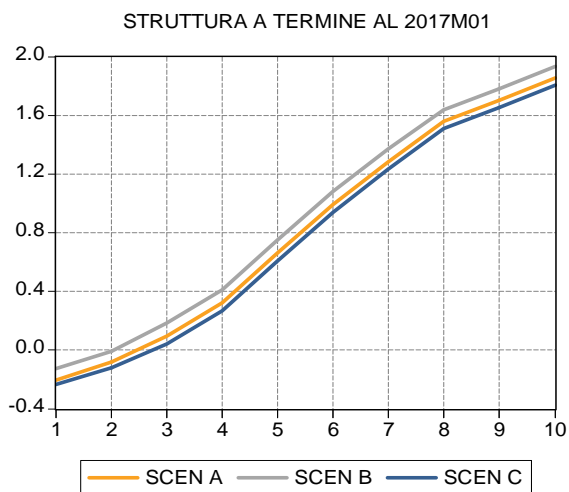
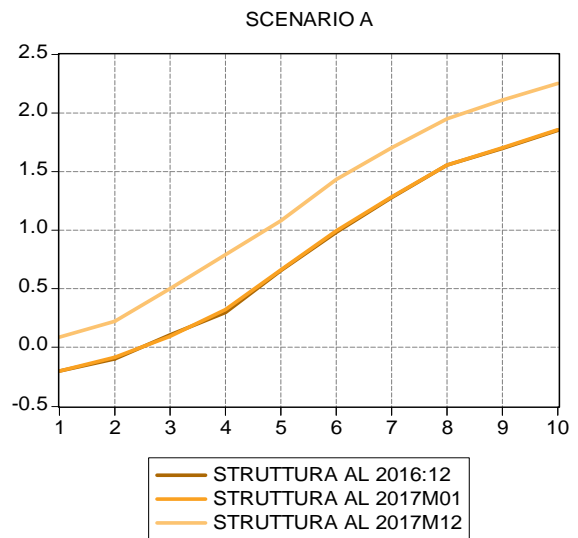
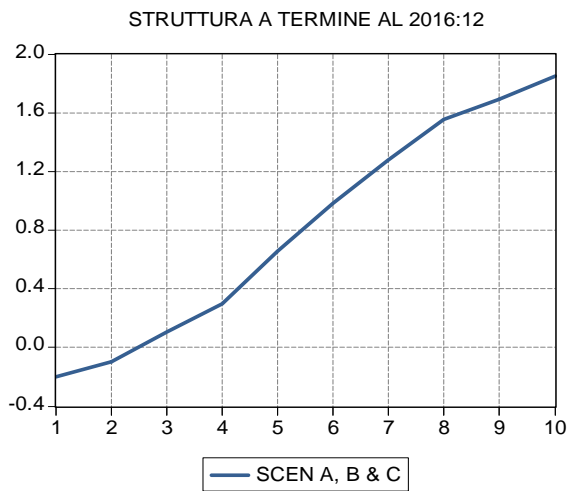


## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



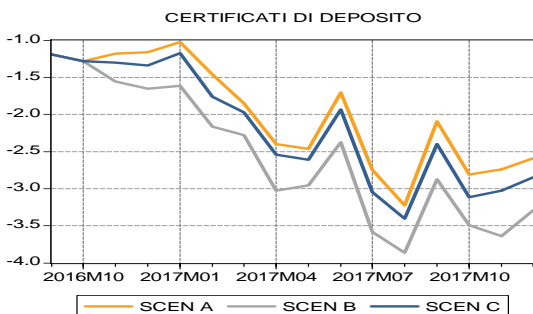
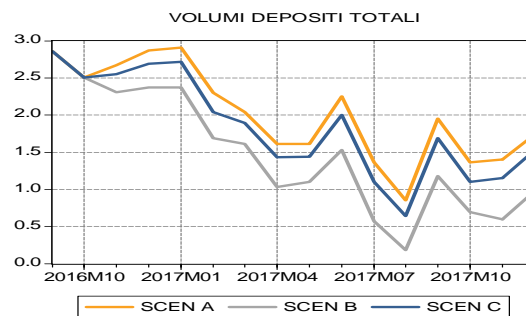
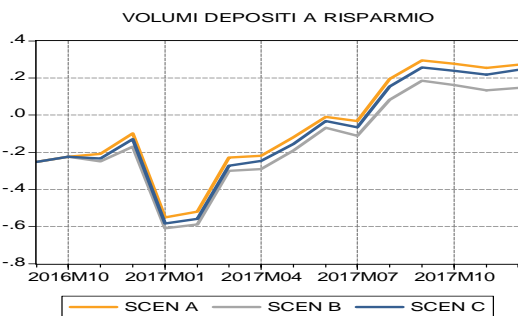
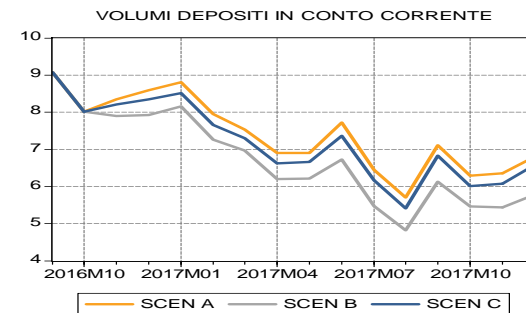
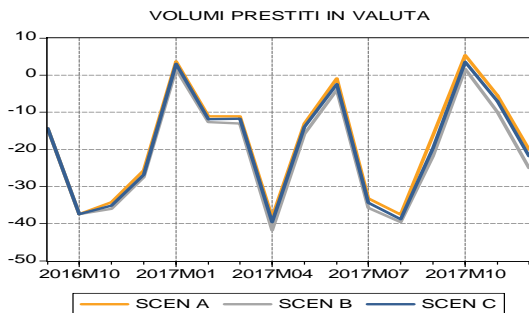
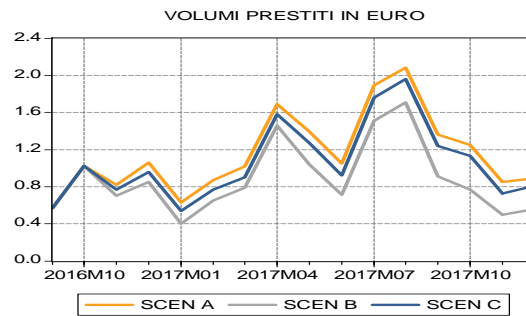
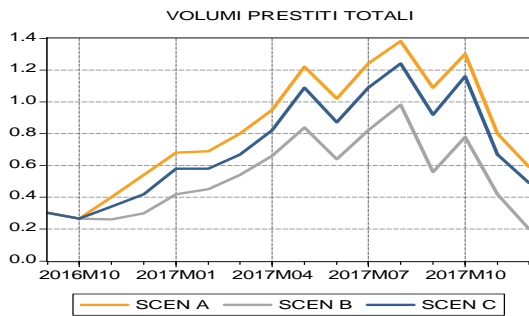
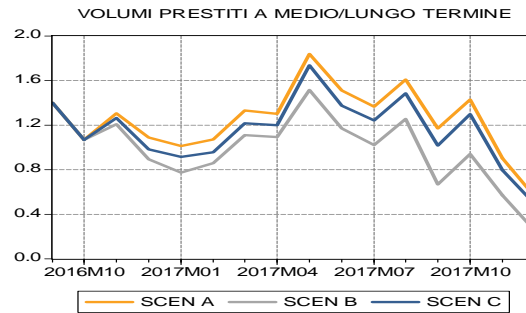
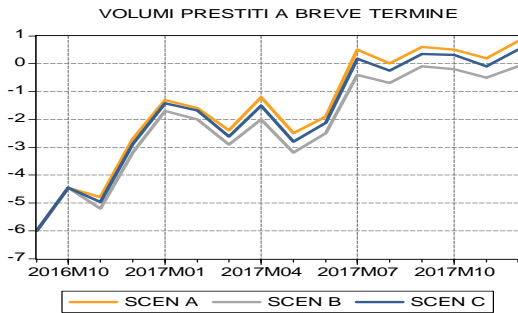
# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

## STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

## VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



SCENARIO A	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	
<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 COMIT (livello)	949	993	1003	965	1013	995	1124	1114	1123	1102	1129	1121	1104	1120	1124	1115	1129	1120	1112	1112
Produzione Industriale (Var. % a/a)	0.1	0.0	3.5	1.8	1.1	1.9	2.0	1.1	1.9	2.3	2.0	2.7	2.0	2.5	1.6	1.7	2.6	1.8	2.1	2.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.2	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	0.1	0.4	0.9	1.2	1.0	1.0	1.2	1.1	1.0	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
<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	-0.34	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39
T. Interb. 1m lett.	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39
T. Interb. 3m lett.	-0.28	-0.30	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34
T. Interb. 6m lett.	-0.17	-0.19	-0.20	-0.21	-0.21	-0.22	-0.22	-0.23	-0.23	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22
T. Depositi medio	0.45	0.43	0.43	0.42	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	0.44	0.45	0.46	0.46	0.47	0.48	0.48	0.49
T. Prestiti medio	3.05	2.99	2.99	2.97	2.93	2.93	2.93	2.92	2.93	2.93	2.94	2.94	2.95	2.96	2.96	2.97	2.98	2.98	2.98	2.99
T.prest. medio - T.dep. medio	2.60	2.56	2.56	2.55	2.52	2.51	2.51	2.51	2.50	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.50	2.50	2.50	2.50
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(*)</sup>	-0.24	-0.27	-0.30	-0.31	-0.33	-0.28	-0.35	-0.36	-0.32	-0.28	-0.30	-0.28	-0.24	-0.25	-0.22	-0.18	-0.19	-0.16	-0.19	-0.19
T. BOT comp. lordo 6m	-0.15	-0.19	-0.24	-0.26	-0.30	-0.20	-0.32	-0.33	-0.28	-0.20	-0.24	-0.21	-0.13	-0.15	-0.10	-0.03	-0.05	0.00	-0.05	-0.05
T. BOT comp. lordo 12m	-0.12	-0.18	-0.19	-0.18	-0.24	-0.22	-0.20	-0.20	-0.17	-0.06	-0.12	-0.09	0.00	-0.02	0.05	0.12	0.10	0.14	0.09	0.09
Rendistat lordo	0.89	0.73	0.66	0.73	0.86	1.26	1.17	1.19	1.29	1.38	1.39	1.39	1.47	1.49	1.57	1.62	1.60	1.68	1.65	1.65
Rendistat netto	0.78	0.64	0.58	0.63	0.75	1.10	1.02	1.04	1.13	1.21	1.21	1.22	1.29	1.30	1.37	1.42	1.40	1.47	1.44	1.44
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	-0.02	0.03	0.01	0.02	0.26	0.46	0.10	0.10	0.13	0.24	0.21	0.28	0.39	0.36	0.44	0.54	0.51	0.55	0.50	0.50
Rend. BTP a 5 anni	0.31	0.32	0.31	0.34	0.65	0.91	0.66	0.66	0.68	0.80	0.77	0.86	0.97	0.94	1.02	1.11	1.09	1.12	1.08	1.08
Rend. BTP a 7 anni	0.76	0.73	0.74	0.77	1.11	1.46	1.28	1.29	1.31	1.42	1.40	1.49	1.60	1.56	1.64	1.73	1.71	1.74	1.70	1.70
Rend. BTP a 10 anni	1.31	1.22	1.20	1.25	1.68	2.01	1.85	1.86	1.88	1.98	1.96	2.04	2.15	2.12	2.19	2.28	2.26	2.29	2.25	2.25
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2341.875	2318.891	2321.512	2334.851	2328.146	2345.571	2346.184	2361.339	2371.596	2372.835	2365.31	2355.41	2365.76	2347.65	2353.55	2360.30	2358.41	2364.34	2360.03	2360.03
Prestiti in euro	2307.148	2275.947	2280.537	2299.033	2299.563	2327.177	2312.497	2322.119	2340.031	2335.039	2338.608	2331.49	2331.373	2318.96	2327.97	2330.30	2328.31	2346.96	2333.08	2333.08
Prestiti in valuta	34.727	42.944	40.975	35.818	28.583	18.394	33.687	39.219	31.565	37.796	26.699	23.915	34.389	28.682	25.576	30.001	30.104	17.377	26.949	26.949
Prestiti a breve	336.123	327.998	324.739	324.550	321.844	328.977	328.644	330.798	329.629	326.047	323.623	323.278	329.737	329.638	324.739	326.497	323.453	329.635	331.274	331.274
Prestiti a m / l	2005.752	1990.893	1996.773	2010.301	2006.302	2016.594	2017.540	2030.541	2041.967	2046.788	2041.684	2032.131	2036.025	2018.007	2028.810	2033.804	2034.959	2034.701	2028.753	2028.753
Depositi totali	2274.704	2264.693	2255.092	2266.462	2260.233	2240.228	2262.716	2286.158	2303.677	2301.840	2309.087	2276.166	2325.885	2295.493	2274.260	2310.658	2290.972	2271.591	2302.087	2302.087
Depositi in c / c	900.489	922.609	913.648	918.487	934.284	922.060	952.340	951.479	939.075	950.119	971.898	961.252	970.007	982.117	965.817	983.791	993.050	980.610	1017.099	1017.099
Depositi a risparmio	300.411	299.938	299.898	299.056	298.078	298.202	300.709	302.351	303.056	303.196	302.284	301.241	300.380	299.837	300.478	299.938	298.904	298.957	301.522	301.522
Certif. deposito	1073.804	1042.146	1041.546	1048.919	1027.871	1019.966	1009.667	1032.328	1061.546	1048.525	1034.905	1013.672	1055.498	1013.539	1007.965	1026.928	999.018	992.024	983.466	983.466
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	0.11	-0.37	0.12	0.30	0.27	0.40	0.54	0.68	0.69	0.80	0.95	1.22	1.02	1.24	1.38	1.09	1.30	0.80	0.59	0.59
Prestiti in euro	-0.26	-1.21	-0.33	0.57	1.02	0.82	1.06	0.63	0.87	1.02	1.69	1.39	1.05	1.89	2.08	1.36	1.25	0.85	0.89	0.89
Prestiti in valuta	32.94	81.51	33.53	-14.35	-37.43	-34.25	-25.70	3.73	-11.07	-11.15	-38.35	-13.00	-0.97	-33.21	-37.58	-16.24	5.32	-5.53	-20.00	-20.00
Prestiti a breve	-5.51	-7.16	-5.96	-6.00	-4.45	-4.80	-2.70	-1.30	-1.60	-2.40	-1.20	-2.50	-1.90	0.50	0.00	0.60	0.50	0.20	0.80	0.80
Prestiti a m / l	1.12	0.85	1.19	1.40	1.06	1.30	1.09	1.01	1.07	1.33	1.30	1.84	1.51	1.36	1.60	1.17	1.43	0.90	0.56	0.56
Depositi totali	3.19	3.51	2.72	2.85	2.51	2.67	2.87	2.91	2.30	2.04	1.61	1.61	2.25	1.36	0.85	1.95	1.36	1.40	1.74	1.74
Depositi in c / c	8.10	11.10	9.94	9.07	8.02	8.35	8.59	8.81	7.95	7.53	6.90	6.90	7.72	6.45	5.71	7.11	6.29	6.35	6.80	6.80
Depositi a risparmio	-0.99	-0.34	-0.46	-0.25	-0.22	-0.21	-0.10	-0.55	-0.52	-0.23	-0.22	-0.12	-0.01	-0.03	0.19	0.30	0.28	0.25	0.27	0.27
Certif. deposito	0.54	-1.35	-2.02	-1.20	-1.28	-1.18	-1.17	-1.03	-1.46	-1.85	-2.40	-2.46	-1.70	-2.75	-3.22	-2.10	-2.81	-2.74	-2.60	-2.60

SCENARIO B	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	
<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 COMIT (livello)	949	993	1003	965	1013	995	1124	1079	1090	1077	1073	1041	1014	1054	1054	1067	1062	1041	1028	1028
Produzione Industriale (Var. % a/a)	0.1	0.0	3.5	1.8	1.1	1.7	1.8	0.6	1.3	1.8	1.5	2.1	1.4	1.8	1.0	1.2	1.9	1.2	1.5	1.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.2	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	0.1	0.4	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
<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	-0.34	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 1m lett.	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39
T. Interb. 3m lett.	-0.28	-0.30	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33
T. Interb. 6m lett.	-0.17	-0.19	-0.20	-0.21	-0.21	-0.22	-0.22	-0.23	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22
T. Depositi medio	0.45	0.43	0.43	0.42	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	0.44	0.45	0.46	0.47	0.48	0.48	0.48	0.49
T. Prestiti medio	3.05	2.99	2.99	2.97	2.93	2.93	2.93	2.93	2.93	2.94	2.94	2.95	2.95	2.96	2.97	2.97	2.98	2.99	3.00	3.00
T.prest. medio - T.dep. medio	2.60	2.56	2.56	2.55	2.52	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.50
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(*)</sup>	-0.24	-0.27	-0.30	-0.31	-0.33	-0.28	-0.35	-0.31	-0.26	-0.21	-0.22	-0.17	-0.12	-0.13	-0.11	-0.12	-0.17	-0.13	-0.15	-0.15
T. BOT comp. lordo 6m	-0.15	-0.19	-0.24	-0.26	-0.30	-0.20	-0.32	-0.25	-0.17	-0.09	-0.11	-0.03	0.07	0.04	0.08	0.06	-0.02	0.05	0.01	0.01
T. BOT comp. lordo 12m	-0.12	-0.18	-0.19	-0.18	-0.24	-0.22	-0.20	-0.13	-0.04	0.04	0.02	0.10	0.21	0.17	0.21	0.20	0.13	0.19	0.14	0.14
Rendistat lordo	0.89	0.73	0.66	0.73	0.86	1.26	1.17	1.21	1.37	1.46	1.49	1.53	1.65	1.67	1.72	1.74	1.69	1.73	1.73	1.73
Rendistat netto	0.78	0.64	0.58	0.63	0.75	1.10	1.02	1.06	1.20	1.28	1.30	1.34	1.44	1.46	1.51	1.52	1.48	1.51	1.51	1.51
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	-0.02	0.03	0.01	0.02	0.26	0.46	0.10	0.18	0.27	0.37	0.38	0.50	0.64	0.59	0.64	0.65	0.58	0.65	0.59	0.59
Rend. BTP a 5 anni	0.31	0.32	0.31	0.34	0.65	0.91	0.66	0.75	0.84	0.94	0.96	1.09	1.24	1.20	1.25	1.26	1.19	1.26	1.20	1.20
Rend. BTP a 7 anni	0.76	0.73	0.74	0.77	1.11	1.46	1.28	1.37	1.46	1.55	1.58	1.71	1.85	1.81	1.86	1.87	1.80	1.87	1.82	1.82
Rend. BTP a 10 anni	1.31	1.22	1.20	1.25	1.68	2.01	1.85	1.94	2.02	2.11	2.14	2.26	2.39	2.36	2.41	2.42	2.36	2.42	2.37	2.37
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2341.875	2318.891	2321.512	2334.851	2328.146	2342.300	2340.584	2355.241	2365.943	2366.715	2358.51	2346.57	2356.86	2337.91	2344.26	2347.93	2346.31	2352.14	2345.26	2345.26
Prestiti in euro	2307.148	2275.947	2280.537	2299.033	2299.563	2324.407	2307.692	2316.812	2334.927	2329.723	2333.319	2323.45	2323.529	2310.31	2319.53	2319.95	2317.27	2336.03	2320.61	2320.61
Prestiti in valuta	34.727	42.944	40.975	35.818	28.583	17.893	32.892	38.429	31.016	36.992	25.193	23.121	33.334	27.592	24.728	27.972	29.035	16.109	24.650	24.650
Prestiti a breve	336.123	327.998	324.739	324.550	321.844	327.595	326.956	329.457	328.289	324.377	321.003	320.957	327.720	326.686	322.466	324.225	321.200	325.957	326.629	326.629
Prestiti a m / l	2005.752	1990.893	1996.773	2010.301	2006.302	2014.706	2013.628	2025.783	2037.654	2042.338	2037.509	2025.609	2029.143	2011.220	2021.797	2023.701	2025.105	2026.181	2018.636	2018.636
Depositi totali	2274.704	2264.693	2255.092	2266.462	2260.233	2232.372	2251.718	2274.162	2289.941	2292.140	2295.907	2264.741	2309.507	2277.602	2259.151	2293.206	2275.829	2245.767	2273.785	2273.785
Depositi in c / c	900.489	922.609	913.648	918.487	934.284	918.230	946.551	945.795	933.073	945.171	965.534	955.138	961.002	973.168	957.686	974.790	985.296	968.182	1001.262	1001.262
Depositi a risparmio	300.411	299.938	299.898	299.056	298.078	298.083	300.498	302.168	302.843	302.983	302.071	301.030	300.208	299.600	300.141	299.604	298.560	298.480	300.939	300.939
Certif. deposito	1073.804	1042.146	1041.546	1048.919	1027.871	1016.059	1004.668	1026.198	1054.025	1043.986	1028.301	1008.573	1048.298	1004.834	1001.324	1018.812	991.973	979.105	971.584	971.584
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	0.11	-0.37	0.12	0.30	0.27	0.26	0.30	0.42	0.45	0.54	0.66	0.84	0.64	0.82	0.98	0.56	0.78	0.42	0.20	0.20
Prestiti in euro	-0.26	-1.21	-0.33	0.57	1.02	0.70	0.85	0.40	0.65	0.79	1.46	1.04	0.71	1.51	1.71	0.91	0.77	0.50	0.56	0.56
Prestiti in valuta	32.94	81.51	33.53	-14.35	-37.43	-36.04	-27.46	1.64	-12.62	-13.04	-41.82	-15.89	-4.01	-35.75	-39.65	-21.91	1.58	-9.97	-25.06	-25.06
Prestiti a breve	-5.51	-7.16	-5.96	-6.00	-4.45	-5.20	-3.20	-1.70	-2.00	-2.90	-2.00	-3.20	-2.50	-0.40	-0.70	-0.10	-0.20	-0.50	-0.10	-0.10
Prestiti a m / l	1.12	0.85	1.19	1.40	1.06	1.21	0.89	0.77	0.86	1.11	1.09	1.51	1.17	1.02	1.25	0.67	0.94	0.57	0.25	0.25
Depositi totali	3.19	3.51	2.72	2.85	2.51	2.31	2.37	2.37	1.69	1.61	1.03	1.10	1.53	0.57	0.18	1.18	0.69	0.60	0.98	0.98
Depositi in c / c	8.10	11.10	9.94	9.07	8.02	7.90	7.93	8.16	7.26	6.97	6.20	6.22	6.72	5.48	4.82	6.13	5.46	5.44	5.78	5.78
Depositi a risparmio	-0.99	-0.34	-0.46	-0.25	-0.22	-0.25	-0.17	-0.61	-0.59	-0.30	-0.29	-0.19	-0.07	-0.11	0.08	0.18	0.16	0.13	0.15	0.15
Certif. deposito	0.54	-1.35	-2.02	-1.20	-1.28	-1.56	-1.65	-1.62	-2.16	-2.28	-3.03	-2.96	-2.38	-3.58	-3.86	-2.87	-3.49	-3.64	-3.29	-3.29

SCENARIO C	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Indice COMIT (livello)	949	993	1003	965	1013	995	1124	1107	1113	1091	1113	1109	1089	1102	1110	1103	1107	1101	1092	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	0.1	0.0	3.5	1.8	1.1	1.8	1.9	0.8	1.6	2.1	1.8	2.5	1.7	2.1	1.3	1.6	2.4	1.6	1.9	
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.2	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	0.1	0.4	0.9	1.0	0.9	0.8	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0	0.8	0.8	
<b>ENDOGENE</b>																				
<b>TASSI</b>																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
T. Overnight media d/l	-0.34	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	
T. Interb. 1m lett.	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	
T. Interb. 3m lett.	-0.28	-0.30	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	
T. Interb. 6m lett.	-0.17	-0.19	-0.20	-0.21	-0.21	-0.22	-0.22	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	
T. Depositi medio	0.45	0.43	0.43	0.42	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.44	0.44	0.45	0.46	0.46	0.47	0.48	0.48	
T. Prestiti medio	3.05	2.99	2.99	2.97	2.93	2.93	2.93	2.92	2.92	2.93	2.94	2.94	2.95	2.96	2.96	2.97	2.98	2.98	2.99	
T.prest. medio - T.dep. medio	2.60	2.56	2.56	2.55	2.52	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51	2.50	2.50	
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(*)</sup>	-0.24	-0.27	-0.30	-0.31	-0.33	-0.28	-0.35	-0.37	-0.34	-0.29	-0.33	-0.30	-0.26	-0.27	-0.25	-0.23	-0.27	-0.24	-0.27	
T. BOT comp. lordo 6m	-0.15	-0.19	-0.24	-0.26	-0.30	-0.20	-0.32	-0.36	-0.31	-0.22	-0.28	-0.24	-0.17	-0.18	-0.15	-0.12	-0.19	-0.14	-0.19	
T. BOT comp. lordo 12m	-0.12	-0.18	-0.19	-0.18	-0.24	-0.22	-0.20	-0.23	-0.20	-0.10	-0.16	-0.12	-0.04	-0.05	-0.02	0.00	-0.06	-0.01	-0.06	
Rendistat lordo	0.89	0.73	0.66	0.73	0.86	1.26	1.17	1.17	1.26	1.35	1.35	1.35	1.44	1.44	1.53	1.54	1.51	1.55	1.53	
Rendistat netto	0.78	0.64	0.58	0.63	0.75	1.10	1.02	1.02	1.10	1.18	1.18	1.18	1.26	1.26	1.34	1.35	1.32	1.35	1.34	
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	-0.02	0.03	0.01	0.02	0.26	0.46	0.10	0.04	0.09	0.20	0.17	0.25	0.35	0.33	0.36	0.40	0.34	0.39	0.34	
Rend. BTP a 5 anni	0.31	0.32	0.31	0.34	0.65	0.91	0.66	0.61	0.65	0.76	0.73	0.82	0.93	0.90	0.93	0.97	0.91	0.95	0.91	
Rend. BTP a 7 anni	0.76	0.73	0.74	0.77	1.11	1.46	1.28	1.23	1.28	1.39	1.37	1.46	1.56	1.53	1.56	1.60	1.54	1.58	1.54	
Rend. BTP a 10 anni	1.31	1.22	1.20	1.25	1.68	2.01	1.85	1.81	1.85	1.95	1.93	2.01	2.11	2.08	2.11	2.15	2.09	2.13	2.09	
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2341.875	2318.891	2321.512	2334.851	2328.146	2344.169	2343.384	2358.993	2369.005	2369.775	2362.26	2352.38	2362.25	2344.17	2350.30	2356.33	2355.15	2359.88	2354.87	
Prestiti in euro	2307.148	2275.947	2280.537	2299.033	2299.563	2326.023	2310.209	2320.043	2337.711	2332.266	2336.078	2328.73	2328.374	2316.00	2325.24	2327.54	2325.55	2343.00	2328.92	
Prestiti in valuta	34.727	42.944	40.975	35.818	28.583	18.146	33.175	38.951	31.294	37.509	26.183	23.650	33.875	28.163	25.063	28.791	29.604	16.872	25.945	
Prestiti a breve	336.123	327.998	324.739	324.550	321.844	328.430	327.978	330.386	329.349	325.314	322.632	322.288	328.960	328.580	323.897	325.661	322.863	328.102	329.618	
Prestiti a m / l	2005.752	1990.893	1996.773	2010.301	2006.302	2015.739	2015.406	2028.607	2039.656	2044.461	2039.629	2030.096	2033.289	2015.587	2026.402	2030.671	2032.290	2031.774	2025.248	
Depositi totali	2274.704	2264.693	2255.092	2266.462	2260.233	2237.609	2258.757	2281.896	2297.822	2298.456	2304.997	2272.357	2320.198	2289.605	2269.525	2304.765	2285.096	2263.342	2293.316	
Depositi in c / c	900.489	922.609	913.648	918.487	934.284	920.788	950.248	948.868	936.575	948.112	969.353	959.094	966.855	979.442	963.076	981.220	990.434	976.679	1012.774	
Depositi a risparmio	300.411	299.938	299.898	299.056	298.078	298.133	300.616	302.246	302.937	303.069	302.200	301.138	300.316	299.742	300.359	299.819	298.788	298.782	301.344	
Certif. deposito	1073.804	1042.146	1041.546	1048.919	1027.871	1018.689	1007.893	1030.783	1058.311	1047.275	1033.444	1012.126	1053.027	1010.421	1006.089	1023.727	995.873	987.880	979.198	
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	0.11	-0.37	0.12	0.30	0.27	0.34	0.42	0.58	0.58	0.67	0.82	1.09	0.87	1.09	1.24	0.92	1.16	0.67	0.49	
Prestiti in euro	-0.26	-1.21	-0.33	0.57	1.02	0.77	0.96	0.54	0.77	0.90	1.58	1.27	0.92	1.76	1.96	1.24	1.13	0.73	0.81	
Prestiti in valuta	32.94	81.51	33.53	-14.35	-37.43	-35.14	-26.83	3.02	-11.84	-11.83	-39.54	-13.97	-2.45	-34.42	-38.83	-19.62	3.57	-7.02	-21.79	
Prestiti a breve	-5.51	-7.16	-5.96	-6.00	-4.45	-4.96	-2.90	-1.42	-1.68	-2.62	-1.50	-2.80	-2.13	0.18	-0.26	0.34	0.32	-0.10	0.50	
Prestiti a m / l	1.12	0.85	1.19	1.40	1.06	1.26	0.98	0.91	0.96	1.21	1.20	1.74	1.37	1.24	1.48	1.01	1.30	0.80	0.49	
Depositi totali	3.19	3.51	2.72	2.85	2.51	2.55	2.69	2.72	2.04	1.89	1.43	1.44	2.00	1.10	0.64	1.69	1.10	1.15	1.53	
Depositi in c / c	8.10	11.10	9.94	9.07	8.02	8.20	8.35	8.51	7.66	7.30	6.62	6.66	7.37	6.16	5.41	6.83	6.01	6.07	6.58	
Depositi a risparmio	-0.99	-0.34	-0.46	-0.25	-0.22	-0.23	-0.13	-0.58	-0.56	-0.27	-0.25	-0.15	-0.03	-0.07	0.15	0.26	0.24	0.22	0.24	
Certif. deposito	0.54	-1.35	-2.02	-1.20	-1.28	-1.30	-1.34	-1.18	-1.77	-1.97	-2.54	-2.61	-1.93	-3.04	-3.40	-2.40	-3.11	-3.02	-2.85	

**Febbraio 2017<sup>3</sup>**

# Il ciclone Trump destabilizza i mercati. In Area Euro si allontana il rischio deflazione e incombe quello politico

Lucia Trevisan<sup>a</sup> e Francesca Volo<sup>a,b</sup>

## IL QUADRO GENERALE

**I rischi per lo scenario futuro sono: l'aumento del protezionismo, le guerre valutarie e i conflitti geopolitici. Trump sta creando attrito in tutto il mondo e causando incertezza.**

**In USA, l'entusiasmo per la nuova amministrazione si sta oscurando.** La borsa americana dopo aver raggiunto i massimi storici (il Dow Jones ha superato la soglia dei 20000 punti) ha cominciato a correggere verso il basso. **I mercati finanziari**, che finora si sono concentrati sugli effetti positivi di breve periodo della promessa di una politica fiscale espansiva, ora **cominciano a guardare un po' più in là e a valutare l'impatto negativo di medio termine del protezionismo di Trump.**

**I fatti.** Dal 20 gennaio, giorno del suo insediamento alla Casa Bianca, il nuovo Presidente 1) ha firmato un **ordine esecutivo per la costruzione di un muro alla frontiera con il Messico, uno anti-immigrazione** da 7 Paesi a maggioranza islamica (Siria, Iraq, Iran, Sudan, Somalia, Yemen e Libia) e la sospensione del programma per i rifugiati. 2) Per voce del nuovo segretario al Tesoro intende sottoporre al voto del Congresso la **Border Adjustment Tax (BAT)**, la cosiddetta tassa di frontiera sui beni in base a dove vengono venduti e non a dove sono prodotti. I profitti di una società su beni esportati sarebbero esenti. I profitti su beni (o componenti di beni finali) importati o prodotti in USA e poi venduti in territorio americano sarebbero tassati. **Il costo del bene importato non è deducibile per cui avvantaggia i produttori americani che non importano.** Sarebbe come l'IVA se venisse tolta la non deducibilità del costo dei beni importati, ma in questo caso si finirebbe per tassare di più il consumatore finale. **La BAT sarebbe del 45% nei confronti della Cina e del 35% per il Messico.** 3) Ha incontrato le grandi società americane di vari settori per indurli a **produrre di più in USA in cambio di agevolazioni fiscali.** 4) Ha **lodato la Brexit e invitato i Paesi dell'Area Euro a fare altrettanto.** 5) Ha dichiarato che **il dollaro è troppo forte.** 6) Per voce del neo direttore del Consiglio Nazionale sugli Scambi ha dichiarato che **l'euro è esageratamente sottovalutato** e che la Germania utilizza il basso livello del cambio per sfruttare gli USA e l'Unione Europea come aree dove esportare.

Dall'analisi dei fatti possiamo concludere che **Trump dopo decenni di globalizzazione vuole riportare la produzione in USA per generare più occupazione, giocando il suo *risiko* su tre livelli: protezionismo, guerra delle valute e sconvolgimenti geopolitici.** Per capire se l'obiettivo sia concretizzabile, dobbiamo valutare le conseguenze delle sue mosse.

**Sul piano industriale, ha già ottenuto alcuni risultati immediati.** Per esempio, i big del settore auto, General Motors, FCA e Ford hanno modificato i loro piani di investimento: GM non sposterà più in Messico la produzione di un modello di auto; Ford ha rinunciato ad un piano di dislocazione della produzione per investire 700 milioni di dollari USA e creare 700 nuovi posti di lavoro; FCA investirà in USA 1 miliardo di dollari garantendo 1000 nuovi posti di lavoro. **Tuttavia, nel medio termine il protezionismo** nelle forme descritte sopra **potrebbe portare 1) ad un aumento dell'inflazione** perché i produttori dovranno pagare salari più alti per la manodopera americana rispetto a quella straniera finora utilizzata con la delocalizzazione; **2) ad una conseguente diminuzione dei salari in termini reali, quindi a minor consumo;** **3) ad un calo delle esportazioni per la minor crescita a livello globale:** il protezionismo implica un'inefficienza nell'allocazione delle risorse a causa del minor sfruttamento delle economie di scala e dell'effetto ritorsione tra Paesi (questo si è già fatto sentire – a Bagdad, il Parlamento sta votando misure di reciprocità per cittadini statunitensi che vogliono entrare in Iraq – i tempi per smantellare la delocalizzazione delle imprese americane richiede tempo e le ritorsioni sono più veloci); **4) a minori profitti delle multinazionali statunitensi** perché basati fino ad oggi sulla delocalizzazione che consentiva un basso costo del lavoro – circa il 50% dei profitti proviene dall'estero; **5) a rendimenti più alti sui titoli di Stato americani per aspettative di maggior inflazione e/o di alto debito pubblico.** L'inflazione non aumenterà solo se le agevolazioni fiscali compenseranno i maggiori costi di manodopera, ma questo significa che i rendimenti sui titoli di Stato aumenteranno in ogni caso: o per le aspettative di maggior inflazione o per

<sup>a</sup> Università Ca' Foscari Venezia.

<sup>b</sup> GRETA.

<sup>3</sup> **Dati aggiornati al 31/01/2017.**

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.

l'aumento del debito pubblico o per entrambi. È probabile che problemi di superamento del tetto all'indebitamento dello Stato emergano già a marzo (per spese già fatte). Essendo i due rami del Congresso a maggioranza repubblicana sarà facile approvare un suo innalzamento, ma questo potrebbe metterne **a rischio il rating**.

**Per compensare l'effetto negativo sulle esportazioni, Trump sta giocando l'altra carta: quella della guerra delle valute.** Le dichiarazioni per indebolire il dollaro sono state per il momento efficaci (la valuta americana si è deprezzata da 1.03 a 1.07 nei confronti dell'euro), e l'invito ai Paesi europei di seguire l'esempio della Brexit ha l'obiettivo di disintegrare un'area troppo concorrenziale nei confronti degli USA. Attualmente il dollaro è valuta di riserva, dando il privilegio agli USA di assenza di limiti alla bilancia commerciale: i Paesi stranieri hanno le riserve internazionali prevalentemente in dollari, che poi reinvestono in titoli di Stato americani, consentendo agli USA di finanziare il consumo interno. Se la Cina decidesse di diversificare le riserve con l'euro (processo già iniziato dopo la crisi finanziaria del 2008), toglierebbe un supporto rilevante. Quindi Trump cerca di screditare (o far saltare) l'euro.

Sul fronte della politica monetaria, il Presidente della Fed, Yellen, nelle sue interviste, ha dichiarato che non è preoccupata per il breve termine, ma piuttosto del lungo periodo e che l'aumento dei tassi ufficiali sarà graduale. Riteniamo, pertanto, ancora **probabile uno scenario in cui avvengano due aumenti, di 25 punti base ciascuno, a marzo e a giugno, per controllare le aspettative inflazionistiche (Scenario C), ma con un atteggiamento meno da 'falco' rispetto a quanto annunciato alla riunione di dicembre, in attesa di poter quantificare gli effetti del protezionismo in atto.**

**In Giappone**, alla riunione di fine gennaio, **la Banca Centrale ha rivisto al rialzo le previsioni sul PIL**, grazie alla maggiore crescita negli altri Paesi, **mentre quelle sull'inflazione sono rimaste pressoché invariate**. In particolare, prevede un PIL a +1.4% nel 2016 (rivisto da +1% della riunione precedente), a +1.5% nel 2017 (rivisto da +1,3%), a +1.1% nel 2018 (rivisto da +0.9%); per l'inflazione, prevede un -0.2% nel 2016 (rivisto da -0.1%), +1.5% nel 2017 e +1.7% nel 2018. **Tuttavia, i dati macroeconomici hanno dimostrato una certa debolezza della domanda e la guerra delle valute di Trump ha interrotto il deprezzamento dello yen, per cui i rischi sbilanciati al ribasso sia per la crescita che per l'inflazione, messi in evidenza dalla Banca Centrale, si sono enfatizzati.**

**Nell'Area Euro, la ripresa si fa più solida e l'inflazione a gennaio ha segnato il passo più veloce di crescita da metà del 2013**, superando le previsioni della BCE per quest'anno. **Questo ha alimentato le richieste in Germania di ridurre il Quantitative Easing**, osteggiato fin dall'inizio. **Draghi ha ribadito che non è ancora il momento di discutere di exit strategy** perché le pressioni inflazionistiche sono ancora deboli e **permangono i rischi di crescita. È necessario che l'inflazione**, guidata principalmente dai prezzi dell'energia, **si traduca in un'inflazione sottostante core** e, per il momento, questo indice non presenta tensioni. **Tuttavia, i dati sui prezzi rimangono osservati speciali**, perché, se accelerassero, il dibattito sullo stimolo della BCE si rianimerebbe. Se fosse solo l'Italia a non registrare rischi inflazionistici, sarebbe difficile giustificare una politica monetaria ultra espansiva.

**Dal momento che in gennaio i rischi politici si sono già fatti sentire registrando un rialzo dei rendimenti in Italia**, dove il decennale è salito di 50 punti base, **e in Francia**, con un incremento di 40 punti base, **riteniamo che la BCE non modificherà la suo atteggiamento per tutto l'anno in corso**. Un ridimensionamento degli acquisti di titoli di Stato sul mercato secondario penalizzerebbe certamente l'Italia alle prese con problemi di aggiustamento del deficit pubblico, di elezioni molto probabilmente anticipate e maxi-aste per coprire il debito in scadenza, ma anche l'intera area perché la tenuta dell'asse portante franco-tedesco evidenzia qualche segno di incertezza: la Francia rischia di perdere la sua posizione di Paese *core* perché non deve solo affrontare il problema di un clima elettorale contaminato da scandali e spinte populiste, ma anche quello di un debito pubblico arrivato al 100% del PIL e di una crescita che stenta ad arrivare all'1%.

**Per quando riguarda il petrolio, a gennaio è iniziato il taglio della produzione** deciso a Vienna a fine novembre e il prezzo del greggio si è portato stabilmente sopra i 50 dollari al barile: il Brent si è portato a quota 56 e il WTI a 53, segno che l'accordo viene rispettato. L'Arabia Saudita ha dichiarato che ha portato la produzione sotto i 10 milioni di barili al giorno e non sono esclusi nuovi tagli. Questo scongiurerebbe l'aumento di produzione con la nuova tecnica *shale oil* che in USA è ritornata a crescere. Pertanto **confermiamo la probabilità che le quotazioni rimangano intorno a 55-60 dollari al barile, almeno nella prima parte del 2017.**

## GLI ULTIMI DATI

**I dati preliminari sul PIL del quarto trimestre del 2016 hanno deluso con un ridimensionamento della crescita economica.** Dopo il brillante +3.5% t/t annualizzato del terzo trimestre, il 2016 ha chiuso con un limitato +1.9% t/t negli ultimi tre mesi. La crescita nell'intero anno si attesta, quindi, a +1.6% da +2.6% del 2015, il peggior risultato dal 2011. **Il peggioramento va attribuito al canale estero** che ha sottratto crescita per un -1.7%, **dovuto al doppio effetto penalizzante di una dinamica negativa delle esportazioni** (-4.3% t/t e in particolare quasi -7% t/t per i beni) **ed una positiva delle importazioni** (+8.3% t/t; +10% per i beni). Dall'altro lato, il contributo di consumi e investimenti rimane bilanciato (+1.7% per entrambe le componenti). I primi hanno dimostrato una certa tenuta con una crescita di +2.5% t/t annualizzata. Il consolidamento di una variazione dei consumi di beni durevoli intorno al +10/11% t/t ormai da tre trimestri consecutivi, testimonia l'ottimismo dei consumatori americani sul futuro che ha caratterizzato il 2016. Buone notizie anche dal fronte degli investimenti, soprattutto quelli residenziali che sono tornati a crescere ad un tasso di +10.2% t/t, dopo le incertezze dei trimestri precedenti. Va sottolineato che il contributo di +1.7% degli investimenti lordi sopra citato è dovuto in gran parte alla variazione delle scorte (+1% t/t), ma sembra fisiologico dopo cinque trimestri di decumulo (dal secondo trimestre del 2015 al secondo del 2016).

**Le nuove informazioni provenienti dai dati mensili sono relative principalmente a dicembre, quindi già incorporate in quelli trimestrali.**

**In generale, i segnali sono positivi per la crescita, ma deludono le aspettative più ottimistiche ed emerge qualche incertezza sulla fiducia di consumatori e imprese a gennaio:** dopo una già importante correzione a dicembre, l'NAPM è bruscamente sceso a 50.3 da 53.9 (rivisto al ribasso da 54.6) contro un'aspettativa ottimistica di 55.2, a testimoniare le preoccupazioni degli imprenditori sul nuovo corso di politica economica di Trump. Come sottolineato nell'introduzione, forse i timori sui profitti aziendali delle multinazionali americane prevalgono sui vantaggi fiscali promessi. Il Conference Board è diminuito a 111.8 da 113.3. In questo caso, i mercati si aspettavano un calo, ma di entità più limitata (112.6).

**I dati relativi a dicembre sull'offerta confermano la positività del ciclo economico americano, ma non una particolare forza:** l'aumento della produzione industriale di +0.8% m/m compensa pienamente il brutto dato di novembre (-0.7% m/m) e gli ordini di beni durevoli, esclusi i trasporti, registrano un +0.5% m/m. **Il mercato del lavoro ha un po' deluso** con un aumento dell'occupazione di +156 mila unità, rispetto alle 177 mila attese e le 204 mila di novembre (riviste da 178 mila). Anche il tasso di disoccupazione, dopo il grande calo a +4.6% di novembre (da 4.9%), in dicembre ha riaggiustato leggermente al rialzo a +4.7%.

**Sul fronte dei prezzi, a dicembre,** se da un lato l'indice PCE (Personal Consumption Expenditures) *core*, che esclude le componenti più volatili di energia e alimentari, è rimasto invariato a +1.7% a/a tendenziale, dall'altro **i salari orari destano preoccupazioni** con un incremento mensile di +0.4% m/m, portando il tendenziale a +2.9% a/a da +2.5% di novembre.

Dal lato della domanda, il buon dato di dicembre sulle vendite al dettaglio (+0.6% m/m) è offuscato dall'andamento negativo della fiducia dei consumatori di gennaio, sopra citato.

**A fronte di dati macroeconomici più deboli del previsto e delle incertezze sugli effetti della politica di Trump messi in evidenza nell'introduzione, confermiamo lo scenario del mese precedente con un atteggiamento della Fed più cauto rispetto a quanto annunciato alla riunione di dicembre: sono previsti due rialzi dei tassi ufficiali da 25 punti base ciascuno, a marzo e giugno.**

## USA

*I dati macroeconomici deludono le aspettative; preoccupa il protezionismo di Trump*

**In Giappone** non ci sono nuove informazioni dai dati trimestrali rispetto al mese precedente. **I nuovi dati mensili a disposizione evidenziano un recupero dal lato dell'offerta ma debolezza della domanda, lasciando qualche ombra sullo scenario futuro.**

Dal lato dell'offerta, a dicembre la produzione industriale ha registrato un buon incremento di +0.5% m/m, al di sopra delle attese di +0.3% m/m. A gennaio la fiducia delle imprese ha corretto leggermente al rialzo: il PMI manifatturiero si è portato a 52.7 da 52.4 di dicembre. Gli ordini di macchinari, invece, dopo il grande balzo di +4.1% m/m in ottobre, a novembre hanno azzerato il vantaggio con un -5.1% m/m.

Dal lato della domanda, **a dicembre, pur con un buon andamento della fiducia dei consumatori** (a 43.1 da 40.9), **le vendite al dettaglio, dopo due mesi consecutivi particolarmente brillanti, hanno interrotto la tendenza positiva** (-1.7% m/m) e **i consumi privati sono scesi** di -0.2% m/m.

**Gli indicatori dei prezzi segnalano ancora deflazione**, con una variazione tendenziale del CPI core a dicembre negativa (-0.2% a/a) anche se in miglioramento dal mese precedente (-0.3% m/m). Preoccupante è l'accelerazione del calo degli affitti di case.

Dall'analisi precedente, emerge pertanto che dovrà essere ancora il canale estero a supportare la crescita nei prossimi mesi, ma **l'incertezza generata dalla politica di Trump e il recente indebolimento del dollaro hanno ridato forza allo yen.**

Non a caso **la Banca Centrale** giapponese, pur rivedendo leggermente al rialzo le sue previsioni sul PIL dei prossimi tre anni, **ha affermato che i rischi sono sbilanciati al ribasso sia per l'attività economica che per i prezzi.**

**Per l'Area Euro, i dati trimestrali confermano la ripresa in atto: il preliminare del quarto trimestre del 2016 evidenzia un PIL in aumento di +0.5% t/t** ed è stato rivisto al rialzo quello del trimestre precedente a +0.4% t/t da +0.3%, consolidando la crescita in termini tendenziali a +1.8%. Per il momento, non sono disponibili informazioni sulle singole componenti, ma si può confermare l'effetto positivo della politica monetaria molto espansiva della BCE.

**I dati mensili** sono prevalentemente relativi a novembre e dicembre del 2016, per cui meno rilevanti perché non aggiungono informazioni alle rilevazioni trimestrali sopra menzionate. In ogni caso, **dimostrano positività dal lato dell'offerta ma qualche incertezza per la domanda:** a novembre, da un lato, la produzione industriale ha registrato un brillante +1.5% m/m, ben al di sopra delle aspettative (+0.7% m/m), con il supporto dell'importante settore delle costruzioni (+0.4% m/m); dall'altro le vendite al dettaglio sono diminuite di -0.4% m/m, dopo il balzo di +1.4% m/m di ottobre.

**Sul mercato del lavoro, a dicembre è continuato il trend in discesa del tasso di disoccupazione**, che ha conseguito un'ulteriore limatura verso il basso (a 9.6% da 9.7% del mese precedente). **Ma sono soprattutto gli indici di fiducia relativi a gennaio, quindi rilevanti per il trimestre corrente ancora non noto, a dimostrare ottimismo:** l'ESI (Economic Sentiment Indicator), che esprime la fiducia sia dei produttori che dei consumatori, dopo l'aumento consistente di dicembre 2016, ha aggiustato ulteriormente verso l'alto a 107.9 da 107.8, raggiungendo i **livelli massimi da aprile 2011**, con un leggero miglioramento anche per la componente dei consumatori; il PMI manifatturiero ha raggiunto quota 55.1 da 54.9 del mese precedente, battendo le aspettative di un ridimensionamento.

**I dati sull'inflazione confermano quanto detto da Draghi all'ultima riunione della BCE, cioè che i rischi di deflazione si sono esauriti:** in gennaio la variazione tendenziale dell'**indice globale dei prezzi al consumo ha registrato un balzo a +1.8% a/a** da +1.1% a/a di dicembre, mentre l'indice core ha consolidato lo 0.9% del mese precedente. Questo ci dice che l'incremento è dovuto essenzialmente al prezzo del petrolio.

**Tutto ciò, tuttavia, non dovrebbe implicare un anticipo del termine della politica monetaria espansiva da parte della BCE.** Infatti, all'ultima riunione del 19 gennaio, il Consiglio ha sottolineato che l'inflazione recentemente è aumentata per i prezzi dell'energia, ma ciò potrebbe essere transitorio.

## GIAPPONE

*I rischi sono sbilanciati al ribasso sia per la crescita che per l'inflazione*

## AREA EURO

*I rischi di deflazione si sono esauriti, rimangono forti i rischi politici*

Non ha discusso di una riduzione del Quantitative Easing se la situazione dovesse essere più favorevole e, anzi, ha ribadito che se dovesse diventare meno favorevole, è pronto ad incrementare il QE, sia in termini di dimensione sia di durata. È chiaro che **la BCE è ora più preoccupata dai rischi di shock politici che potrebbero emergere dalla tornata elettorale. Tanto più che ora in Italia, il Paese più a rischio per i populismi insieme alla Francia, è aumentata la probabilità di elezioni anticipate** (a giugno), dopo la sentenza della Consulta che ha reso applicabile fin da subito la vigente legge elettorale.

**Il parlamento britannico ha autorizzato la notifica dell'articolo 50 del trattato di Lisbona per l'avvio dei negoziati con l'Unione Europea sulla Brexit.** È troppo presto per dire che influenza avrà su crescita e inflazione dell'eurozona, tuttavia **i cambiamenti in atto per il momento ne mettono in evidenza alcuni vantaggi. Le principali banche internazionali stanno spostando i loro quartieri generali in luoghi che consentano di superare il blocco della Brexit.** A spese di Londra, Standard Chartered Plc e Barclays Plc hanno scelto Dublino, Goldman Sachs Group Inc., Citigroup Inc. e Lloyds Banking Group Plc hanno scelto Francoforte.

**In Germania** non ci sono nuove informazioni dai dati trimestrali sul PIL. Quelli mensili dimostrano che **l'attività economica tedesca ha mantenuto la sua intonazione positiva in chiusura del 2016 più dal lato dell'offerta che da quella della domanda.** Da un lato, a novembre la produzione industriale ha registrato un aumento di +0.4% m/m e il dato di ottobre è stato rivisto al rialzo a +0.5% (da +0.3% m/m), con un buon risultato nel settore delle costruzioni (+1.5% m/m) che sembra continuare il trend positivo del mese precedente (+1.1% m/m). Gli ordini all'industria sono diminuiti di -2.5% m/m, ma vanno valutati alla luce del forte incremento di +5% m/m di ottobre. I mercati si attendevano questo declino (-2.1% m/m). Dall'altro, a dicembre le vendite al dettaglio hanno subito un calo di -0.9% m/m, dopo il già pesante -1.7% m/m, contro un'aspettativa di +0.7% m/m. Appare quindi chiaro che **l'economia tedesca presenta una certa debolezza dal lato della domanda. I dati disponibili relativi a gennaio sembrano dimostrare che la locomotiva dell'Area Euro ha iniziato l'anno in corso con una buona intonazione. Il tasso di disoccupazione è sceso al di sotto della soglia psicologica del 6% (5.9%) e l'ottimismo dei produttori è aumentato nel settore manifatturiero:** il PMI ha raggiunto il livello di 56.5 punti da 55.6 di dicembre.

**Il dato preoccupante proviene dall'inflazione che a gennaio, pur con un calo di -0.8% m/m, ha corretto notevolmente al rialzo in termini tendenziali a +1.9% a/a da +1.7% a/a di dicembre.** Non si hanno informazioni sull'indice *core* di gennaio, ma in dicembre c'era già stato un considerevole aggiustamento verso l'alto per questo indicatore a +1.4% a/a da +1.1% a/a. **Questi dati hanno spinto da più parti in Germania a richiedere a Draghi di interrompere il Quantitative Easing.** Basandosi sulle riposte alla *conference call* tenuta al termine della riunione del 19 gennaio, **la Banca Centrale Europea non intende modificare la politica monetaria espansiva in atto perché ritiene che questi effetti siano transitori e dovuti prevalentemente ai rincari dell'energia.**

In ogni caso, da qui in avanti, se l'economia dell'Area Euro continuerà a crescere, la BCE dovrà affrontare un'inevitabile asimmetria tra i Paesi *core* e quelli periferici. Questi ultimi, penalizzati da politiche fiscali più restrittive, volte ad aggiustare i conti pubblici, avranno inflazione e crescita inferiori ai primi.

**In Francia, i dati del quarto trimestre del 2016 dimostrano una solida ripresa, con una crescita più bilanciata tra le diverse componenti rispetto ai trimestri precedenti.** Il PIL è cresciuto a livello congiunturale di +0.4% t/t, portando il tasso tendenziale a +1.1% a/a e la dinamica è risultata più che soddisfacente sia per i consumi che per gli investimenti fissi (+0.6% t/t e +0.8%, rispettivamente). Il decumulo di scorte (-0.3% t/t) compensa in parte il rilevante accumulo registrato nel terzo trimestre (+0.7% t/t) e fonda la ripresa su basi più solide rispetto al trimestre precedente in cui il contributo di questa componente era stato determinante per il risultato positivo.

Il canale estero non ha contribuito significativamente alla crescita (+0.1% t/t) per un aumento delle importazioni di pari passo con quello delle esportazioni (+0.8% t/t e +1.1% t/t, rispettivamente).

**I nuovi dati mensili disponibili si riferiscono prevalentemente a novembre e dicembre, per cui non aggiungono informazioni rilevanti rispetto a quelli trimestrali.**

Germania

Francia

Da segnalare, comunque, l'ottimo dato della produzione industriale che a novembre ha registrato un +2.2% m/m dopo le incertezze di ottobre (-0.1% m/m) e ben al di sopra delle attese (+0.7% m/m). La contrazione nel settore delle costruzioni (-0.3% m/m) va interpretata come fisiologica dopo il forte incremento del mese precedente (+2% m/m).

Dal lato della domanda, sempre in novembre le vendite al dettaglio sono rimaste invariate.

**Gli unici dati relativi a gennaio, quindi rilevanti perché danno informazioni sul primo trimestre dell'anno in corso ancora non noto, sono gli indici di fiducia e l'inflazione.**

Per quanto riguarda i primi, a parte un leggero aggiustamento verso il basso del PMI manifatturiero, quello sui servizi conferma l'**ottimismo delle imprese** con un livello di 53.9 da 52,9 di dicembre 2016 e l'indicatore dell'ufficio di statistica francese Insee è rimasto invariato a 106. **La fiducia dei consumatori continua la sua lenta ripresa** portandosi ad un livello di 100 punti da 99 del mese precedente.

**Sul fronte dell'inflazione, in gennaio la stima preliminare indica una forte correzione al rialzo dei prezzi al consumo in termini tendenziali** (+1.6% a/a da +0.8% a/a di dicembre 2016). Era attesa, anche se non della stessa entità (+1.2% a/a). Pur non avendo la disponibilità dell'indice *core* di gennaio, possiamo presumere che l'incremento sia attribuibile ai rincari dell'energia, in linea con quanto commentato sull'intera Area Euro.

**Lo scenario resta dominato dalla componente politica in vista delle elezioni presidenziali del 23 aprile.** Con la forza del partito estremista di Le Pen, la Francia rappresenta uno dei focolai più pericolosi di anti-europeismo a cui i mercati finanziari e la BCE guardano con preoccupazione.

**In Italia**, non ci sono nuove informazioni dai dati trimestrali. Quelli mensili indicano **una confortante ripresa economica**. Tuttavia, **come per gli altri Paesi dell'Area Euro, la crescita è più dal lato dell'offerta che della domanda**. Probabilmente la prima sta beneficiando della tendenza positiva dell'economia globale.

Italia

**L'attività produttiva, infatti, a novembre ha registrato tutti segnali positivi:** la produzione industriale è cresciuta di +0.7% m/m, portando il tasso tendenziale vicino al 3% a/a. Le aspettative erano più caute con un limitato +0.2% m/m. Buona la dinamica del settore delle costruzioni di +2% m/m. Con un +1.5% m/m, gli ordini all'industria hanno fatto meglio che nel mese di ottobre (+1% m/m) e delle aspettative (+0.8% m/m).

**Le notizie positive si rafforzano per gli indicatori disponibili relativi al mese di gennaio: gli indici di fiducia delle imprese hanno registrato significativi incrementi**, sia nel settore manifatturiero, che si è portato a quota 104.8 dal precedente 103.7, che in quello dei servizi, a 105.4 dal precedente 102.5.

**Dal lato della domanda, invece, in sintonia con gli altri Paesi dell'Area Euro, i consumi stentano a riprendersi:** le vendite al dettaglio in novembre sono diminuite di -0.7% m/m e la fiducia dei consumatori di gennaio ha corretto verso il basso a quota 108.8 da 110.9 del mese precedente. Va comunque sottolineato che il dato di dicembre è stato rivisto al rialzo (da 109.5), rendendo ancora più sostanziale il recupero dell'ottimismo dei consumatori registrato a fine 2016.

**Sul fronte dei prezzi, non sono disponibili i dati di gennaio, per poter dire se anche l'Italia abbia subito la stessa pressione al rialzo che ha caratterizzato Germania, Francia e Spagna.** A dicembre, l'indice globale dei prezzi al consumo, in termini tendenziali si è portato a quota +0.5% a/a, quello *core* a +0.7% a/a.

**Per quanto riguarda lo scenario politico, la Corte Costituzionale si è espressa sull'Italicum:** ha bocciato il ballottaggio e le pluricandidature, ha salvato il premio di maggioranza (in caso di raggiungimento del 40% di una singola lista), le soglie di sbarramento e imposto il capolista bloccato. Ne esce una **legge elettorale applicabile fin da subito, anche se resta il problema della difformità tra Camera e Senato**. La prima, mancando del ballottaggio, prevede un sistema semi-maggioritario (non più maggioritario puro). Il secondo prevede un sistema proporzionale puro, perché manca il premio di maggioranza, con soglie di sbarramento all'8%.

**Dopo la sentenza, la maggioranza di Renzi e le opposizioni hanno spinto sull'acceleratore per andare alle elezioni entro giugno.**

**Se si andasse alle urne, ne uscirebbe un risultato tripolare** e l'improbabilità di raggiungere il 40% per una singola lista per ottenere il premio di maggioranza, produrrebbe coalizioni poco stabili e, quindi, **l'ingovernabilità.**

**Pertanto, che si vada a votare o no, lo scenario di instabilità politica non cambierebbe** e questo ha già pesato sui rendimenti dei titoli di Stato che dall'esito della Consulta sono aumentati di 50 punti base, raggiungendo il 2.3% sul decennale.

**Sui rendimenti, tuttavia, pesa anche il programma di maxi-aste nell'anno in corso per coprire il debito in scadenza e il problema di deficit eccessivo al di fuori della flessibilità già concessa** accantonato prima del referendum per non influirne i risultati. Mancano 3.4 miliardi di euro per rispettare il 2.2% di deficit/PIL, altrimenti la Commissione Europea attiverrebbe la procedura per infrazione. Febbraio-marzo resta un periodo chiave per i conti pubblici italiani e i tempi sono stretti perché l'eventuale manovra correttiva dovrebbe essere varata entro marzo.

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

## GLI SCENARI

## A (20%)

**USA:** I rischi inflazionistici derivanti dal mercato del lavoro con salari orari al di sopra del 3% tendenziale, una politica fiscale fortemente espansiva e un conseguente brillante passo di crescita dell'economia intorno al 2.5/3%, **impongono alla Fed un percorso di politica monetaria più restrittivo.** Nel 2017 la Fed conferma l'atteggiamento da 'falco' annunciato alla riunione di dicembre 2016 con **tre rialzi, ciascuno di 25 punti base, a marzo, giugno e settembre.** L'economia vicina al pieno impiego, stimolata da interventi espansivi sul fronte fiscale, deve essere inequivocabilmente frenata dalla politica monetaria per mantenere il controllo delle aspettative inflazionistiche.

**Area Euro:** L'economia continua stabilmente su di un **passo di crescita moderato intorno all'1.5-2%**, grazie alla politica monetaria espansiva della BCE e ad una maggiore flessibilità concessa alla politica fiscale dei Paesi periferici allo scopo di mitigare spinte populiste con la tornata di elezioni del 2017. **In Italia, le elezioni anticipate** con la legge elettorale vigente, generano instabilità politica con un risultato elettorale tripolare, **ma non prevalgono spinte estremiste di uscita dall'euro, così come in Francia. I rendimenti dell'intera area risentono delle tensioni politiche preelettorali e dell'effetto di trasmissione dagli Stati Uniti, che è più incisivo rispetto allo scenario C per la politica della Fed più restrittiva:** il rendimento del BTP decennale può superare 2.5%, con uno spread verso il Bund sopra 200 punti base.

## B (10%)

**USA:** La politica fiscale ottiene minori effetti espansivi di quanto atteso. L'economia continua ad un passo di crescita debole intorno a 1.5% per **l'impatto del protezionismo di Trump**, delle conseguenti ritorsioni da parte degli altri Paesi e degli effetti restrittivi indiretti di rendimenti elevati, che incorporano il maggiore rischio sul debito pubblico americano utilizzato per finanziare le agevolazioni fiscali. **La Fed attende giugno per attuare un solo rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base** in un'ottica di semplice normalizzazione.

**Area Euro:** In Italia, le elezioni anticipate con la legge elettorale vigente, generano instabilità politica con un risultato elettorale tripolare. **Prevalgono spinte estremiste di uscita dall'euro, così come in Francia. I rendimenti dell'intera area ne risentono pesantemente perché viene messa in discussione la sopravvivenza dell'euro.** Nonostante la politica monetaria espansiva della BCE e una maggiore flessibilità concessa alla politica fiscale dei Paesi periferici per mitigare le spinte populiste, **l'economia rimane debole con crescita sotto 1.5%:** il rendimento del BTP decennale può raggiungere 2.7-2.8%, con uno spread verso il Bund intorno a 200 punti base.

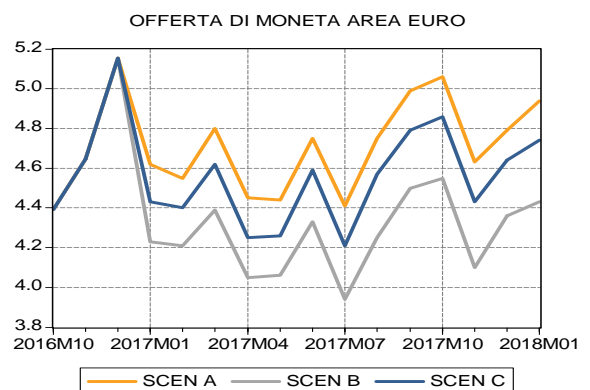
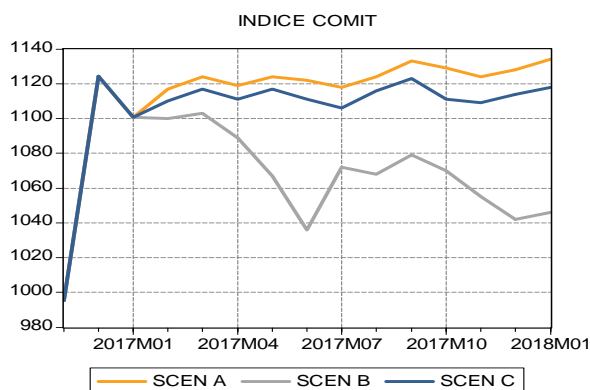
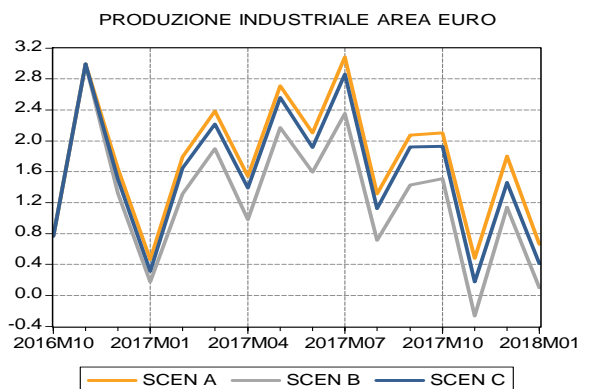
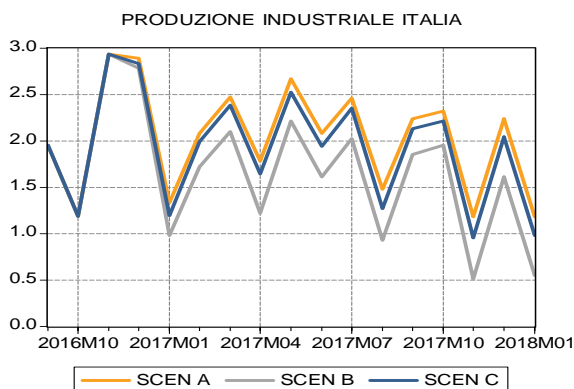
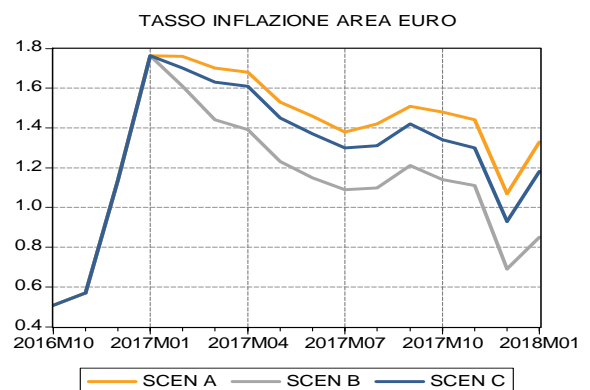
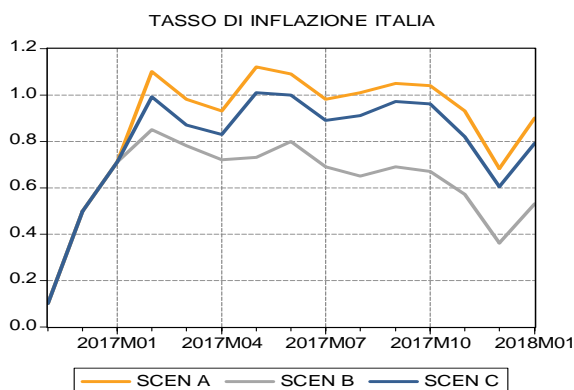
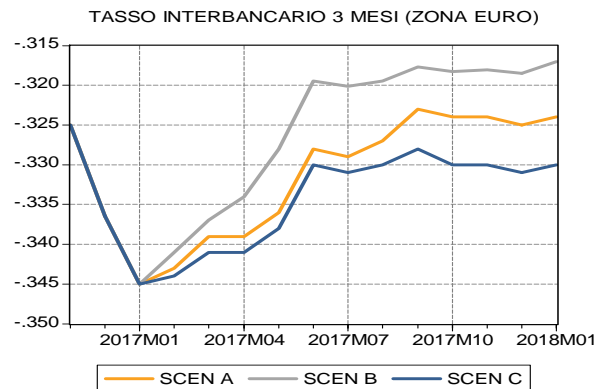
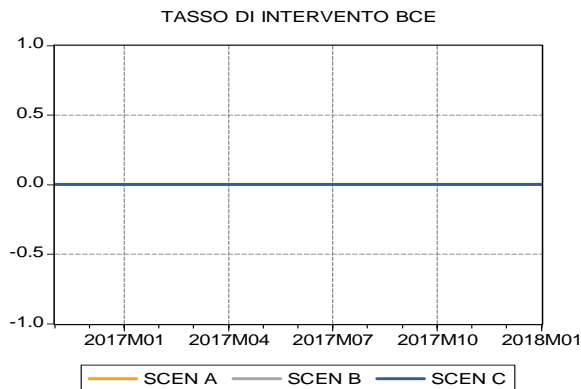
## C (70%)

**USA:** Una politica fiscale espansiva genera tensioni inflazionistiche da salari. **Pur con un passo di crescita dell'economia intorno al 2%, la Fed** segue un percorso di politica monetaria restrittivo, ma meno incisivo rispetto allo scenario A. **Nel 2017 la Fed aumenta i tassi di riferimento due volte, a marzo e giugno, di 25 punti base per ciascun intervento**, per controllare le aspettative inflazionistiche future. Successivamente, tenendo conto degli effetti restrittivi indiretti di rendimenti elevati, che incorporano il maggiore rischio sul debito pubblico americano, è attesa una pausa di riflessione per avere conferma sull'effettivo impatto della suddetta politica fiscale.

**Area Euro:** L'economia continua stabilmente su di un **passo di crescita moderato intorno all'1.5-2%**, grazie alla politica monetaria espansiva della BCE e ad una maggiore flessibilità concessa alla politica fiscale dei Paesi periferici allo scopo di mitigare spinte populiste con la tornata di elezioni del 2017. **In Italia, le elezioni anticipate** con la legge elettorale vigente, generano instabilità politica con un risultato elettorale tripolare, **ma non prevalgono spinte estremiste di uscita dall'euro, così come in Francia. I rendimenti dell'intera area risentono delle tensioni politiche preelettorali e dell'effetto di trasmissione dagli Stati Uniti:** il rendimento del BTP decennale può raggiungere 2.5%, con uno spread verso il Bund tra 190 e 200 punti base.

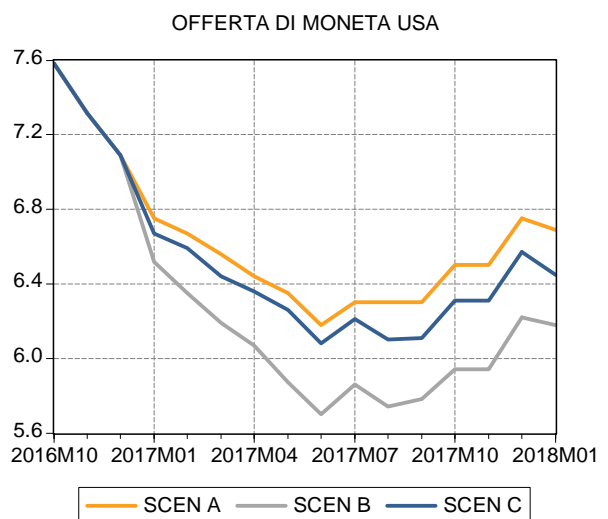
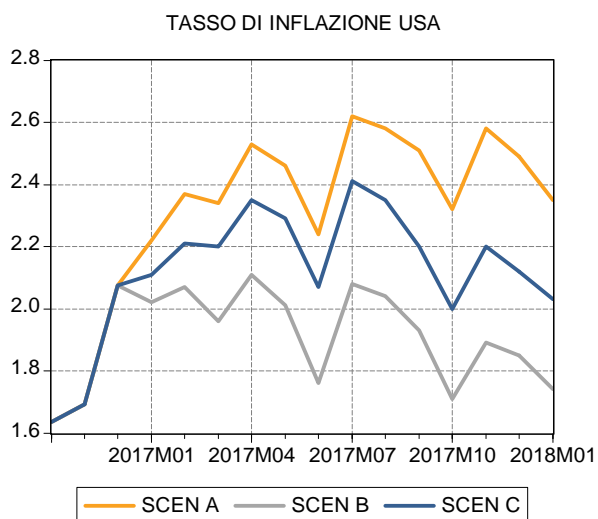
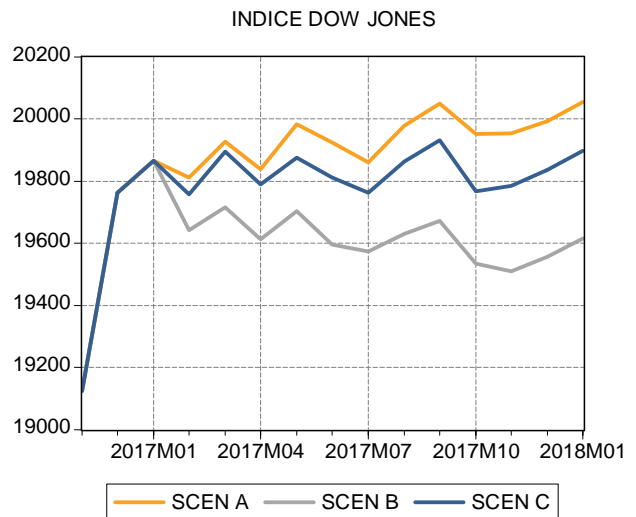
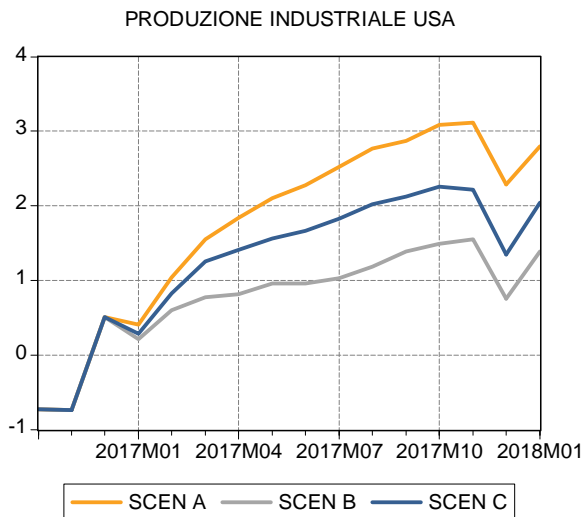
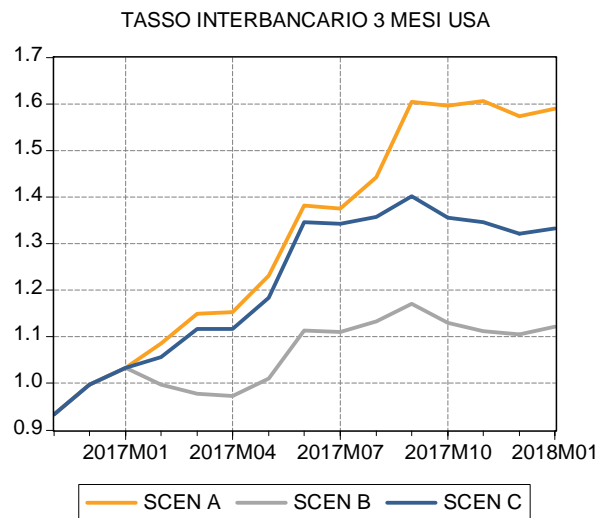
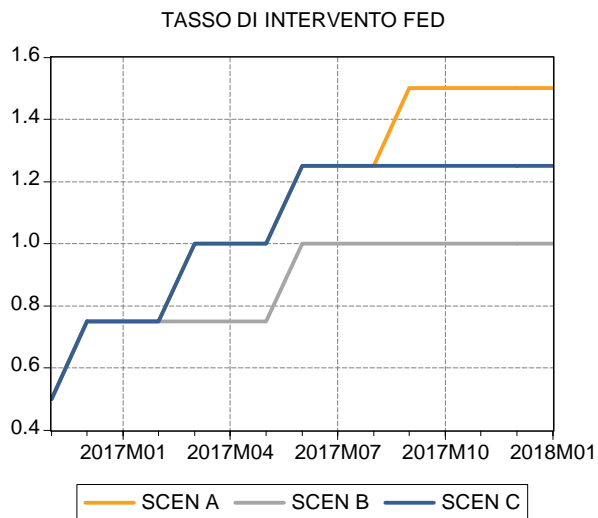
# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

## Dati mensili



# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

## Dati mensili



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

I saggi interbancari europei sono rimasti stabili a -0.4%, -0.3% e -0.2% rispettivamente per le scadenze a 1, 3 e 6 mesi, anche a gennaio 2017. Tenuto conto che, alla riunione del 19 gennaio, il Presidente della BCE ha evidenziato che il recente aumento dell'inflazione potrebbe essere transitorio e che, se la situazione dovesse tornare meno favorevole, è pronto a incrementare nuovamente il QE, sia in termini di dimensione sia di durata, **i tassi dovrebbero mantenersi sui livelli attuali per l'intero periodo predittivo in tutti e tre gli scenari delineati.**

### TASSI INTERBANCARI

In gennaio i tassi della struttura a termine italiana hanno risentito dell'instabilità politica generatasi dopo l'esito della Consulta sull'Italicum. La probabilità che si vada a elezioni anticipate è, infatti, aumentata, tuttavia è anche assai probabile che dalla consultazione ne esca comunque un Paese ingovernabile. Di conseguenza i rendimenti in gennaio (+0.34%, +1.02%, +1.68% e +2.30% per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni) hanno corretto al rialzo rispetto a dicembre (+0.10%, +0.66%, +1.28% e +1.85%) quando erano diminuiti grazie al rapido insediamento del nuovo Governo, allo scudo *anti-spread* e all'intervento dello Stato italiano a sostegno degli aumenti di capitale delle banche in crisi. **Nello scenario C s'ipotizza che la Fed innalzi i tassi di riferimento due volte, in marzo e in giugno, e che in Area Euro le pressioni populiste siano mitigate dalla politica accomodante della BCE e da una maggiore flessibilità concessa alla politica fiscale dei paesi periferici. I rendimenti italiani sono visti in rialzo, a causa sia dell'instabilità politica sia dell'effetto di trasmissione dagli USA** (+0.67% il 3 anni, +1.33% il 5 anni, +1.98% il 7 anni e +2.65% il 10 anni alla fine dell'orizzonte di previsione). Nello scenario A, a parità di condizioni in Area Euro, s'ipotizza un nuovo rialzo da parte della Fed in settembre, pertanto i rendimenti italiani sono attesi su livelli più alti (+0.83% il 3 anni, +1.49% il 5 anni, +2.13% il 7 anni e +2.80% il 10 anni a gennaio 2018). Nello scenario B, la Fed decide di fare un solo rialzo a marzo, poiché la politica fiscale di Trump si rivela meno espansiva di quanto atteso. In Europa, inoltre, prevalgono le posizioni estremiste ed è messa in discussione la stessa sopravvivenza dell'euro. Questo, insieme all'aumento dei rendimenti dei titoli statunitensi, determina l'aumento più marcato dei tassi della struttura a termine italiana (rispettivamente +0.95%, +1.61%, +2.24% e 2.91% alla fine del periodo).

### STRUTTURA A TERMINE

In novembre i tassi medi sui depositi (+0.4%) e sui prestiti (+2.9%) sono rimasti stabili rispetto al mese precedente. **In tutti e tre gli scenari delineati, i tassi bancari sono visti invariati o in lieve aumento per tutto il periodo predittivo:** quello medio sui depositi a gennaio 2018 potrebbe toccare lo 0.5% e quello sui prestiti il 3%.

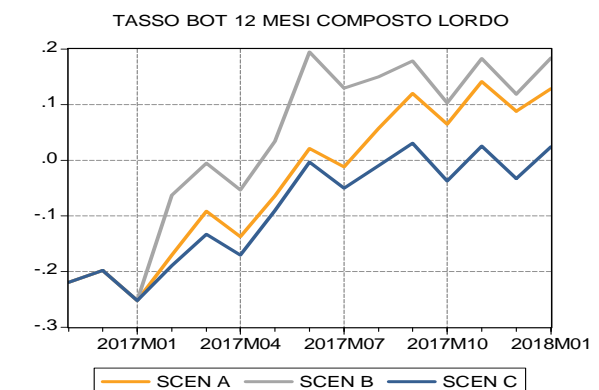
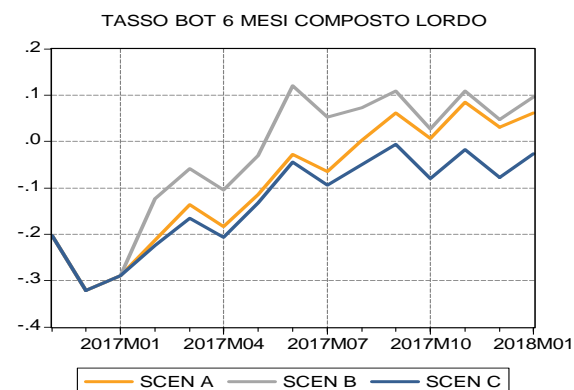
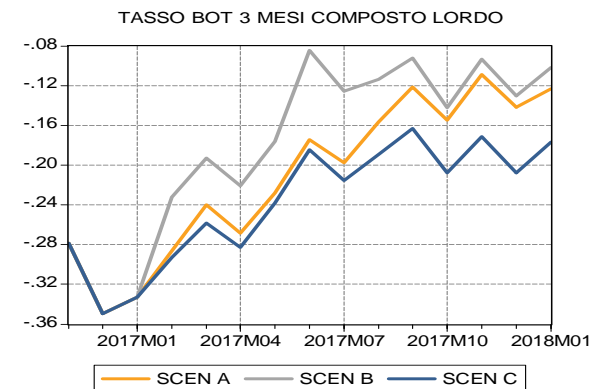
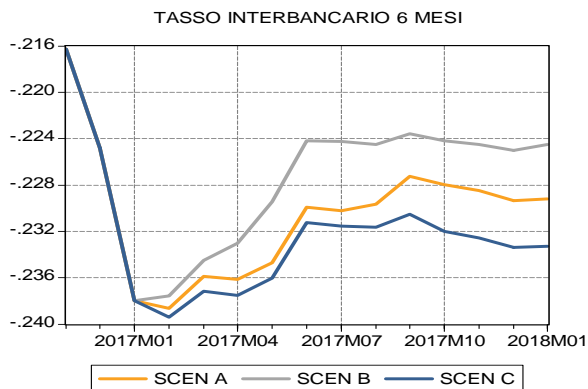
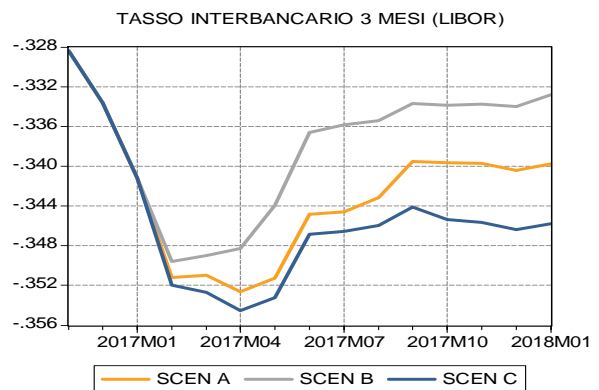
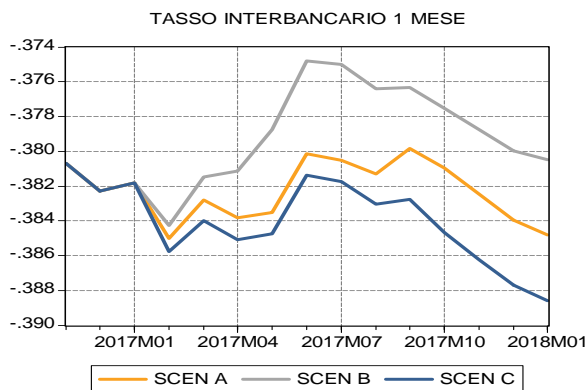
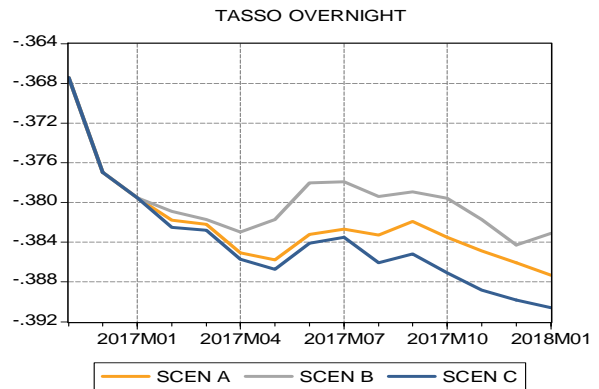
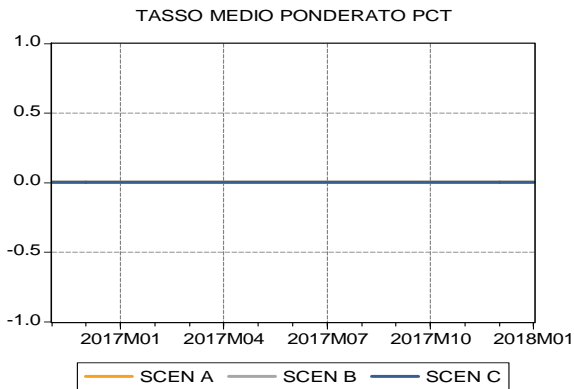
### TASSI BANCARI

In novembre i prestiti totali, dopo tre mesi consecutivi di crescita positiva (+0.3% a/a a ottobre 2016) sono tornati a contrarsi debolmente (-0.5% a/a) mentre i depositi totali sono aumentati ancora (+3.1% a/a) accelerando rispetto al mese precedente (+2.6% a/a). **In base ai risultati delle simulazioni, negli scenari A e C la dinamica dei prestiti totali dovrebbe riprendersi, avvantaggiata dalle misure espansive della BCE** (+0.2% a/a e +0.3% a/a rispettivamente, a gennaio 2018) mentre in B, a causa della maggiore incertezza economica e politica, stentare maggiormente (0% a/a a fine orizzonte). In tutti gli scenari, la raccolta è positiva per tutto il periodo predittivo (+3% a/a, +3.2% a/a e +2.6% a/a rispettivamente in C, A e B).

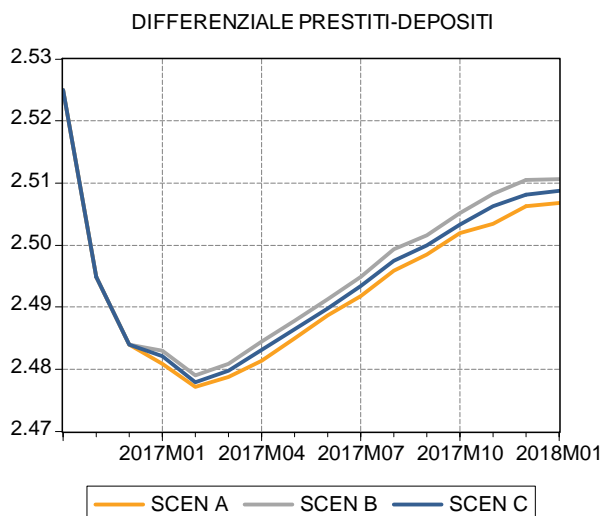
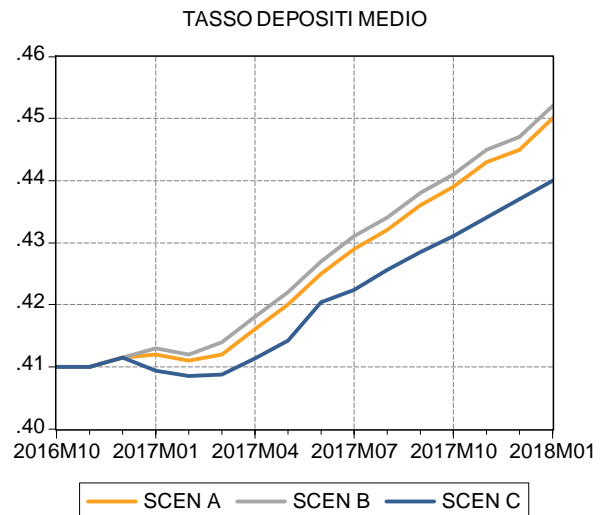
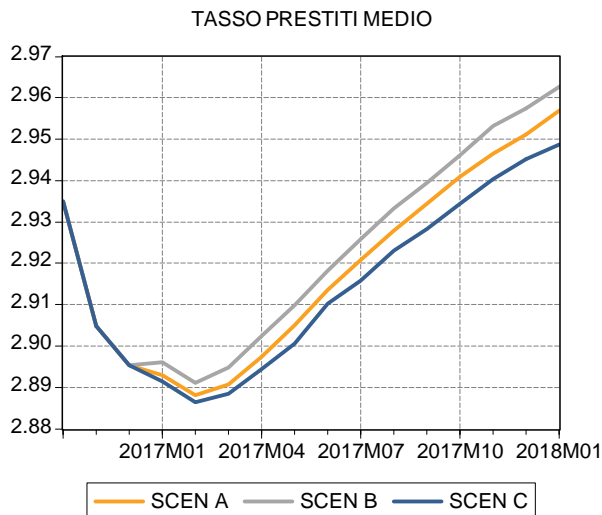
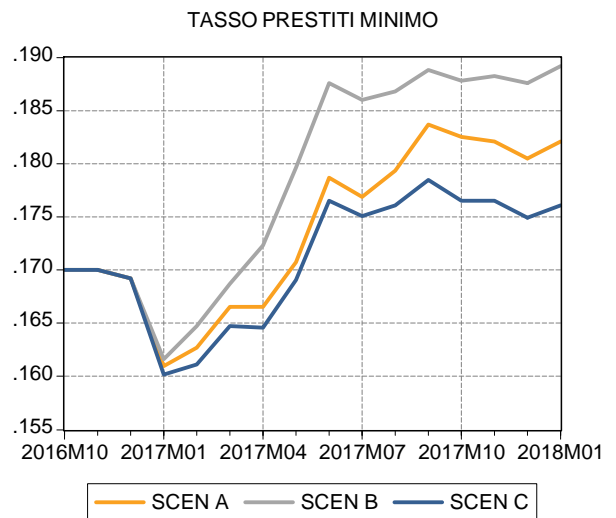
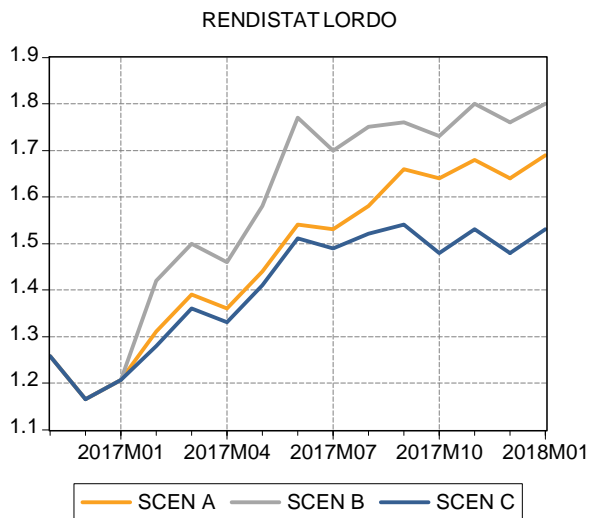
### VOLUMI

# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

## TASSI - Dati mensili

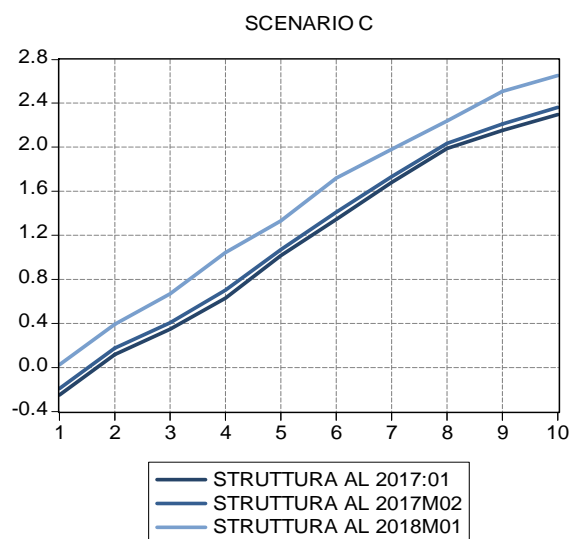
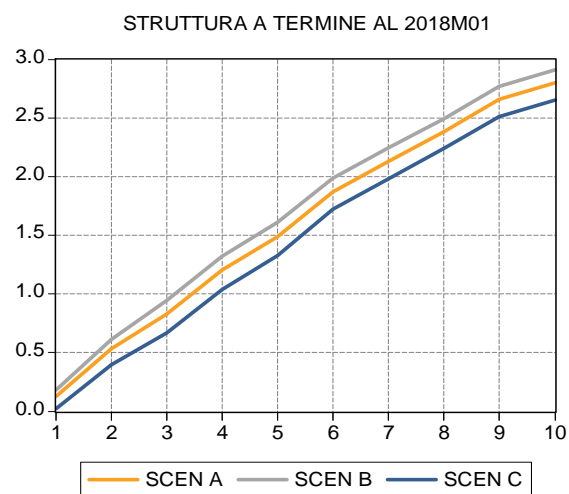
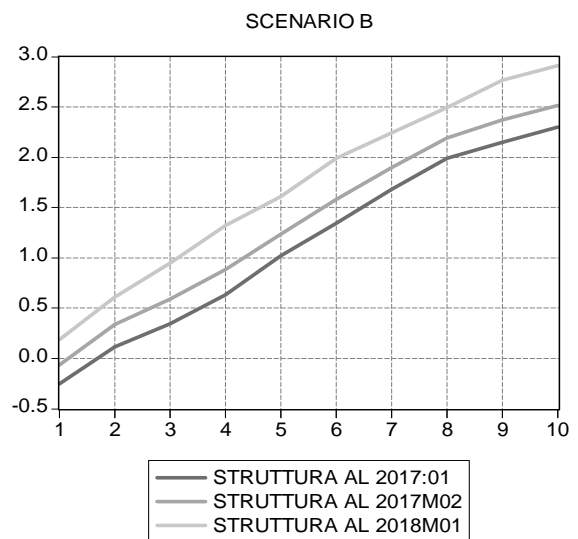
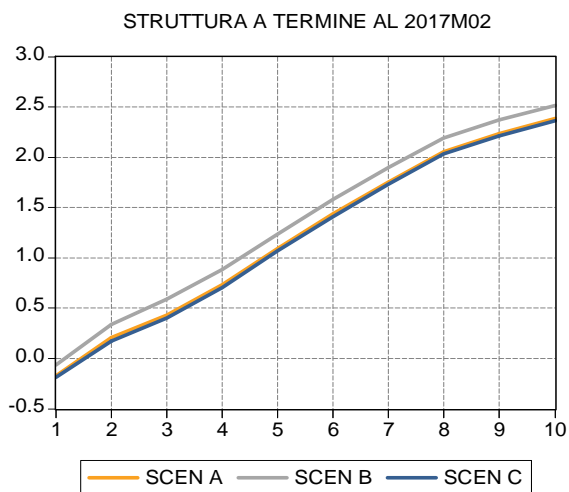
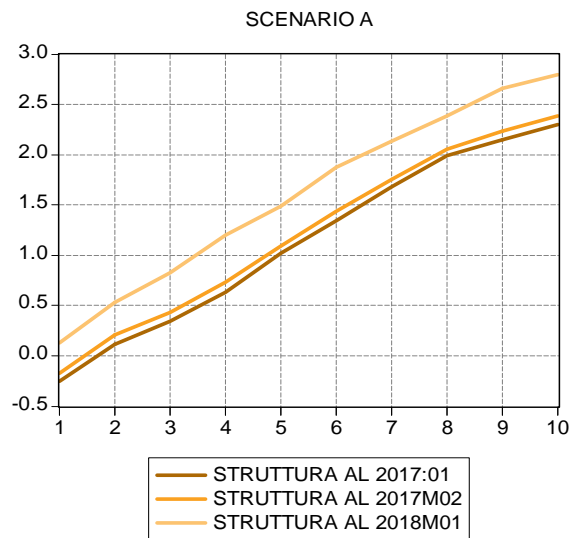
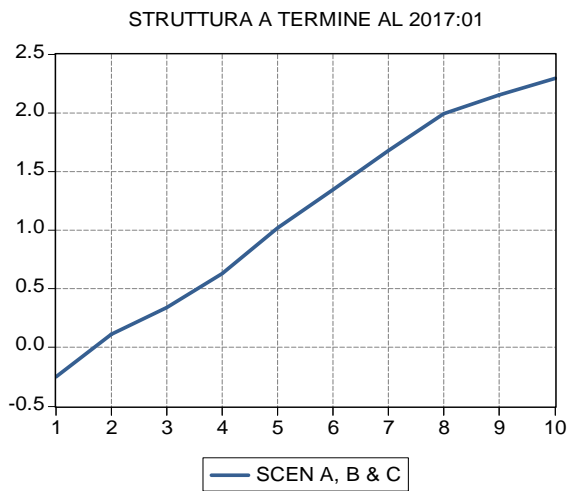


## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



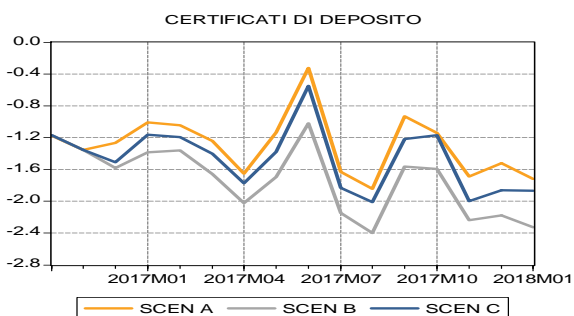
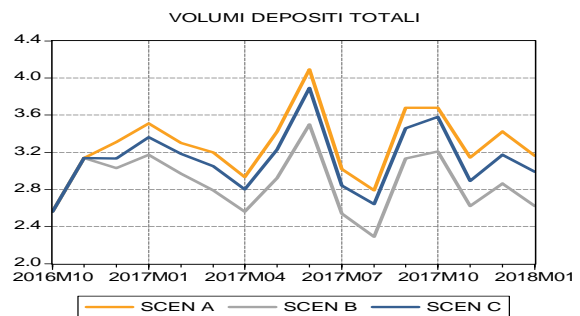
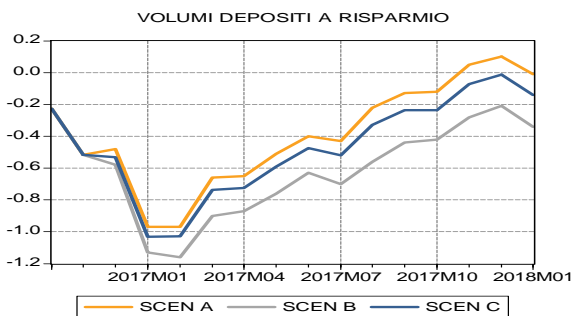
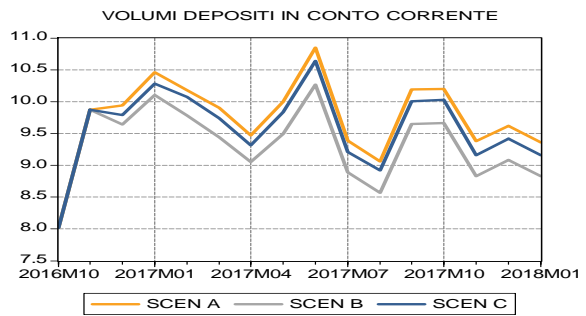
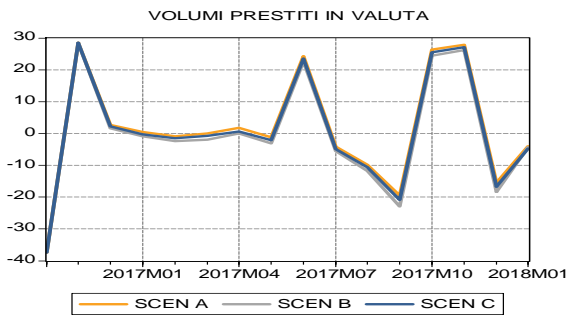
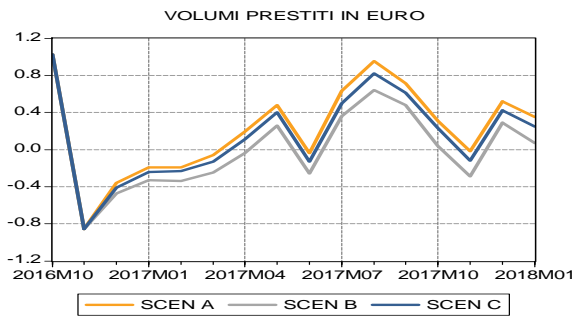
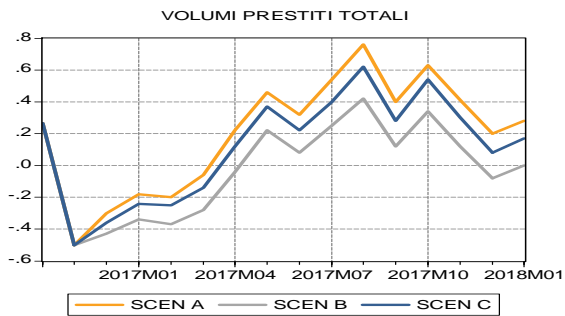
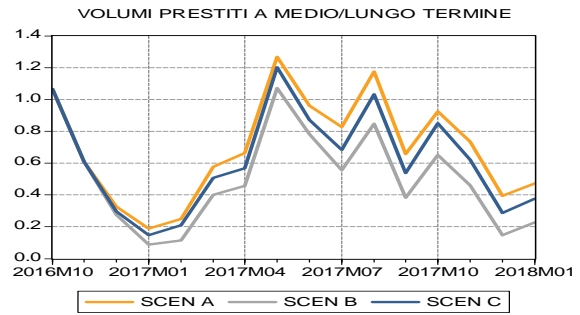
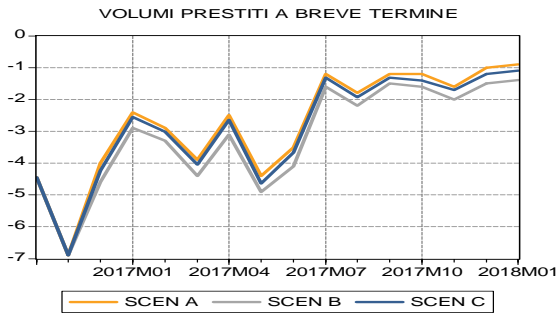
# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

## STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

## VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



SCENARIO A	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	
<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 COMIT (livello)	993	1003	965	1013	995	1124	1101	1117	1124	1119	1124	1122	1118	1124	1133	1129	1124	1128	1134	1134
Produzione Industriale (Var. % a/a)	0.0	3.5	2.0	1.2	2.9	2.9	1.3	2.1	2.5	1.8	2.7	2.1	2.5	1.5	2.2	2.3	1.2	2.2	1.2	1.2
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	0.1	0.5	0.7	1.1	1.0	0.9	1.1	1.1	1.0	1.0	1.1	1.0	0.9	0.7	0.9	0.9
<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	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39
T. Interb. 1m lett.	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 3m lett.	-0.30	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34
T. Interb. 6m lett.	-0.19	-0.20	-0.21	-0.21	-0.22	-0.22	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23
T. Depositi medio	0.43	0.43	0.42	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.43	0.43	0.43	0.44	0.44	0.44	0.45	0.45	0.45
T. Prestiti medio	2.99	2.99	2.97	2.93	2.90	2.90	2.89	2.89	2.89	2.90	2.91	2.91	2.92	2.93	2.93	2.94	2.95	2.95	2.96	2.96
T.prest. medio - T.dep. medio	2.56	2.56	2.55	2.52	2.49	2.48	2.48	2.48	2.48	2.48	2.49	2.49	2.49	2.50	2.50	2.50	2.51	2.51	2.51	2.51
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(*)</sup>	-0.27	-0.30	-0.31	-0.33	-0.28	-0.35	-0.33	-0.29	-0.24	-0.27	-0.23	-0.17	-0.20	-0.16	-0.12	-0.15	-0.11	-0.14	-0.12	-0.12
T. BOT comp. lordo 6m	-0.19	-0.24	-0.26	-0.30	-0.20	-0.32	-0.29	-0.21	-0.14	-0.18	-0.12	-0.03	-0.07	0.00	0.06	0.01	0.08	0.03	0.06	0.06
T. BOT comp. lordo 12m	-0.18	-0.19	-0.18	-0.24	-0.22	-0.20	-0.25	-0.17	-0.09	-0.14	-0.06	0.02	-0.01	0.06	0.12	0.06	0.14	0.09	0.13	0.13
Rendistat lordo	0.73	0.66	0.73	0.86	1.26	1.17	1.21	1.31	1.39	1.36	1.44	1.54	1.53	1.58	1.66	1.64	1.68	1.64	1.69	1.69
Rendistat netto	0.64	0.58	0.63	0.75	1.10	1.02	1.06	1.15	1.22	1.19	1.26	1.35	1.34	1.38	1.45	1.44	1.47	1.44	1.48	1.48
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	0.03	0.01	0.02	0.26	0.46	0.10	0.34	0.43	0.52	0.49	0.60	0.69	0.66	0.75	0.81	0.77	0.84	0.80	0.83	0.83
Rend. BTP a 5 anni	0.32	0.31	0.34	0.65	0.91	0.66	1.02	1.09	1.17	1.14	1.25	1.34	1.31	1.39	1.46	1.43	1.49	1.45	1.49	1.49
Rend. BTP a 7 anni	0.73	0.74	0.77	1.11	1.46	1.28	1.68	1.76	1.83	1.80	1.90	1.99	1.96	2.04	2.10	2.07	2.14	2.10	2.13	2.13
Rend. BTP a 10 anni	1.22	1.20	1.25	1.68	2.01	1.85	2.30	2.38	2.47	2.45	2.55	2.64	2.62	2.70	2.76	2.74	2.80	2.77	2.80	2.80
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2318.891	2321.512	2334.851	2328.139	2324.513	2326.582	2341.168	2350.633	2352.591	2348.203	2337.72	2349.37	2331.41	2339.16	2344.19	2342.81	2334.04	2331.24	2347.72	2347.72
Prestiti in euro	2275.947	2280.537	2299.033	2299.556	2288.565	2280.004	2303.197	2315.440	2310.076	2304.112	2310.568	2306.23	2290.286	2302.20	2315.36	2306.69	2288.11	2291.86	2311.26	2311.26
Prestiti in valuta	42.944	40.975	35.818	28.583	35.948	46.578	37.971	35.193	42.515	44.091	27.156	43.143	41.127	36.953	28.834	36.121	45.936	39.375	36.465	36.465
Prestiti a breve	327.998	324.739	324.550	321.844	321.751	324.253	327.111	325.274	321.036	319.365	316.978	324.359	324.062	318.894	320.655	317.982	316.603	321.011	324.167	324.167
Prestiti a m / l	1990.893	1996.773	2010.301	2006.295	2002.762	2002.329	2014.057	2025.359	2031.554	2028.838	2020.745	2025.010	2007.351	2020.262	2023.535	2024.824	2017.441	2010.225	2023.556	2023.556
Depositi totali	2264.693	2255.092	2266.462	2261.369	2250.420	2272.394	2299.487	2326.196	2328.007	2339.084	2316.711	2367.739	2333.087	2318.009	2349.868	2344.587	2321.083	2350.110	2372.151	2372.151
Depositi in c / c	922.609	913.648	918.487	934.284	934.987	964.179	965.908	958.475	971.060	995.264	989.128	998.192	1009.242	996.425	1012.081	1029.581	1022.689	1056.933	1056.316	1056.316
Depositi a risparmio	299.938	299.898	299.056	298.068	297.288	299.565	301.074	301.685	301.889	300.981	300.065	299.209	298.648	299.238	298.667	297.710	297.437	299.865	301.044	301.044
Certif. deposito	1042.146	1041.546	1048.919	1029.017	1018.145	1008.650	1032.506	1066.037	1055.058	1042.839	1027.519	1070.338	1025.196	1022.346	1039.120	1017.296	1000.958	993.312	1014.791	1014.791
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	-0.37	0.12	0.30	0.27	-0.50	-0.30	-0.18	-0.20	-0.06	0.22	0.46	0.32	0.54	0.76	0.40	0.63	0.41	0.20	0.28	0.28
Prestiti in euro	-1.21	-0.33	0.57	1.02	-0.85	-0.36	-0.19	-0.19	-0.06	0.19	0.48	-0.04	0.63	0.95	0.71	0.31	-0.02	0.52	0.35	0.35
Prestiti in valuta	81.51	33.53	-14.35	-37.43	28.49	2.73	0.43	-0.85	-0.06	1.81	-1.21	24.24	-4.23	-9.81	-19.50	26.38	27.79	-15.46	-3.97	-3.97
Prestiti a breve	-7.16	-5.96	-6.00	-4.45	-6.89	-4.00	-2.40	-2.90	-3.90	-2.50	-4.40	-3.50	-1.20	-1.80	-1.20	-1.20	-1.60	-1.00	-0.90	-0.90
Prestiti a m / l	0.85	1.19	1.40	1.06	0.61	0.33	0.19	0.25	0.58	0.66	1.27	0.96	0.83	1.18	0.66	0.92	0.73	0.39	0.47	0.47
Depositi totali	3.51	2.72	2.85	2.56	3.14	3.31	3.51	3.30	3.20	2.93	3.42	4.09	3.02	2.79	3.68	3.68	3.14	3.42	3.16	3.16
Depositi in c / c	11.10	9.94	9.07	8.02	9.87	9.94	10.46	10.18	9.90	9.47	10.00	10.85	9.39	9.06	10.19	10.20	9.38	9.62	9.36	9.36
Depositi a risparmio	-0.34	-0.46	-0.25	-0.23	-0.52	-0.48	-0.97	-0.97	-0.66	-0.65	-0.51	-0.40	-0.43	-0.22	-0.13	-0.12	0.05	0.10	-0.01	-0.01
Certif. deposito	-1.35	-2.02	-1.20	-1.17	-1.36	-1.27	-1.01	-1.05	-1.24	-1.65	-1.13	-0.32	-1.63	-1.84	-0.93	-1.14	-1.69	-1.52	-1.72	-1.72

SCENARIO B	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	
<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 COMIT (livello)	993	1003	965	1013	995	1124	1101	1100	1103	1089	1067	1036	1072	1068	1079	1070	1055	1042	1046	1046
Produzione Industriale (Var. % a/a)	0.0	3.5	2.0	1.2	2.9	2.8	1.0	1.7	2.1	1.2	2.2	1.6	2.0	0.9	1.9	2.0	0.5	1.6	0.6	0.6
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	0.1	0.5	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6	0.4	0.5	0.5
<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	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 1m lett.	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 3m lett.	-0.30	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33
T. Interb. 6m lett.	-0.19	-0.20	-0.21	-0.21	-0.22	-0.22	-0.24	-0.24	-0.23	-0.23	-0.23	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.23	-0.23	-0.22
T. Depositi medio	0.43	0.43	0.42	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.43	0.43	0.43	0.44	0.44	0.45	0.45	0.45	0.45
T. Prestiti medio	2.99	2.99	2.97	2.93	2.90	2.90	2.90	2.89	2.89	2.90	2.91	2.92	2.93	2.93	2.94	2.95	2.95	2.96	2.96	2.96
T.prest. medio - T.dep. medio	2.56	2.56	2.55	2.52	2.49	2.48	2.48	2.48	2.48	2.48	2.49	2.49	2.49	2.50	2.50	2.51	2.51	2.51	2.51	2.51
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(*)</sup>	-0.27	-0.30	-0.31	-0.33	-0.28	-0.35	-0.33	-0.23	-0.19	-0.22	-0.18	-0.08	-0.13	-0.11	-0.09	-0.14	-0.09	-0.13	-0.10	-0.10
T. BOT comp. lordo 6m	-0.19	-0.24	-0.26	-0.30	-0.20	-0.32	-0.29	-0.12	-0.06	-0.11	-0.03	0.12	0.05	0.07	0.11	0.03	0.11	0.05	0.10	0.10
T. BOT comp. lordo 12m	-0.18	-0.19	-0.18	-0.24	-0.22	-0.20	-0.25	-0.06	-0.01	-0.05	0.03	0.19	0.13	0.15	0.18	0.10	0.18	0.12	0.18	0.18
Rendistat lordo	0.73	0.66	0.73	0.86	1.26	1.17	1.21	1.42	1.50	1.46	1.58	1.77	1.70	1.75	1.76	1.73	1.80	1.76	1.80	1.80
Rendistat netto	0.64	0.58	0.63	0.75	1.10	1.02	1.06	1.24	1.31	1.28	1.38	1.55	1.49	1.53	1.54	1.51	1.58	1.54	1.58	1.58
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	0.03	0.01	0.02	0.26	0.46	0.10	0.34	0.59	0.64	0.60	0.76	0.96	0.87	0.90	0.92	0.87	0.93	0.89	0.95	0.95
Rend. BTP a 5 anni	0.32	0.31	0.34	0.65	0.91	0.66	1.02	1.24	1.29	1.25	1.40	1.59	1.51	1.54	1.56	1.52	1.58	1.54	1.61	1.61
Rend. BTP a 7 anni	0.73	0.74	0.77	1.11	1.46	1.28	1.68	1.89	1.94	1.90	2.05	2.23	2.15	2.18	2.20	2.16	2.22	2.18	2.24	2.24
Rend. BTP a 10 anni	1.22	1.20	1.25	1.68	2.01	1.85	2.30	2.51	2.58	2.55	2.69	2.87	2.81	2.84	2.86	2.83	2.88	2.85	2.91	2.91
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2318.891	2321.512	2334.851	2328.139	2324.513	2323.549	2337.416	2346.629	2347.412	2342.111	2332.14	2343.75	2324.69	2331.26	2337.65	2336.05	2327.30	2321.69	2337.42	2337.42
Prestiti in euro	2275.947	2280.537	2299.033	2299.556	2288.565	2277.487	2299.967	2311.961	2305.684	2298.822	2305.509	2301.15	2284.141	2295.13	2310.07	2300.48	2281.93	2284.09	2301.58	2301.58
Prestiti in valuta	42.944	40.975	35.818	28.583	35.948	46.062	37.449	34.669	41.728	43.288	26.630	42.599	40.547	36.130	27.585	35.578	45.374	37.598	35.839	35.839
Prestiti a breve	327.998	324.739	324.550	321.844	321.751	322.227	325.436	323.934	319.366	317.400	315.320	322.342	322.750	317.595	319.682	316.694	315.316	317.393	320.879	320.879
Prestiti a m / l	1990.893	1996.773	2010.301	2006.295	2002.762	2001.322	2011.980	2022.695	2028.046	2024.711	2016.818	2021.407	2001.938	2013.668	2017.971	2019.360	2011.986	2004.296	2016.536	2016.536
Depositi totali	2264.693	2255.092	2266.462	2261.369	2250.420	2266.236	2291.934	2318.765	2318.758	2330.676	2305.511	2354.319	2322.216	2306.734	2337.402	2333.959	2309.381	2331.050	2351.983	2351.983
Depositi in c / c	922.609	913.648	918.487	934.284	934.987	961.548	962.760	954.995	966.995	991.446	984.542	992.969	1004.629	991.948	1007.121	1024.536	1017.546	1048.857	1047.771	1047.771
Depositi a risparmio	299.938	299.898	299.056	298.068	297.288	299.264	300.588	301.106	301.160	300.314	299.311	298.518	297.838	298.219	297.740	296.816	296.456	298.636	299.566	299.566
Certif. deposito	1042.146	1041.546	1048.919	1029.017	1018.145	1005.423	1028.587	1062.664	1050.603	1038.916	1021.658	1062.831	1019.749	1016.567	1032.541	1012.607	995.379	983.557	1004.646	1004.646
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	-0.37	0.12	0.30	0.27	-0.50	-0.43	-0.34	-0.37	-0.28	-0.04	0.22	0.08	0.25	0.42	0.12	0.34	0.12	-0.08	0.00	0.00
Prestiti in euro	-1.21	-0.33	0.57	1.02	-0.85	-0.47	-0.33	-0.34	-0.25	-0.04	0.26	-0.26	0.36	0.64	0.48	0.04	-0.29	0.29	0.07	0.07
Prestiti in valuta	81.51	33.53	-14.35	-37.43	28.49	1.59	-0.95	-2.33	-1.91	-0.04	-3.13	22.67	-5.58	-11.82	-22.99	24.48	26.22	-18.37	-4.30	-4.30
Prestiti a breve	-7.16	-5.96	-6.00	-4.45	-6.89	-4.60	-2.90	-3.30	-4.40	-3.10	-4.90	-4.10	-1.60	-2.20	-1.50	-1.60	-2.00	-1.50	-1.40	-1.40
Prestiti a m / l	0.85	1.19	1.40	1.06	0.61	0.28	0.09	0.12	0.40	0.46	1.07	0.78	0.55	0.85	0.38	0.65	0.46	0.15	0.23	0.23
Depositi totali	3.51	2.72	2.85	2.56	3.14	3.03	3.17	2.97	2.79	2.56	2.92	3.50	2.54	2.29	3.13	3.21	2.62	2.86	2.62	2.62
Depositi in c / c	11.10	9.94	9.07	8.02	9.87	9.64	10.10	9.78	9.44	9.05	9.49	10.27	8.89	8.57	9.65	9.66	8.83	9.08	8.83	8.83
Depositi a risparmio	-0.34	-0.46	-0.25	-0.23	-0.52	-0.58	-1.13	-1.16	-0.90	-0.87	-0.76	-0.63	-0.70	-0.56	-0.44	-0.42	-0.28	-0.21	-0.34	-0.34
Certif. deposito	-1.35	-2.02	-1.20	-1.17	-1.36	-1.58	-1.39	-1.36	-1.66	-2.02	-1.70	-1.02	-2.15	-2.40	-1.56	-1.59	-2.24	-2.17	-2.33	-2.33

SCENARIO C	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	
<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 COMIT (livello)	993	1003	965	1013	995	1124	1101	1110	1117	1111	1117	1111	1106	1116	1123	1111	1109	1114	1118	1118
Produzione Industriale (Var. % a/a)	0.0	3.5	2.0	1.2	2.9	2.8	1.2	2.0	2.4	1.6	2.5	1.9	2.4	1.3	2.1	2.2	1.0	2.0	1.0	1.0
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	0.1	0.5	0.7	1.0	0.9	0.8	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0	0.8	0.6	0.8	0.8
<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	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39
T. Interb. 1m lett.	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39
T. Interb. 3m lett.	-0.30	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35
T. Interb. 6m lett.	-0.19	-0.20	-0.21	-0.21	-0.22	-0.22	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23
T. Depositi medio	0.43	0.43	0.42	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.43	0.43	0.43	0.43	0.44	0.44	0.44
T. Prestiti medio	2.99	2.99	2.97	2.93	2.90	2.90	2.89	2.89	2.89	2.89	2.90	2.91	2.92	2.92	2.93	2.93	2.94	2.95	2.95	2.95
T.prest. medio - T.dep. medio	2.56	2.56	2.55	2.52	2.49	2.48	2.48	2.48	2.48	2.48	2.49	2.49	2.49	2.50	2.50	2.50	2.51	2.51	2.51	2.51
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(*)</sup>	-0.27	-0.30	-0.31	-0.33	-0.28	-0.35	-0.33	-0.29	-0.26	-0.28	-0.24	-0.18	-0.22	-0.19	-0.16	-0.21	-0.17	-0.21	-0.18	-0.18
T. BOT comp. lordo 6m	-0.19	-0.24	-0.26	-0.30	-0.20	-0.32	-0.29	-0.22	-0.17	-0.21	-0.13	-0.04	-0.09	-0.05	-0.01	-0.08	-0.02	-0.08	-0.03	-0.03
T. BOT comp. lordo 12m	-0.18	-0.19	-0.18	-0.24	-0.22	-0.20	-0.25	-0.19	-0.13	-0.17	-0.09	0.00	-0.05	-0.01	0.03	-0.04	0.03	-0.03	0.02	0.02
Rendistat lordo	0.73	0.66	0.73	0.86	1.26	1.17	1.21	1.28	1.36	1.33	1.41	1.51	1.49	1.52	1.54	1.48	1.53	1.48	1.53	1.53
Rendistat netto	0.64	0.58	0.63	0.75	1.10	1.02	1.06	1.12	1.19	1.16	1.23	1.32	1.30	1.33	1.35	1.30	1.34	1.30	1.34	1.34
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	0.03	0.01	0.02	0.26	0.46	0.10	0.34	0.40	0.49	0.46	0.56	0.67	0.62	0.64	0.68	0.62	0.66	0.62	0.62	0.67
Rend. BTP a 5 anni	0.32	0.31	0.34	0.65	0.91	0.66	1.02	1.07	1.14	1.11	1.21	1.31	1.27	1.29	1.33	1.28	1.32	1.28	1.33	1.33
Rend. BTP a 7 anni	0.73	0.74	0.77	1.11	1.46	1.28	1.68	1.73	1.80	1.78	1.87	1.97	1.93	1.95	1.99	1.93	1.97	1.93	1.98	1.98
Rend. BTP a 10 anni	1.22	1.20	1.25	1.68	2.01	1.85	2.30	2.36	2.44	2.43	2.52	2.62	2.59	2.61	2.65	2.60	2.64	2.60	2.65	2.65
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2318.891	2321.512	2334.851	2328.139	2324.513	2325.182	2339.761	2349.456	2350.707	2345.860	2335.63	2347.03	2328.17	2335.91	2341.39	2340.71	2331.49	2327.04	2343.74	2343.74
Prestiti in euro	2275.947	2280.537	2299.033	2299.556	2288.565	2278.860	2302.044	2314.513	2308.458	2302.272	2308.728	2304.15	2287.327	2299.24	2313.06	2304.85	2285.82	2288.43	2307.80	2307.80
Prestiti in valuta	42.944	40.975	35.818	28.583	35.948	46.322	37.718	34.943	42.250	43.588	26.901	42.878	40.839	36.668	28.332	35.865	45.668	38.611	35.940	35.940
Prestiti a breve	327.998	324.739	324.550	321.844	321.751	323.450	326.580	324.873	320.537	318.915	316.171	323.789	323.684	318.500	320.286	317.338	316.281	319.568	322.987	322.987
Prestiti a m/l	1990.893	1996.773	2010.301	2006.295	2002.762	2001.733	2013.181	2024.582	2030.171	2026.945	2019.458	2023.238	2004.483	2017.406	2021.102	2023.373	2015.205	2007.474	2020.751	2020.751
Depositi totali	2264.693	2255.092	2266.462	2261.369	2250.420	2268.435	2296.155	2323.494	2324.624	2336.130	2312.455	2363.190	2329.010	2314.626	2344.882	2342.326	2315.457	2340.344	2364.810	2364.810
Depositi in c/c	922.609	913.648	918.487	934.284	934.987	962.887	964.363	957.518	969.615	993.809	987.673	996.294	1007.556	995.125	1010.363	1027.966	1020.593	1053.543	1052.699	1052.699
Depositi a risparmio	299.938	299.898	299.056	298.068	297.288	299.409	300.883	301.507	301.659	300.755	299.824	298.981	298.383	298.915	298.349	297.364	297.075	299.370	300.462	300.462
Certif. deposito	1042.146	1041.546	1048.919	1029.017	1018.145	1006.140	1030.909	1064.469	1053.350	1041.567	1024.959	1067.915	1023.071	1020.587	1036.169	1016.996	997.790	987.432	1011.649	1011.649
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	-0.37	0.12	0.30	0.27	-0.50	-0.36	-0.24	-0.25	-0.14	0.12	0.37	0.22	0.40	0.62	0.28	0.54	0.30	0.08	0.17	0.17
Prestiti in euro	-1.21	-0.33	0.57	1.02	-0.85	-0.41	-0.24	-0.23	-0.13	0.11	0.40	-0.13	0.50	0.82	0.61	0.23	-0.12	0.42	0.25	0.25
Prestiti in valuta	81.51	33.53	-14.35	-37.43	28.49	2.16	-0.24	-1.56	-0.68	0.65	-2.14	23.47	-4.90	-10.51	-20.90	25.48	27.04	-16.65	-4.71	-4.71
Prestiti a breve	-7.16	-5.96	-6.00	-4.45	-6.89	-4.24	-2.56	-3.02	-4.05	-2.64	-4.64	-3.67	-1.32	-1.92	-1.31	-1.40	-1.70	-1.20	-1.10	-1.10
Prestiti a m/l	0.85	1.19	1.40	1.06	0.61	0.30	0.15	0.21	0.51	0.57	1.20	0.87	0.68	1.03	0.54	0.85	0.62	0.29	0.38	0.38
Depositi totali	3.51	2.72	2.85	2.56	3.14	3.13	3.36	3.18	3.05	2.80	3.23	3.89	2.84	2.64	3.46	3.58	2.89	3.17	2.99	2.99
Depositi in c/c	11.10	9.94	9.07	8.02	9.87	9.79	10.28	10.07	9.74	9.31	9.84	10.64	9.21	8.92	10.00	10.03	9.16	9.42	9.16	9.16
Depositi a risparmio	-0.34	-0.46	-0.25	-0.23	-0.52	-0.53	-1.03	-1.03	-0.74	-0.72	-0.59	-0.48	-0.52	-0.33	-0.24	-0.24	-0.07	-0.01	-0.14	-0.14
Certif. deposito	-1.35	-2.02	-1.20	-1.17	-1.36	-1.51	-1.16	-1.19	-1.40	-1.77	-1.38	-0.55	-1.83	-2.01	-1.22	-1.17	-2.00	-1.86	-1.87	-1.87

**Marzo 2017<sup>4</sup>**

## La Fed si prepara al prossimo rialzo, mentre in Area Euro gli appuntamenti con le urne sono ormai alle porte

Lucia Trevisan<sup>a</sup> e Francesca Volo<sup>a,b</sup>

### IL QUADRO GENERALE

**L'economia a livello globale si sta rafforzando, non solo negli USA.** La ripresa va consolidandosi nell'Eurozona e, anche se più timidamente anche in Giappone. **La liquidità presente nel sistema è ancora molto abbondante, ma sta maturando la sensazione che non lo sarà ancora molto a lungo. L'aspettativa di rendimenti in aumento tende a spostare i capitali dal mercato obbligazionario a quello azionario.**

Negli USA, gli effetti di una politica fiscale espansiva sono in parte già scontati dai mercati, almeno in termini qualitativi. Durante il mese di febbraio, **la borsa americana ha conseguito ancora nuovi massimi e le quotazioni incorporano multipli di dividendi che vanno forse ben oltre i fondamentali delle aziende. Una certa prudenza, pertanto, è d'obbligo perché tutti gli operatori sono posizionati dalla stessa parte.** Vi è il rischio di una bolla pronta a sgonfiarsi non appena giungano informazioni che possano disattendere queste aspettative.

In termini quantitativi, dall'audizione di Trump al Congresso di fine febbraio non sono arrivati i dettagli che i mercati finanziari speravano. **Il Presidente non ha specificato come finanziaria il piano espansivo** d'investimenti in infrastrutture, i tagli delle imposte per la classe media e il forte aumento della spesa nel settore della difesa per trasformare gli Stati Uniti nella prima potenza militare. Ha ribadito che intende partire dalla spesa sanitaria con l'abolizione o la revisione dell'*Obamacare* e reperire risorse dalla riduzione dei fondi per gli aiuti umanitari e per la protezione dell'ambiente, ma non ha definito tempi e modi di attuazione. **Pertanto, ad oggi, è difficile valutare la risultante tra gli interventi espansivi e quelli restrittivi ed una errata tempistica tra le due tipologie potrebbe mettere a rischio l'esuberanza dei mercati finanziari.** Va, inoltre, sottolineato che **il tetto del debito dovrà essere presto rivisto al rialzo**, indipendentemente da come verrà articolata la politica fiscale.

Nonostante il tentativo dell'amministrazione Trump a gennaio di indebolire il dollaro con dichiarazioni di eccessiva forza della valuta americana, i dati macroeconomici positivi e la divergenza delle politiche monetarie tra le tre macroaree, per gli USA restrittiva, per il Giappone e l'Area Euro ancora espansive, hanno prevalso: il dollaro ha ripreso forza riportandosi intorno a 1.05 contro l'euro. Tale tendenza dovrebbe essere mantenuta almeno anche in marzo, dal momento che **il linguaggio di comunicazione della Fed durante febbraio è sembrato aver l'obiettivo di preparare i mercati ad un eventuale rialzo dei tassi ufficiali già dalla prossima riunione del 14-15 marzo.** Nelle interviste ai componenti del *Board*, infatti, sono stati numerosi i riferimenti al rischio di restare indietro se non si interviene presto. Il Presidente Yellen all'audizione al Senato ha dichiarato che *"il rialzo dei tassi sarà considerato nei prossimi meeting; non sarebbe saggio aspettare troppo"*. Per Harker (Fed di Philadelphia) un aumento *"non è da escludersi"* già nella riunione di 14-15 marzo; per Lockhart (Fed di Atlanta) l'economia potrebbe spingere la Fed ad aumentare i tassi più velocemente di quanto ci si aspetti ora; Kaplan (Fed di Dallas) ha sottolineato che la Fed dovrebbe alzare i tassi di interesse *"il più presto possibile"* per evitare in seguito di dover spingere sul pedale dell'acceleratore. *"Se ci si muove prima, sarà più probabile che le future rimozioni delle politiche accomodanti possano essere realizzate gradualmente"*; Lacker (Fed di Richmond) ritiene che ormai quasi tutti i fattori macroeconomici attuali raccomandino tassi di interesse più elevati: *"con un tasso di disoccupazione pari o inferiore a livelli corrispondenti ad un massimo di occupazione sostenibile e con l'inflazione molto vicina all'obiettivo del 2% sono garantiti tassi di interesse significativamente più alti"*. Per evitare un aumento imprevisto della pressione inflazionistica Lacker auspica un aumento progressivo dei tassi. *"Diversamente, aggiustamenti rapidi possono essere difficili da calibrare. Un rialzo a marzo permetterebbe più azioni nel 2017"*.

**Pertanto, alla luce di queste dichiarazioni, confermiamo lo scenario di previsione delineato fin da gennaio in cui avvengono due aumenti, di 25 punti base ciascuno, a marzo e a giugno, per controllare le aspettative inflazionistiche (Scenario C). Successivamente, è più probabile che la Fed assuma un atteggiamento attendista per poter quantificare gli effetti del nuovo corso di politica fiscale.**

<sup>a</sup> Università Ca' Foscari Venezia.

<sup>b</sup> GRETA.

<sup>4</sup> **Dati aggiornati al 28/02/2017.**

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.

**In Giappone, il PIL ha chiuso il 2016 con una crescita più robusta, attestatasi a +1.6% a/a nell'ultimo trimestre**, e il mese di febbraio ha regalato nuove informazioni sui dati mensili che delineano **qualche progresso non solo dal lato dell'offerta, ma anche da quello della domanda**. Tuttavia, la forte componente adattiva delle aspettative d'inflazione in questo Paese impedisce ancora di avere progressi significativi sul problema della deflazione.

**L'obiettivo di politica monetaria di rendimenti nulli sui titoli di Stato decennali si è rivelato come una strategia vincente nell'attuale scenario di aumenti a livello internazionale, preservando il Giappone da un effetto restrittivo indesiderato e prematuro.**

Come evidenziato tra le opinioni dei componenti del *Board*, alcuni operatori finanziari speculano sul fatto che la Banca Centrale dovrebbe prendere in considerazione l'eventualità di rialzare questo obiettivo in risposta all'attuale tendenza dei rendimenti sui mercati esteri, tuttavia, poiché è ancora lungo il percorso per raggiungere un'inflazione del 2%, è indispensabile continuare con la politica monetaria ultra espansiva in atto.

**Nonostante l'economia e i prezzi stiano migliorando stabilmente, la Banca Centrale deve essere prudente nel cambiare la propria strategia. Il circolo virtuoso deve consolidarsi.**

**Nell'Area Euro, due sono i temi rilevanti: le elezioni francesi e l'inflazione.**

**La Francia catalizza sempre di più l'attenzione con l'avvicinarsi del 23 aprile (e 7 maggio in caso di ballottaggio):** la campagna elettorale si fa rovente. Gli scandali hanno colpito entrambi i candidati che potrebbero superare il primo turno, Marine Le Pen di estrema destra e il repubblicano Fillon. Quest'ultimo potrebbe essere rimpiazzato da Juppé, come è stato chiesto dal suo stesso partito. Quindi, l'unico in grado di fermare la spinta populista di Le Pen sembra essere il candidato indipendente Emmanuel Macron, a cui il centrista François Bayrou ha proposto un'alleanza.

**Riteniamo che la probabilità di vittoria dell'estrema destra sia bassa, perché in caso di superamento del primo turno, gli altri partiti sapranno coalizzarsi in un fronte comune al ballottaggio, tuttavia le tensioni sui rendimenti continueranno a dominare lo scenario fino alle elezioni. Per ostacolare le eventuali spinte separatiste all'interno dell'unione, Draghi ha difeso l'euro definendolo irreversibile.**

**In Italia**, l'ipotesi di elezioni anticipate si è affievolita e il sistema partitico si sta adattando al modello proporzionale che si è venuto a delineare dopo la decisione della Consulta di fine gennaio. Questo sta portando ad una frammentazione dei partiti con il fiorire di nuove formazioni politiche, per cui, **nonostante l'archiviazione di elezioni a giugno, i mercati finanziari temono una battuta d'arresto delle riforme strutturali di cui il Paese ha bisogno e spinte al rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato rimarranno anche dopo le elezioni francesi**. Tanto più che il tema del debito pubblico verrà alimentato dalla scadenza di 7 miliardi di titoli greci a luglio e dal pesante programma di maxi-aste nell'anno in corso per i titoli italiani.

**L'avvicinarsi dell'inflazione all'obiettivo della BCE potrebbe mettere in difficoltà la Banca Centrale**, attualmente ancora tutta sbilanciata a favore non solo di un proseguimento del Quantitative Easing fino a fine 2017, ma anche di una sua eventuale estensione in termini di quantità e di durata, se fosse necessario.

**Per il momento riteniamo che Draghi non modifichi l'intonazione della politica monetaria**, perché lo scenario è dominato dai rischi politici, l'aumento dell'inflazione viene giudicato transitorio e la crescita ha ancora bisogno del supporto di una abbondante liquidità per essere solida (Scenario C probabilità 70%). Non si esclude un eventuale cambiamento di politica monetaria, ma ad esso assegniamo ancora una bassa probabilità (Scenario A 20%) con almeno la condizione che le elezioni francesi vengano superate con una sconfitta dei populismi.

**Sul fronte del petrolio**, i paesi OPEC e non OPEC finora hanno realizzato l'86% dei tagli di produzione previsti dal patto di Vienna siglato a fine novembre, segno che l'accordo sta funzionando e manterrà stabile il prezzo. **Nel mese di febbraio il greggio non è riuscito a superare la soglia dei 57 dollari al barile e riteniamo che continuerà a restare entro il range dei 55-60 dollari al barile per effetto del bilanciamento delle spinte rialziste dovute ai tagli di produzione e di quelle ribassiste dovute a scorte commerciali nei paesi OCSE ancora molto alte (280 milioni di barili al di sopra della loro media a cinque anni) e la recente ripresa della produzione di petrolio in America con le nuove tecniche di shale oil.**

## GLI ULTIMI DATI

In USA, i dati sul PIL del quarto trimestre del 2016 hanno confermato la crescita complessiva a +1.9% t/t annualizzato emersa con i preliminari. L'aspettativa era in favore di una revisione al rialzo a +2.1% t/t. Quindi, **si consolida la delusione sul ridimensionamento del ciclo economico americano, dopo il brillante +3.5% t/t del terzo trimestre del 2016**. Le nuove informazioni portano, tuttavia, a qualche aggiustamento per le singole componenti. In particolare, **emerge un quadro più forte dal punto di vista dei consumi** (il contributo alla crescita del PIL è stato rivisto a +2,1% t/t da +1,7% t/t del preliminare) e **più debole per gli investimenti** (il contributo è stato rivisto a +0.5% t/t da +0.7% t/t del preliminare), fissi e scorte. La dinamica si è indebolita sia per i residenziali che per i non residenziali: i primi sono aumentati di +1.3% t/t, anziché di +2.4% t/t del preliminare, i secondi sono cresciuti di +9.6% t/t, anziché 10.2% t/t. Si conferma comunque **il peggioramento della crescita rispetto al trimestre precedente a causa del canale estero** che ha sottratto crescita per un -1.7%, **dovuto al doppio effetto penalizzante di una dinamica negativa delle esportazioni** (-4% t/t) **ed una positiva delle importazioni** (+8.5% t/t). Qualche limatura al ribasso è stata registrata anche dalla spesa pubblica, senza però alterare il quadro delineato sopra.

**Archiviato il 2016, i dati mensili prospettano una buona intonazione del ciclo economico statunitense nella prima parte dell'anno in corso.** A parte qualche incertezza su produzione industriale e ordini di beni durevoli, esclusi i trasporti, le nuove indicazioni sono a favore di un proseguimento della crescita economica con una **conferma della forza dei consumi e qualche tensione inflazionistica**.

**In gennaio, continua il trend positivo del mercato del lavoro.** L'occupazione ha registrato un incremento di +227.000 unità, con addirittura +237.000 unità solo nel settore privato, che quindi ha compensato delle fuoriuscite del settore pubblico. Il dato risulta più forte del mese precedente (+157.000) e delle attese (+180.000). Il leggero aggiustamento verso l'alto del tasso di disoccupazione a 4.8% da 4.7% di dicembre, va letto alla luce dell'aumento del tasso di partecipazione a 62.9% da 62.7% che ne ha incrementato il denominatore e quindi rappresenta un maggior ottimismo degli individui più propensi a cercare lavoro. In ogni caso, **il tasso di disoccupazione rimane sempre a livelli molto prossimi al pieno impiego valutato intorno a +4-4.5%.**

**Dal lato dell'offerta,** il ritracciamento a gennaio di -0.3% m/m della produzione industriale e di -0.2% m/m degli ordini di beni durevoli esclusi i trasporti, va attribuito alle condizioni atmosferiche rigide di inizio anno che hanno bloccato l'attività produttiva. Gli altri indicatori sono molto positivi. In particolare, il **forte balzo in febbraio della fiducia delle imprese** misurata dall'NAISM a 57,4 da 50,3 del mese precedente, contro un'aspettativa al rialzo ma non di tale entità (53,5), testimonia che i produttori hanno messo da parte le preoccupazioni di gennaio sul nuovo corso di Trump in termini di politica fiscale e di immigrazione in attesa di una quantificazione degli interventi.

**Dal lato della domanda, la forza dei consumi emerge dalle vendite al dettaglio di gennaio:** sono aumentate di +0.4% m/m, contro un'aspettativa di sostanziale invarianza (+0.1% m/m), e il dato precedente è stato rivisto al rialzo a +1% m/m da +0.6% m/m. Di solito a gennaio le vendite al dettaglio sono deboli dopo le spese natalizie, quindi, a maggior ragione va interpretato positivamente. Inoltre, guardando all'**incremento consistente del Conference Board di febbraio** a 114,8 da 111,6 (contro un atteso calo a 111,2), **l'ottimismo dei consumatori dovrebbe garantire un proseguimento del trend positivo dei consumi.**

**Sul fronte dei prezzi, gli indicatori si avvicinano sempre di più all'obiettivo del 2% dichiarato dalla Fed.** A gennaio, l'indice dei prezzi PCE (Personal Consumption Expenditures) si è portato a +1.9% a/a, con un incremento mensile di +0.4% m/m, e il *core*, che esclude le componenti più volatili di energia e alimentari, ha mantenuto una crescita tendenziale di +1.7% a/a. **Il deflatore del PIL nel quarto trimestre del 2016 ha raggiunto la soglia di +2% a/a. La forza del mercato del lavoro si fa sentire ancora una volta sui salari orari:** pur con un aumento contenuto a gennaio di +0.1% m/m e una revisione al

## USA

*Tasso di disoccupazione vicino al pieno impiego e inflazione sempre più prossima all'obiettivo del 2%*

ribasso del dato precedente a +0.2% m/m da +0.4% m/m, il tasso tendenziale mantiene un livello preoccupante del 2.5% a/a.

**Alla luce della forza del mercato del lavoro e dell'avvicinarsi dell'inflazione all'obiettivo della Fed, le numerose dichiarazioni dei componenti del Board rilasciate a febbraio e messe in evidenza nell'introduzione, trovano giustificazione nel voler adeguare le aspettative ad un rialzo dei tassi più ravvicinato nel tempo di quanto atteso dai mercati finanziari nei mesi precedenti. Pertanto, confermiamo il nostro scenario di gennaio, in cui la Fed aumenta i tassi ufficiali a marzo e a giugno di 25 punti base per ciascun intervento.**

**In Giappone, i dati del quarto trimestre del 2016 evidenziano un recupero dell'economia: il PIL è aumentato di +0.2% t/t, portando la crescita tendenziale a +1.6% a/a da +1.1% a/a del trimestre precedente (quest'ultimo rivisto da +1% a/a). È ancora una volta il canale estero a trainare la ripresa, con un contributo di +0.2% t/t alla crescita del PIL, grazie ad una dinamica delle esportazioni di +2.6% t/t più brillante di quella delle importazioni (+1.3% t/t), mentre i consumi rimangono fermi (0% t/t) e assieme alla spesa pubblica non contribuiscono alla crescita. Sul fronte interno solo gli investimenti aumentano (+0.3% t/t) dopo il calo del trimestre precedente.**

**Per quanto riguarda l'anno in corso, i nuovi dati mensili lasciano intravedere qualche luce, anche se non mancano le ombre.** Da un lato, la produzione industriale di gennaio ha registrato un pesante calo di -0.8% m/m a fronte di un'aspettativa ben più ottimista di +0.4% m/m, ma, dall'altro, il dato precedente è stato rivisto al rialzo a +0.7% m/m da +0.5% m/m e gli ordini di macchinari hanno registrato un forte aumento di +6.7% m/m. Pur essendo, questi ultimi, relativi al mese di dicembre, danno una visione prospettica positiva dell'evoluzione della produzione industriale nel prossimo futuro. Inoltre, l'indice di fiducia dei produttori ISM di febbraio ha corretto nuovamente verso l'alto a 53.5 da 52.7 di gennaio.

**Dal lato della domanda, qualche segnale positivo proviene dalle vendite al dettaglio, che nel primo mese dell'anno hanno segnato un +0.5% m/m dopo il crollo di dicembre di -1.6% m/m, e da una sostanziale tenuta della fiducia de consumatori** che ha aggiustato leggermente al rialzo a 43.2 da 43.1.

**Impercettibile il miglioramento degli indicatori di prezzo che manifestano ancora il problema della deflazione:** la variazione tendenziale del CPI core a dicembre resta negativa (-0.2% a/a) anche se in miglioramento dal mese precedente (-0.3% m/m).

**In conclusione, mentre dall'analisi d'inizio febbraio, la ripresa era solo dal lato dell'offerta, ora c'è qualche indizio di recupero anche dal lato della domanda, ma la strada per conseguire l'obiettivo del 2% di inflazione è ancora molto lunga,** perché in Giappone la componente adattiva gioca un ruolo rilevante nella formazione delle aspettative. Per questo, dalla pubblicazione delle opinioni dei componenti del Board espresse all'ultima riunione della Banca Centrale, emerge la convinzione che si debba **perseguire con l'attuale politica monetaria ultra espansiva se non si vuole interrompere il circolo virtuoso appena avviato.**

**Per l'Area Euro, i dati trimestrali confermano la ripresa in atto,** anche se il dato preliminare relativo alla crescita del PIL complessiva del quarto trimestre del 2016 ha subito una leggera revisione al ribasso a +0.4% t/t da +0.5% t/t, che, in termini tendenziali, si è tradotta in una limatura a +1.7% a/a dal precedente preliminare di +1.8% a/a. Per il momento, non sono disponibili informazioni sulle singole componenti del PIL, ma si può confermare ancora una volta l'effetto positivo della politica monetaria molto espansiva della BCE.

**I dati mensili** sono prevalentemente relativi a dicembre del 2016, per cui meno rilevanti perché non aggiungono informazioni alle rilevazioni trimestrali sopra menzionate. In ogni caso, **dimostrano una crescita economica moderata che va via via consolidandosi, pur con qualche incertezza sia dal lato dell'offerta che della domanda.**

## GIAPPONE

*Timidi segnali di recupero anche dal lato della domanda*

## AREA EURO

*La disoccupazione scende, l'inflazione sale*

A dicembre, infatti, la produzione industriale è scesa di -1.6% m/m vanificando il buon dato di novembre (+1.5% m/m), anche se era nelle attese dei mercati finanziari, e le costruzioni sono diminuite di -0.2% m/m, ma va sottolineato che il dato di novembre di quest'ultime è stato rivisto al rialzo in modo sostanzioso a +0.9% m/m da +0.4% m/m. Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio, dopo il -0.6% m/m di novembre hanno confermato la tendenza negativa nell'ultimo mese del 2016 con un calo di -0.3% m/m, tuttavia, dall'altro lato, nel **mercato del lavoro, sempre a dicembre, è proseguito il trend in discesa del tasso di disoccupazione**, che ha conseguito un'ulteriore limatura verso il basso (a 9.6% da 9.7% del mese precedente), **raggiungendo il livello minimo degli ultimi 8 anni.**

**Sono soprattutto gli indici di fiducia relativi a febbraio, quindi rilevanti per il trimestre corrente ancora non noto, a dimostrare ottimismo perché sono tutti al rialzo come era stato per gennaio:** il PMI manifatturiero ha raggiunto quota 55.4 da 55.2 del mese precedente, battendo le aspettative di un ridimensionamento. Quello dei servizi si è dimostrato ancora più brillante con un balzo a 55.6 da 53.7. Si tratta del livello più elevato degli ultimi 70 mesi. L'**ESI** (Economic Sentiment Indicator), che esprime la fiducia sia dei produttori sia dei consumatori, ha aggiustato ulteriormente verso l'alto a 108 da 107.9, raggiungendo i **livelli massimi da aprile 2011**, con un leggero miglioramento anche per la componente dei consumatori.

**D'altro canto, gli occhi sono puntati sull'inflazione.** In gennaio la variazione tendenziale dell'**indice globale dei prezzi al consumo ha registrato un balzo a +1.8% a/a** da +1.1% a/a di dicembre, mentre l'indice *core* ha consolidato il +0.9% del mese precedente. Questo ci dice che l'incremento è dovuto essenzialmente al prezzo del petrolio, che a novembre è aumentato di circa 10 dollari al barile. Va, comunque, tenuto conto che il greggio dopo questo aggiustamento si è stabilizzato intorno a 55 dollari al barile.

**In conclusione, un'economia che va consolidando la sua ripresa, il calo della disoccupazione e l'avvicinarsi dell'inflazione all'obiettivo della BCE, potrebbero mettere in difficoltà la BCE, attualmente ancora tutta sbilanciata a favore non solo di un proseguimento del Quantitative Easing fino a fine 2017, ma anche di una sua eventuale estensione in termini di quantità e di durata, se fosse necessario.**

**Per il momento riteniamo che Draghi non modifichi l'intonazione della politica monetaria**, perché lo scenario è dominato dai rischi politici, l'aumento dell'inflazione viene giudicato transitorio e la crescita ha ancora bisogno del supporto di una abbondante liquidità per essere solida (Scenario C probabilità 70%).

**In Germania, il ciclo economico si è rafforzato: il PIL del quarto trimestre del 2016 ha registrato un brillante +0.4% t/t, consentendo alla crescita tendenziale di raggiungere il +1.8% a/a. Sono state le componenti interne a supportare il buon risultato**, in particolare gli investimenti fissi che hanno contribuito per un +0.5% t/t alla crescita del PIL: dopo la contrazione del terzo trimestre, hanno chiuso l'anno con una dinamica più che positiva di +0.8% t/t. I consumi, le scorte e la spesa pubblica hanno contribuito per +0.2% t/t ciascuno. Dall'altro lato, invece, **il canale estero ha sottratto crescita** per il secondo trimestre consecutivo, con un -0.4% t/t, a causa di un importante aumento delle importazioni (+3.1% t/t) a fronte di una dinamica più contenuta delle esportazioni (+1.8%).

Germania

**I nuovi dati mensili a disposizione testimoniano la buona intonazione del ciclo economico tedesco nella prima parte dell'anno in corso.** Quelli relativi a dicembre risultano deboli, come la produzione industriale, diminuita di -3% m/m, incluso il settore edilizio con un calo delle costruzioni di -1.7% m/m, e le vendite al dettaglio, rimaste invariate anche se riviste da -0.9% del dato preliminare, ma rientrano nelle rilevazioni trimestrali già evidenziate sopra. Mentre **gli ordini all'industria**, che vanno letti in termini prospettici di evoluzione della produzione futura, **hanno registrato un forte incremento** di +5.2% m/m contro un'aspettativa molto più contenuta di +0.8% m/m. **I dati relativi a febbraio degli indici di fiducia dei produttori confermano la fase di espansione dell'attività tedesca:** il PMI manifatturiero ha raggiunto il livello di 57 punti da 56.4 di gennaio e quello sui servizi è aumentato a 54.4 punti dal precedente 53.4.

**Importanti sono i dati sull'inflazione perché si avvicinano sempre più all'obiettivo della BCE del 2%, almeno in termini globali:** l'indice CPI dei prezzi al consumo ha registrato a

gennaio +1.9% a/a da +1.7% a/a del mese precedente, pur con una variazione negativa a livello mensile di -0.8% m/m. **Per il momento il core**, che esclude le componenti più volatili dell'energia e alimentari, **ha limitato la sua dinamica a +1.1% m/m** da +1.4% m/m di dicembre, **ma ovviamente resta l'osservato speciale** perché se nei prossimi mesi si consolidasse questa tendenza al rialzo, sarebbe difficile per la BCE mantenere invariata la propria politica monetaria ultra espansiva.

**Le elezioni tedesche si terranno il 24 settembre** e probabilmente sarà una sfida tra l'attuale Cancelliera Merkel, al suo quarto mandato (è in carica dal 2005), appoggiata dal partito di centro destra CDU, e Martin Schulz del partito socialdemocratico. Tuttavia, non va sottovalutata la forza del partito di destra radicale AfD che, con il suo programma di euroscetticismo, anti-immigrazione e anti-Islam, ha ottenuto più consensi del CDU della Merkel alle ultime elezioni statali nel Länder del Meclemburgo-Pomerania Anteriore tenutesi a settembre del 2016. L'AfD è si è formato nel 2013 e ha trovato in Frauke Petry, la sua leader.

**In Francia, la revisione dei dati del quarto trimestre del 2016 ha rafforzato i segnali positivi di una ripresa economica giunti da quelli preliminari. Pur confermando l'aumento** congiunturale di +0.4% t/t, il PIL francese ha registrato un tasso tendenziale di +1.2% a/a dal preliminare +1.1% a/a. La dinamica è risultata più che soddisfacente per i consumi, confermata a +0.6% t/t, consentendo a questa componente di contribuire per un +0.3% alla crescita del PIL. Invece risulta più ridimensionata quella degli investimenti fissi a +0.4% t/t da +0.8% t/t del dato preliminare, a favore di un minor decumulo di scorte che hanno sottratto un -0.1% t/t alla crescita, anziché -0.3% t/t. Il canale estero non ha contribuito significativamente (+0.1% t/t) per un aumento delle importazioni di pari passo con quello delle esportazioni (+1% t/t e +1.3% t/t, rispettivamente).

Francia

**I nuovi dati mensili disponibili che si riferiscono a dicembre sono piuttosto deboli dal lato dell'offerta**, con una contrazione della produzione industriale e delle costruzioni di -0.9% m/m per entrambe. **Più forte, invece, risulta il lato della domanda** con un aumento delle vendite al dettaglio di +0.8% m/m. Tuttavia, queste informazioni sono poco rilevanti perché già incorporate nelle indicazioni delle rilevazioni trimestrali commentate prima.

**Gli indici di fiducia relativi a febbraio, quindi rilevanti perché danno informazioni sul primo trimestre dell'anno in corso ancora non noto, dimostrano una buona intonazione del ciclo economico francese. La fiducia delle imprese viene confermata soprattutto nel settore dei servizi:** il PMI ad esso relativo è aumentato a 56.7 da 54.1 di gennaio, mentre l'indice per il settore manifatturiero ha evidenziato qualche incertezza, scendendo a 52.3 da 53.6 del mese precedente. Si mantiene, in ogni caso, al di sopra della soglia dei 50 punti che delimita la fase di espansione dell'attività produttiva da quella di contrazione. L'indice di fiducia dei consumatori sempre relativo a febbraio è rimasto stabile a 100 punti.

**Sul fronte dell'inflazione, dopo la forte correzione al rialzo a gennaio dei prezzi al consumo in termini tendenziali** (+1.6% a/a da 0.8% a/a di dicembre 2016), a febbraio la dinamica si è ridimensionata a +1.4% a/a, contro un'aspettativa di un ulteriore rialzo a +1.7% a/a. L'indice *core* disponibile solo per gennaio, si è portato a +0.7% a/a da 0.4% a/a di dicembre. Pertanto, pur registrando tassi di crescita tendenziali più ridimensionati rispetto alla Germania, anche in questo caso i dati sull'inflazione saranno da monitorare attentamente nei prossimi mesi.

**Lo scenario resta, comunque, dominato dalla componente politica in vista delle elezioni presidenziali del 23 aprile.** Con la forza del partito estremista di Le Pen, la Francia rappresenta uno dei focolai più pericolosi di anti-europeismo a cui i mercati finanziari e la BCE guardano con preoccupazione.

**In Italia, il dato preliminare del PIL relativo al quarto trimestre del 2016, ha registrato un incremento di +0.2% t/t, confermando la crescita tendenziale a +1.1% a/a** del trimestre precedente (quest'ultimo rivisto da +1%). **A piccoli passi anche l'Italia sta trovando il suo sentiero di ripresa, pur rimanendo a distanza rispetto agli altri Paesi rilevanti dell'Area Euro, come Germania e Francia.** Non sono per il momento disponibili informazioni sull'andamento delle singole componenti.

Italia

**I dati mensili indicano una confortante ripresa economica, però più dal lato dell'offerta che della domanda. Questo presuppone che il sostegno alla crescita dovrà giungere più dal canale estero che dalla domanda interna.** A tale proposito il buon andamento delle esportazioni extra-UE di gennaio fa ben sperare per il trimestre in corso: sono infatti aumentate di +2.8% m/m a fronte di importazioni più deboli (+1.7% m/m).

**Dal lato dell'offerta,** anche a dicembre l'attività produttiva **ha registrato tutti segnali positivi:** la produzione industriale è cresciuta di +1.4% m/m, dopo il +0.8% m/m di novembre (rivisto al rialzo da +0.7% m/m), portando il tasso tendenziale a +6% a/a da +3.3% a/a del mese precedente. Le aspettative erano pessimiste a favore di una contrazione (-0.1% m/m). Buona la dinamica anche del settore delle costruzioni di +1% m/m. Con un +2.8% m/m, gli ordini all'industria hanno fatto meglio rispetto a novembre, già forte (+1.7% m/m).

**Le notizie positive si rafforzano per gli indicatori disponibili relativi al mese di febbraio. Gli indici di fiducia delle imprese hanno registrato significativi incrementi,** soprattutto nel settore manifatturiero dove l'indicatore si è portato a quota 106.3 dal precedente 105, contro aspettative in calo a 104.7. Quello dei servizi si è aggiustato solo leggermente verso l'alto a 105.5 da 105.4, ma pur sempre in aumento. **Dal lato della domanda, invece, i consumi stentano a riprendersi:** le vendite al dettaglio in dicembre sono diminuite di -0.5% m/m dopo il calo rilevante di novembre (-0.7% m/m) e la fiducia dei consumatori di febbraio ha corretto nuovamente verso il basso a 106.6 da quota 108.6 del mese precedente. Evidentemente le incertezze politiche e l'incremento dei rendimenti sui titoli di Stato che portano ad una maggiore spesa sul debito pubblico italiano pesano sui consumatori.

**Sul fronte dei prezzi, anche l'Italia, nonostante la sua ripresa più incerta, ha evidenziato la correzione sull'inflazione registrata dagli altri Paesi dell'Area Euro: in febbraio il CPI ha registrato un +1.6% a/a da +1% a/a di gennaio.** L'indice *core* rimane ancora lontano dall'obiettivo del 2% della BCE, ma comunque in crescita a +0.7% a/a da +0.5% del mese precedente.

**Per quanto riguarda l'eventuale procedura di infrazione da parte della Commissione Europea per riportare il rapporto deficit/PIL al 2.2%, è stata scelta la linea morbida consentendo all'Italia più tempo (fino ad aprile) per la manovra correttiva da 3.4 miliardi di euro.**

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

## GLI SCENARI

### A (20%)

**USA:** I rischi inflazionistici derivanti dal mercato del lavoro con salari orari al di sopra del 3% tendenziale, un'inflazione sempre più vicina all'obiettivo del 2%, una politica fiscale fortemente espansiva e un conseguente brillante passo di crescita dell'economia intorno al 2.5/3%, **impongono alla Fed un percorso di politica monetaria più restrittivo.** Nel 2017 la Fed conferma l'atteggiamento da 'falco' annunciato alla riunione di dicembre 2016 con **tre rialzi, ciascuno di 25 punti base, a marzo, giugno e settembre.** L'economia vicina al pieno impiego, stimolata da interventi espansivi sul fronte fiscale, deve essere inequivocabilmente frenata dalla politica monetaria per mantenere il controllo delle aspettative inflazionistiche.

**Area Euro:** Il raggiungimento dell'obiettivo del 2% di inflazione prima del previsto induce la BCE a usare toni più cauti sul mantenimento del QE fino a fine 2017. L'economia continua stabilmente su di un passo di crescita positivo. L'effetto di trasmissione dagli Stati Uniti, che sarà più incisivo rispetto allo scenario C per la politica della Fed più restrittiva, e le tensioni politiche per la tornata elettorale, soprattutto in Francia, spingono verso l'alto i rendimenti dei titoli di Stato dell'intera area, ma **non prevalgono spinte estremiste di uscita dall'euro.** In Italia, pur con il proseguimento dell'attuale legislatura, lo spettro di elezioni anticipate e, quindi, la battuta di arresto del processo di riforme strutturali penalizzano a maggior ragione il rendimento sui BTP: il decennale può superare il 2.5%, con uno spread verso il Bund sopra 200 punti base.

### B (10%)

**USA:** La politica fiscale ottiene minori effetti espansivi di quanto atteso. L'economia continua ad un passo di crescita debole intorno a 1.5% per **l'impatto del protezionismo di Trump,** delle conseguenti ritorsioni da parte degli altri Paesi e degli effetti restrittivi indiretti di rendimenti elevati, che incorporano il maggiore rischio sul debito pubblico americano utilizzato per finanziare le agevolazioni fiscali. A fronte di questo quadro di debolezza economica, **la Fed attende giugno per attuare un solo rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base** in un'ottica di semplice normalizzazione.

**Area Euro:** In Italia, le elezioni anticipate con la legge elettorale vigente, generano instabilità politica con un risultato elettorale tripolare. **Prevalgono spinte estremiste di uscita dall'euro, così come in Francia. I rendimenti dell'intera area ne risentono pesantemente perché viene messa in discussione la sopravvivenza dell'euro.** Nonostante la politica monetaria espansiva della BCE e una maggiore flessibilità concessa alla politica fiscale dei Paesi periferici per mitigare le spinte populiste, **l'economia rimane debole con crescita sotto l'1.5%:** il rendimento del BTP decennale può raggiungere il 2.7-2.8%, con uno spread verso il Bund intorno a 200 punti base.

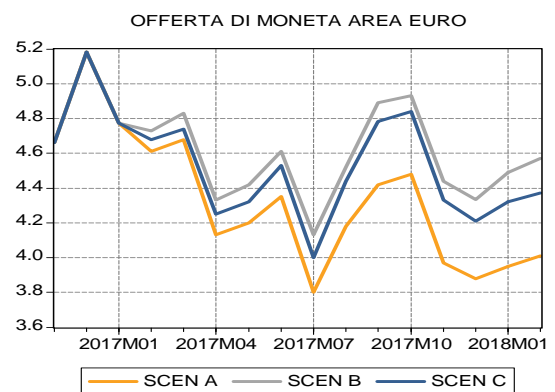
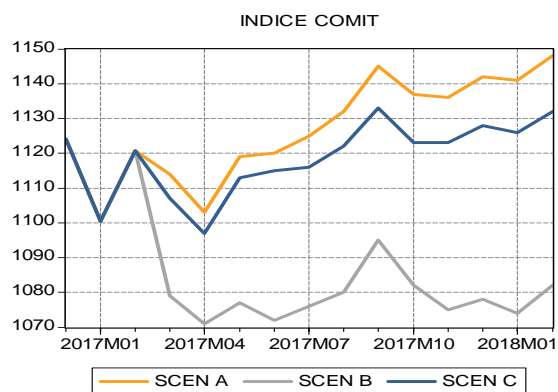
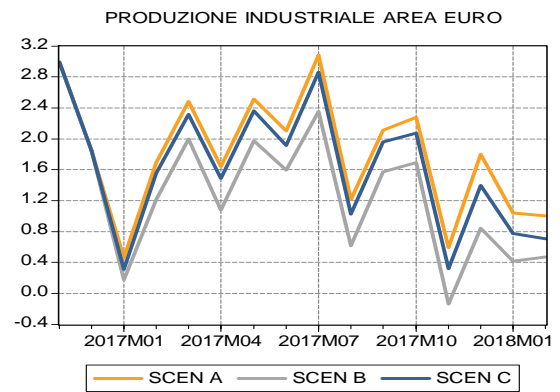
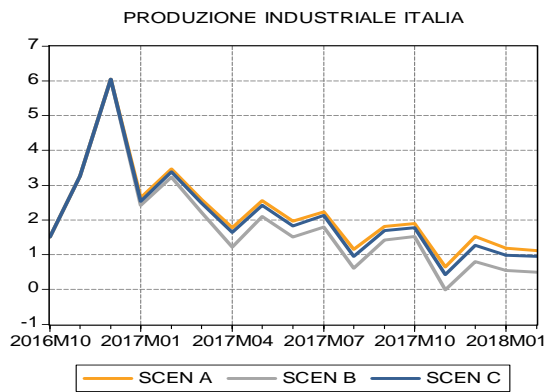
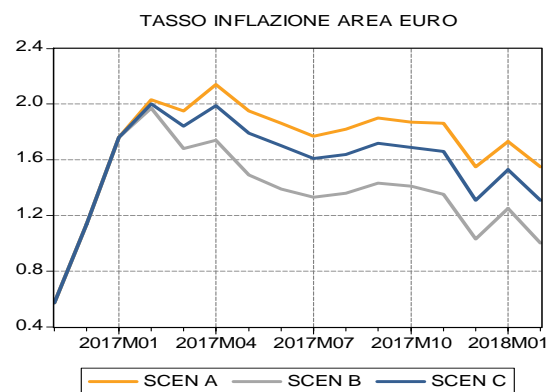
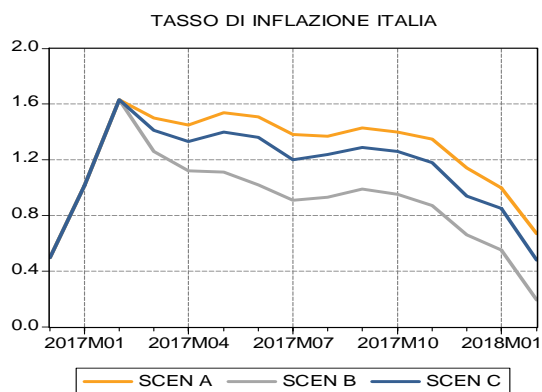
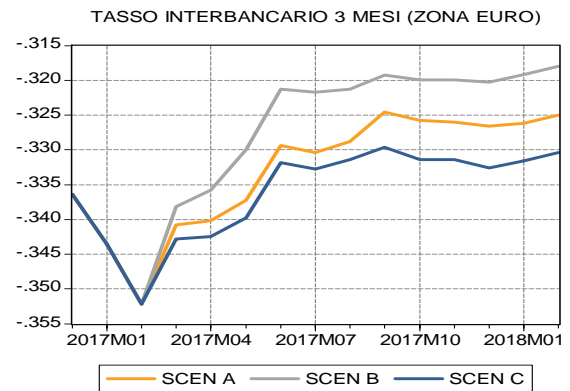
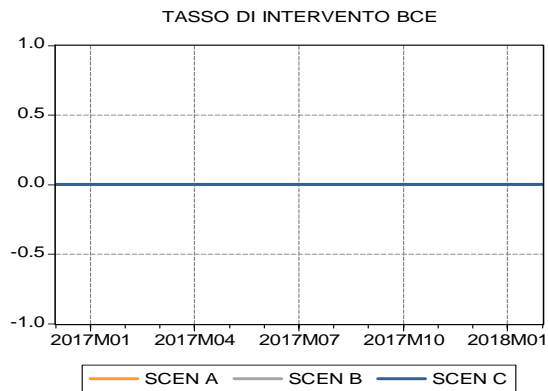
### C (70%)

**USA:** Una politica fiscale espansiva genera tensioni inflazionistiche da salari. **Pur con un passo di crescita dell'economia intorno al 2%, la Fed** segue un percorso di politica monetaria restrittivo, ma meno incisivo rispetto allo scenario A. **Nel 2017 aumenta i tassi di riferimento due volte, a marzo e giugno, di 25 punti base per ciascun intervento,** per controllare le aspettative inflazionistiche future. Successivamente, tenendo conto degli effetti restrittivi indiretti di rendimenti elevati, che incorporano il maggiore rischio sul debito pubblico americano, è attesa una pausa di riflessione per avere conferma sull'effettivo impatto della suddetta politica fiscale.

**Area Euro:** L'economia continua stabilmente su di un passo di crescita moderato intorno all'1.5-2%, grazie alla politica monetaria espansiva della BCE e ad una maggiore flessibilità concessa alla politica fiscale dei Paesi periferici allo scopo di mitigare spinte populiste con la tornata di elezioni del 2017. **In Italia, le elezioni anticipate con la legge elettorale vigente, generano instabilità politica con un risultato elettorale tripolare, ma non prevalgono spinte estremiste di uscita dall'euro, così come in Francia. I rendimenti dell'intera area risentono delle tensioni politiche prelettorali e dell'effetto di trasmissione dagli Stati Uniti:** il rendimento del BTP decennale può raggiungere il 2.5%, con uno spread verso il Bund tra 190 e 200 punti base.

# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

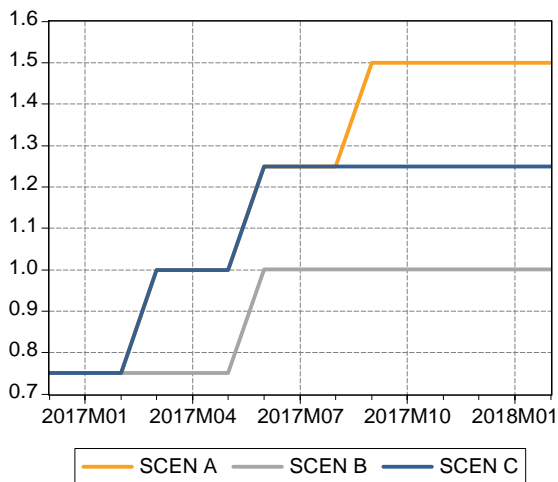
## Dati mensili



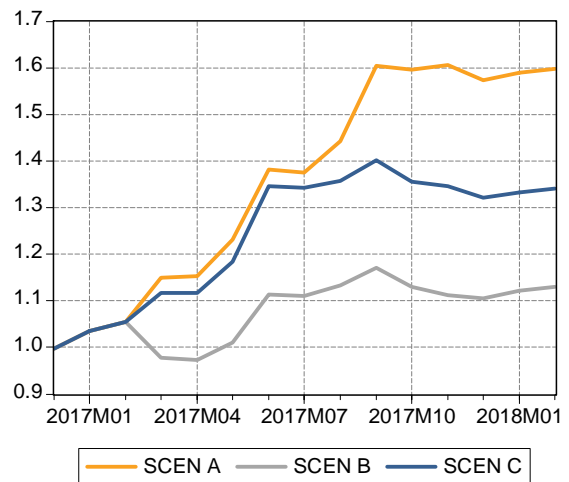
# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili

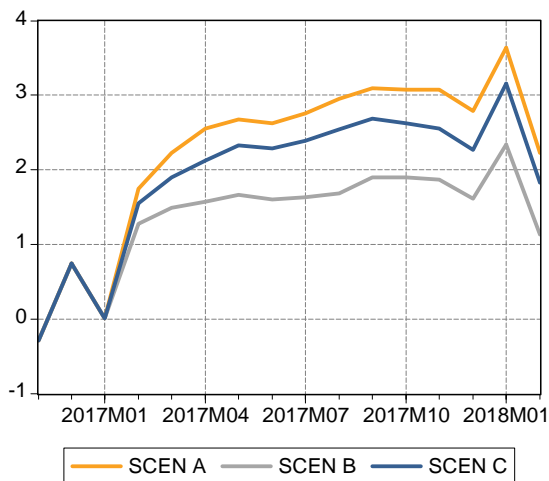
TASSO DI INTERVENTO FED



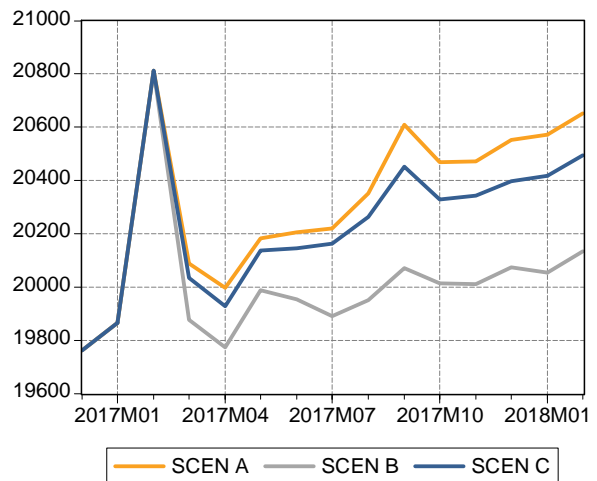
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



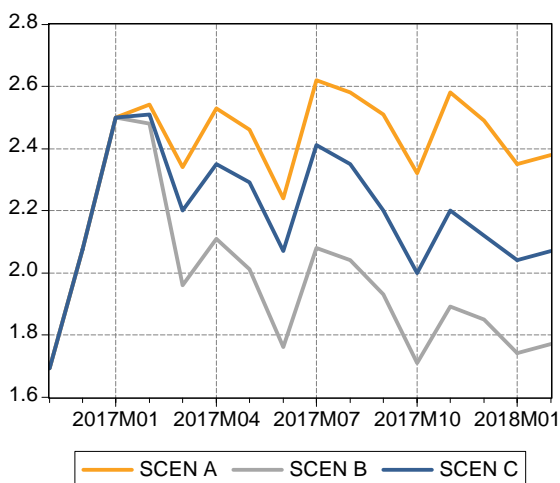
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



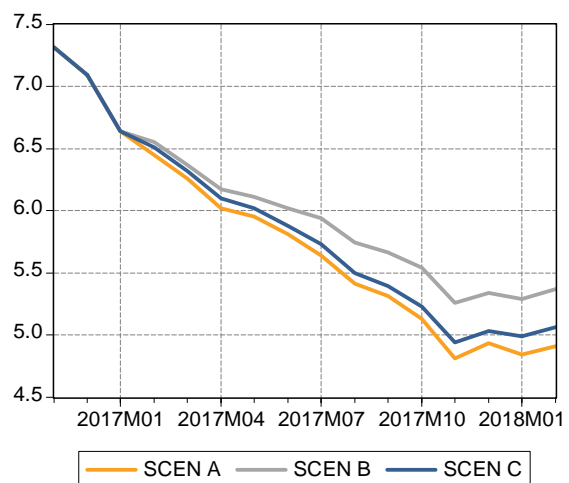
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

I saggi interbancari europei sono rimasti pressoché stabili anche a febbraio 2017: per la scadenza a 1 mese il tasso è arrivato a -0.39%, il 3 mesi a -0.35% e quello a 6 mesi a -0.2%.

**Al momento non riteniamo che Draghi modificherà l'intonazione della politica monetaria nei prossimi mesi**, visti i rischi politici che incombono sullo scenario, la crescita ancora incerta e l'aumento dell'inflazione ritenuto transitorio. Anche se si decidesse per un cambiamento di politica monetaria (Scenario A 20%), in ogni caso l'intervento difficilmente riguarderebbe i tassi di riferimento. **I tassi interbancari dovrebbero, quindi, mantenersi sui livelli attuali per l'intero periodo predittivo in tutti e tre gli scenari delineati.**

### TASSI INTERBANCARI

In febbraio i tassi della struttura a termine italiana con scadenza oltre i 3 anni hanno lievemente corretto al ribasso (+0.96%, +1.65% e +2.13% per le scadenze a 5, 7 e 10 anni) dopo il balzo fatto in gennaio (+1.02%, +1.68% e +2.30% rispettivamente) a seguito dell'instabilità politica generatasi dopo l'esito della Consulta sull'Italicum. I tassi a più breve termine invece hanno lievemente risentito delle attese di rialzo dei tassi negli USA (+0.39% da +0.34% il 3 anni). **Nello scenario C s'ipotizza che la Fed innalzi i tassi di riferimento due volte, in marzo e in giugno, e che in Area Euro le pressioni populiste siano mitigate dalla politica accomodante della BCE e da una maggiore flessibilità concessa alla politica fiscale dei paesi periferici. I rendimenti italiani sono visti in rialzo, a causa sia dell'instabilità politica sia dell'effetto di trasmissione dagli USA** (+0.65% il 3 anni, +1.27% il 5 anni, +1.95% il 7 anni e +2.50% il 10 anni alla fine dell'orizzonte di previsione). Nello scenario A, nel quale si ipotizza un nuovo rialzo, per un totale di 3, da parte della Fed in settembre e toni più cauti sul mantenimento del QE fino a fine 2017 da parte della BCE, per il raggiungimento dell'obiettivo del 2% di inflazione prima del previsto, i rendimenti italiani sono attesi su livelli più alti (+0.87% il 3 anni, +1.50% il 5 anni, +2.18% il 7 anni e +2.72% il 10 anni a febbraio 2018). Nello scenario B, la Fed decide di fare un solo rialzo a marzo, poiché la politica fiscale di Trump si rivela meno espansiva di quanto atteso. In Europa, inoltre, prevalgono le posizioni estremiste ed è messa in discussione la stessa sopravvivenza dell'euro. Questo, insieme all'aumento dei rendimenti dei titoli statunitensi, determina l'aumento più marcato dei tassi della struttura a termine italiana (rispettivamente +0.97%, +1.61%, +2.27% e 2.82% alla fine del periodo).

### STRUTTURA A TERMINE

In dicembre i tassi medi sui depositi (+0.4%) e sui prestiti (+2.9%) sono rimasti stabili rispetto al mese precedente. **In tutti e tre gli scenari delineati, i tassi bancari sono visti pressoché invariati per tutto il periodo predittivo:** quello medio sui depositi a febbraio 2018 potrebbe toccare lo 0.5% e quello sui prestiti il 2.8%.

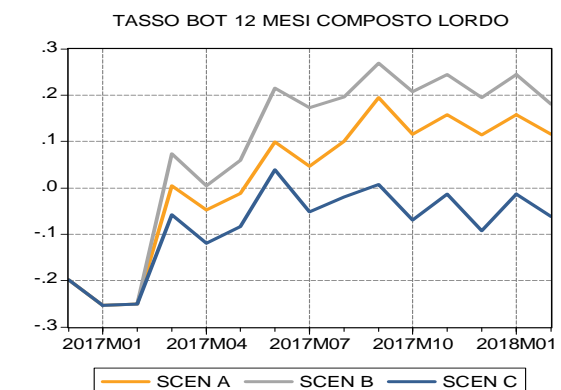
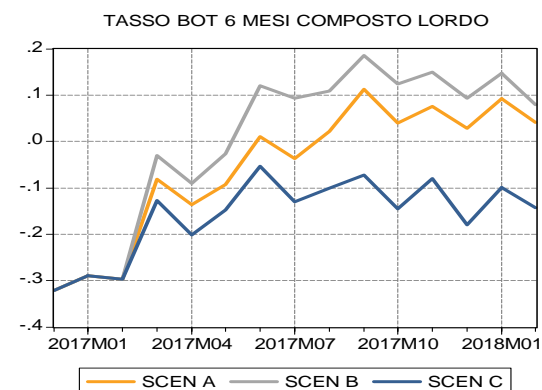
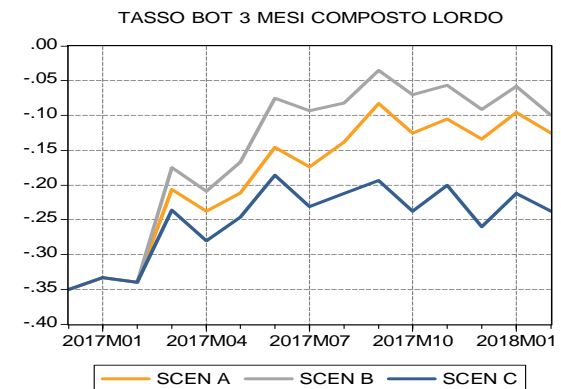
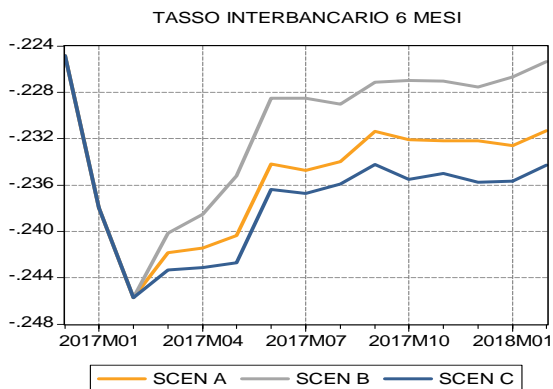
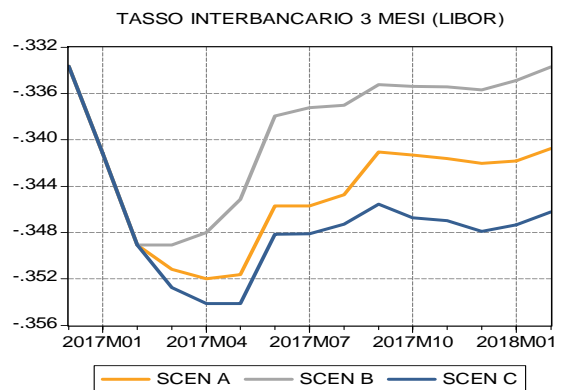
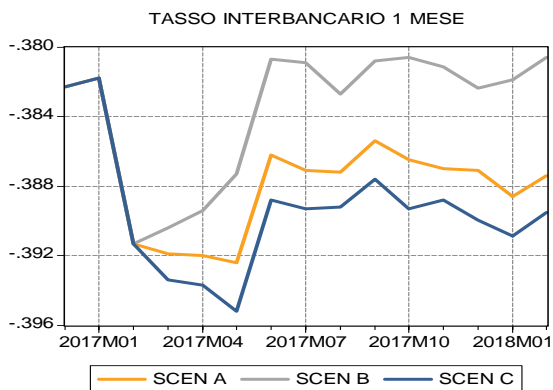
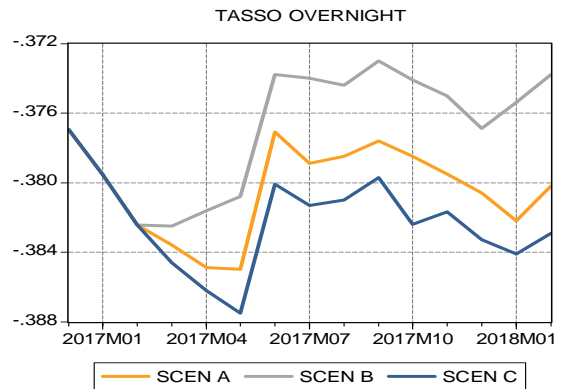
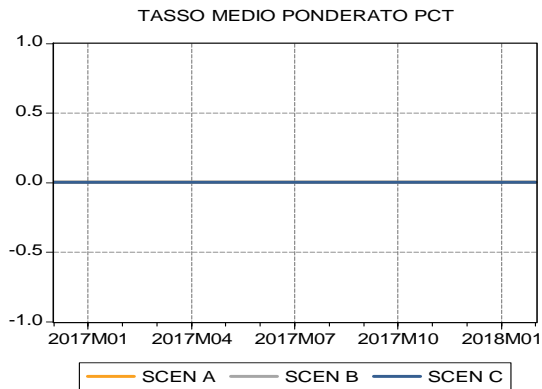
### TASSI BANCARI

In dicembre i prestiti totali, dopo la contrazione di gennaio (-0.5% a/a) sono tornati in territorio positivo (+0.4% a/a). Nello stesso mese i depositi totali hanno subito un forte incremento (+4.8% a/a) dopo la già brillante performance di novembre (+3.2% a/a). **In base ai risultati delle simulazioni, in tutti gli scenari la dinamica dei prestiti totali dovrebbe rimanere positiva e in continuo miglioramento** (+1% a/a in C, +1.2% a/a in A e +0.7% a/a in B, a febbraio 2018). Anche la raccolta, in tutti gli scenari, dovrebbe essere positiva e brillante per tutto il periodo predittivo (+4.4% a/a, +4.6% a/a e +3.8% a/a rispettivamente in C, A e B).

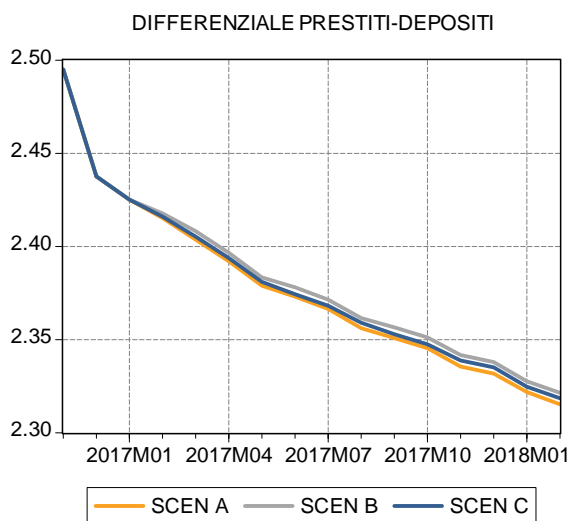
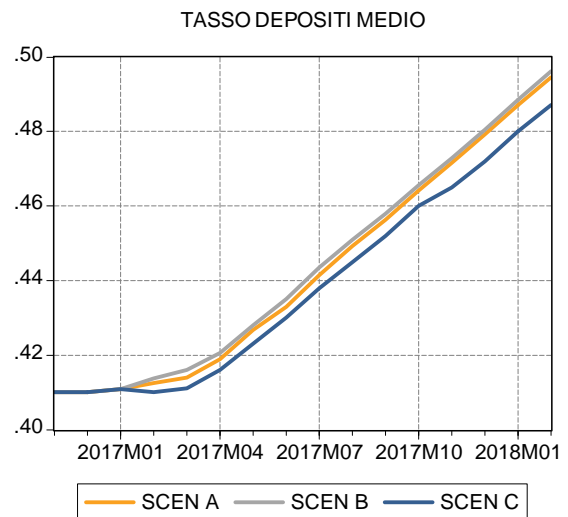
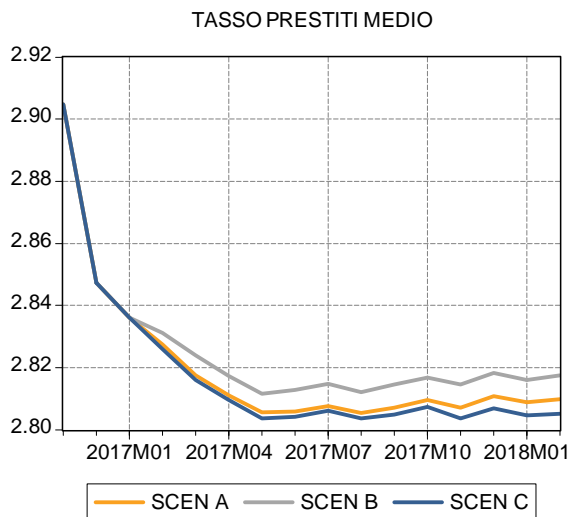
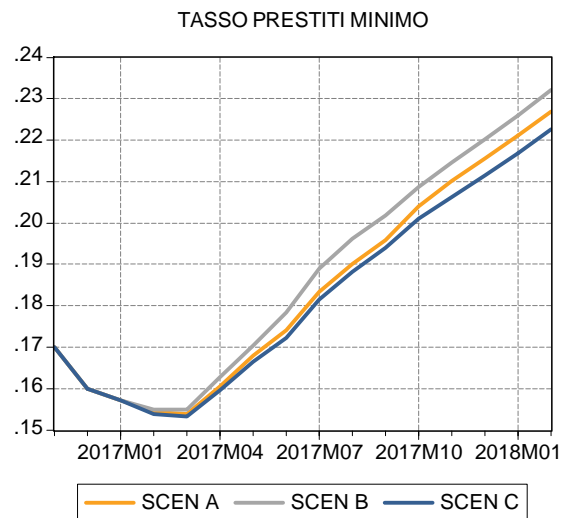
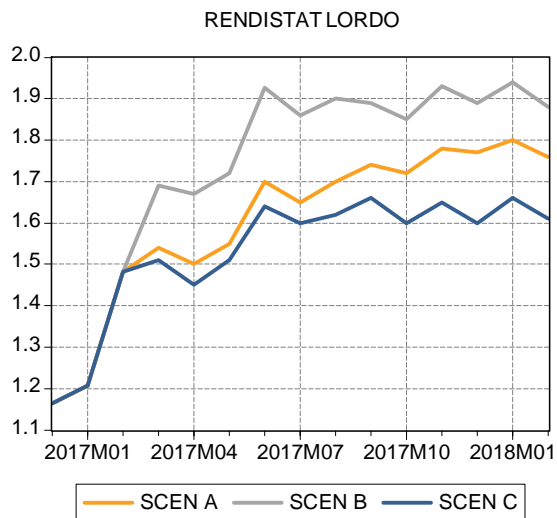
### VOLUMI

# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

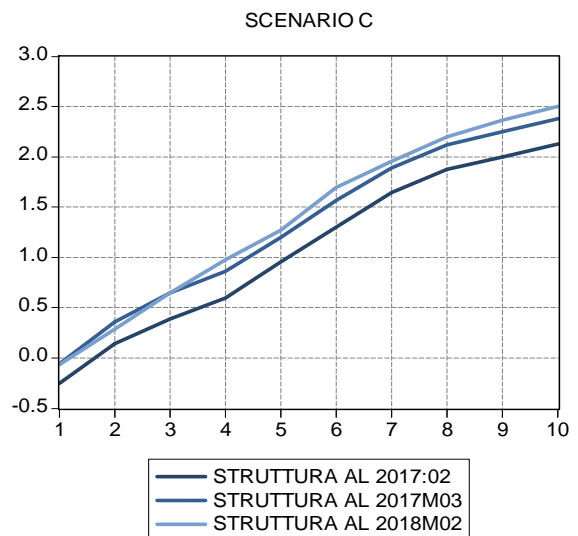
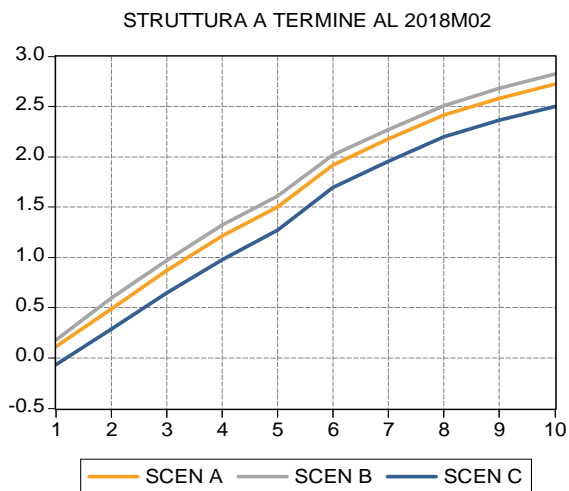
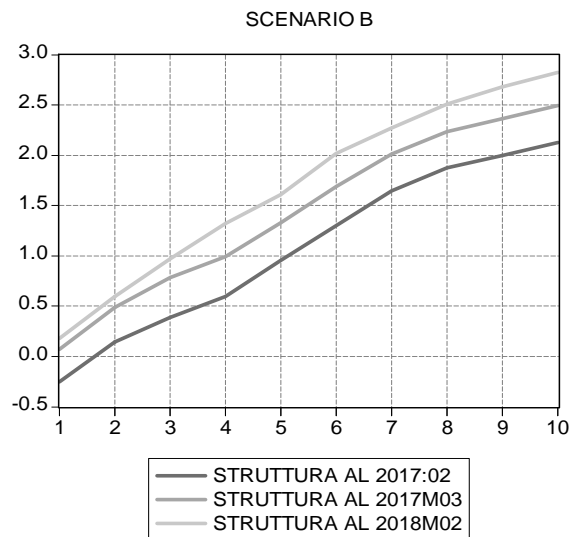
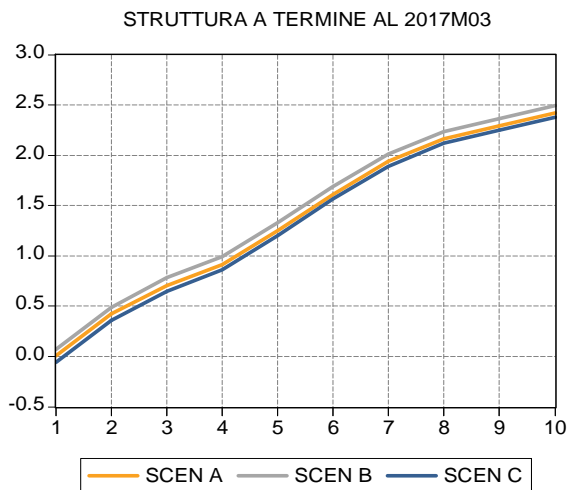
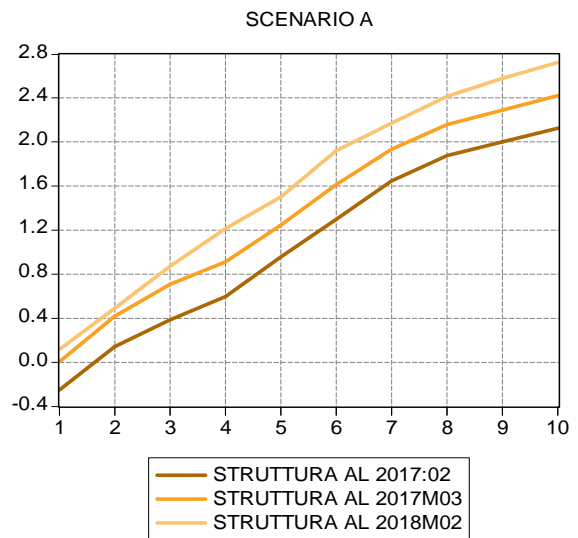
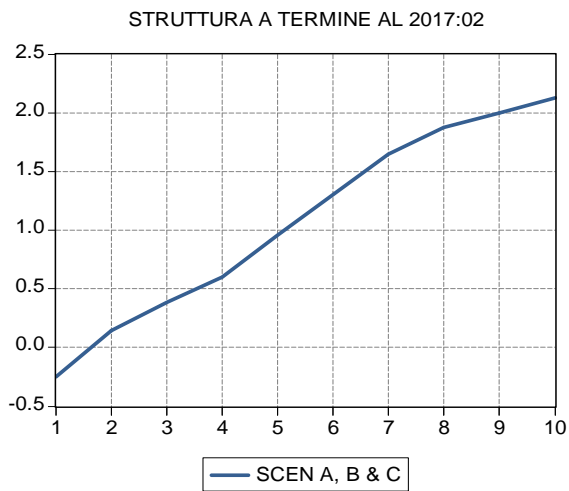
## TASSI - Dati mensili



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

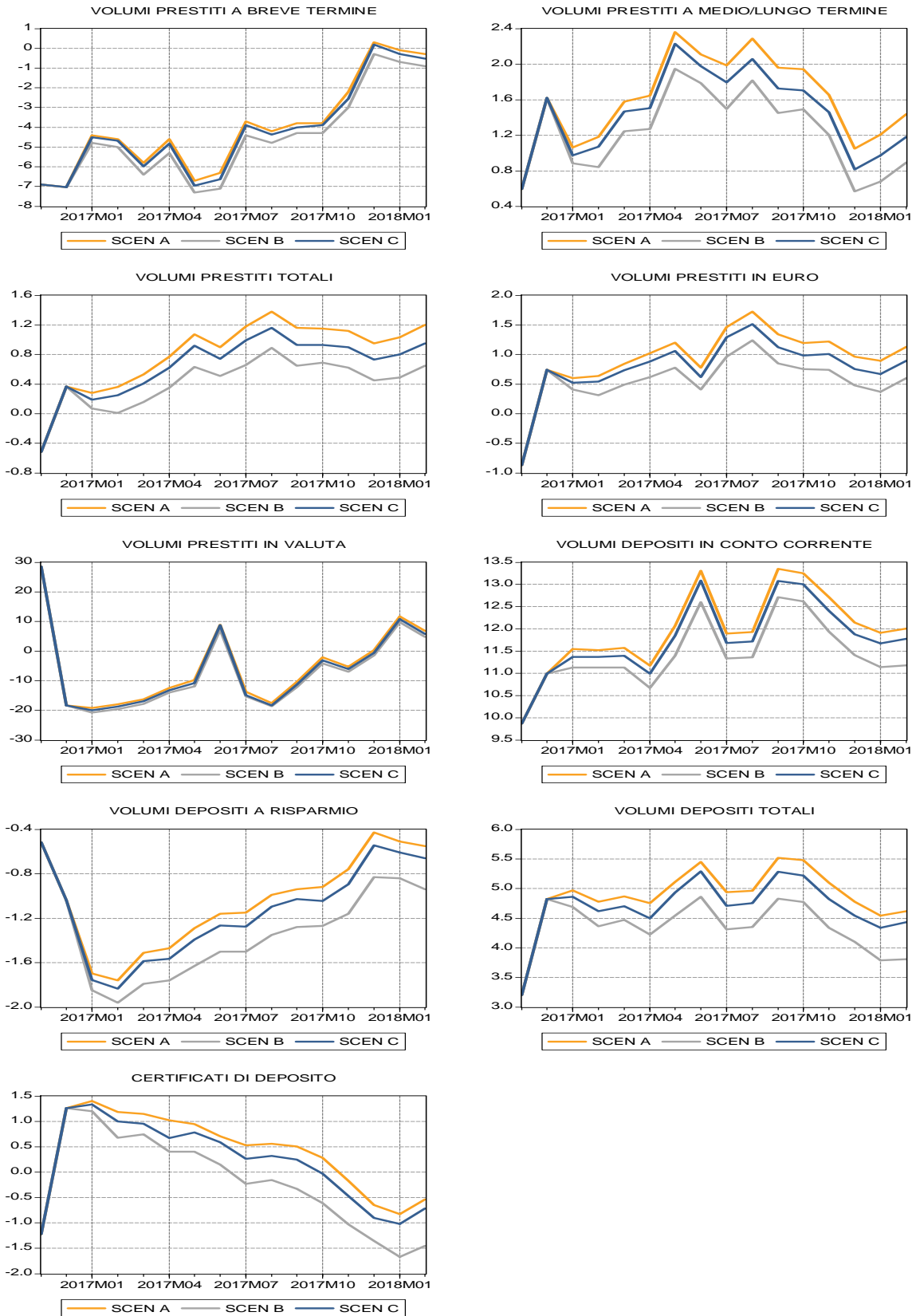


# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

## VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



SCENARIO A	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	
<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 COMIT (livello)	1003	965	1013	995	1124	1101	1121	1114	1103	1119	1120	1125	1132	1145	1137	1136	1142	1141	1148	1148
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.8	2.3	1.5	3.3	6.0	2.6	3.5	2.6	1.8	2.6	2.0	2.2	1.2	1.8	1.9	0.6	1.5	1.2	1.1	1.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.1	0.1	-0.1	0.1	0.5	1.0	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.1	1.0	0.7	0.7
<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	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 1m lett.	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39
T. Interb. 3m lett.	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34
T. Interb. 6m lett.	-0.20	-0.21	-0.21	-0.22	-0.22	-0.24	-0.25	-0.24	-0.24	-0.24	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23
T. Depositi medio	0.43	0.42	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.43	0.43	0.44	0.45	0.46	0.46	0.47	0.48	0.49	0.49	0.49
T. Prestiti medio	2.99	2.97	2.93	2.90	2.85	2.84	2.83	2.82	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81
T.prest. medio - T.dep. medio	2.56	2.55	2.52	2.49	2.44	2.43	2.42	2.40	2.39	2.38	2.37	2.37	2.36	2.35	2.35	2.34	2.33	2.32	2.32	2.32
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.30	-0.31	-0.33	-0.28	-0.35	-0.33	-0.34	-0.21	-0.24	-0.21	-0.15	-0.17	-0.14	-0.08	-0.13	-0.11	-0.13	-0.10	-0.13	-0.13
T. BOT comp. lordo 6m	-0.24	-0.26	-0.30	-0.20	-0.32	-0.29	-0.30	-0.08	-0.14	-0.09	0.01	-0.04	0.02	0.11	0.04	0.08	0.03	0.09	0.04	0.04
T. BOT comp. lordo 12m	-0.19	-0.18	-0.24	-0.22	-0.20	-0.25	-0.25	0.00	-0.05	-0.01	0.10	0.05	0.10	0.20	0.12	0.16	0.11	0.16	0.12	0.12
Rendistat lordo	0.66	0.73	0.86	1.26	1.17	1.21	1.48	1.54	1.50	1.55	1.70	1.65	1.70	1.74	1.72	1.78	1.77	1.80	1.76	1.76
Rendistat netto	0.58	0.63	0.75	1.10	1.02	1.06	1.30	1.35	1.31	1.36	1.49	1.44	1.49	1.52	1.51	1.56	1.55	1.58	1.54	1.54
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	0.01	0.02	0.26	0.46	0.10	0.34	0.39	0.70	0.65	0.70	0.84	0.79	0.84	0.93	0.88	0.92	0.86	0.91	0.87	0.87
Rend. BTP a 5 anni	0.31	0.34	0.65	0.91	0.66	1.02	0.96	1.25	1.21	1.26	1.40	1.37	1.43	1.52	1.48	1.53	1.49	1.53	1.50	1.50
Rend. BTP a 7 anni	0.74	0.77	1.11	1.46	1.28	1.68	1.65	1.94	1.90	1.95	2.09	2.05	2.11	2.20	2.16	2.20	2.16	2.20	2.18	2.18
Rend. BTP a 10 anni	1.20	1.25	1.68	2.01	1.85	2.30	2.13	2.42	2.40	2.46	2.61	2.59	2.64	2.73	2.70	2.74	2.71	2.75	2.72	2.72
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2321.512	2334.851	2328.139	2324.188	2342.144	2351.957	2363.823	2366.479	2361.089	2351.918	2362.95	2346.25	2353.55	2361.94	2354.91	2350.22	2364.39	2376.18	2392.19	2392.19
Prestiti in euro	2280.537	2299.033	2299.556	2288.245	2305.109	2321.427	2334.695	2330.879	2323.200	2327.124	2325.144	2309.18	2319.763	2329.84	2326.92	2316.16	2327.24	2342.09	2361.08	2361.08
Prestiti in valuta	40.975	35.818	28.583	35.943	37.035	30.530	29.128	35.600	37.890	24.794	37.808	37.078	33.786	32.095	27.991	34.058	37.157	34.094	31.112	31.112
Prestiti a breve	324.739	324.550	321.844	321.749	314.038	320.408	319.580	314.689	312.487	309.352	314.947	315.862	311.100	312.217	309.614	314.671	314.980	320.088	318.621	318.621
Prestiti a m / l	1996.773	2010.301	2006.295	2002.439	2028.106	2031.549	2044.244	2051.790	2048.603	2042.566	2048.005	2030.392	2042.449	2049.718	2045.299	2035.548	2049.414	2056.094	2073.568	2073.568
Depositi totali	2255.092	2266.462	2261.369	2251.824	2305.685	2331.921	2359.524	2365.679	2380.444	2354.569	2398.675	2376.569	2366.945	2391.571	2385.292	2366.667	2415.897	2437.790	2468.534	2468.534
Depositi in c / c	913.648	918.487	934.284	934.987	973.401	975.439	970.131	985.816	1010.720	1007.741	1020.344	1032.399	1022.646	1041.105	1058.077	1053.824	1091.572	1091.614	1086.644	1086.644
Depositi a risparmio	299.898	299.056	298.068	297.288	297.884	298.855	299.278	299.306	298.497	297.712	296.926	296.489	296.929	296.245	295.326	295.029	296.603	297.330	297.632	297.632
Certif. deposito	1041.546	1048.919	1029.017	1019.549	1034.400	1057.628	1090.114	1080.558	1071.227	1049.116	1081.405	1047.681	1047.369	1054.221	1031.890	1017.815	1027.722	1048.846	1084.258	1084.258
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	0.12	0.30	0.27	-0.52	0.37	0.28	0.36	0.53	0.77	1.07	0.90	1.18	1.38	1.16	1.15	1.12	0.95	1.03	1.20	1.20
Prestiti in euro	-0.33	0.57	1.02	-0.87	0.74	0.60	0.64	0.84	1.02	1.20	0.78	1.46	1.72	1.34	1.19	1.22	0.96	0.89	1.13	1.13
Prestiti in valuta	33.53	-14.35	-37.43	28.48	-18.32	-19.25	-17.94	-16.31	-12.51	-9.80	8.87	-13.66	-17.54	-10.39	-2.07	-5.25	0.33	11.68	6.81	6.81
Prestiti a breve	-5.96	-6.00	-4.45	-6.89	-7.02	-4.40	-4.60	-5.80	-4.60	-6.70	-6.30	-3.70	-4.20	-3.80	-3.80	-2.20	0.30	-0.10	-0.30	-0.30
Prestiti a m / l	1.19	1.40	1.06	0.59	1.62	1.06	1.18	1.58	1.64	2.36	2.11	1.98	2.29	1.96	1.94	1.65	1.05	1.21	1.43	1.43
Depositi totali	2.72	2.85	2.56	3.20	4.82	4.97	4.78	4.87	4.75	5.11	5.45	4.94	4.96	5.52	5.48	5.10	4.78	4.54	4.62	4.62
Depositi in c / c	9.94	9.07	8.02	9.87	10.99	11.55	11.52	11.57	11.17	12.07	13.31	11.90	11.93	13.35	13.25	12.71	12.14	11.91	12.01	12.01
Depositi a risparmio	-0.46	-0.25	-0.23	-0.52	-1.04	-1.70	-1.76	-1.51	-1.47	-1.29	-1.16	-1.15	-0.99	-0.94	-0.92	-0.76	-0.43	-0.51	-0.55	-0.55
Certif. deposito	-2.02	-1.20	-1.17	-1.22	1.26	1.40	1.19	1.14	1.02	0.95	0.71	0.53	0.56	0.51	0.28	-0.17	-0.65	-0.83	-0.54	-0.54

SCENARIO B	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	
<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 COMIT (livello)	1003	965	1013	995	1124	1101	1121	1079	1071	1077	1072	1076	1080	1095	1082	1075	1078	1074	1082	1082
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.8	2.3	1.5	3.3	6.0	2.4	3.2	2.2	1.2	2.1	1.5	1.8	0.6	1.4	1.5	0.0	0.8	0.6	0.5	0.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.1	0.1	-0.1	0.1	0.5	1.0	1.6	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9	0.7	0.6	0.2	0.2
<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	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37
T. Interb. 1m lett.	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 3m lett.	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.33	-0.33	-0.33
T. Interb. 6m lett.	-0.20	-0.21	-0.21	-0.22	-0.22	-0.24	-0.25	-0.24	-0.24	-0.24	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23
T. Depositi medio	0.43	0.42	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	0.45	0.46	0.47	0.47	0.48	0.49	0.50	0.50
T. Prestiti medio	2.99	2.97	2.93	2.90	2.85	2.84	2.83	2.82	2.82	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81	2.82	2.81	2.82	2.82	2.82	2.82
T.prest. medio - T.dep. medio	2.56	2.55	2.52	2.49	2.44	2.43	2.42	2.41	2.40	2.38	2.38	2.37	2.36	2.36	2.35	2.34	2.34	2.33	2.32	2.32
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.30	-0.31	-0.33	-0.28	-0.35	-0.33	-0.34	-0.17	-0.21	-0.17	-0.08	-0.09	-0.08	-0.04	-0.07	-0.06	-0.09	-0.06	-0.10	-0.10
T. BOT comp. lordo 6m	-0.24	-0.26	-0.30	-0.20	-0.32	-0.29	-0.30	-0.03	-0.09	-0.03	0.12	0.09	0.11	0.19	0.12	0.15	0.09	0.15	0.08	0.08
T. BOT comp. lordo 12m	-0.19	-0.18	-0.24	-0.22	-0.20	-0.25	-0.25	0.07	0.00	0.06	0.22	0.17	0.20	0.27	0.21	0.25	0.20	0.24	0.18	0.18
Rendistat lordo	0.66	0.73	0.86	1.26	1.17	1.21	1.48	1.69	1.67	1.72	1.93	1.86	1.90	1.89	1.85	1.93	1.89	1.94	1.88	1.88
Rendistat netto	0.58	0.63	0.75	1.10	1.02	1.06	1.30	1.48	1.46	1.51	1.69	1.63	1.66	1.65	1.62	1.69	1.65	1.70	1.65	1.65
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	0.01	0.02	0.26	0.46	0.10	0.34	0.39	0.78	0.73	0.85	1.01	0.96	0.99	1.03	0.97	1.02	0.95	1.01	0.97	0.97
Rend. BTP a 5 anni	0.31	0.34	0.65	0.91	0.66	1.02	0.96	1.33	1.29	1.41	1.57	1.54	1.58	1.63	1.58	1.64	1.58	1.64	1.61	1.61
Rend. BTP a 7 anni	0.74	0.77	1.11	1.46	1.28	1.68	1.65	2.01	1.97	2.09	2.24	2.22	2.25	2.30	2.25	2.30	2.24	2.31	2.27	2.27
Rend. BTP a 10 anni	1.20	1.25	1.68	2.01	1.85	2.30	2.13	2.49	2.48	2.60	2.76	2.74	2.78	2.83	2.79	2.84	2.79	2.85	2.82	2.82
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2321.512	2334.851	2328.139	2324.188	2342.144	2347.032	2355.580	2357.769	2351.249	2341.679	2353.82	2334.20	2342.17	2350.03	2344.20	2338.60	2352.68	2358.53	2370.89	2370.89
Prestiti in euro	2280.537	2299.033	2299.556	2288.245	2305.109	2317.043	2327.040	2322.789	2314.001	2317.466	2316.608	2297.80	2308.816	2318.57	2316.80	2305.18	2316.17	2325.62	2341.00	2341.00
Prestiti in valuta	40.975	35.818	28.583	35.943	37.035	29.989	28.540	34.981	37.248	24.213	37.211	36.399	33.357	31.453	27.400	33.420	36.511	32.916	29.889	29.889
Prestiti a breve	324.739	324.550	321.844	321.749	314.038	319.068	318.240	312.685	310.194	307.363	312.258	313.566	309.152	310.594	308.005	312.097	313.096	316.834	315.375	315.375
Prestiti a m / l	1996.773	2010.301	2006.295	2002.439	2028.106	2027.964	2037.340	2045.085	2041.055	2034.317	2041.560	2020.630	2033.022	2039.433	2036.198	2026.501	2039.588	2041.698	2055.515	2055.515
Depositi totali	2255.092	2266.462	2261.369	2251.824	2305.685	2325.701	2350.066	2356.656	2368.400	2341.801	2385.255	2362.301	2353.189	2375.932	2369.236	2349.553	2400.218	2413.845	2439.604	2439.604
Depositi in c / c	913.648	918.487	934.284	934.987	973.401	971.766	966.739	981.928	1006.174	1001.627	1013.951	1027.141	1017.438	1035.227	1052.191	1046.624	1084.466	1080.021	1074.820	1074.820
Depositi a risparmio	299.898	299.056	298.068	297.288	297.884	298.399	298.669	298.455	297.618	296.687	295.905	295.439	295.849	295.228	294.283	293.839	295.412	295.892	295.862	295.862
Certif. deposito	1041.546	1048.919	1029.017	1019.549	1034.400	1055.536	1084.658	1076.273	1064.607	1043.487	1075.399	1039.722	1039.901	1045.477	1022.763	1009.089	1020.340	1037.932	1068.922	1068.922
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	0.12	0.30	0.27	-0.52	0.37	0.07	0.01	0.16	0.35	0.63	0.51	0.66	0.89	0.65	0.69	0.62	0.45	0.49	0.65	0.65
Prestiti in euro	-0.33	0.57	1.02	-0.87	0.74	0.41	0.31	0.49	0.62	0.78	0.41	0.96	1.24	0.85	0.75	0.74	0.48	0.37	0.60	0.60
Prestiti in valuta	33.53	-14.35	-37.43	28.48	-18.32	-20.68	-19.60	-17.77	-13.99	-11.92	7.15	-15.24	-18.59	-12.19	-4.14	-7.02	-1.42	9.76	4.73	4.73
Prestiti a breve	-5.96	-6.00	-4.45	-6.89	-7.02	-4.80	-5.00	-6.40	-5.30	-7.30	-7.10	-4.40	-4.80	-4.30	-4.30	-3.00	-0.30	-0.70	-0.90	-0.90
Prestiti a m / l	1.19	1.40	1.06	0.59	1.62	0.88	0.84	1.24	1.27	1.95	1.79	1.49	1.82	1.45	1.49	1.20	0.57	0.68	0.89	0.89
Depositi totali	2.72	2.85	2.56	3.20	4.82	4.69	4.36	4.47	4.22	4.54	4.86	4.31	4.35	4.83	4.77	4.34	4.10	3.79	3.81	3.81
Depositi in c / c	9.94	9.07	8.02	9.87	10.99	11.13	11.13	11.13	10.67	11.39	12.60	11.33	11.36	12.71	12.62	11.94	11.41	11.14	11.18	11.18
Depositi a risparmio	-0.46	-0.25	-0.23	-0.52	-1.04	-1.85	-1.96	-1.79	-1.76	-1.63	-1.50	-1.50	-1.35	-1.28	-1.27	-1.16	-0.83	-0.84	-0.94	-0.94
Certif. deposito	-2.02	-1.20	-1.17	-1.22	1.26	1.20	0.68	0.74	0.40	0.40	0.15	-0.23	-0.16	-0.33	-0.61	-1.03	-1.36	-1.67	-1.45	-1.45

SCENARIO C	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1003	965	1013	995	1124	1101	1121	1107	1097	1113	1115	1116	1122	1133	1123	1123	1128	1126	1132
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.8	2.3	1.5	3.3	6.0	2.5	3.4	2.5	1.6	2.4	1.8	2.1	1.0	1.7	1.8	0.4	1.3	1.0	0.9
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.1	0.1	-0.1	0.1	0.5	1.0	1.6	1.4	1.3	1.4	1.4	1.2	1.2	1.3	1.3	1.2	0.9	0.8	0.5
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 1m lett.	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39
T. Interb. 3m lett.	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35
T. Interb. 6m lett.	-0.20	-0.21	-0.21	-0.22	-0.22	-0.24	-0.25	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.23	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.23
T. Depositi medio	0.43	0.42	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.43	0.44	0.45	0.45	0.46	0.47	0.47	0.48	0.49
T. Prestiti medio	2.99	2.97	2.93	2.90	2.85	2.84	2.83	2.82	2.81	2.80	2.80	2.81	2.80	2.80	2.81	2.80	2.81	2.80	2.81
T.prest. medio - T.dep. medio	2.56	2.55	2.52	2.49	2.44	2.43	2.42	2.41	2.39	2.38	2.37	2.37	2.36	2.35	2.35	2.34	2.33	2.32	2.32
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.30	-0.31	-0.33	-0.28	-0.35	-0.33	-0.34	-0.24	-0.28	-0.25	-0.19	-0.23	-0.21	-0.19	-0.24	-0.20	-0.26	-0.21	-0.24
T. BOT comp. lordo 6m	-0.24	-0.26	-0.30	-0.20	-0.32	-0.29	-0.30	-0.13	-0.20	-0.15	-0.05	-0.13	-0.10	-0.07	-0.15	-0.08	-0.18	-0.10	-0.14
T. BOT comp. lordo 12m	-0.19	-0.18	-0.24	-0.22	-0.20	-0.25	-0.25	-0.06	-0.12	-0.08	0.04	-0.05	-0.02	0.01	-0.07	-0.01	-0.09	-0.01	-0.06
Rendistat lordo	0.66	0.73	0.86	1.26	1.17	1.21	1.48	1.51	1.45	1.51	1.64	1.60	1.62	1.66	1.60	1.65	1.60	1.66	1.61
Rendistat netto	0.58	0.63	0.75	1.10	1.02	1.06	1.30	1.32	1.27	1.32	1.44	1.40	1.42	1.45	1.40	1.44	1.40	1.45	1.41
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	0.01	0.02	0.26	0.46	0.10	0.34	0.39	0.65	0.57	0.63	0.76	0.67	0.69	0.72	0.67	0.70	0.65	0.70	0.65
Rend. BTP a 5 anni	0.31	0.34	0.65	0.91	0.66	1.02	0.96	1.20	1.12	1.19	1.32	1.25	1.28	1.31	1.27	1.31	1.26	1.32	1.27
Rend. BTP a 7 anni	0.74	0.77	1.11	1.46	1.28	1.68	1.65	1.89	1.82	1.88	2.01	1.94	1.96	2.00	1.96	1.99	1.95	2.00	1.95
Rend. BTP a 10 anni	1.20	1.25	1.68	2.01	1.85	2.30	2.13	2.38	2.33	2.40	2.53	2.47	2.50	2.54	2.50	2.54	2.50	2.55	2.50
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2321.512	2334.851	2328.139	2324.188	2342.144	2349.846	2361.232	2363.654	2357.575	2348.428	2359.20	2341.85	2348.44	2356.57	2349.79	2345.11	2359.24	2368.65	2383.66
Prestiti in euro	2280.537	2299.033	2299.556	2288.245	2305.109	2319.581	2332.375	2328.336	2319.980	2323.905	2321.453	2305.31	2314.973	2324.78	2322.09	2311.36	2322.40	2335.12	2353.13
Prestiti in valuta	40.975	35.818	28.583	35.943	37.035	30.265	28.857	35.318	37.595	24.523	37.752	36.541	33.468	31.783	27.699	33.750	36.845	33.523	30.531
Prestiti a breve	324.739	324.550	321.844	321.749	314.038	320.073	319.287	314.102	311.732	308.529	313.846	315.230	310.571	311.542	309.333	313.523	314.599	319.148	317.621
Prestiti a m / l	1996.773	2010.301	2006.295	2002.439	2028.106	2029.773	2041.945	2049.552	2045.843	2039.899	2045.359	2026.618	2037.871	2045.024	2040.458	2031.583	2044.642	2049.497	2066.043
Depositi totali	2255.092	2266.462	2261.369	2251.824	2305.685	2329.477	2355.921	2361.845	2374.763	2350.537	2395.036	2371.360	2362.209	2386.131	2379.412	2360.362	2410.363	2430.577	2460.288
Depositi in c / c	913.648	918.487	934.284	934.987	973.401	973.827	968.812	984.294	1009.099	1005.707	1018.328	1030.377	1020.719	1038.635	1055.734	1050.989	1089.020	1087.497	1082.926
Depositi a risparmio	299.898	299.056	298.068	297.288	297.884	298.684	299.045	299.070	298.211	297.408	296.606	296.105	296.606	295.976	294.954	294.627	296.261	296.864	297.065
Certif. deposito	1041.546	1048.919	1029.017	1019.549	1034.400	1056.967	1088.064	1078.481	1067.452	1047.422	1080.102	1044.878	1044.884	1051.520	1028.725	1014.746	1025.082	1046.215	1080.297
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																			
Prestiti totali	0.12	0.30	0.27	-0.52	0.37	0.19	0.25	0.41	0.62	0.92	0.74	0.99	1.16	0.93	0.93	0.90	0.73	0.80	0.95
Prestiti in euro	-0.33	0.57	1.02	-0.87	0.74	0.52	0.54	0.73	0.88	1.06	0.62	1.29	1.51	1.12	0.98	1.01	0.75	0.67	0.89
Prestiti in valuta	33.53	-14.35	-37.43	28.48	-18.32	-19.95	-18.70	-16.98	-13.19	-10.79	8.71	-14.91	-18.32	-11.27	-3.09	-6.10	-0.51	10.76	5.80
Prestiti a breve	-5.96	-6.00	-4.45	-6.89	-7.02	-4.50	-4.69	-5.98	-4.83	-6.95	-6.63	-3.89	-4.36	-4.01	-3.89	-2.56	0.18	-0.29	-0.52
Prestiti a m / l	1.19	1.40	1.06	0.59	1.62	0.97	1.07	1.47	1.51	2.23	1.97	1.79	2.06	1.73	1.70	1.46	0.82	0.97	1.18
Depositi totali	2.72	2.85	2.56	3.20	4.82	4.86	4.62	4.70	4.50	4.93	5.29	4.71	4.75	5.28	5.22	4.82	4.54	4.34	4.43
Depositi in c / c	9.94	9.07	8.02	9.87	10.99	11.37	11.37	11.40	10.99	11.84	13.09	11.68	11.72	13.08	13.00	12.41	11.88	11.67	11.78
Depositi a risparmio	-0.46	-0.25	-0.23	-0.52	-1.04	-1.76	-1.84	-1.59	-1.56	-1.39	-1.27	-1.28	-1.10	-1.03	-1.04	-0.90	-0.54	-0.61	-0.66
Certif. deposito	-2.02	-1.20	-1.17	-1.22	1.26	1.33	1.00	0.95	0.67	0.78	0.59	0.26	0.32	0.25	-0.03	-0.47	-0.90	-1.02	-0.71

**Aprile 2017<sup>5</sup>**

Le banche centrali smorzano i toni: la Fed circa un'accelerazione del percorso dei tassi, la BCE circa il prolungamento del QE

Lucia Trevisan<sup>a</sup> e Francesca Volo<sup>a,b</sup>

## IL QUADRO GENERALE

**Nel mese di marzo, pur con ritmi diversi, si è confermata la ripresa economica a livello globale, basandosi su un miglioramento del mercato del lavoro e un ottimismo di produttori e consumatori**, fiduciosi che, anche se la crescita resta moderata (in base agli ultimi dati disponibili il PIL nell'ultimo trimestre del 2016 è cresciuto di +2.1% a/a in USA, +1.7% a/a nell'Area Euro e +1.6% a/a in Giappone), la tendenza positiva in atto va consolidandosi sempre di più e lascia definitivamente alle spalle una delle più gravi crisi economiche della storia. Questo implica **una maggiore importanza degli indicatori sui prezzi per valutare eventuali rischi inflazionistici**.

**Due sono le domande che è bene porsi. La prima è relativa all'atteggiamento della Fed:** dopo il rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base deciso a marzo, terrà fede a quanto annunciato alla riunione di dicembre 2016 e quindi attuerà altri due interventi nel resto dell'anno in corso o il fatto che abbia anticipato il primo rialzo rispetto a quanto si aspettavano i mercati finanziari implicherà ancora altri tre interventi? **La seconda questione riguarda la BCE:** in caso di non vittoria delle forze estremiste alle elezioni in Francia, proseguirà con i toni ultra espansivi o inizierà a valutare un eventuale *Tapering* (assottigliamento del *Quantitative Easing*)? Un'attenta analisi del linguaggio di comunicazione delle due banche centrali e del quadro macroeconomico ci darà le risposte.

**In USA, se prima del rialzo dei tassi ufficiali deciso a metà marzo, i toni delle dichiarazioni dei componenti del Board della Fed erano volti a modificare le aspettative di mercato verso un intervento anticipato rispetto a giugno**, al quale gli operatori davano maggior probabilità, **nella seconda parte di marzo si sono smorzati con l'intento di evitare che l'anticipo desse l'idea di un vero cambiamento di passo della politica monetaria**. Fisher (Fed di Chicago – membro votante ai FOMC) ha dichiarato che "altre due strette di politica monetaria sembrano la progressione giusta". Il Presidente della Fed, Janet Yellen, ha sottolineato che nonostante il basso tasso di disoccupazione "rimangono sacche persistenti di elevata disoccupazione e la forza lavoro deve essere in grado di affrontare i grandi cambiamenti tecnologici (robotizzazione)".

**Dal punto di vista macroeconomico, i dati di marzo testimoniano crescenti rischi inflazionistici derivanti sia dai salari per la forza del mercato del lavoro, sia dai prezzi stessi per la solidità dei consumi** (si veda l'analisi dettagliata nelle pagine successive). **Tuttavia, la crescita economica rimane moderata intorno al 2% e il tentativo del Presidente Trump di limitare il contributo negativo del canale estero con il protezionismo potrebbe alla fine risultare dannoso agli Stati Uniti stessi**. Dopo gli attacchi sul piano commerciale a Cina e Messico, in marzo è stata la volta dell'Unione Europea, stilando una lista di prodotti ai quali intende imporre dazi del 100%. **Inoltre, il 24 marzo Trump ha subito una prima sconfitta con la bocciatura dell'abolizione dell'Obamacare (riforma sanitaria) da parte del Congresso**. Pertanto, ora **ci si chiede se abbia la forza politica per implementare la sua agenda di riforme fiscali**, per la quale ha bisogno, oltre che di ricompattare il proprio partito, anche di 8 voti dei democratici. Le stesse linee guida della Fed alla riunione di marzo rimangono caute, con un *range* di crescita al massimo poco sopra il 2% (+1.7-2.3% nel 2017, +1.7-2.4% nel 2018 e +1.5-2.2% nel 2019).

Alla luce dell'analisi precedente, **assegniamo una maggiore probabilità (70% - Scenario C) che la Fed abbia anticipato il primo rialzo a marzo per avere più margini di manovra in seguito, ma che ora prosegua sulle linee guida dettate a dicembre del 2016, con altri due aumenti dei tassi ufficiali, di 25 punti base ciascuno, a giugno e a settembre dell'anno in corso**. Non escludiamo un ulteriore rialzo a dicembre, ma per il momento assegniamo a tale scenario una bassa probabilità (20% - Scenario A). La realizzazione concreta di quest'ultimo dipenderà dalla forza dei dati macroeconomici futuri e dall'evoluzione della politica fiscale di Trump.

<sup>a</sup> Università Ca' Foscari Venezia.

<sup>b</sup> GRETA.

<sup>5</sup> **Dati aggiornati al 31/03/2017.**

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 tentativo della Fed di smorzare le aspettative di un irrigidimento della politica monetaria e la convinzione dei mercati finanziari che il divario nel comportamento tra banca centrale americana ed europea sia destinato a diminuire, si è tradotto in un indebolimento del dollaro verso 1.06/1.07 contro euro. Questo livello dovrebbe essere mantenuto anche nei prossimi mesi, fino a fine maggio, cioè fino a che non apparirà all'orizzonte il rialzo di giugno. Qualche segnale di forza potrebbe registrarsi in prossimità delle elezioni francesi, ma se si verificasse lo scenario da noi ritenuto più probabile di non vittoria dei populismi, si tratterebbe di movimenti transitori.

**Nell'Area Euro, alla riunione dell'8 marzo la BCE ha ribadito che, se sarà necessario, allungherà la durata del Quantitative Easing oltre la scadenza di fine 2017** in coerenza con i timori dell'emergere dei populismi alle elezioni in Francia del 23 aprile, e 8 maggio in caso di ballottaggio, il vero banco di prova per la tenuta dell'euro. Ha anche ribadito che i recenti sviluppi della dinamica inflazionistica hanno carattere temporaneo. **Tuttavia, ha cambiato leggermente il linguaggio. Dal comunicato è stata tolta la frase "se richiesto per raggiungere gli obiettivi, il Consiglio utilizzerà tutti gli strumenti a disposizione" e durante la conferenza stampa Draghi ha puntualizzato che l'LTRO (Long Term Refinancing Operation) in scadenza non sarà rinnovato.** Sono dettagli che segnalano il superamento di quel senso di urgenza nell'agire per stimolare il ciclo economico.

È, quindi, naturale chiedersi se una volta superate le elezioni francesi, purché si verifichi lo scenario a nostro avviso più probabile con la non-vittoria degli anti-europeisti, la BCE possa prendere in considerazione il *Tapering*, cioè un ridimensionamento degli acquisti di titoli sul secondario, prima della fine del 2017.

**Dal punto di vista macroeconomico, la ripresa si è consolidata.** La fiducia di produttori e consumatori ha raggiunto livelli massimi degli ultimi sei anni, le condizioni del mercato del lavoro rimangono buone e migliorano quelle dell'offerta, **ma il settore edilizio stenta a ripartire e la domanda resta ancora fragile. Dopo la fiammata inflazionistica di gennaio, la dinamica dei prezzi si è ridimensionata.** Tenendo conto che nella seconda parte dell'anno il confronto con il 2016 sarà meno sfavorevole e che il prezzo del petrolio ha ormai incorporato l'effetto dei tagli alla produzione da parte dei Paesi OPEC, stabilizzandosi sotto quota 55 dollari al barile, **i rischi inflazionistici si dovrebbero ridimensionare e dare ragione alla BCE sul loro carattere temporaneo. Pertanto, a nostro avviso è più probabile che, pur confermando il QE fino a fine 2017, la BCE non consideri più una sua eventuale estensione oltre questo orizzonte, ma parlare di Tapering sarebbe comunque ancora prematuro** (Scenario C – probabilità 70%).

**Il Giappone resta l'area con maggiori difficoltà a consolidare il sentiero di ripresa.** La crescita del PIL nell'ultimo trimestre del 2016 è stata pari a +1.6%, mantenendo la posizione di coda rispetto a Stati Uniti e Area Euro. **La ripresa è trainata principalmente dal canale estero.** I consumi restano deboli e, come sottolineato nel comunicato della Banca Centrale, sono aumentati gli investimenti fissi delle imprese grazie ai profitti, mentre quelli pubblici e del settore immobiliare sono rimasti invariati.

**La speranza è riposta sul miglioramento del mercato del lavoro che dovrebbe stimolare i consumi per la maggiore capacità di spesa delle famiglie.** I rischi di deflazione non sono ancora superati, anche se qualche segnale positivo è emerso da dati mensili più recenti. **Pertanto il proseguimento del QE quantitativo e qualitativo con l'obiettivo di rendimenti nulli sulle scadenze decennali resta un passo obbligato per la Banca Centrale del Giappone.**

**Sul fronte del petrolio, i paesi OPEC si preparano a prorogare di sei mesi, fino alla fine dell'anno in corso, i tagli alla produzione.** Il ministro per l'energia russo, Alexander Novak, ha confermato che la Russia ha ridotto la propria produzione di greggio di 200.000 barili al giorno e intende estendere i tagli a 300.000 in coerenza con l'accordo di Vienna di novembre 2016. **Nonostante ciò, nel mese di marzo il greggio ha corretto al ribasso. Questo deriva dal fatto che 1) le scorte di petrolio non accennano a diminuire; 2) il 24 marzo il Congresso americano ha firmato un decreto che sblocca la costruzione di un'importante pipeline nel Nord America; 3) la London based Energy Aspects ha sottolineato che la domanda di petrolio in Asia "inizia a traballare". Pertanto riteniamo che il prezzo continuerà a restare entro il range di 50-55 dollari al barile.**

## GLI ULTIMI DATI

In USA, il dato finale sul PIL del quarto trimestre del 2016 ha aggiustato la crescita complessiva leggermente al rialzo a **+2.1% t/t annualizzato, rispetto a +1.9% t/t emerso con le rilevazioni precedenti**. L'aspettativa era in favore di una revisione in positivo più cauta a +2% t/t. Se da un lato **si consolida la delusione sul ridimensionamento del ciclo economico americano, dopo il brillante +3.5% t/t del terzo trimestre del 2016, dall'altro il dato implica una crescita tendenziale del 2% a/a, rispetto a un +1.7% del terzo trimestre**. Come nella precedente rilevazione, **emerge un quadro più forte dal punto di vista dei consumi**, che presentano una dinamica più solida a +3.5% t/t dalla prima revisione di +3%, portando il contributo alla crescita del PIL di questa componente a +2.4% t/t da +2.1% t/t del dato non rivisto. **Più deboli, invece, risultano gli investimenti fissi non residenziali**, che sono cresciuti di +0,9% t/t, anziché di +1.3% t/t. **Resta, comunque, da sottolineare che quelli residenziali hanno registrato una svolta decisiva**, aumentando di +9.6% t/t rispetto al calo di -4.1% t/t del trimestre precedente.

**Il canale estero è la componente che ha penalizzato di più la crescita, con un pesante contributo negativo delle esportazioni nette di -1.8% t/t**. Il dato finale ha solo enfatizzato il doppio effetto di un calo delle esportazioni (-4.5% t/t da -4% t/t della prima revisione) e un rialzo delle importazioni (+8.9% t/t da +8.5% t/t). Questi dati in parte spiegano (ma non giustificano) l'atteggiamento protezionistico di Donald Trump, che, dopo gli annunci di dazi contro Cina e Messico, ha stilato una lista di prodotti dell'Unione europea sui quali è intenzionato ad imporre dazi del 100%.

**Nel frattempo, nella prima parte dell'anno in corso, continua la buona intonazione del ciclo economico statunitense, con un mercato del lavoro che consolida la sua forza e un ottimismo crescente, sia dei produttori sia dei consumatori. In questo contesto si è reso inevitabile l'emergere di qualche tensione inflazionistica**. Infatti, a febbraio, l'occupazione ha registrato un incremento di +235.000 unità, quasi essenzialmente dovuto al settore privato, in linea con la tendenza del mese precedente di +238.000 unità (rivisto da +227.000) e superiore alle attese (+200.000). **Il tasso di disoccupazione è ritornato a +4.7%, sempre più prossimo al livello di pieno impiego valutato intorno a +4-4.5%**.

**Dal lato dell'offerta, a parte una dinamica della produzione industriale che stenta a riprendersi**, dopo il ritracciamento di gennaio dovuto alle condizioni atmosferiche rigide di inizio anno che hanno bloccato l'attività produttiva, **tutti gli altri indicatori sono molto positivi**. In particolare, gli ordini di beni durevoli, aumentati di +1.7% m/m, +0.4% m/m se si escludono i trasporti, e gli indici di fiducia dei produttori. L'ISM, sia relativo al settore manifatturiero sia dei servizi, continua la sua corsa, portandosi a 57.7 e 57.6 rispettivamente, sempre più stabilmente sopra la soglia dei 50 punti, zona di espansione dell'attività produttiva. E ancor più importante, perché relativo al mese di marzo, l'indice NAPM si è attestato a 57.7, contro un'aspettativa di un calo a 56.9. Ricordiamo che a febbraio aveva già registrato un forte balzo a 57.4 da 50.3 del mese precedente.

**Dal lato della domanda, la forza dei consumi va considerata in termini prospettici, perché non emerge dalle vendite al dettaglio di febbraio, aumentate solo di +0.1 m/m, ma dalla fiducia dei consumatori ai massimi da sedici anni**: il Conference Board, dopo l'incremento consistente di febbraio a 116.1 (rivisto da 114.8) da 111.6, ha replicato a marzo con un balzo senza precedenti a 125.6. Le aspettative erano per un ridimensionamento a 114.

**A fronte di un rafforzamento della crescita economica è inevitabile che aumentino le pressioni inflazionistiche**. A febbraio, l'indice dei prezzi PCE (*Personal Consumption Expenditures*) si è portato a +2.1% a/a, pur con una dinamica mensile più contenuta (+0.1% m/m) rispetto a gennaio (+0.4% m/m), e il *core*, che esclude le componenti più volatili di energia e alimentari, ha mantenuto una crescita tendenziale di +1.8% a/a, a ridosso dell'obiettivo della Fed del 2%. Il CPI (*Consumer Price Index*), meno considerato dalla Banca Centrale, ma pur sempre importante, ha registrato un +2.7% a/a, il livello più alto dal 2012; il CPI *core* è a +2.2% a/a. Il deflatore del PIL nel quarto trimestre del 2016 è stato rivisto al rialzo a +2.1% t/t (da +2% t/t della prima revisione), quando nel trimestre precedente era a +1.4%.

## USA

*Aumentano le pressioni inflazionistiche*

**La forza del mercato del lavoro si fa sentire ancora una volta sui salari orari**, il cui tasso tendenziale è aumentato a +2.8% a/a da +2.6% a/a di gennaio. Questi dati dimostrano che **l'inflazione, rimasta stabile per buona parte del 2016, nell'autunno dell'anno scorso ha iniziato una tendenza rialzista che si è accentuata nei primi mesi dell'anno in corso** e che giustifica il rialzo di 25 punti base deciso dalla Fed alla riunione del 15 marzo.

**Alla luce della forza del mercato del lavoro e dell'intensificarsi dei rischi inflazionistici, assegniamo una maggiore probabilità (70% - Scenario C) che dopo il rialzo dei tassi ufficiali a marzo, la Fed ora prosegua sulle linee guida dettate a dicembre del 2016, con altri due aumenti dei tassi ufficiali, di 25 punti base ciascuno, a giugno e a settembre dell'anno in corso.**

**In Giappone, la revisione dei dati relativi al quarto trimestre del 2016 ha portato ad un aggiustamento verso l'alto della variazione trimestrale a +0.3% t/t da +0.2% t/t del preliminare**, lasciando però invariata quella tendenziale a +1.6%. Ciò è dovuto ad una migliore dinamica degli investimenti fissi che sono aumentati di +0.8% t/t rispetto a +0.3% t/t del preliminare. **Resta, pertanto, confermato il lento recupero dell'economia giapponese, trainata più dal canale estero**, con un contributo alla crescita di +0.2% t/t grazie ad una ripresa del ciclo economico a livello internazionale, che dalla domanda interna.

**I nuovi dati mensili dimostrano un proseguimento della ripresa del ciclo economico giapponese, anche se ancora molto timida.** In febbraio, il tasso di disoccupazione si è attestato a +2.8% dal 3% del mese precedente, contro un'aspettativa di invarianza. Questo **buon risultato del mercato del lavoro** si riflette positivamente sui consumi: quelli privati hanno registrato un forte incremento di +6.2% m/m, dopo qualche incertezza a gennaio (-1.1% m/m) e le vendite al dettaglio hanno mantenuto la dinamica mensile a +0.2% m/m. L'indice di fiducia dei consumatori si è aggiustato solo leggermente verso il basso a 43.1 da 43.2 del mese precedente.

**Da lato dell'offerta, resta qualche ombra.** In febbraio, la produzione industriale è aumentata di +2% m/m, ben al di là delle aspettative (+1.2% m/m), tuttavia questo buon dato viene oscurato dal forte calo degli ordini di macchinari di gennaio, con un pesante -3.2% m/m, e un'ampia correzione al ribasso del brillante dato del mese precedente da +6.7 m/m a +2.1% m/m. Inoltre, a marzo il PMI manifatturiero testimonia un ridimensionamento della fiducia dei produttori, attestandosi a 52.4 da 53.3, a fronte di un'aspettativa di miglioramento. Restando, in ogni caso, al di sopra della soglia dei 50 punti, dimostra comunque un'attività economica in espansione.

**Qualche piccolo miglioramento proviene dagli indicatori di prezzo, che hanno superato lo zero, anche se di poco:** in febbraio, la variazione tendenziale del CPI globale si è attestata a +0.3% m/m e quella *core* a +0.2% a/a da +0.1% m/m di gennaio.

**In conclusione, dall'analisi dei dati mensili emerge uno scenario un po' più promettente per il futuro dal lato dei consumi, l'anello debole del ciclo economico giapponese. Tuttavia, coerente con i progressi troppo limitati, la Banca Centrale del Giappone ha mantenuto invariata la propria politica monetaria ultra espansiva e proseguirà su questa linea ancora a lungo.**

**Per l'Area Euro**, sono disponibili i dati trimestrali anche delle componenti del PIL per il quarto trimestre del 2016. **A livello complessivo, la crescita si conferma a +0.4% t/t e +1.7% a/a. Pur con una limatura rispetto al trimestre precedente (a +1.8% a/a), il PIL dell'Area Euro mantiene un buon passo di crescita. I consumi consolidano la loro dinamica** con un incremento congiunturale di +0.4% (da +0.3% del trimestre precedente), restando la componente che contribuisce maggiormente (+0.2% t/t) alla crescita del PIL.

**Molto positive le indicazioni provenienti dagli investimenti fissi che hanno invertito la tendenza** con un importante incremento di +0.6% t/t, dopo un -0.7% del terzo trimestre.

Sul fronte del canale estero, **le esportazioni e le importazioni rimangono abbastanza bilanciate**, aumentando di +1.5% t/t e +2% t/t, rispettivamente. Il miglioramento della domanda a livello internazionale ha supportato le prime, ma la ripresa interna ha spinto

## GIAPPONE

*La ripresa rimane timida*

## AREA EURO

*La fiducia dei produttori e consumatori ai massimi degli ultimi 6 anni*

verso l'alto anche le seconde, implicando un contributo leggermente negativo (-0.1% t/t) della componente delle esportazioni nette alla crescita del PIL.

**I dati mensili disponibili danno indicazioni sull'evoluzione dello scenario nella prima parte dell'anno in corso e dimostrano una partenza più brillante dal lato dell'offerta che da quello della domanda.** A gennaio, infatti, la produzione industriale ha registrato un incremento di +0.9% m/m, anche se non abbastanza forte da battere le attese (+1.3% m/m), e il dato del mese precedente, pur rimanendo negativo, è stato rivisto al rialzo a -1.2% m/m da -1.6% m/m. La nota dolente resta il settore delle costruzioni che ha registrato un preoccupante -2.3% m/m, tuttavia la **buona intonazione degli indici di fiducia dei produttori a marzo**, lascia presagire un recupero. Infatti, **dall'inizio dell'anno in corso, il PMI sta proseguendo il trend positivo, allontanandosi sempre di più dalla soglia dei 50 punti**, spartiacque tra la zona di contrazione (sotto 50) e quella di espansione (sopra 50) dell'attività produttiva. **Ha raggiunto livelli massimi degli ultimi 6 anni:** l'indice relativo al settore manifatturiero si è portato, infatti, a quota 56.2 da 55.4 di febbraio e quello dei servizi a 56.5 da 55.5. Per entrambi gli indicatori le aspettative erano a favore di una sostanziale invarianza. L'**ESI (Economic Sentiment Indicator)**, che esprime la fiducia sia dei produttori sia dei consumatori, ha aggiustato leggermente verso il basso a 107.9 da 108, ma va ricordato che **è ai livelli massimi da aprile 2011**, con un lieve miglioramento anche per la componente dei consumatori.

**Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio, pur migliorando, non sono riuscite a invertire la tendenza negativa in atto da qualche mese.** A gennaio hanno registrato un calo di -0.1% m/m, dopo il -0.5% m/m di dicembre (rivisto da -0.3% m/m) e -0.6% m/m di novembre. **Tuttavia, in termini prospettici i consumi dovrebbero beneficiare delle buone condizioni del mercato del lavoro: a gennaio, il tasso di disoccupazione si è confermato a 9.6%, il livello minimo degli ultimi 8 anni.**

**Sul fronte dei prezzi, osservati speciali, sono giunti segnali di ridimensionamento dell'inflazione, dando ragione per il momento alla BCE che i recenti rialzi avevano carattere temporaneo.** A marzo, infatti, il dato preliminare (stima flash) dell'indice globale dei prezzi al consumo (HCPI) ha corretto verso il basso, registrando una variazione tendenziale di +1.5% a/a da +2% a/a di febbraio e l'indice *core* (che esclude le componenti più volatili dell'energia e degli alimentari) a 0.7% a/a da +0.9% a/a. Tenendo conto che il prezzo del petrolio è sceso sotto i 55 dollari al barile e che difficilmente potrà superare questa soglia nei prossimi mesi, l'inflazione dell'Area Euro dovrebbe mantenersi sotto l'obiettivo della BCE del 2%, tanto più che **nella seconda parte dell'anno la serie dei prezzi dovrebbe beneficiare di un confronto con il 2016 meno sfavorevole. Pertanto, riteniamo poco probabile che la BCE inizi a considerare l'eventualità di un Tapering dopo le elezioni francesi in caso di sconfitta delle forze estremiste anti-europeiste. A nostro avviso è più probabile che, pur confermando il QE fino a fine 2017, non consideri più una sua eventuale estensione oltre questo orizzonte.**

**In Germania**, non ci sono nuove informazioni dai dati trimestrali. I risultati del quarto trimestre del 2016 erano già noti a fine febbraio. Il PIL tedesco è aumentato di +0.4% t/t e +1.8% a/a, dovuto al supporto delle componenti interne, mentre il canale estero ha sottratto crescita per una dinamica delle importazioni più incisiva di quella delle esportazioni.

Germania

**I nuovi dati mensili testimoniano che l'economia tedesca ha iniziato l'anno in corso con una maggiore forza della domanda più che dell'offerta.** A febbraio, infatti, le vendite al dettaglio hanno registrato un sostanzioso incremento di +1.8% m/m, contro un'aspettativa più moderata di +0.7% m/m, mentre dal lato dell'offerta, a parte il buon risultato della produzione industriale, escluse le costruzioni, **vacillano gli ordini all'industria.** In particolare, a gennaio la produzione industriale è aumentata di +2.8% m/m, in linea con le attese, compensando il cattivo dato di dicembre (-2.4% m/m). A questo successo non ha partecipato il settore delle costruzioni con un calo di -1.3% m/m, dopo quello già pesante di dicembre (-2.7% m/m, rivisto da -1.7% m/m). Dall'altro lato, gli ordini all'industria sono letteralmente crollati, con una diminuzione di -7.4% m/m, che ha vanificato il progresso di dicembre (+5.2% m/m). Le aspettative erano in tal senso (-2.5% m/m), ma non in termini così ampi. **Dovrebbe trattarsi di un fattore temporaneo, perché la fiducia dei produttori relativa a marzo rimane molto alta:** il PMI manifatturiero ha

registrato un forte incremento a 58.3 da 56.8, contro un'aspettativa di un leggero ridimensionamento a 56.5, e quello dei servizi, pur in termini più limitati, ha seguito la stessa tendenza al rialzo (a 55.6 da 54.4 di febbraio). Anche l'indice Ifo è aumentato a 112.3 da 111.1.

**La forza dell'economia tedesca poggia in ogni caso su basi solide, grazie alle buone condizioni del mercato del lavoro**, che ha registrato un ulteriore calo del tasso di disoccupazione a 5.8% da 5.9%.

Sul fronte dei prezzi, dopo la fiammata inflazionistica di febbraio che aveva portato il HCPI in termini tendenziali a +2.2% a/a, a marzo le tensioni si sono ridimensionate, con una crescita tendenziale dell'indice di +1.5% a/a. Il *core*, che esclude le componenti più volatili dell'energia e alimentari, è rimasto stabile a +1.1% a/a.

**Lo scenario politico rimane più catalizzato dalle elezioni francesi che da quelle tedesche che si terranno il 24 settembre, perché meno soggette a rischi anti-europeisti.** Come già sottolineato il mese precedente, la sfida sarà probabilmente tra l'attuale Cancelliera Merkel, al suo quarto mandato, del partito di centro destra CDU, e Martin Schulz del partito socialdemocratico. Il partito di destra radicale AfD che, con il suo programma di euroscetticismo, anti-immigrazione e anti-Islam, ha ottenuto più consensi del CDU della Merkel alle ultime elezioni statali nel Länder del Meclemburgo-Pomerania Anteriore tenutesi a settembre del 2016, dovrebbe comunque mantenere un ruolo marginale.

**In Francia, la revisione dei dati del quarto trimestre del 2016 ha confermato la ripresa economica registrata nell'ultima parte dell'anno scorso, apportando solo pochi aggiustamenti.** Pur con una limatura della crescita tendenziale del PIL a +1.1% a/a dal precedente +1.2% a/a, resta il progresso dell'economia francese rispetto a +0.9% a/a (rivisto al ribasso da +1% a/a) del terzo trimestre del 2016. **La revisione ha interessato principalmente la voce delle esportazioni con un ridimensionamento della dinamica a +1.3% t/t da +1.9%. Rimane, in ogni caso, un buon dato, perché rafforza la tendenza positiva emersa nel trimestre precedente (+0.8% t/t)** e, a fronte di una crescita congiunturale delle importazioni limitata a +0.9% t/t (rivisto da +1% t/t), il canale estero nel suo complesso è riuscito comunque a contribuire positivamente (+0.1% t/t) alla crescita del PIL.

Francia

Il decumulo di scorte più accentuato (-0.2% t/t) rispetto a prima della revisione (-0.1% t/t) dovrebbe favorire una maggiore crescita nei prossimi trimestri per l'effetto di ricostituzione del magazzino, anche alla luce della **brillante dinamica dei consumi che si è confermata a +0.6% t/t**. Questa componente rimane la più importante nel contribuire alla crescita del PIL (+0.3% t/t).

**I nuovi dati mensili dimostrano che, pur con una partenza incerta del 2017, la ripresa si va consolidando anche in Francia:** a gennaio, la produzione industriale ha registrato un calo di -0.3% m/m, con un pesante -3.4% m/m delle costruzioni, e le vendite al dettaglio sono diminuite di -0.8% m/m.

Tuttavia, a febbraio i consumi delle famiglie sono aumentati di +1.3% m/m e a marzo gli indici di fiducia delle imprese evidenziano ottimismo, in particolare nel settore dei servizi (il PMI è salito a 58.5 da 56.4).

**Sul fronte dei prezzi, si ridimensionano i rischi inflazionistici: a marzo, l'HCPI si è fermato a +1.4% a/a** e l'indice *core*, disponibile solo per febbraio, ha ridotto la dinamica a +0.3% a/a da +0.7% a/a del mese precedente.

**Si avvicina sempre più la data delle elezioni presidenziali francesi fissate per il 23 aprile e, in caso di ballottaggio, ci sarà il secondo turno l'8 maggio.** Ribadiamo che, con la forza del partito estremista di Le Pen, la Francia rappresenta uno dei focolai più pericolosi di anti-europeismo al quale i mercati finanziari e la BCE guardano con preoccupazione. Tuttavia, **le tensioni che avevano avuto effetti pesanti sui rendimenti dei titoli di Stato, non solo francesi, ma anche dell'intera Area Euro, recentemente si sono smorzate**, perché, pur tenendo in considerazione le sorprese nei recenti esiti elettorali in USA (Trump) e nel Regno Unito (Brexit), **la probabilità di una vittoria di Marine Le Pen al primo turno è bassa e in caso di ballottaggio un'alleanza tra tutte le altre forze politiche dovrebbe riuscire a fronteggiarla.**

**In Italia**, la disponibilità dei dati trimestrali del **quarto trimestre del 2016** anche per le componenti del PIL ci permette un'analisi più approfondita rispetto al mese precedente. **La crescita globale si è confermata a +0.2% t/t, mentre in termini tendenziali ha subito un lieve limatura a +1% a/a dal preliminare di +1.1%. I consumi restano deboli** (+0.1% t/t) non contribuendo alla crescita del PIL. Dall'altro lato, invece, gli **investimenti fissi hanno consolidato la dinamica positiva**, crescendo di +1.3% t/t dopo il +1.5% del trimestre precedente. Restano la componente che contribuisce maggiormente (+0.2% t/t) alla crescita del PIL. **Il canale estero ha avuto un effetto neutro**, con un bilanciamento tra esportazioni (+1.9% t/t) e importazioni (+2.2% t/t). **Le scorte hanno sottratto crescita** per un -0.2% t/t e questo dovrebbe incoraggiare l'attività produttiva dei prossimi trimestri per effetto della ricostituzione del magazzino.

**I dati mensili sono confortanti dal lato della domanda, cosa molto importante visto la debolezza dei consumi in chiusura del 2016, mentre dal lato dell'offerta l'inizio del 2017 presenta incertezza e solo i dati positivi sulla fiducia dei produttori di febbraio e marzo lasciano uno spiraglio alla ripresa.** Infatti, a gennaio, le vendite al dettaglio hanno registrato un brillante +1.4% m/m invertendo la tendenza negativa di dicembre (-0.5% m/m) e la fiducia dei consumatori di marzo è aumentata a 107.6 da 106.6 del mese precedente. Al contrario, sempre a gennaio, la produzione industriale, le costruzioni e gli ordini all'industria hanno registrato cali accentuati di -2.3%, -3.8% e -2.9% m/m, rispettivamente. Tuttavia, in base agli indicatori di fiducia dei produttori riferiti a febbraio e marzo, si può guardare al futuro con minore pessimismo: in febbraio il PMI, sia manifatturiero sia dei servizi, è aumentato in modo sostanziale (a 55 da 53 e a 54.1 da 52.4, rispettivamente) e l'indice di fiducia delle imprese manifatturiere di marzo ha raggiunto quota 107.1 da 106.4 del mese precedente.

**Sul fronte dei prezzi, anche l'Italia ha dimostrato un ridimensionamento dell'inflazione:** in marzo l'HCPI si è attestato a +1.3% a/a da +1.6% a/a di febbraio e l'indice core si è confermato a +0.6% a/a.

**La manovra correttiva da 3.4 miliardi di euro, imposta dalla Commissione Europea per riportare il rapporto deficit/PIL al 2.2% ed evitare la procedura di infrazione, e la ripresa più incerta rispetto agli altri paesi dell'Area Euro hanno contribuito all'aumento dei rendimenti sui titoli di Stato italiani. Difficilmente sarà possibile invertire la tendenza nei prossimi mesi.**

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

## GLI SCENARI

### A (20%)

**USA:** I rischi inflazionistici derivanti dal mercato del lavoro con salari orari al di sopra del 3% tendenziale, un'inflazione oltre l'obiettivo del 2%, una politica fiscale fortemente espansiva e un conseguente brillante passo di crescita dell'economia intorno al 2.5/3%, **impongono alla Fed un percorso di politica monetaria più restrittivo, rispetto a quanto annunciato alla riunione di dicembre 2016. Oltre al rialzo di marzo, nel 2017 la BC americana ne attua altri tre, ciascuno di 25 punti base, a giugno, settembre e dicembre.** L'economia vicina al pieno impiego, stimolata da interventi espansivi sul fronte fiscale, deve essere inequivocabilmente frenata dalla politica monetaria per mantenere il controllo delle aspettative inflazionistiche.

**Area Euro:** Il raggiungimento dell'obiettivo del 2% di inflazione prima del previsto induce la BCE a usare toni più cauti sul mantenimento del QE fino a fine 2017 e iniziare a valutare la possibilità di un *Tapering* (ridimensionamento del QE). L'economia continua stabilmente su di un passo di crescita positivo intorno a +2%. **Le elezioni in Francia sono superate con una non-vittoria delle spinte estremiste di uscita dall'euro**, ma i rendimenti restano in tensione per l'effetto di trasmissione dagli USA, che sarà più incisivo rispetto allo scenario C per la politica della Fed più restrittiva. In Italia, pur con il proseguimento dell'attuale legislatura, lo spettro di elezioni anticipate e, quindi, la battuta di arresto del processo di riforme strutturali penalizzano a maggior ragione il rendimento sui BTP: il decennale può superare il 2.5%, con uno spread verso il Bund sopra i 200 punti base.

### B (10%)

**USA:** La politica fiscale ottiene minori effetti espansivi di quanto atteso. L'economia continua ad un passo di crescita debole intorno a 1.5% per **l'impatto negativo del protezionismo di Trump**, delle conseguenti ritorsioni da parte degli altri Paesi e degli effetti restrittivi indiretti di rendimenti elevati, che incorporano il maggiore rischio sul debito pubblico americano utilizzato per finanziare le agevolazioni fiscali. A fronte di questo quadro di debolezza economica, **la Fed attua un solo rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base a giugno** in un'ottica di semplice normalizzazione.

**Area Euro:** Prevalgono le spinte estremiste di uscita dall'euro, sia in Francia, sia in Italia, dove le elezioni anticipate con la legge elettorale vigente, **generano instabilità politica** con un risultato elettorale tripolare. **I rendimenti dell'intera area ne risentono pesantemente perché viene messa in discussione la sopravvivenza dell'euro stesso.** Nonostante la politica monetaria espansiva della BCE, che allunga la quantità/durata del QE, e una maggiore flessibilità concessa alla politica fiscale dei Paesi periferici, per mitigare le spinte populiste, **l'economia rimane debole con crescita sotto l'1.5%**, penalizzata da alti rendimenti. Quello del BTP decennale può raggiungere 2.7-2.8%, con uno spread verso il Bund intorno a 200 punti base.

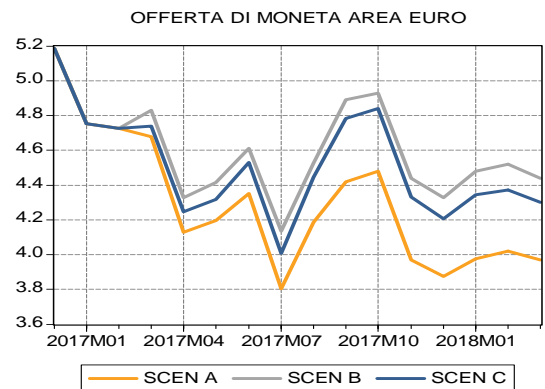
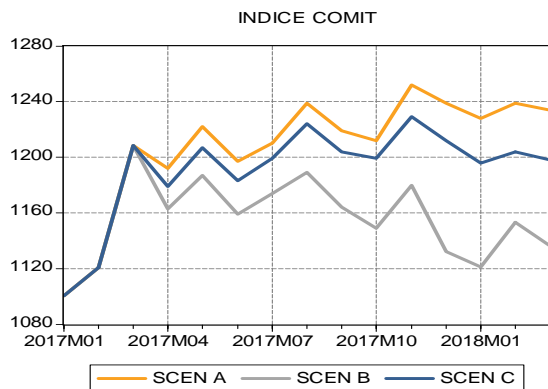
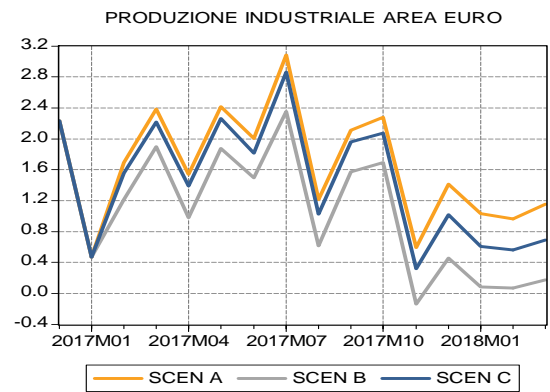
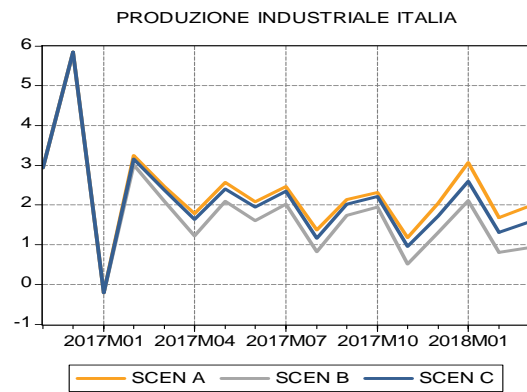
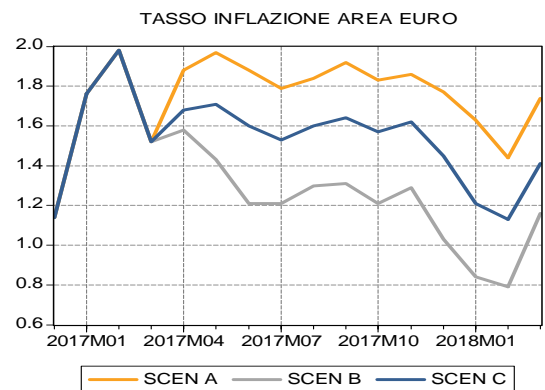
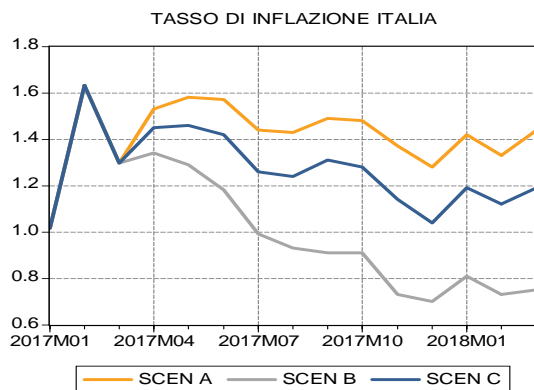
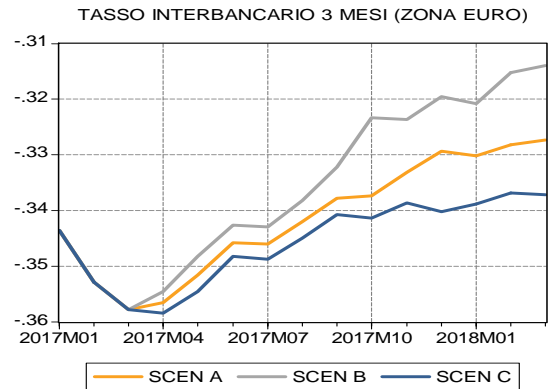
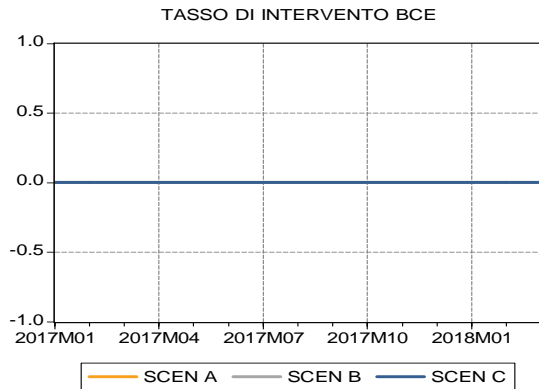
### C (70%)

**USA:** La politica fiscale espansiva genera tensioni inflazionistiche. **Pur con un passo di crescita dell'economia intorno al 2%, la Fed** segue un percorso di politica monetaria restrittivo, ma meno incisivo rispetto allo scenario A. In linea con quanto annunciato alla riunione di dicembre del 2016, **nel 2017 aumenta i tassi di riferimento due volte, a giugno e a settembre, di 25 punti base ciascuno**, per controllare le aspettative inflazionistiche future. Successivamente, tenendo conto degli effetti restrittivi indiretti dei rendimenti elevati, che incorporano il maggiore rischio sul debito pubblico americano, è attesa una pausa di riflessione per avere conferma sull'effettivo impatto della suddetta politica fiscale.

**Area Euro:** La tornata elettorale in Francia viene superata con una non-vittoria delle spinte estremiste di uscita dall'euro e induce la BCE ad usare toni più cauti sulla politica monetaria. **Pur confermando il QE fino a fine 2017, la BCE non considera più una sua eventuale estensione oltre questo orizzonte.** L'economia continua stabilmente su di un passo di crescita moderato intorno all'1.5-2% e l'inflazione rimane sotto il 2%. **I rendimenti dell'intera area risentono comunque dell'effetto di trasmissione dagli Stati Uniti.** In Italia, pur con il proseguimento dell'attuale legislatura, lo spettro di elezioni anticipate e, quindi, la battuta di arresto del processo di riforme strutturali penalizzano il rendimento del BTP decennale che può raggiungere il 2.5%, con uno spread verso il Bund tra 190 e 200 punti base.

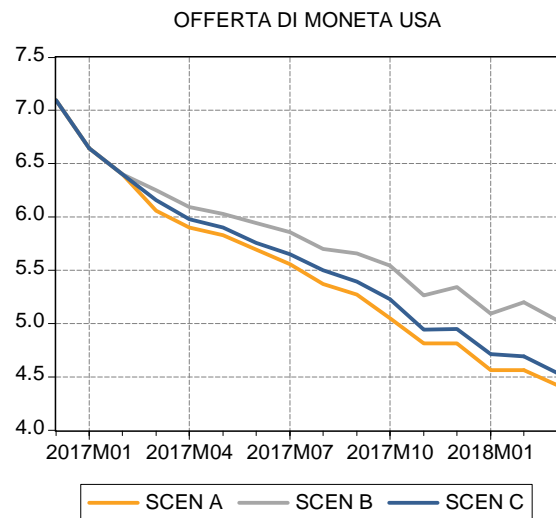
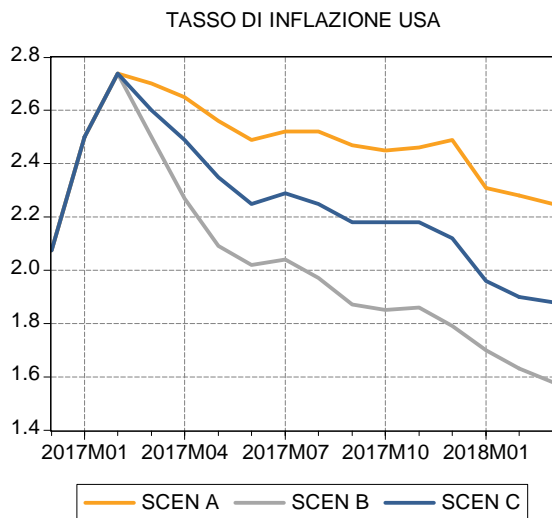
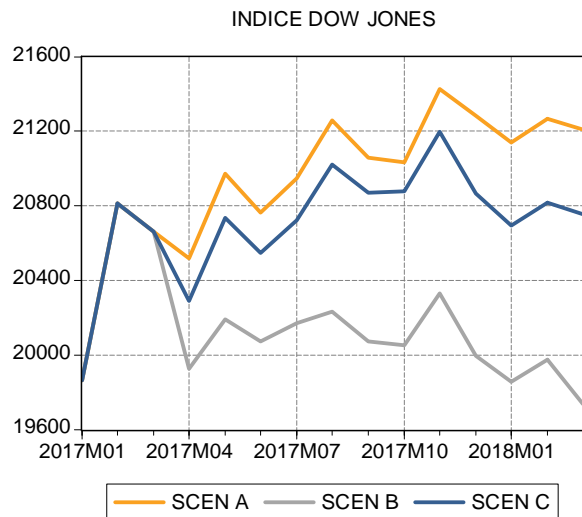
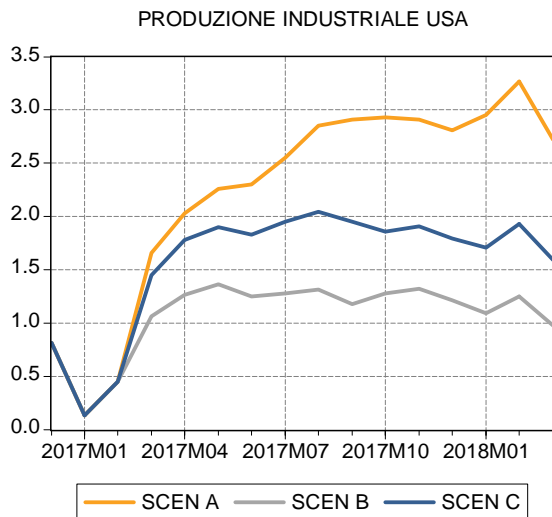
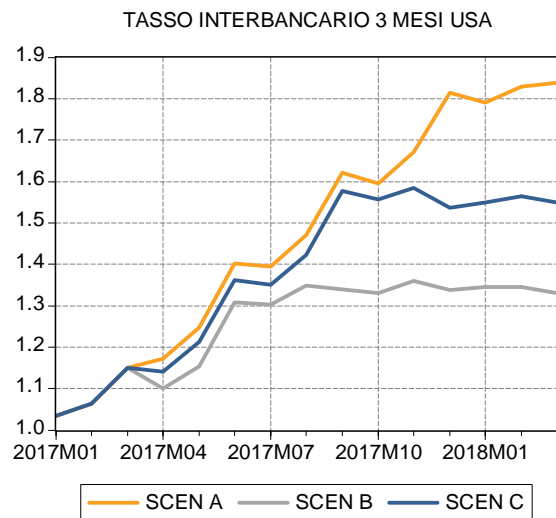
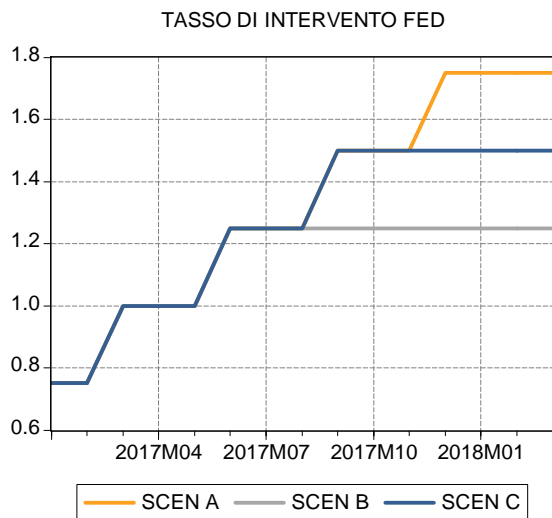
# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

## Dati mensili



# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

## Dati mensili



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

I saggi interbancari europei sono rimasti stabili anche a marzo 2017: per la scadenza a 1 mese il tasso è arrivato a -0.39%, il 3 mesi a -0.36% e quello a 6 mesi a -0.2%. **Al momento riteniamo molto probabile che la tornata elettorale in Francia si risolva con la non-vittoria delle spinte anti-europeiste, pertanto la BCE, pur non parlando ancora di Tapering, inizierà a usare toni più cauti circa la possibile estensione del QE oltre la fine del 2017.** In ogni caso l'intervento sui tassi d'interesse continua a essere improbabile e temporalmente lontano anche dall'ipotetica fine del QE, pertanto **i saggi interbancari dovrebbero mantenersi sui livelli attuali per l'intero periodo predittivo in tutti e tre gli scenari delineati.**

TASSI  
INTERBANCARI

In febbraio i tassi della struttura a termine italiana hanno tutti corretto al rialzo di 10-20 punti base circa, dopo l'intervento restrittivo della Fed anticipato a marzo. Il 3 anni si è portato a +0.41% da +0.39%, il 5 anni a +1.11% da +0.96%, il 7 anni a +1.72% da +1.65% e il 10 anni a +2.34% da +2.13%. **Nello scenario C s'ipotizza che la Fed innalzi i tassi di riferimento ancora due volte, in giugno e in settembre, e che la BCE decida di usare toni più cauti sulla politica monetaria, dopo la non-vittoria del fronte anti-europeista alle elezioni francesi. I rendimenti dell'intera area risentono comunque dell'effetto di trasmissione dagli Stati Uniti e l'Italia è maggiormente penalizzata dallo spettro di elezioni anticipate. I rendimenti italiani sono, quindi, visti in rialzo a +0.53% il 3 anni, a +1.21% il 5 anni, a +1.81% il 7 anni e a +2.50% il 10 anni alla fine dell'orizzonte di previsione.** Nello scenario A, nel quale di s'ipotizzano ulteriori tre rialzi da parte della Fed, toni più cauti sul mantenimento del QE fino a fine 2017 e una prima valutazione sull'eventuale Tapering da parte della BCE, per il raggiungimento dell'obiettivo del 2% d'inflazione prima del previsto, i rendimenti italiani sono attesi su livelli più alti (+0.86% il 3 anni, +1.49% il 5 anni, +2.04% il 7 anni e +2.76% il 10 anni a marzo 2018). Nello scenario B, la Fed decide di fare un solo rialzo a giugno, poiché la politica fiscale di Trump si rivela meno espansiva di quanto atteso. In Europa, inoltre, prevalgono le posizioni estremiste ed è messa in discussione la stessa sopravvivenza dell'euro. Questo, insieme all'aumento dei rendimenti dei titoli statunitensi, determina un incremento più marcato dei tassi della struttura a termine italiana (rispettivamente +0.92%, +1.55%, +2.15% e 2.85% alla fine del periodo).

STRUTTURA A  
TERMINE

In gennaio i tassi medi sui depositi (+0.4%) e sui prestiti (+2.9%) sono rimasti stabili rispetto al mese precedente. **In tutti e tre gli scenari delineati, i tassi bancari sono visti pressoché invariati per tutto il periodo predittivo:** quello medio sui depositi a marzo 2018 potrebbe essere pari allo 0.5% e quello sui prestiti al 2.9%.

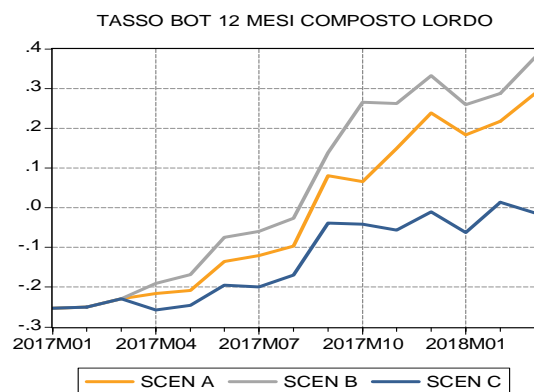
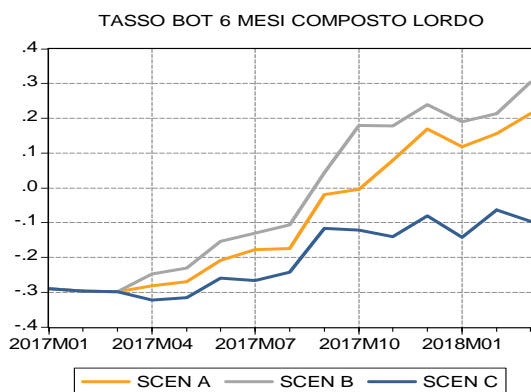
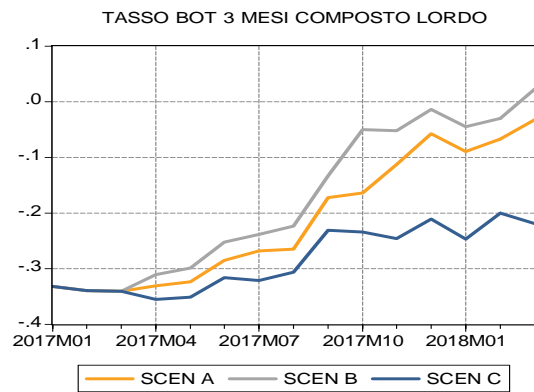
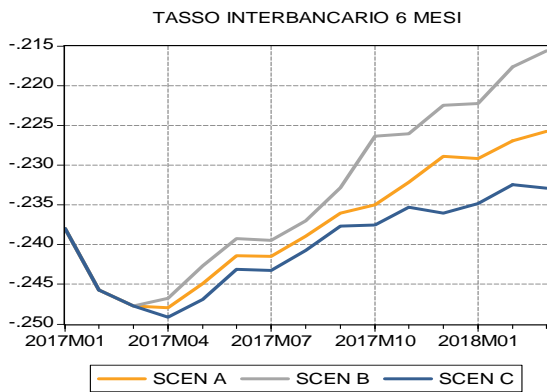
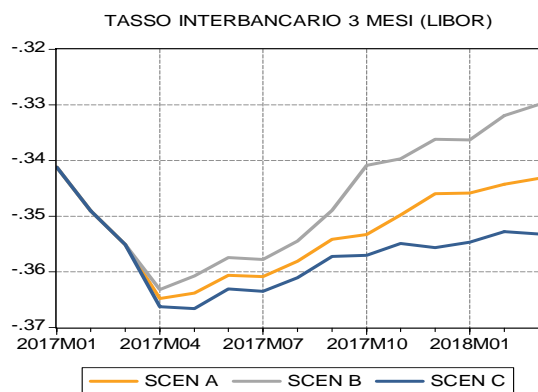
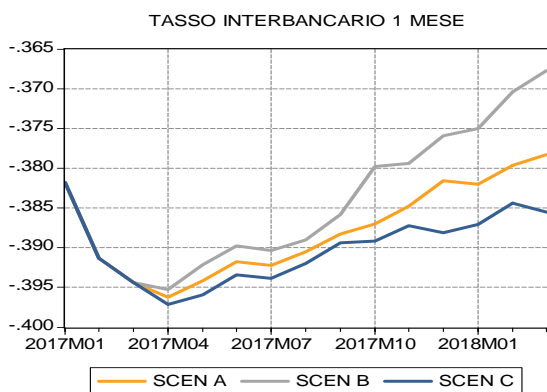
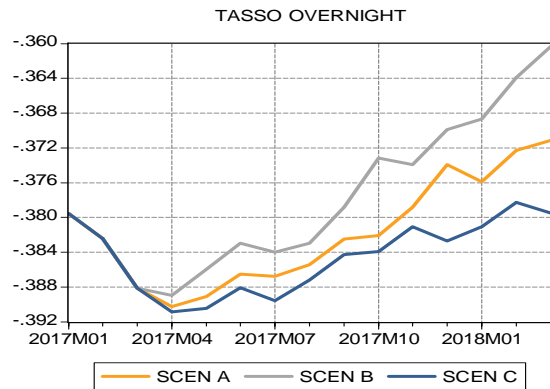
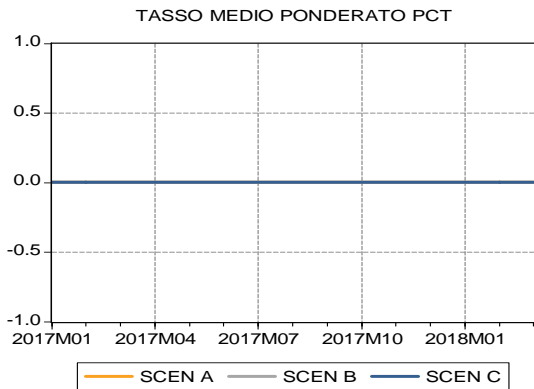
TASSI BANCARI

In gennaio i prestiti totali, sono tornati a contrarsi pesantemente (-1.5% a/a) dopo la lieve ripresa di dicembre (+0.4% a/a). Nello stesso mese i depositi totali sono nuovamente cresciuti (+2.7% a/a) nonostante avessero già accelerato in dicembre (+4.9% a/a). **In base ai risultati delle simulazioni, in tutti gli scenari la dinamica dei prestiti totali dovrebbe rimanere negativa nel 2017, ma in continuo miglioramento** (+0.6% a/a in C, +0.8% a/a in A e +0.1% a/a in B, a marzo 2018). La raccolta, invece, in tutti gli scenari, dovrebbe mantenersi positiva e brillante per tutto il periodo predittivo (+2.2% a/a, +2.6% a/a e +1.6% a/a rispettivamente in C, A e B).

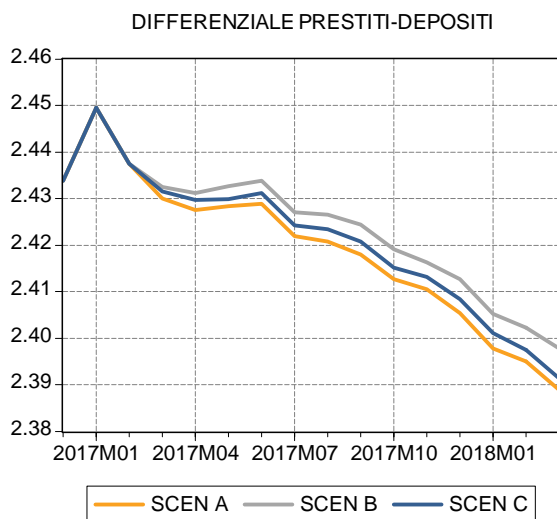
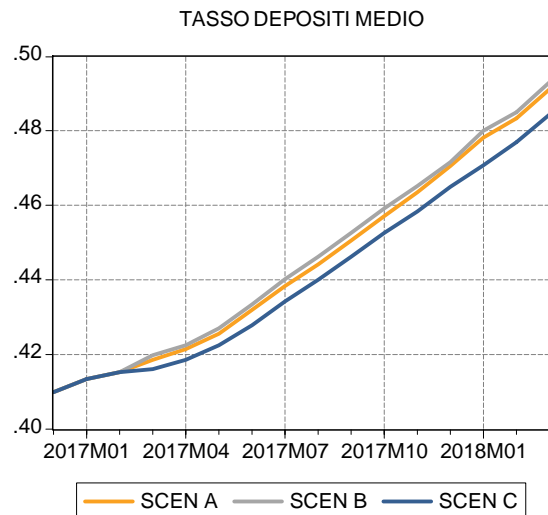
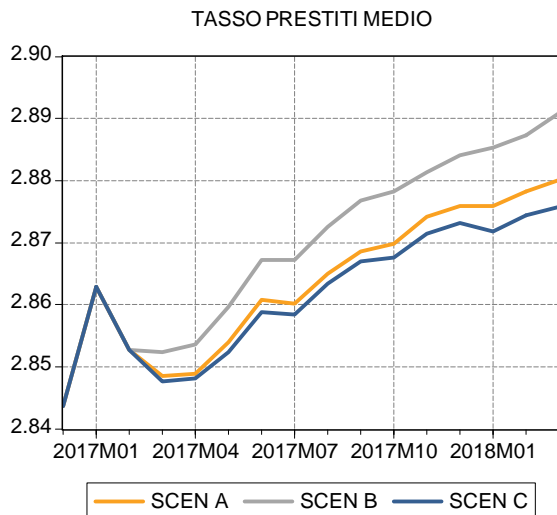
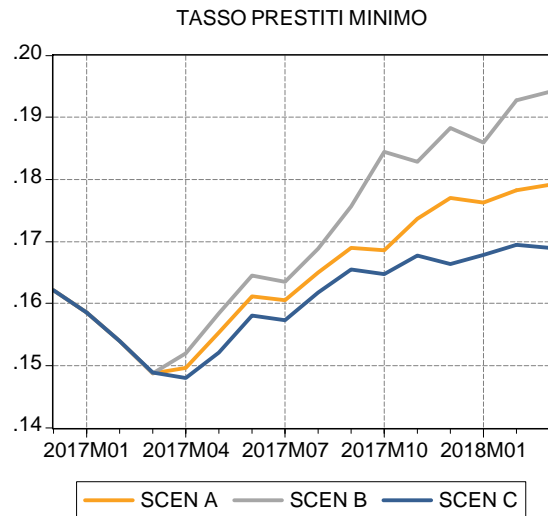
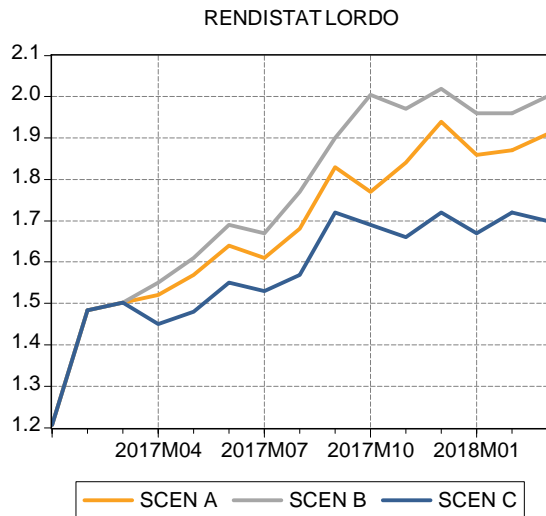
VOLUMI

# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

## TASSI - Dati mensili

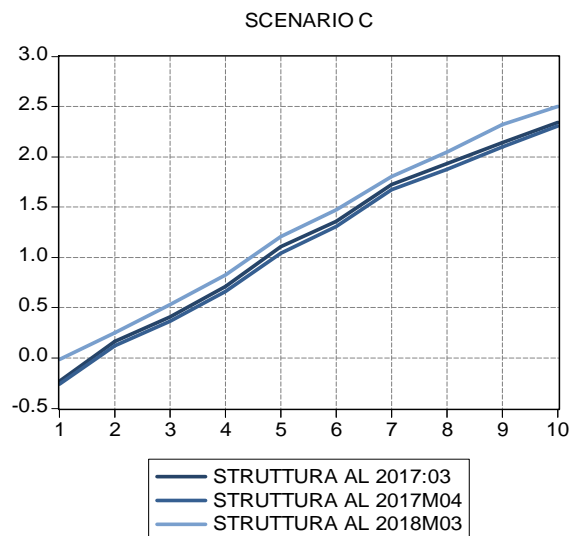
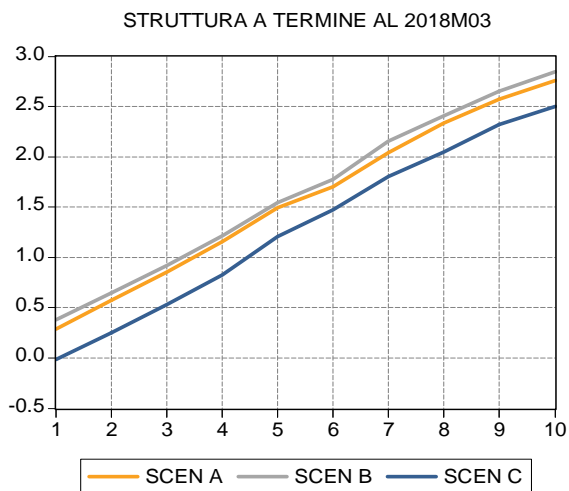
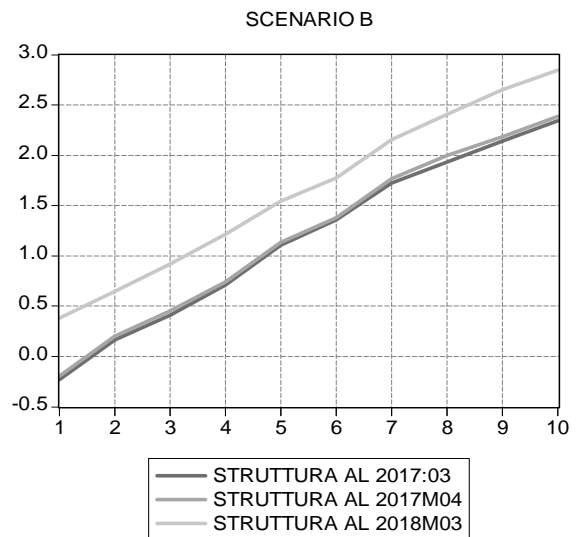
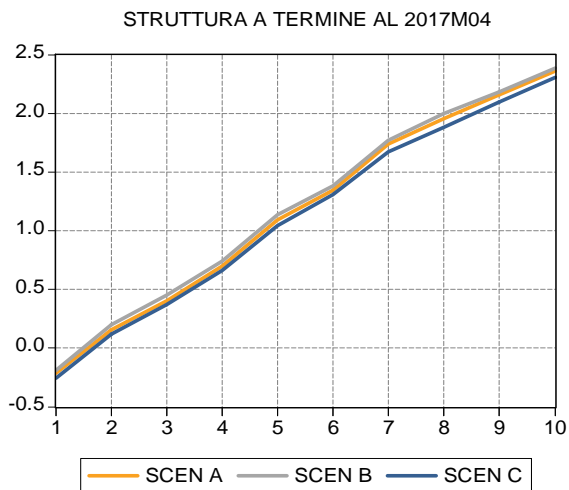
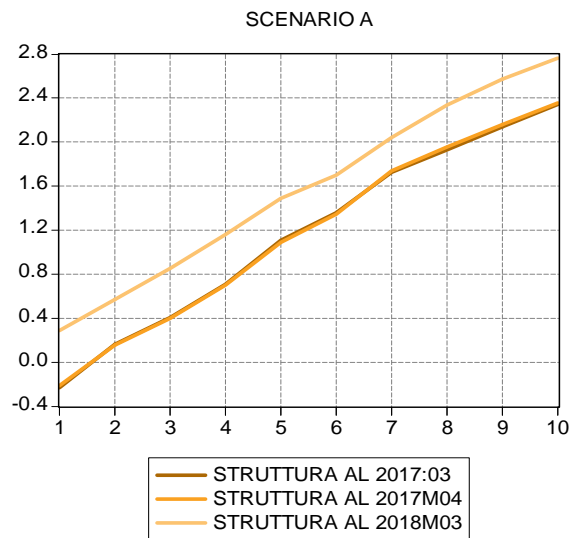
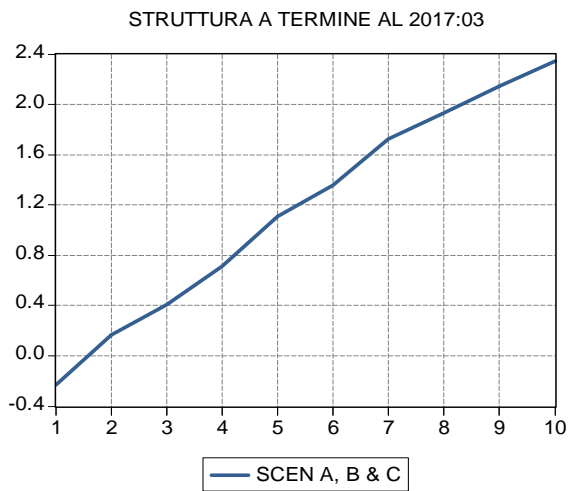


## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



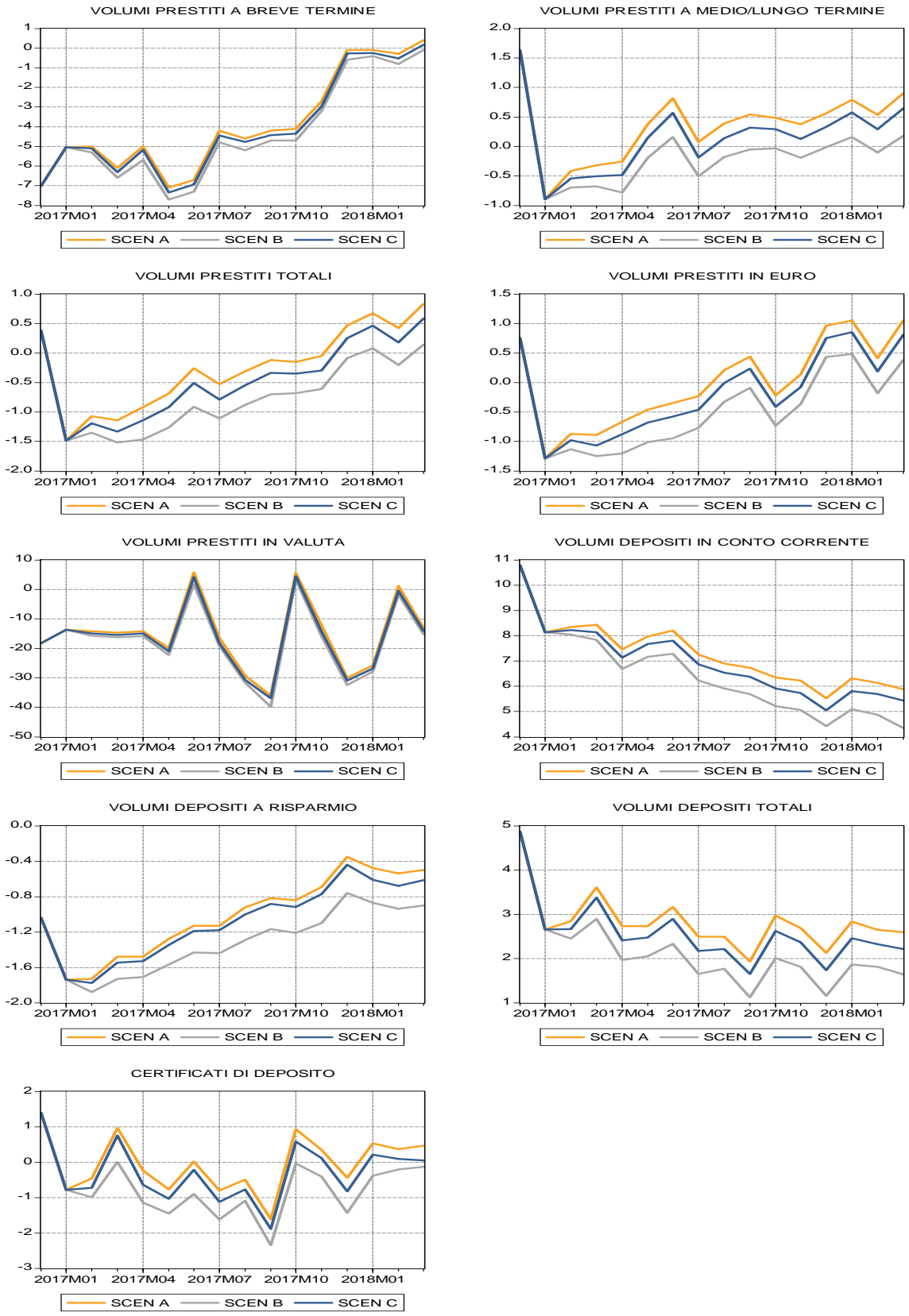
# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

## STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

## VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



SCENARIO A	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	
<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 COMIT (livello)	965	1013	995	1124	1101	1121	1208	1192	1222	1197	1210	1239	1219	1212	1252	1239	1228	1239	1234	1234
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.1	1.2	2.9	5.8	-0.2	3.2	2.5	1.8	2.6	2.1	2.5	1.4	2.1	2.3	1.2	2.0	3.1	1.7	2.0	2.0
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.1	-0.1	0.1	0.5	1.0	1.6	1.3	1.5	1.6	1.6	1.4	1.4	1.5	1.5	1.4	1.3	1.4	1.3	1.4	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	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37
T. Interb. 1m lett.	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 3m lett.	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34
T. Interb. 6m lett.	-0.21	-0.21	-0.22	-0.22	-0.24	-0.25	-0.25	-0.25	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23
T. Depositi medio	0.42	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	0.44	0.45	0.46	0.46	0.47	0.48	0.48	0.48	0.49
T. Prestiti medio	2.96	2.94	2.91	2.84	2.86	2.85	2.85	2.85	2.85	2.86	2.86	2.87	2.87	2.87	2.87	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88
T.prest. medio - T.dep. medio	2.54	2.52	2.50	2.43	2.45	2.44	2.43	2.43	2.43	2.43	2.42	2.42	2.42	2.41	2.41	2.41	2.40	2.39	2.39	2.39
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(*)</sup>	-0.31	-0.33	-0.28	-0.35	-0.33	-0.34	-0.34	-0.33	-0.32	-0.29	-0.27	-0.27	-0.17	-0.16	-0.11	-0.06	-0.09	-0.07	-0.03	-0.03
T. BOT comp. lordo 6m	-0.26	-0.30	-0.20	-0.32	-0.29	-0.30	-0.30	-0.28	-0.27	-0.21	-0.18	-0.17	-0.02	-0.01	0.08	0.17	0.12	0.16	0.21	0.21
T. BOT comp. lordo 12m	-0.18	-0.24	-0.22	-0.20	-0.25	-0.25	-0.23	-0.22	-0.21	-0.14	-0.12	-0.10	0.08	0.07	0.15	0.24	0.18	0.22	0.29	0.29
Rendistat lordo	0.73	0.86	1.26	1.17	1.21	1.48	1.50	1.52	1.57	1.64	1.61	1.68	1.83	1.77	1.84	1.94	1.86	1.87	1.91	1.91
Rendistat netto	0.63	0.75	1.10	1.02	1.06	1.30	1.31	1.33	1.37	1.44	1.41	1.47	1.60	1.55	1.61	1.70	1.63	1.64	1.67	1.67
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	0.02	0.26	0.46	0.10	0.34	0.39	0.41	0.40	0.45	0.51	0.46	0.54	0.67	0.65	0.67	0.83	0.75	0.78	0.86	0.86
Rend. BTP a 5 anni	0.34	0.65	0.91	0.66	1.02	0.96	1.11	1.09	1.15	1.20	1.16	1.21	1.37	1.33	1.39	1.50	1.40	1.43	1.49	1.49
Rend. BTP a 7 anni	0.77	1.11	1.46	1.28	1.68	1.65	1.72	1.74	1.78	1.84	1.81	1.84	1.97	1.96	2.01	2.09	2.02	2.04	2.04	2.04
Rend. BTP a 10 anni	1.25	1.68	2.01	1.85	2.30	2.13	2.34	2.36	2.40	2.46	2.42	2.46	2.66	2.61	2.67	2.77	2.71	2.73	2.76	2.76
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2334.851	2328.139	2324.188	2342.116	2310.352	2330.043	2327.188	2321.492	2310.963	2335.706	2306.52	2314.35	2332.05	2324.65	2323.03	2353.12	2325.83	2339.83	2346.50	2346.50
Prestiti in euro	2299.033	2299.557	2288.245	2305.081	2277.739	2299.568	2290.911	2284.334	2288.952	2298.995	2270.636	2285.36	2309.149	2294.50	2291.45	2327.21	2301.66	2309.00	2314.97	2314.97
Prestiti in valuta	35.818	28.583	35.943	37.035	32.613	30.475	36.277	37.158	22.010	36.711	35.887	28.989	22.901	30.149	31.578	25.914	24.176	30.833	31.538	31.538
Prestiti a breve	324.501	321.793	321.701	313.988	318.146	318.157	313.575	311.023	307.969	313.559	314.104	309.755	310.872	308.600	313.015	313.674	317.827	317.203	314.830	314.830
Prestiti a m / l	2010.351	2006.346	2002.487	2028.128	1992.206	2011.886	2013.613	2010.469	2002.993	2022.147	1992.419	2004.591	2021.178	2016.047	2010.010	2039.450	2008.004	2022.627	2031.674	2031.674
Depositi totali	2266.462	2261.369	2251.824	2306.684	2281.293	2316.066	2337.496	2334.769	2301.416	2346.816	2321.190	2310.907	2310.204	2328.532	2312.398	2355.817	2345.853	2377.442	2398.271	2398.271
Depositi in c / c	933.744	949.775	949.673	987.864	961.395	962.888	974.512	994.511	988.065	992.438	1004.931	992.373	996.585	1009.990	1008.838	1042.493	1022.059	1022.010	1031.813	1031.813
Depositi a risparmio	299.091	298.104	297.323	297.920	298.773	299.407	299.433	298.502	297.779	297.053	296.584	297.174	296.638	295.600	295.272	296.877	297.339	297.791	297.936	297.936
Certif. deposito	1033.627	1013.491	1004.827	1020.900	1021.125	1053.770	1063.551	1041.756	1015.572	1057.325	1019.675	1021.360	1016.981	1022.942	1008.288	1016.446	1026.456	1057.642	1068.521	1068.521
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	0.30	0.27	-0.52	0.38	-1.49	-1.07	-1.14	-0.92	-0.69	-0.26	-0.53	-0.31	-0.12	-0.15	-0.05	0.47	0.67	0.42	0.83	0.83
Prestiti in euro	0.56	1.02	-0.87	0.75	-1.29	-0.87	-0.89	-0.67	-0.46	-0.35	-0.23	0.21	0.44	-0.22	0.14	0.96	1.05	0.41	1.05	1.05
Prestiti in valuta	-14.36	-37.43	28.48	-18.31	-13.73	-14.14	-14.72	-14.20	-19.93	5.72	-16.43	-29.25	-36.06	5.48	-12.15	-30.03	-25.87	1.17	-13.06	-13.06
Prestiti a breve	-6.00	-4.35	-6.84	-7.01	-5.04	-5.00	-6.10	-5.00	-7.10	-6.70	-4.20	-4.60	-4.20	-4.10	-2.70	-0.10	-0.10	-0.30	0.40	0.40
Prestiti a m / l	1.39	1.05	0.58	1.63	-0.89	-0.42	-0.32	-0.26	0.37	0.82	0.07	0.39	0.54	0.48	0.38	0.56	0.79	0.53	0.90	0.90
Depositi totali	2.86	2.56	3.21	4.87	2.65	2.84	3.61	2.73	2.73	3.17	2.49	2.49	1.93	2.97	2.69	2.13	2.83	2.65	2.60	2.60
Depositi in c / c	8.96	7.98	9.76	10.78	8.13	8.34	8.43	7.46	7.97	8.21	7.26	6.89	6.73	6.34	6.23	5.53	6.31	6.14	5.88	5.88
Depositi a risparmio	-0.25	-0.23	-0.52	-1.04	-1.74	-1.73	-1.48	-1.48	-1.28	-1.13	-1.13	-0.92	-0.82	-0.84	-0.69	-0.35	-0.48	-0.54	-0.50	-0.50
Certif. deposito	-1.25	-1.28	-1.27	1.39	-0.78	-0.46	0.97	-0.24	-0.77	0.02	-0.80	-0.49	-1.61	0.93	0.34	-0.44	0.52	0.37	0.47	0.47

SCENARIO B	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	965	1013	995	1124	1101	1121	1208	1163	1187	1159	1174	1189	1164	1149	1180	1132	1121	1153	1136
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.1	1.2	2.9	5.8	-0.2	3.0	2.1	1.2	2.1	1.6	2.0	0.8	1.7	2.0	0.5	1.3	2.1	0.8	0.9
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.1	-0.1	0.1	0.5	1.0	1.6	1.3	1.3	1.3	1.2	1.0	0.9	0.9	0.9	0.7	0.7	0.8	0.7	0.8
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36
T. Interb. 1m lett.	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37
T. Interb. 3m lett.	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.33	-0.33
T. Interb. 6m lett.	-0.21	-0.21	-0.22	-0.22	-0.24	-0.25	-0.25	-0.25	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.23	-0.23	-0.23	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22
T. Depositi medio	0.42	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	0.45	0.45	0.46	0.47	0.47	0.48	0.49	0.49
T. Prestiti medio	2.96	2.94	2.91	2.84	2.86	2.85	2.85	2.85	2.86	2.87	2.87	2.87	2.88	2.88	2.88	2.88	2.89	2.89	2.89
T.prest. medio - T.dep. medio	2.54	2.52	2.50	2.43	2.45	2.44	2.43	2.43	2.43	2.43	2.43	2.42	2.42	2.42	2.42	2.41	2.41	2.40	2.40
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(*)</sup>	-0.31	-0.33	-0.28	-0.35	-0.33	-0.34	-0.34	-0.31	-0.30	-0.25	-0.24	-0.22	-0.13	-0.05	-0.05	-0.01	-0.05	-0.03	0.02
T. BOT comp. lordo 6m	-0.26	-0.30	-0.20	-0.32	-0.29	-0.30	-0.30	-0.25	-0.23	-0.15	-0.13	-0.11	0.04	0.18	0.18	0.24	0.19	0.21	0.30
T. BOT comp. lordo 12m	-0.18	-0.24	-0.22	-0.20	-0.25	-0.25	-0.23	-0.19	-0.17	-0.07	-0.06	-0.03	0.14	0.27	0.26	0.33	0.26	0.29	0.38
Rendistat lordo	0.73	0.86	1.26	1.17	1.21	1.48	1.50	1.55	1.61	1.69	1.67	1.77	1.90	2.00	1.97	2.02	1.96	1.96	2.00
Rendistat netto	0.63	0.75	1.10	1.02	1.06	1.30	1.31	1.36	1.41	1.48	1.46	1.55	1.66	1.75	1.72	1.77	1.72	1.72	1.75
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	0.02	0.26	0.46	0.10	0.34	0.39	0.41	0.45	0.49	0.59	0.54	0.59	0.75	0.82	0.79	0.89	0.82	0.85	0.92
Rend. BTP a 5 anni	0.34	0.65	0.91	0.66	1.02	0.96	1.11	1.14	1.18	1.27	1.22	1.27	1.42	1.50	1.47	1.58	1.49	1.50	1.55
Rend. BTP a 7 anni	0.77	1.11	1.46	1.28	1.68	1.65	1.72	1.77	1.83	1.89	1.85	1.89	2.05	2.15	2.09	2.19	2.12	2.12	2.15
Rend. BTP a 10 anni	1.25	1.68	2.01	1.85	2.30	2.13	2.34	2.39	2.45	2.51	2.48	2.53	2.71	2.80	2.77	2.85	2.79	2.80	2.85
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2334.851	2328.139	2324.188	2342.116	2310.352	2323.449	2318.243	2308.605	2297.699	2320.484	2293.07	2301.11	2318.51	2312.31	2310.01	2340.01	2312.20	2318.80	2321.49
Prestiti in euro	2299.033	2299.557	2288.245	2305.081	2277.739	2293.537	2282.589	2272.145	2276.305	2285.152	2258.346	2273.04	2296.964	2282.77	2279.78	2314.99	2288.67	2289.41	2291.26
Prestiti in valuta	35.818	28.583	35.943	37.035	32.613	29.912	35.653	36.460	21.394	35.332	34.727	28.071	21.543	29.538	30.232	25.015	23.528	29.393	30.225
Prestiti a breve	324.501	321.793	321.701	313.988	318.146	317.153	311.906	308.731	305.980	311.543	312.137	307.807	309.249	306.669	311.407	312.104	316.873	314.615	311.594
Prestiti a m / l	2010.351	2006.346	2002.487	2028.128	1992.206	2006.296	2006.337	1999.874	1991.718	2008.942	1980.937	1993.307	2009.258	2005.639	1998.603	2027.904	1995.327	2004.186	2009.895
Depositi totali	2266.462	2261.369	2251.824	2306.684	2281.293	2307.283	2321.253	2317.496	2286.182	2327.708	2302.166	2294.673	2291.846	2306.823	2292.582	2333.442	2323.725	2349.045	2359.321
Depositi in c / c	933.744	949.775	949.673	987.864	961.395	960.222	969.120	987.385	980.652	983.909	995.281	983.368	986.874	999.258	997.821	1031.528	1010.426	1006.985	1011.276
Depositi a risparmio	299.091	298.104	297.323	297.920	298.773	298.950	298.674	297.805	296.904	296.151	295.654	296.064	295.592	294.497	294.053	295.656	296.174	296.140	295.986
Certif. deposito	1033.627	1013.491	1004.827	1020.900	1021.125	1048.111	1053.459	1032.306	1008.625	1047.648	1011.231	1015.241	1009.381	1013.068	1000.708	1006.258	1017.125	1045.920	1052.059
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																			
Prestiti totali	0.30	0.27	-0.52	0.38	-1.49	-1.35	-1.52	-1.47	-1.26	-0.91	-1.11	-0.88	-0.70	-0.68	-0.61	-0.09	0.08	-0.20	0.14
Prestiti in euro	0.56	1.02	-0.87	0.75	-1.29	-1.13	-1.25	-1.20	-1.01	-0.95	-0.77	-0.33	-0.09	-0.73	-0.37	0.43	0.48	-0.18	0.38
Prestiti in valuta	-14.36	-37.43	28.48	-18.31	-13.73	-15.73	-16.19	-15.81	-22.17	1.75	-19.13	-31.49	-39.85	3.34	-15.89	-32.46	-27.86	-1.73	-15.23
Prestiti a breve	-6.00	-4.35	-6.84	-7.01	-5.04	-5.30	-6.60	-5.70	-7.30	-4.80	-5.20	-4.70	-4.70	-3.20	-0.60	-0.40	-0.80	-0.10	-0.10
Prestiti a m / l	1.39	1.05	0.58	1.63	-0.89	-0.70	-0.68	-0.78	-0.19	0.16	-0.50	-0.18	-0.05	-0.04	-0.19	-0.01	0.16	-0.11	0.18
Depositi totali	2.86	2.56	3.21	4.87	2.65	2.45	2.89	1.97	2.05	2.33	1.65	1.77	1.12	2.01	1.81	1.16	1.86	1.81	1.64
Depositi in c / c	8.96	7.98	9.76	10.78	8.13	8.04	7.83	6.69	7.16	7.28	6.23	5.92	5.69	5.21	5.07	4.42	5.10	4.87	4.35
Depositi a risparmio	-0.25	-0.23	-0.52	-1.04	-1.74	-1.88	-1.73	-1.71	-1.57	-1.43	-1.44	-1.29	-1.17	-1.21	-1.10	-0.76	-0.87	-0.94	-0.90
Certif. deposito	-1.25	-1.28	-1.27	1.39	-0.78	-1.00	0.01	-1.15	-1.45	-0.90	-1.62	-1.09	-2.35	-0.04	-0.41	-1.43	-0.39	-0.21	-0.13

SCENARIO C	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	
<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 COMIT (livello)	965	1013	995	1124	1101	1121	1208	1179	1207	1183	1199	1224	1204	1199	1229	1212	1196	1204	1198	1198
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.1	1.2	2.9	5.8	-0.2	3.2	2.4	1.6	2.4	1.9	2.3	1.2	2.0	2.2	1.0	1.7	2.6	1.3	1.6	1.6
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.1	-0.1	0.1	0.5	1.0	1.6	1.3	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2	1.3	1.3	1.1	1.0	1.2	1.1	1.1	1.2
<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	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 1m lett.	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.39
T. Interb. 3m lett.	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.36	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35
T. Interb. 6m lett.	-0.21	-0.21	-0.22	-0.22	-0.24	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23
T. Depositi medio	0.42	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	0.45	0.45	0.46	0.46	0.47	0.48	0.48	0.48
T. Prestiti medio	2.96	2.94	2.91	2.84	2.86	2.85	2.85	2.85	2.85	2.86	2.86	2.86	2.87	2.87	2.87	2.87	2.87	2.87	2.87	2.88
T.prest. medio - T.dep. medio	2.54	2.52	2.50	2.43	2.45	2.44	2.43	2.43	2.43	2.43	2.42	2.42	2.42	2.42	2.41	2.41	2.40	2.40	2.40	2.39
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(*)</sup>	-0.31	-0.33	-0.28	-0.35	-0.33	-0.34	-0.34	-0.36	-0.35	-0.32	-0.32	-0.31	-0.23	-0.23	-0.25	-0.21	-0.25	-0.20	-0.22	-0.22
T. BOT comp. lordo 6m	-0.26	-0.30	-0.20	-0.32	-0.29	-0.30	-0.30	-0.32	-0.32	-0.26	-0.27	-0.24	-0.12	-0.12	-0.14	-0.08	-0.14	-0.06	-0.10	-0.10
T. BOT comp. lordo 12m	-0.18	-0.24	-0.22	-0.20	-0.25	-0.25	-0.23	-0.26	-0.25	-0.20	-0.20	-0.17	-0.04	-0.04	-0.06	-0.01	-0.06	0.01	-0.01	-0.01
Rendistat lordo	0.73	0.86	1.26	1.17	1.21	1.48	1.50	1.45	1.48	1.55	1.53	1.57	1.72	1.69	1.66	1.72	1.67	1.72	1.70	1.70
Rendistat netto	0.63	0.75	1.10	1.02	1.06	1.30	1.31	1.27	1.30	1.36	1.34	1.37	1.51	1.48	1.45	1.51	1.46	1.51	1.49	1.49
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	0.02	0.26	0.46	0.10	0.34	0.39	0.41	0.37	0.38	0.46	0.43	0.47	0.60	0.59	0.50	0.60	0.56	0.61	0.53	0.53
Rend. BTP a 5 anni	0.34	0.65	0.91	0.66	1.02	0.96	1.11	1.04	1.09	1.15	1.10	1.14	1.27	1.25	1.17	1.25	1.21	1.27	1.21	1.21
Rend. BTP a 7 anni	0.77	1.11	1.46	1.28	1.68	1.65	1.72	1.67	1.70	1.77	1.72	1.75	1.87	1.85	1.79	1.84	1.79	1.86	1.81	1.81
Rend. BTP a 10 anni	1.25	1.68	2.01	1.85	2.30	2.13	2.34	2.30	2.35	2.40	2.36	2.39	2.55	2.53	2.50	2.54	2.50	2.55	2.50	2.50
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2334.851	2328.139	2324.188	2342.116	2310.352	2327.217	2322.715	2316.337	2305.610	2329.852	2300.49	2308.77	2326.91	2319.99	2317.22	2347.97	2320.98	2331.41	2336.19	2336.19
Prestiti in euro	2299.033	2299.557	2288.245	2305.081	2277.739	2297.016	2286.750	2279.505	2283.893	2293.688	2265.401	2280.34	2304.321	2290.13	2286.41	2322.37	2297.10	2301.38	2305.27	2305.27
Prestiti in valuta	35.818	28.583	35.943	37.035	32.613	30.200	35.965	36.833	21.717	36.163	35.092	28.435	22.592	29.862	30.801	25.602	23.880	30.025	30.914	30.914
Prestiti a breve	324.501	321.793	321.701	313.988	318.146	317.816	312.884	310.461	307.189	312.777	313.285	309.184	310.115	307.809	312.151	313.144	317.349	316.180	313.394	313.394
Prestiti a m / l	2010.351	2006.346	2002.487	2028.128	1992.206	2009.401	2009.831	2005.876	1998.421	2017.075	1987.209	1999.591	2016.798	2012.182	2005.065	2034.828	2003.631	2015.226	2022.793	2022.793
Depositi totali	2266.462	2261.369	2251.824	2306.684	2281.293	2312.012	2332.307	2327.496	2295.815	2340.447	2313.943	2304.594	2303.858	2320.617	2305.192	2346.821	2337.413	2365.651	2383.851	2383.851
Depositi in c / c	933.744	949.775	949.673	987.864	961.395	961.822	971.816	991.549	985.319	988.769	1001.184	989.124	993.317	1005.906	1004.184	1037.752	1017.252	1016.549	1024.683	1024.683
Depositi a risparmio	299.091	298.104	297.323	297.920	298.773	299.261	299.231	298.348	297.574	296.870	296.427	296.930	296.445	295.371	295.025	296.604	296.954	297.230	297.387	297.387
Certif. deposito	1033.627	1013.491	1004.827	1020.900	1021.125	1050.930	1061.261	1037.599	1012.922	1054.807	1016.332	1018.540	1014.096	1019.340	1005.982	1012.465	1023.207	1051.872	1061.781	1061.781
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	0.30	0.27	-0.52	0.38	-1.49	-1.19	-1.33	-1.14	-0.92	-0.51	-0.79	-0.55	-0.34	-0.35	-0.30	0.25	0.46	0.18	0.58	0.58
Prestiti in euro	0.56	1.02	-0.87	0.75	-1.29	-0.98	-1.07	-0.88	-0.68	-0.58	-0.46	-0.01	0.23	-0.41	-0.08	0.75	0.85	0.19	0.81	0.81
Prestiti in valuta	-14.36	-37.43	28.48	-18.31	-13.73	-14.91	-15.46	-14.95	-21.00	4.14	-18.28	-30.60	-36.93	4.48	-14.31	-30.87	-26.78	-0.58	-14.04	-14.04
Prestiti a breve	-6.00	-4.35	-6.84	-7.01	-5.04	-5.10	-6.31	-5.17	-7.34	-6.93	-4.45	-4.78	-4.43	-4.35	-2.97	-0.27	-0.25	-0.51	0.16	0.16
Prestiti a m / l	1.39	1.05	0.58	1.63	-0.89	-0.54	-0.51	-0.49	0.15	0.57	-0.19	0.14	0.32	0.29	0.13	0.33	0.57	0.29	0.64	0.64
Depositi totali	2.86	2.56	3.21	4.87	2.65	2.66	3.38	2.41	2.48	2.89	2.17	2.21	1.65	2.62	2.37	1.74	2.46	2.32	2.21	2.21
Depositi in c / c	8.96	7.98	9.76	10.78	8.13	8.22	8.13	7.14	7.67	7.81	6.86	6.54	6.38	5.91	5.74	5.05	5.81	5.69	5.44	5.44
Depositi a risparmio	-0.25	-0.23	-0.52	-1.04	-1.74	-1.78	-1.55	-1.53	-1.35	-1.19	-1.18	-1.00	-0.88	-0.92	-0.77	-0.44	-0.61	-0.68	-0.62	-0.62
Certif. deposito	-1.25	-1.28	-1.27	1.39	-0.78	-0.73	0.75	-0.64	-1.03	-0.22	-1.13	-0.77	-1.89	0.58	0.11	-0.83	0.20	0.09	0.05	0.05

**Maggio 2017<sup>6</sup>**

## Negli USA sorprende lo stallo dei consumi mentre in Area Euro la ripresa si rafforza

Lucia Trevisan<sup>a</sup> e Francesca Volo<sup>a,b</sup>

### IL QUADRO GENERALE

Aprile è stato caratterizzato da un **intensificarsi delle tensioni geopolitiche**, con l'apertura di due fronti da parte degli USA nei confronti di Siria e Corea del Nord. Questo ha generato malcontento tra gli elettori di Trump, passato da iper-isolazionista a garante della pace a livello internazionale. Ma, soprattutto, il mese scorso ha portato **due nuove importanti informazioni: la presentazione del piano fiscale americano di Donald Trump e la vittoria di Macron, filo-europeista, al primo turno delle elezioni francesi.**

Per quanto riguarda la prima informazione, **sono state annunciate le linee guida della riforma fiscale definita come la più importante della storia degli Stati Uniti, della quale dovrebbero beneficiare sia le imprese sia gli individui. Infatti, gli interventi riguarderanno: 1) le imposte sui redditi personali:** riduzione delle aliquote da 7 a 3 (10%-25%-35%, l'attuale aliquota massima è del 39.6%), ma nel frattempo si elimineranno tutte le deduzioni, tranne poche eccezioni tra cui quelle sugli interessi sui mutui ipotecari che vengono raddoppiate; agevolazioni fiscali per famiglie con figli e per la spesa sanitaria dei lavoratori dipendenti; **2) le imposte sulle società:** riduzione dell'aliquota massima da 35% a 15% (tuttavia va sottolineato che quasi il 50% delle società americane aggira già le aliquote più alte trasferendo le imposte agli azionisti); riduzione della tassa sul rimpatrio dei capitali dal 35% al 10% (gli USA applicano il 35% sui redditi globali delle società, non solo su quelli ottenuti nel territorio nazionale, e pagano le imposte nel momento in cui rimpatriano gli utili ottenuti all'estero); ciò spinge a differire il più possibile nel tempo il rimpatrio; si stimano in 2.6 trilioni di dollari gli utili ottenuti all'estero); le imprese manifatturiere potranno dedurre completamente le spese in impianti e strutture. Non compare, invece, la tassa di frontiera (si veda Mefim di febbraio). Pertanto, **da una prima analisi, sembra che i maggiori vantaggi vadano più alle imprese che ai consumatori e questo è positivo perché limita i rischi inflazionistici da eccesso di domanda di beni. Maggiori dettagli del piano saranno comunicati a giugno e la riforma dovrebbe diventare legge ad agosto o comunque entro fine anno. Tuttavia, due aspetti preoccupano i mercati: come finanziarla e se Trump riuscirà a farla approvare dal Congresso.** Allo stato attuale è difficile quantificarne l'impatto sul debito pubblico per mancanza di alcuni dettagli. Secondo il piano, i tagli dovrebbero essere finanziati dall'aumento delle entrate dovute alla maggiore crescita del PIL: si dovrebbe verificare una crescita aggiuntiva di +1.7% nel 2017, +1.1% nel 2018, +0.5% nel 2019, ma, in base alle stime del *Tax Policy Center*, non sarebbe sufficiente a neutralizzare il costo della riforma. Questo ha due conseguenze: 1) **aspettative di aumento dei rendimenti sui titoli di Stato americani**, 2) **incertezza sull'approvazione della riforma** nella sua interezza, perché se il piano non implicherà un aumento del debito, potrà passare al Congresso con 51 voti, in caso contrario ne saranno necessari 60. I repubblicani hanno 52 voti, per cui occorrerà l'apporto di almeno 8 voti dei democratici, ma Trump ha difficoltà a far approvare le sue proposte anche all'interno del suo stesso partito (si veda la prima bocciatura dell'abolizione-riformulazione dell'*Obamacare*, la riforma sanitaria di Obama, e il rinvio della costruzione del muro con il Messico). Inoltre, **l'Amministrazione ha già problemi di debito eccessivo: a fine aprile il Congresso ne ha dovuto alzare il limite per evitare lo shutdown, la chiusura degli uffici pubblici, per mancanza di fondi (default).**

**L'incertezza sulla riforma fiscale si è già riflessa sui dati macroeconomici**, con uno stallo dei consumi e un forte decumulo di scorte nel primo trimestre di quest'anno, **facendo registrare il passo di crescita del PIL più lento degli ultimi tre anni.** Il carattere transitorio di questa battuta d'arresto sarà da verificare con i dati del secondo trimestre.

**Alla luce dell'analisi precedente, manteniamo l'ipotesi più probabile (70% - Scenario C) di altri due rialzi dei tassi ufficiali nel corso del 2017, di 25 punti base ciascuno, ma ne rinviemo il timing a settembre e dicembre.** Non escludiamo un anticipo a giugno (20% - Scenario A), ma, come già sottolineato, nuove certezze sulla riforma fiscale non saranno disponibili prima di giugno/agosto e dopo il forte ridimensionamento della crescita del PIL registrata nel primo trimestre, la Fed vorrà probabilmente conoscere i dati preliminari del secondo trimestre, disponibili alla fine di luglio. Inoltre, **dalle minute della riunione di marzo è emerso che i componenti del Board stanno contemplando quando e**

<sup>a</sup> Università Ca' Foscari Venezia.

<sup>b</sup> GRETA.

<sup>6</sup> **Dati aggiornati al 28/04/2017.**

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.

**come ridurre il portafoglio titoli della Banca Centrale (*exit strategy*)**, accumulato con il *Quantitative Easing* dalla crisi finanziaria del 2008 fino ad oggi. **Nonostante i responsabili abbiano ribadito che la normalizzazione del portafoglio, quando avverrà, sarà fatta in modo che non generi tensioni nei mercati finanziari e non soppianti lo strumento principale di politica monetaria dei tassi ufficiali, va tenuto presente che la Fed potrebbe scegliere di ottenere un effetto restrittivo anche attraverso tale via e ciò riduce la probabilità di più di due rialzi dei tassi ufficiali nel resto del 2017.** Per il momento, la maggior parte dei componenti del Board si è dimostrata favorevole al mantenimento della dimensione del portafoglio, reinvestendo i titoli a mano a mano che scadranno e, quindi, rinviando a più tardi la politica di normalizzazione, ma **sarà importante monitorare i comunicati delle prossime riunioni in merito a tale argomento.**

**Nell'Area Euro** l'economia va bene, gli indici di fiducia sono ai massimi e i rendimenti potrebbero nel breve termine (seconda parte di maggio) sgonfiarsi per il **ridimensionamento del premio per il rischio politico**, dopo il risultato del primo turno delle elezioni francesi del 23 aprile con la vittoria di Macron, filo-europeista. Anche se per archiviare questo fattore critico dello scenario dell'Eurozona si dovrà attendere il ballottaggio del 7 maggio, la convergenza dei voti dei partiti perdenti al primo turno su Macron rende molto bassa la probabilità di una vittoria di Marine Le Pen, anti-europeista. **Restano in sospeso le elezioni tedesche del 24 settembre, ma in questo caso la sfida sarà tra il Cdu della cancelliera Merkel e i socialdemocratici di Schultz, entrambi filo-europeisti**, anche se con sfumature diverse. Il terzo partito Afd, populista, potrebbe solo indebolire la coalizione vincente e, dopo le dimissioni del suo leader Frauke Petry in aprile, ha perso consensi. Pertanto, le elezioni tedesche forniranno indicazioni non sulla tenuta dell'Eurozona, come per le elezioni francesi, ma su quanto potrà essere ammorbidita la politica fiscale dell'area. **È probabile che venga concessa una maggiore flessibilità in caso di vittoria di Schultz.**

**Per quanto riguarda la politica monetaria, alla riunione del 27 aprile la BCE ha ribadito che, se sarà necessario, allungherà la durata del *Quantitative Easing* oltre la scadenza di fine 2017** e quindi per il momento ha fugato ogni dubbio su di un cambiamento di rotta. **Tuttavia, a mano a mano che si consolida e amplia la crescita economica, riteniamo che in autunno Draghi si sposti verso un linguaggio di comunicazione meno espansivo, eliminando dai comunicati della BCE la frase "e oltre, se necessario" (70% - Scenario C)**, anche perché gli indicatori di inflazione si stanno approssimando all'obiettivo del 2% in modo più stabile. Dall'altro lato, riteniamo che sia ancora bassa la probabilità (20% - Scenario A) di un *Tapering* (ridimensionamento del QE) entro il 2017.

La convinzione, in ogni caso, che la politica dei tassi bassissimi non continuerà ancora a lungo, dovrebbe mantenere al rialzo la tendenza dei rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona, in particolare quelli italiani, sfavoriti dall'elevato debito pubblico, per un **passaggio di testimone tra il rischio politico e l'aspettativa di una politica monetaria espansiva che va esaurendosi.**

**Il Giappone, pur con segnali di ripresa, rimane l'area che presenta le maggiori difficoltà con un passo di crescita più lento (+1.6% a/a) rispetto a USA (+1.9%) ed Eurozona (+1.8%). La ripresa stenta a consolidarsi** e l'aspettativa di un miglioramento dei consumi attraverso il buon andamento del mercato del lavoro non sta dando i frutti sperati. Lo stesso Presidente della Banca Centrale del Giappone, Koruda, ha dichiarato che **la crescita dei salari rimane debole nonostante il mercato del lavoro sia solido.** Alla riunione di fine aprile non è emerso nessun nuovo elemento rispetto a quella di marzo: **il proseguimento del QE quantitativo e qualitativo con l'obiettivo di rendimenti nulli sulle scadenze decennali resta un passo obbligato.**

**Sul fronte del petrolio, in aprile diversi fattori avrebbero dovuto spingere al rialzo il prezzo del greggio.** Essi sono: 1) i rischi geopolitici alimentati dai rapporti tesi tra USA, da un lato, e Corea del Nord - Siria, dall'altro; 2) l'intenzione dell'Arabia Saudita di chiedere l'estensione di sei mesi dei tagli alla produzione in occasione della prossima riunione del 25 maggio dei Paesi OPEC; 3) il calo delle scorte. **Nonostante ciò, il prezzo del greggio ha rialzato la testa solo momentaneamente per poi ripiegare sotto quota 50 dollari al barile.** Probabilmente, le cause vanno ricercate nel fatto che 1) **la Libia potrebbe ritornare presto ad essere un *player* importante dal lato dell'offerta** e 2) come sottolineato nel mese precedente, **un decreto in USA sblocca una costruzione di un'importante *pipeline* nel Nord America.** Questo vanificherebbe i tentativi di sostenere le quotazioni attraverso i tagli di produzione dei Paesi OPEC. Inoltre, i dati macroeconomici deludenti del primo trimestre negli USA hanno limitato, almeno temporaneamente, la domanda di petrolio. **Quindi, per il momento manteniamo invariata la previsione di un prezzo del petrolio intorno a 50 dollari al barile.**

## GLI ULTIMI DATI

In USA, i dati preliminari sul PIL del primo trimestre del 2017 hanno evidenziato una **battuta d'arresto nella crescita economica americana con una variazione rispetto al trimestre precedente di solo +0.7% t/t annualizzato**, al di sotto delle aspettative di +1%. **Si tratta del passo più lento degli ultimi tre anni.** In termini tendenziali, il PIL ha registrato un +1.9% a/a da +2% a/a degli ultimi tre mesi del 2016. **Il ridimensionamento è dovuto alla debolezza dei consumi che hanno contribuito alla crescita per un limitato +0.23% t/t a causa di una dinamica pressoché nulla (+0.3% t/t annualizzato).** Lo stallo dei consumi è in parte fisiologico nei primi mesi dell'anno, per una minore propensione alla spesa da parte degli individui, e in parte dovuto a condizioni meteorologiche sfavorevoli, ma sembra nascondere anche cause meno contingenti. I contrasti tra il Presidente Trump e il Congresso disegnano una strada tutta in salita per l'approvazione della riforma fiscale promessa e quest'ultima è più rivolta a stimolare l'offerta che la domanda. Inoltre, l'aumento dei prezzi potrebbe aver scoraggiato le intenzioni di spesa. **La maggiore incertezza sul futuro emerge in particolare dal calo dei consumi di beni durevoli (-2.5% t/t) e da un forte decumulo di scorte che hanno sottratto crescita per quasi -1% t/t.**

**L'unica componente che ha trainato la crescita è stata quella degli investimenti fissi** con un contributo di +1.6% t/t, grazie ad una brillante dinamica sia del settore edilizio (gli investimenti residenziali sono aumentati di +13.7% t/t) sia degli altri settori (i non residenziali sono cresciuti di +9.4% t/t).

**Il canale estero si è dimostrato neutrale** per un incremento bilanciato tra esportazioni (+5.8% t/t) ed importazioni (+4.1% t/t), mentre **la riduzione della spesa pubblica di -1.7% t/t ha contribuito negativamente alla crescita** per un -0.3% t/t.

**Le informazioni disponibili dai dati mensili sono prevalentemente relative a marzo e, quindi, già contenute nell'analisi dei trimestrali sopra delineata.** In ogni caso, emerge un quadro meno brillante rispetto ai primi due mesi dell'anno in corso. **Si è fermata la buona intonazione del mercato del lavoro, dei consumi e dell'ottimismo dei consumatori. Questo ha avuto un riflesso anche sulla dinamica dei prezzi con un ridimensionamento delle tensioni inflazionistiche.** Infatti, nonostante un'ulteriore limatura verso il basso del tasso di disoccupazione a 4.5% da 4.7%, più dovuto ad un aumento della forza lavoro (denominatore) che ad un calo della disoccupazione (numeratore), **i dati sul mercato del lavoro a marzo sono stati molto deludenti:** l'occupazione non agricola ha registrato un aumento di sole +98 mila unità, contro un'aspettativa di +180 mila unità, e il dato di febbraio è stato rivisto al ribasso da +235 mila a +219 mila.

**Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio di marzo sono diminuite** di -0.2% m/m, confermando la dinamica negativa del mese precedente (rivisto da +0.1% m/m) e, ancora più importante perché riferito ad aprile, quindi al secondo trimestre ancora non noto, **l'indice di fiducia dei consumatori ha ripiegato** a 120.3 da 124.9. Le aspettative erano a favore di un ridimensionamento (122.5), ma non di tale entità. **Va comunque sottolineato che l'indice aveva registrato nei mesi precedenti forti rialzi e la fiducia dei consumatori rimane comunque storicamente elevata.**

**Dal lato dell'offerta, l'intonazione è rimasta positiva** con un aumento a marzo della produzione industriale di +0.5% m/m e degli ordini di beni durevoli di +0.7% m/m, anche se depurando questi ultimi dalla componente più volatile dei trasporti, il risultato è negativo (-0.2% m/m). **La fiducia dei produttori ad aprile ha continuato la sua corsa** con un NAPM al rialzo a 58.3 da 57.7, ricordando che a gennaio era appena a 50.3. **Il diverso comportamento dei produttori, più ottimisti, rispetto ai consumatori, più cauti, va ricercato nella riforma fiscale molto più sbilanciata a favore di stimoli all'offerta che alla domanda.**

**Di riflesso alla battuta d'arresto dei consumi si sono ridimensionate anche le spinte inflazionistiche.** A marzo, l'indice dei prezzi PCE (*Personal Consumption Expenditures*) ha registrato un calo mensile di -0.2% m/m, spingendo la variazione tendenziale a +1.8% a/a da +2.1% a/a di febbraio, al di sotto dell'obiettivo della Fed del 2%, e così pure l'indice PCE *core*, che esclude energia e alimentari, a +1.6% a/a da 1.8% a/a.

## USA

*Sorprende lo stallo dei consumi*

**L'analisi precedente, con il dato deludente del primo trimestre soprattutto per uno stop nella crescita dei consumi**, che rappresentano la componente principale del PIL, e **quello sull'occupazione di marzo, aumenta la probabilità che la Fed attenda settembre prima di attuare altri rialzi sui tassi ufficiali**, per poter testare la transitorietà della dinamica insoddisfacente del ciclo economico.

**In Giappone**, non ci sono nuove informazioni sui dati trimestrali rispetto al mese precedente. **Pur con segnali di ripresa, quella nipponica rimane l'area che presenta le maggiori difficoltà con un passo di crescita più lento (+1.6% a/a) rispetto a USA (+1.9%) ed Eurozona (+1.8%).** Il recupero si basa più sul canale estero, grazie ad una ripresa dell'economia a livello internazionale, che sulla domanda interna. Quest'ultima è trainata più dalla componente degli investimenti che dai consumi e i primi crescono grazie ai profitti delle imprese, mentre quelli del settore pubblico e immobiliare sono rimasti invariati.

**I nuovi dati mensili lanciano qualche ombra sulla ripresa economica in atto. A marzo, infatti, la produzione industriale ha registrato un pesante arretramento** di -2.1% m/m, solo in parte atteso (-0.8% m/m) e gli ordini di macchinari, che però sono relativi a febbraio, sono aumentati di +1.5% m/m, compensando solo in parte il brutto dato di gennaio (-3.2% m/m). **Dal lato della domanda, i consumi privati misurati in termini reali, con una diminuzione di -4.8% m/m a marzo, hanno offuscato il risultato più che positivo del mese precedente (+6.2% m/m).** Il reddito personale reale è sceso di -1% m/m. Qualche segnale positivo proviene dalle vendite al dettaglio, ma l'incremento rimane limitato ad un +0.2% m/m.

Infine, il canale estero, su cui poggia principalmente il ciclo economico giapponese potrebbe dare un minor apporto nel primo trimestre dell'anno in corso a causa di una **contrazione delle esportazioni** di -3.5% m/m a marzo.

Pertanto, **il Giappone può contare soltanto su una buona fiducia sia dei produttori sia dei consumatori, in entrambi i casi in lieve crescita:** il PMI manifatturiero di aprile è aumentato a 52.8 da 52.4 del mese precedente, indicando in ogni caso, un'attività economica in espansione visto che è al di sopra della soglia dei 50 punti, e l'indice di fiducia dei consumatori a 43.9 da 43.2.

**Sul fronte dei prezzi, l'inflazione stenta ad allontanarsi dalla zona di rischio deflazione:** in marzo, la variazione tendenziale del CPI globale si è attestata a +0.2% a/a e quella *core* a +0.3% a/a, senza conseguire significativi miglioramenti.

**In base all'analisi precedente si comprende perché non ci siano spazi per modificare l'attuale politica monetaria ultra espansiva della Banca Centrale giapponese.**

**Per l'Area Euro, sono stati rivisti in positivo i dati del PIL del quarto trimestre 2016, confermando il consolidamento della ripresa in atto.** La revisione, infatti, ha aggiustato verso l'alto la crescita a +0.5% t/t e +1.8% a/a, da +0.4% t/t e +1.7% a/a. **Le modifiche significative da segnalare sono relative agli investimenti fissi e alle importazioni:** i primi sono stati rivisti a +3.3% t/t da +0.6% t/t, le seconde a +3.9% t/t da +2% t/t. Questo comporta un **contributo rilevante (+0.7%) degli investimenti fissi alla crescita del PIL, trasformandola nella componente che ha trainato maggiormente l'economia dell'Eurozona.** I consumi hanno contribuito con un +0.3% t/t. Dall'altro lato, la revisione delle importazioni ha reso meno equilibrato il quadro del canale estero emerso con le rilevazioni precedenti, perché ora **le esportazioni nette non risultano più neutre, sottraendo alla crescita quasi un -1% t/t.**

**Anche sul fronte dei dati mensili giungono segnali promettenti e supportano le parole di Draghi secondo il quale "la crescita si fa più solida e ampia".**

**A febbraio, il mercato del lavoro ha registrato nuovi miglioramenti**, con una limatura verso il basso del tasso di disoccupazione a 9.5% da 9.6% di gennaio e il calo delle importazioni di -1.7% m/m, a fronte di un aumento, sia pur limitato, delle esportazioni (+0.4% m/m), garantisce un **saldo positivo della bilancia commerciale in crescita** a 19.2 miliardi di euro dai 15.7 del mese precedente.

## GIAPPONE

*La ripresa stenta a proseguire*

## AREA EURO

*La ripresa si fa più solida e ampia*

**Dal lato dell'offerta, qualche incertezza è emersa dalla produzione industriale** che ha registrato un calo di -0.3% m/m e il dato di gennaio è stato rivisto al ribasso a +0.3% m/m da +0.9% m/m, **tuttavia**, il settore delle costruzioni riprende quota con un brillante +6.9% m/m e **gli indici di fiducia dei produttori, già ai massimi degli ultimi sei anni, in aprile hanno continuato la loro tendenza al rialzo**: il PMI del settore manifatturiero si è portato a 56.8 da 56.2 e quello dei servizi a 56.2 da 56. Per entrambi gli indicatori le aspettative erano per una battuta d'arresto (56 e 55.9, rispettivamente).

Anche l'**ESI** (*Economic Sentiment Indicator*), che esprime la fiducia sia dei produttori sia dei consumatori, nonostante a marzo fosse **già ai livelli massimi da aprile 2011, in aprile dell'anno in corso ha battuto le attese, registrando un altro forte incremento** a 109.6 da 108 di marzo, in coerenza con il buon dato sulle vendite al dettaglio di febbraio, che sono aumentate di +0.7% m/m.

**Sul fronte dei prezzi, osservati speciali, dopo il ridimensionamento di marzo gli indicatori hanno corretto al rialzo, ma rimangono al di sotto dell'obiettivo del 2% della BCE** soprattutto se si fa riferimento all'indice *core*, che esclude le componenti più volatili dell'energia e degli alimentari, più rilevante per definire i riflessi sulla politica monetaria. Ad aprile, infatti, il dato preliminare (stima *flash*) dell'indice globale dei prezzi al consumo (HCPI) è aumentato a +1.9% a/a da +1.5% a/a del mese precedente e il *core* a +1.2% a/a da +0.7% a/a. Tenendo conto che il prezzo del petrolio è sceso sotto i 50 dollari al barile e che difficilmente potrà superare questa soglia nei prossimi mesi, l'inflazione dell'Area Euro dovrebbe mantenersi sotto l'obiettivo della BCE del 2%, tanto più che **nella seconda parte dell'anno la serie dei prezzi dovrebbe beneficiare di un confronto con il 2016 meno sfavorevole**.

**In ogni caso, dalla BCE sono arrivati messaggi inequivocabili sul mantenimento dell'attuale politica monetaria espansiva**, dal momento che all'ultima riunione del 27 aprile il Presidente Draghi ha ribadito che il *QE* continuerà fino a fine 2017 e oltre se necessario. **Pertanto, riteniamo poco probabile che la BCE inizi a considerare l'eventualità di un *Tapering* (ridimensionamento del *QE*), ma che nella seconda parte dell'anno, pur confermando il *QE* fino a fine 2017, non consideri più una sua eventuale estensione oltre questo orizzonte**.

**In Germania**, non ci sono nuove informazioni dai dati trimestrali. Il PIL tedesco nel quarto trimestre del 2016 è aumentato di +0.4% t/t e +1.8% a/a, dovuto al supporto delle componenti interne, mentre il canale estero ha sottratto crescita per una dinamica delle importazioni più incisiva di quella delle esportazioni.

Germania

**I nuovi dati mensili sono tutti positivi, soprattutto dal lato dell'offerta, confermando che la locomotiva dell'Eurozona sta marciando a passo deciso. A febbraio, la produzione industriale, le costruzioni e gli ordini all'industria manifatturiera hanno registrato incrementi notevoli**. La prima ha mantenuto la dinamica positiva di gennaio con un +2.2% m/m, le costruzioni hanno segnato un balzo di +13.6% m/m e il dato del mese precedente è stato rivisto al rialzo da -1.3% m/m a +0.8% m/m. Infine, gli ordini con un +3.4% m/m hanno superato l'incertezza di inizio anno.

**Ad aprile, gli indici di fiducia dei produttori prendono fiato**, con qualche limatura, ma restano su livelli molto elevati: il PMI manifatturiero si è attestato a 58.2 da 58.3 di marzo e quello dei servizi a 54.7 da 55.6. **La domanda, invece, ha mantenuto un basso profilo a marzo** con un incremento delle vendite al dettaglio limitato a +0.1% m/m.

**La forza dell'economia tedesca poggia in ogni caso su basi solide, grazie alle buone condizioni del mercato del lavoro**, con un tasso di disoccupazione a 5.8%.

**Sul fronte dei prezzi, in aprile l'inflazione è ritornata a crescere**: il preliminare dell'HCPI in termini tendenziali si è portato a +2% a/a da +1.5% a/a del mese precedente. Il *core*, per il momento disponibile solo per marzo, rimane lontano (+0.9% a/a) dall'obiettivo del 2% della Banca Centrale.

**In Francia, i dati preliminari del primo trimestre del 2017 hanno segnato un leggero ripiegamento della crescita del PIL** a +0.3% t/t e +0.8% a/a da +0.5% t/t e +1.2% a/a degli ultimi tre mesi del 2016, anche se questi ultimi sono stati rivisti al rialzo da +0.4% t/t e 1.1% a/a. **Le cause vanno ricercate in una debolezza dei consumi**, aumentati di solo +0.1% t/t, contro un +0.6% t/t del trimestre precedente, **e del canale estero** che ha sottratto crescita per un -0.7%, dovuto al doppio effetto negativo di un calo delle esportazioni di -0.7% t/t e un aumento delle importazioni di +1.5% t/t. Il contributo dei consumi si è limitato a +0.1% t/t. **Migliore è risultato l'andamento degli investimenti fissi** con un incremento di +0.9% t/t, a fronte di un +0.6% del trimestre precedente. Resta da segnalare un rilevante accumulo di scorte di +0.6% t/t, probabilmente dovuto a merce invenduta con lo stallo dei consumi.

**Tutto ciò si riflette sui nuovi dati mensili disponibili** che sono in prevalenza relativi a marzo, quindi rientranti nel trimestre già noto nei preliminari. **Dal lato della domanda le informazioni sono contrastanti**: a marzo, le vendite al dettaglio hanno registrato un buon risultato con un +0.6% m/m, mentre i consumi delle famiglie in termini reali sono diminuiti di -0.3% m/m. **Ad aprile la fiducia dei consumatori è rimasta stabile** a 100. **Probabilmente, le incertezze in vista delle elezioni hanno condotto ad una maggiore prudenza nelle decisioni di spesa.**

**Dal lato dell'offerta, a parte un brutto dato sulla produzione industriale, gli altri indicatori sono positivi.** La prima, infatti, a febbraio ha registrato una pesante diminuzione di -1.5% m/m, dopo le incertezze di gennaio (-0.2% m/m rivisto da -0.3% m/m). Si tratta di un risultato totalmente in controtendenza rispetto alle aspettative più ottimistiche di +0.5% m/m. Tuttavia, **il settore delle costruzioni si è dimostrato in buona salute**, con un aumento a febbraio di +8.1% m/m da -3.7% m/m del mese precedente, e **gli indici di fiducia dei produttori di aprile**, quindi più significativi perché relativi al secondo trimestre non ancora noto, **hanno proseguito la loro tendenza al rialzo**: l'indicatore pubblicato dall'Insee, l'ufficio di statistica francese, si è portato a quota 108 da 105 di marzo; il PMI del settore manifatturiero è aumentato a 55.1 da 53.3 e quello dei servizi da 57.7 da 57.5

**Le incertezze sul ciclo economico si sono riflesse sull'inflazione che rimane più bassa rispetto a quella degli altri principali Paesi dell'area**: ad aprile si è mantenuta stabile a +1.4% a/a in termini di indice globale dei prezzi al consumo armonizzato (HCPI). Il core, disponibile solo per marzo, si è portato a +0.5% m/m da +0.3% m/m, ma resta ben lontano dall'obiettivo del 2% della BCE.

**Ci aspettiamo che il ciclo economico francese migliori nei prossimi mesi, dato che le incertezze messe in evidenza dall'analisi precedente sono in gran parte attribuibili al contesto preelettorale.**

**In Italia**, non sono disponibili informazioni aggiuntive sui dati trimestrali del PIL rispetto al mese scorso. Nel quarto trimestre del 2016, la crescita si è attestata a +0.2% t/t e +1% a/a, con una certa resistenza dei consumi a riprendere, mentre gli investimenti fissi hanno consolidato la loro dinamica positiva. Il canale estero ha avuto un effetto neutro sulla crescita.

**I nuovi dati mensili, prevalentemente relativi a febbraio, hanno dimostrato una certa forza dal lato dell'offerta, contrastando la debolezza di inizio anno.**

La produzione industriale è aumentata di +1% m/m, anche se inferiore alle attese (+1.3% m/m); le costruzioni hanno recuperato il brutto dato di gennaio con un +4.6% m/m; gli ordini all'industria hanno registrato un +5.3% m/m, portando il tasso tendenziale a +8.4% da +2.2% del mese precedente. **Ad aprile, la fiducia dei produttori ha proseguito la sua tendenza al rialzo dei primi mesi del 2017**, soprattutto nel settore dei servizi: quest'ultimo, infatti, ha messo a segno un buon incremento a 107.8 da 106.4 (rivisto da 106.5) e quello del settore manifatturiero ha aggiustato il suo livello a 107.9 da 107.2 (rivisto da 107.1).

A marzo il buon andamento delle esportazioni extra-UE (+6.5% m/m) ha consentito un rafforzamento dell'avanzo commerciale a 3.4 miliardi di euro dai 2.4 del mese precedente.

**La domanda, invece, dopo un inizio anno più promettente rispetto all'offerta, ha dimostrato maggiore incertezza:** le vendite al dettaglio di febbraio, registrando una diminuzione di -0.3% m/m, hanno offuscato in parte il brillante dato di gennaio (+1.4% m/m) e la fiducia dei consumatori di aprile ha faticato a mantenere il livello del mese precedente, attestandosi a 107.5 da 107.6. In ogni caso, il miglioramento nel mercato del lavoro, grazie ad un ridimensionamento del tasso di disoccupazione in febbraio a 11.5% da 11.8%, dovrebbe dare maggiore consistenza ai consumi nei prossimi mesi.

**Nonostante il passo di crescita più moderato rispetto alla Germania, l'Italia ha registrato qualche tensione inflazionistica:** ad aprile il dato preliminare dell'HCPI si è attestato a +2% a/a da +1.4% a/a del mese precedente, con un incremento mensile di +0.8% m/m e l'indice core ha corretto al rialzo a +1.2% a/a da 0.7% a/a di marzo (quest'ultimo rivisto da +0.6%).

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

## GLI SCENARI

### A (20%)

**USA:** La riforma fiscale viene approvata quasi interamente con un forte effetto espansivo sull'economia (crescita del PIL al 2.5-3%), ma anche con un preoccupante aumento del debito pubblico. **I rischi inflazionistici** derivanti dal mercato del lavoro con salari orari al di sopra del 3% tendenziale e un'inflazione oltre l'obiettivo del 2%, **impongono alla Fed un percorso di politica monetaria anticipato rispetto allo scenario C, attuando due rialzi dei tassi ufficiali, ciascuno di 25 punti base, a giugno e settembre, e l'utilizzo dell'exit strategy nell'ultima parte dell'anno per rafforzare l'effetto restrittivo.** L'economia vicina al pieno impiego, stimolata da interventi molto espansivi sul fronte fiscale, deve essere inequivocabilmente frenata dalla politica monetaria per mantenere il controllo delle aspettative inflazionistiche.

**Area Euro:** Il raggiungimento dell'obiettivo del 2% di inflazione prima del previsto induce la BCE a usare toni più cauti sul mantenimento del QE fino a fine 2017 e iniziare a valutare la possibilità di un *Tapering* (ridimensionamento del QE). L'economia continua stabilmente su di un passo di crescita positivo intorno a +2%. **I rendimenti rimangono in tensione per l'approssimarsi di un'inversione di tendenza della politica monetaria e per l'effetto di trasmissione dagli Stati Uniti.** In Italia, pur con il proseguimento dell'attuale legislatura, l'idea che il percorso delle riforme strutturali sia rinviato al 2018 con il nuovo governo penalizza a maggior ragione il rendimento sui BTP: il decennale può superare il 2.5%, con uno spread verso il Bund sopra 200 punti base.

### B (10%)

**USA:** Naufraga gran parte della riforma fiscale per il disaccordo all'interno del partito stesso del Presidente Trump, giudicando eccessivi i rischi sul debito pubblico che il piano comporta. La delusione e il mancato effetto espansivo della politica fiscale implicano un ridimensionamento del ciclo economico con una crescita del PIL non superiore a 1.5%. A fronte di questo quadro di debolezza economica, **la Fed attua un solo rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base a dicembre** in un'ottica di semplice normalizzazione.

**Area Euro:** Il contesto internazionale meno favorevole dal punto di vista della crescita economica, in particolare negli USA, spinge la BCE a mantenere invariata la politica monetaria, con la possibilità di allungare i termini del QE anche nel 2018. L'economia rimane debole con una crescita del PIL sotto 1.5%. **In sintonia con i rendimenti dei titoli di Stato americani, quelli dell'Eurozona si sgonfiano dopo il superamento del secondo turno delle elezioni francesi del 7 maggio.** Il rendimento del BTP decennale italiano può scendere sotto 2.3%, con uno spread verso il Bund poco sopra i 190 punti base.

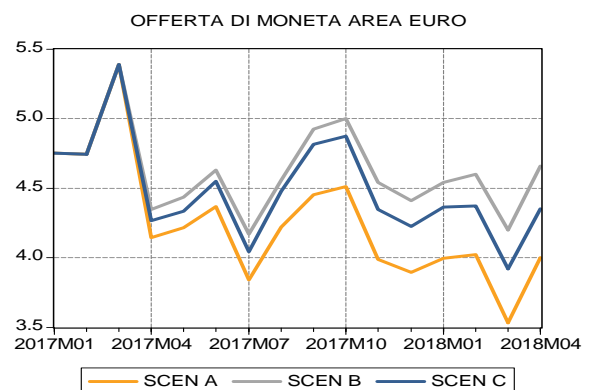
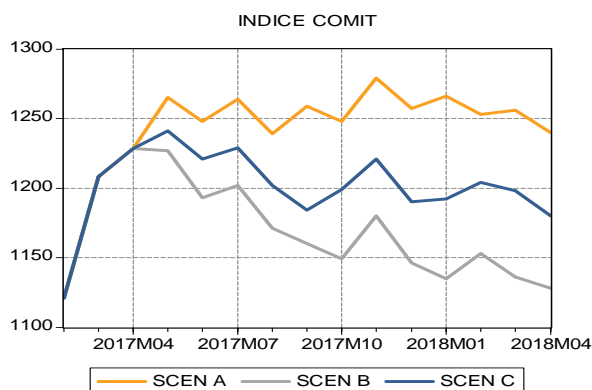
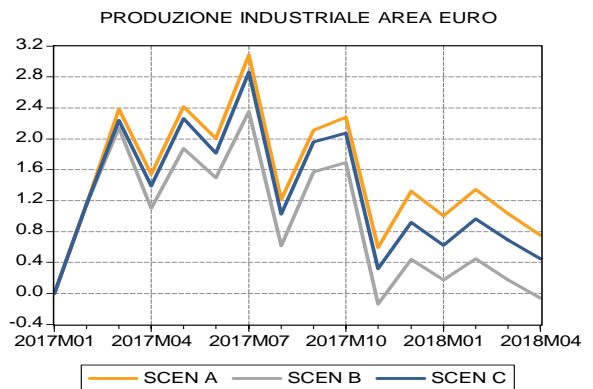
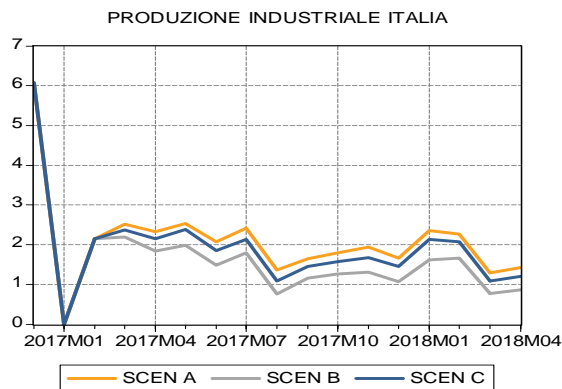
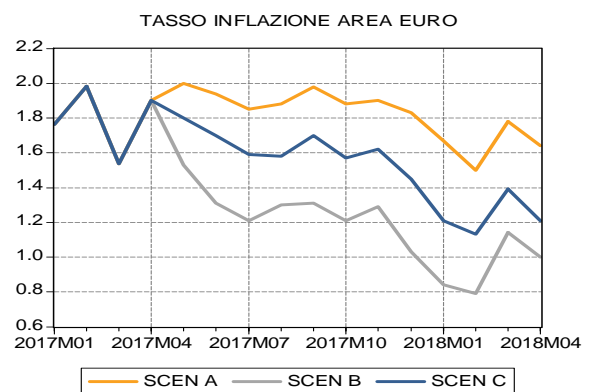
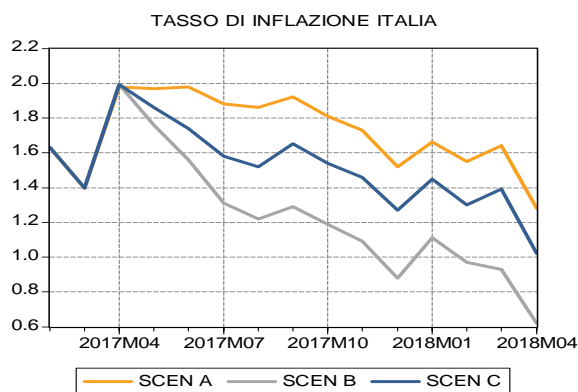
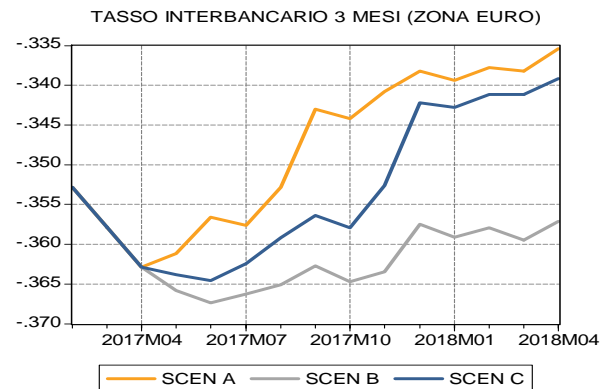
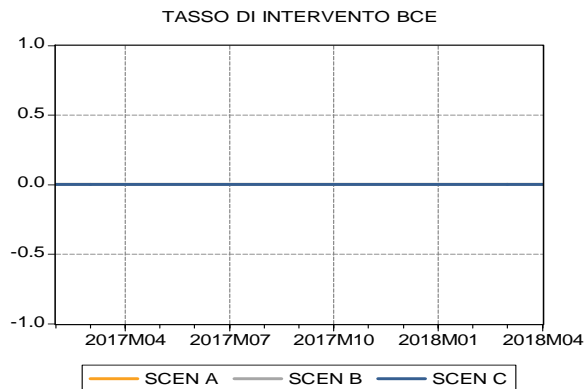
### C (70%)

**USA:** Viene approvata una riforma fiscale parziale per limitare i problemi di eccessivo debito pubblico. **Permangono rischi inflazionistici da salari** pur con una crescita del PIL intorno al 2%, ma minori rispetto allo scenario A. **La Fed segue un percorso di politica monetaria restrittivo** in linea con quanto annunciato alla riunione di dicembre del 2016, **aumentando i tassi di riferimento due volte nel 2017, a settembre e dicembre, di 25 punti base ciascuno**, per attendere 1) maggiori dettagli disponibili a giugno sul piano fiscale di Trump e l'evoluzione del suo percorso al Congresso, 2) i dati sul PIL del 2° trimestre disponibili a luglio, dopo la delusione di quelli del 1° trimestre.

**Area Euro:** Dopo il 2° turno delle elezioni francesi si allentano le tensioni sui rendimenti dei titoli di Stato per la non-vittoria degli anti-europeisti e inducono la BCE ad usare toni più cauti sulla politica monetaria. **Pur confermando il QE fino a fine 2017, non si considera più una sua eventuale estensione oltre questo orizzonte.** L'economia continua stabilmente su di un passo di crescita moderato intorno all'1.5-2% e l'inflazione rimane sotto il 2%. **I rendimenti dell'intera area rimangono ai livelli di fine aprile per il consolidarsi dell'idea che il tempo di una politica monetaria ultra espansiva sta volgendo al termine e per un leggero effetto di trasmissione dagli USA.** In Italia, pur con il proseguimento dell'attuale legislatura, la consapevolezza che il percorso delle riforme strutturali sia rinviato al 2018 penalizza un po' il rendimento sui BTP: il decennale si attesta intorno a 2.4% con uno spread verso il Bund di poco sotto i 200 punti base.

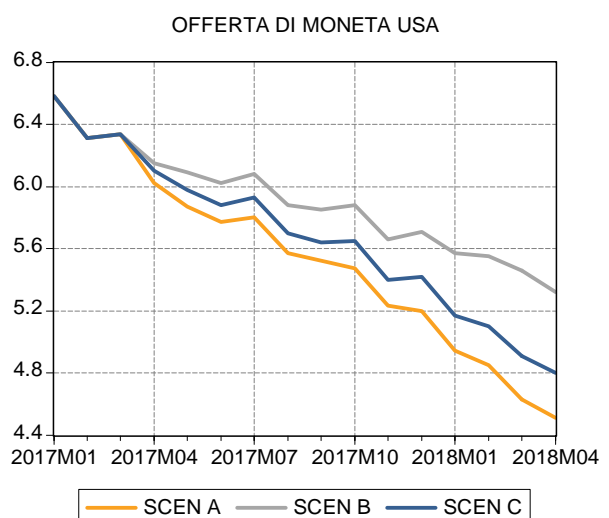
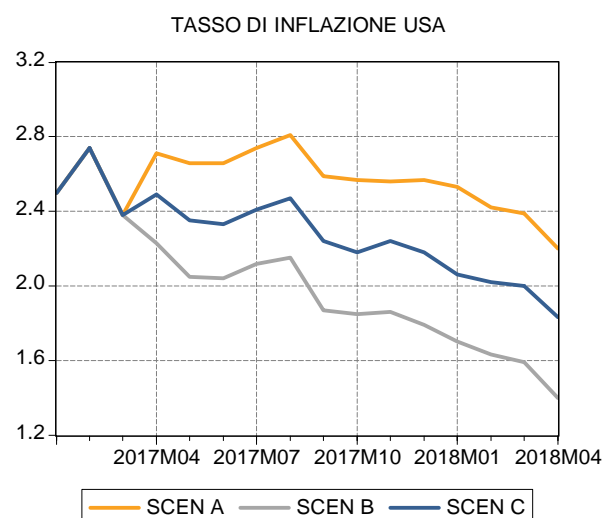
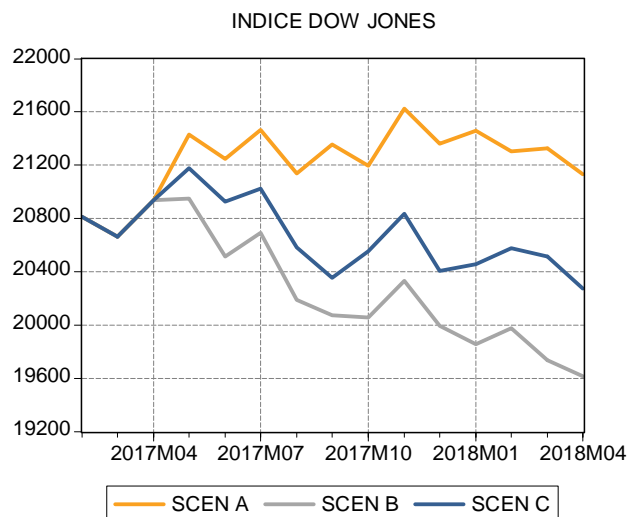
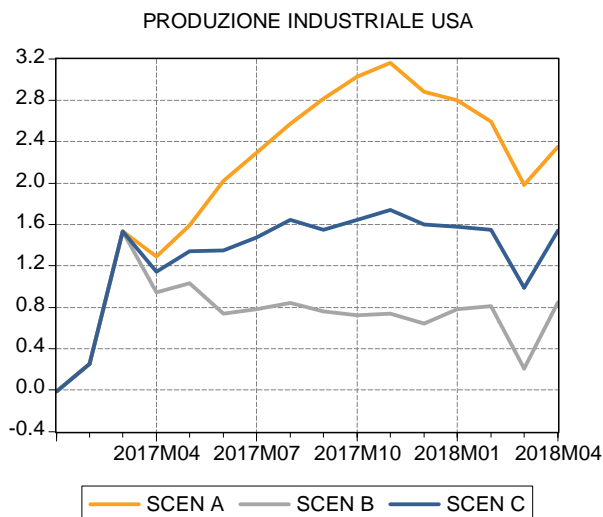
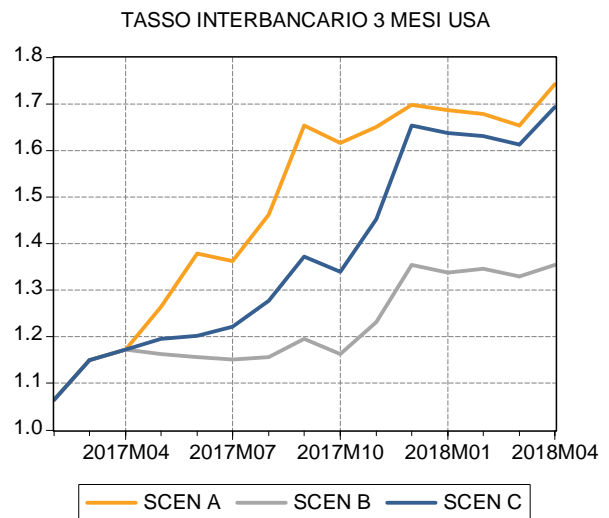
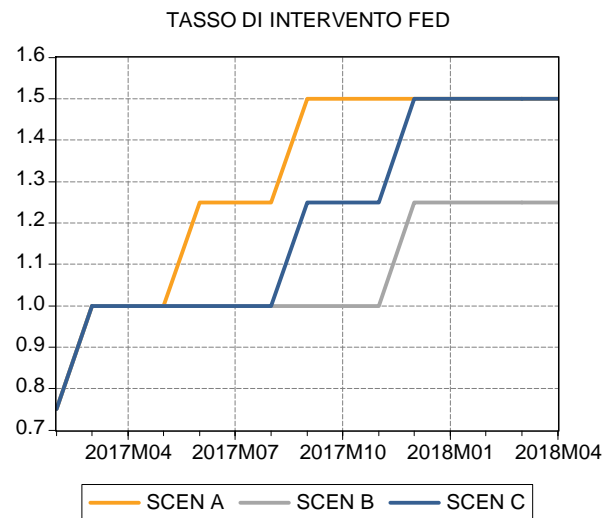
# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

## Dati mensili



# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

## Dati mensili



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

I saggi interbancari europei sono rimasti ancora pressoché stabili: in aprile il tasso a 1 mese è sceso a -0.40% da -0.39%, il 3 mesi è rimasto a -0.36% e il 6 mesi si è portato a -0.26% da -0.25%. Il consolidarsi della crescita economica e l'avvicinarsi dell'obiettivo d'inflazione fanno supporre che in autunno Draghi opererà per un linguaggio di comunicazione meno espansivo (scenario C – prob. 70%) tuttavia la probabilità che il *Tapering* sia avviato entro il 2017 è ancora bassa (scenario A – prob. 20%). In ogni caso, l'intervento sui tassi di riferimento dovrebbe essere temporalmente lontano anche dall'ipotetica fine del QE, pertanto **i saggi interbancari dovrebbero mantenersi sui livelli attuali per l'intero periodo predittivo in tutti e tre gli scenari delineati.**

### TASSI INTERBANCARI

In aprile i tassi della struttura a termine italiana di fine periodo sono rimasti stabili o in lieve calo, grazie al risultato conseguito dal filo-europeista Macron al primo turno delle elezioni francesi. Il 3 anni si è portato a +0.35% da +0.41%, il 5 anni a +1.07% da +1.11%, il 7 anni è rimasto stabile a +1.72% e il 10 anni è sceso a +2.32% da +2.34%. **Nello scenario C s'ipotizza che la Fed innalzi i tassi di riferimento ancora due volte, in settembre e dicembre, e che il ridimensionamento del rischio politico spinga la BCE a usare toni più cauti, non considerando più l'estensione del QE oltre il 2017. Il consolidarsi dell'idea che il tempo della politica monetaria ultra espansiva stia volgendo al termine e il leggero effetto di trasmissione dagli USA dovrebbero mantenere i rendimenti dell'intera area sui livelli di fine aprile. In Italia i tassi della struttura a termine dovrebbero, tuttavia, essere in parte penalizzati dalla consapevolezza che il percorso delle riforme strutturali riprenderà nel 2018** (3 anni a +0.56%, 5 anni a +1.26%, 7 anni a +1.98% e 10 anni a +2.48% ad aprile dell'anno prossimo). Nello scenario A, nel quale di s'ipotizzano, negli USA, due rialzi ma anticipati a giugno e settembre e, in Europa, toni più cauti sul mantenimento del QE fino a fine 2017 e una prima valutazione sull'avvio del *Tapering*, i rendimenti italiani sono attesi su livelli più alti (+0.79% il 3 anni, +1.49% il 5 anni, +2.19% il 7 anni e +2.72% il 10 anni ad aprile 2018). Nello scenario B, la Fed decide di fare un solo rialzo a giugno. In Europa, la debolezza del ciclo internazionale spinge la BCE a mantenere invariata la politica monetaria e non si esclude il prolungamento del QE anche al 2018. In sintonia con i rendimenti dei titoli di Stato americani, quelli italiani potrebbero essere pari a +0.43% (3 anni), +1.14% (5 anni), +1.85% (7 anni) e 2.28% (10 anni) alla fine del periodo di previsione.

### STRUTTURA A TERMINE

In febbraio il tasso medio sui depositi è rimasto invariato (+0.4%) mentre quello sui prestiti è lievemente sceso (+2.8%) rispetto al mese precedente (+2.9%). **In tutti e tre gli scenari delineati, i tassi bancari sono visti in debolissima ripresa:** quello medio sui depositi ad aprile 2018 potrebbe essere pari allo 0.5% e quello sui prestiti al 2.9%.

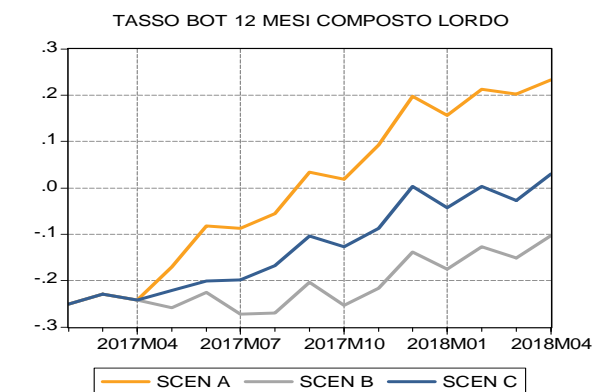
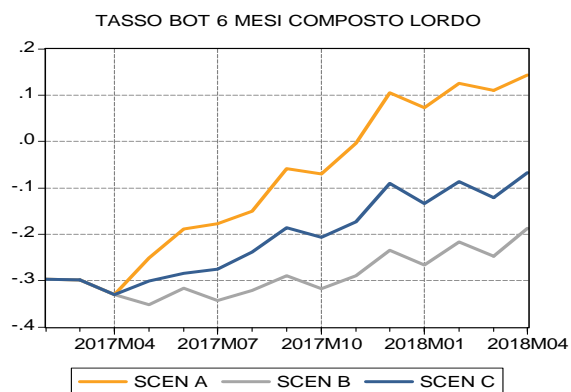
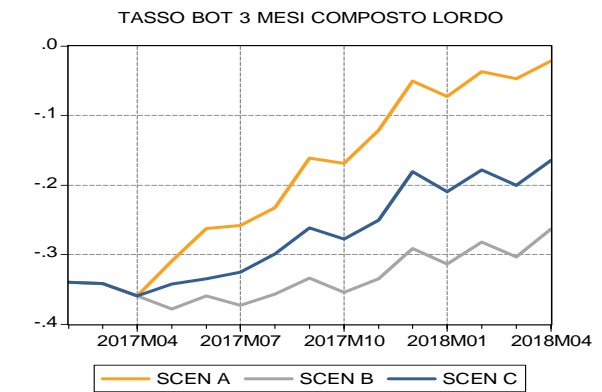
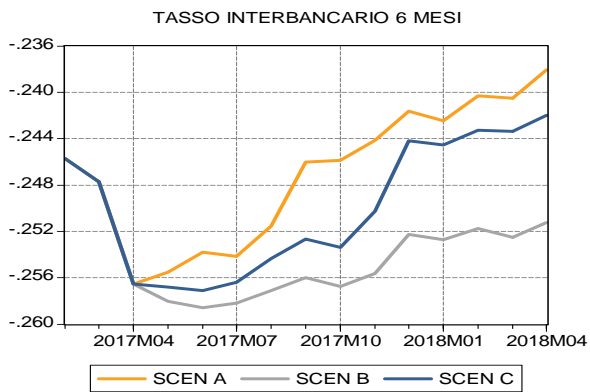
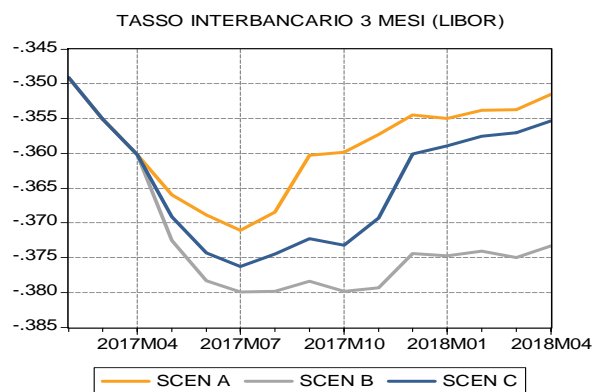
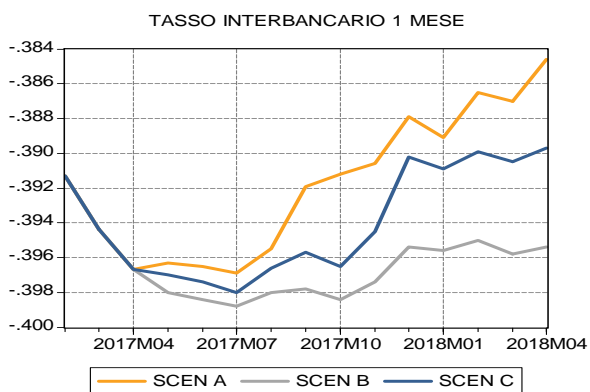
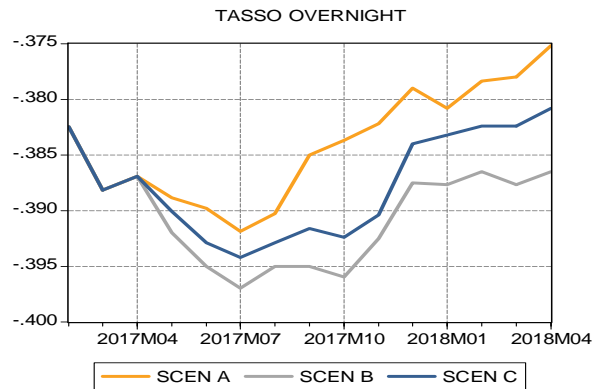
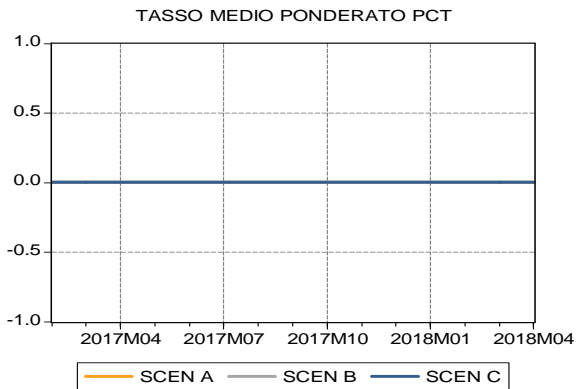
### TASSI BANCARI

In febbraio i prestiti totali, dopo il calo di gennaio (-1.3% a/a), hanno subito un crollo del -2.2% a/a. Nello stesso mese il passo di crescita dei depositi totali si è notevolmente ridimensionato (+0.4% a/a) rispetto ai mesi precedenti (+4.9% a/a a dicembre 2016, +2.7% a gennaio 2017). **In base ai risultati delle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica dei prestiti totali dovrebbe rimanere negativa nel 2017, ma in miglioramento** (+0.3% a/a in C, +0.7% a/a in A e -0.2% a/a in B, ad aprile 2018). La raccolta, invece, dovrebbe mantenersi positiva per tutto il periodo predittivo (+2.0% a/a, +2.3% a/a e +1.2% a/a rispettivamente in C, A e B).

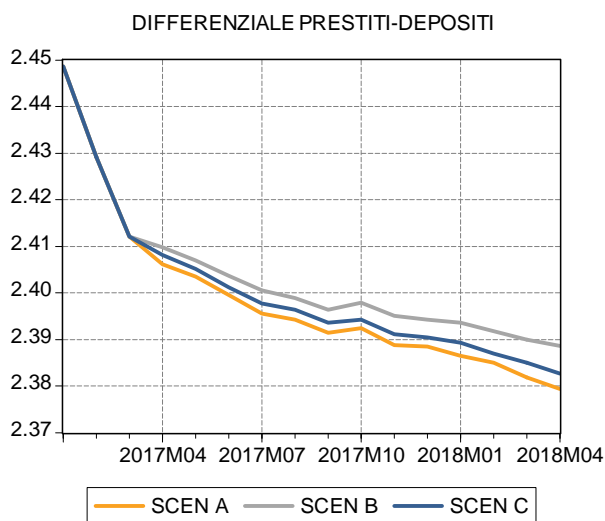
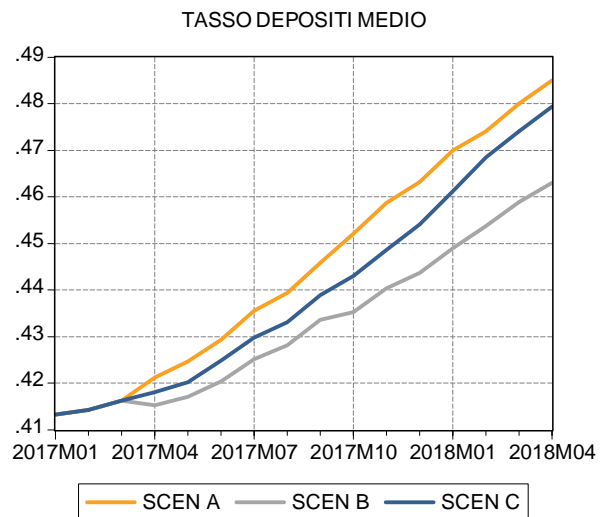
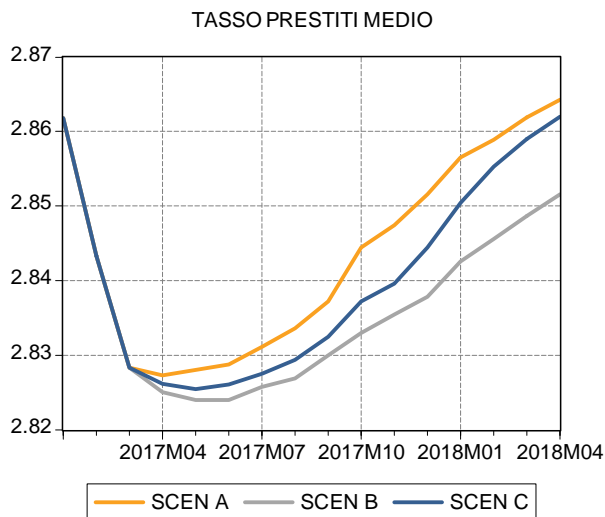
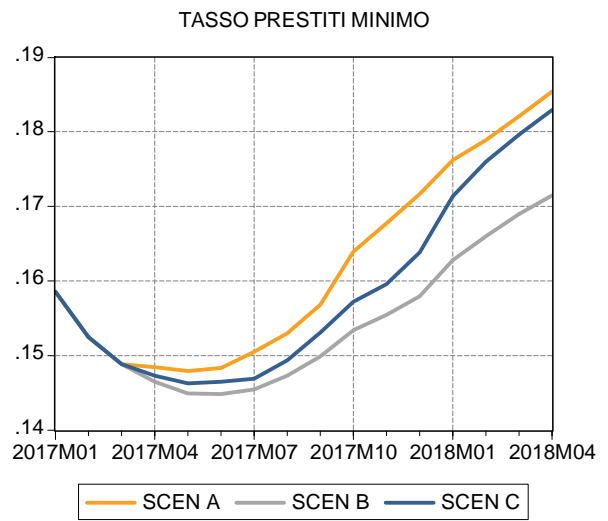
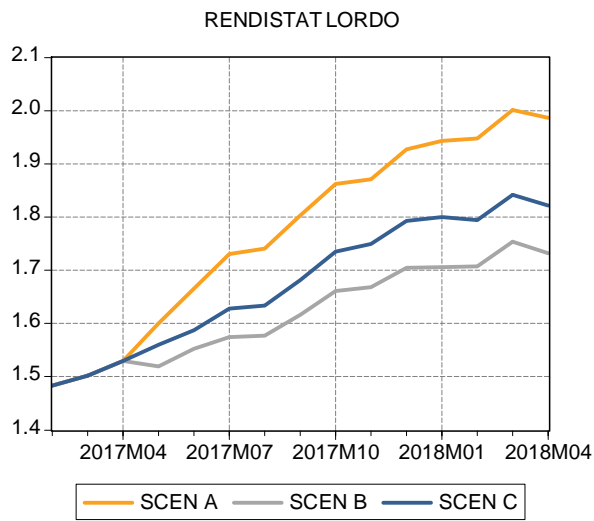
### VOLUMI

# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

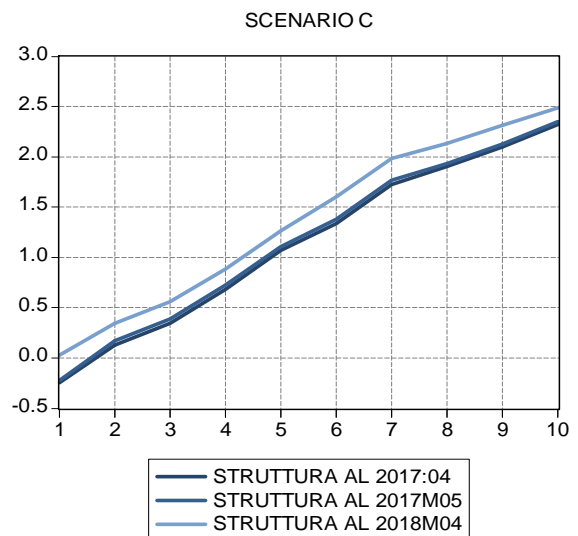
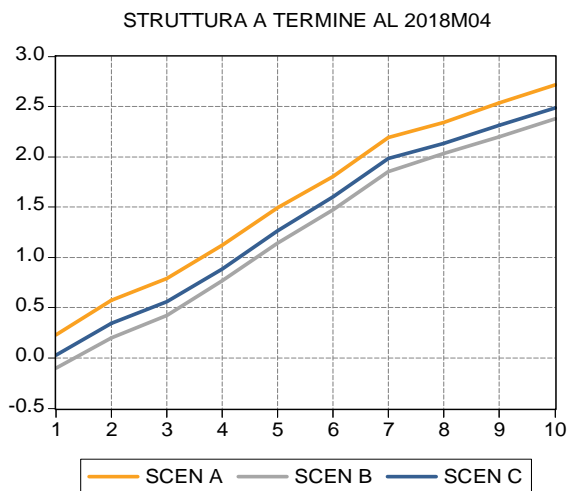
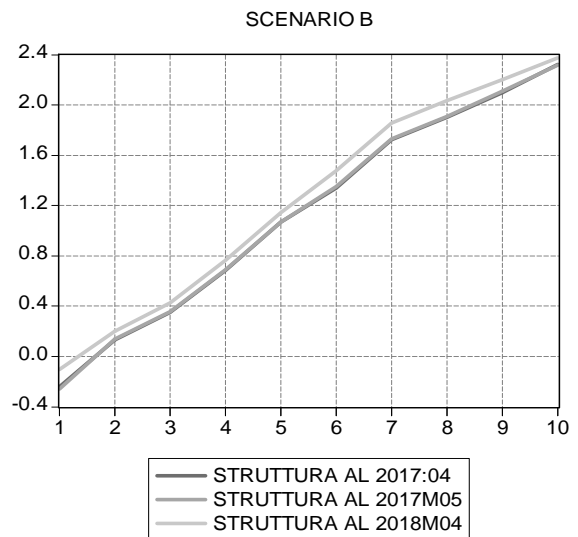
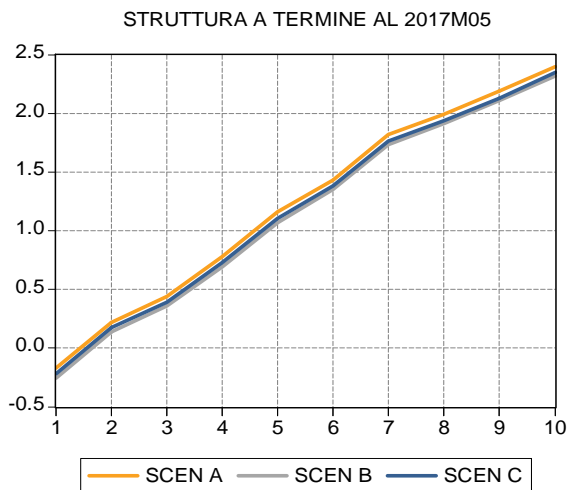
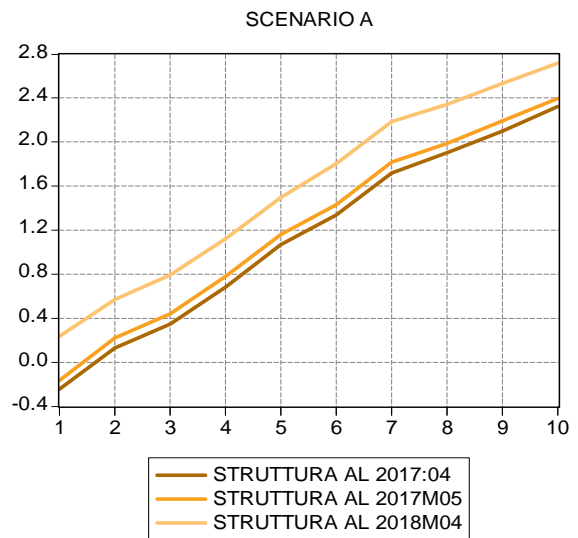
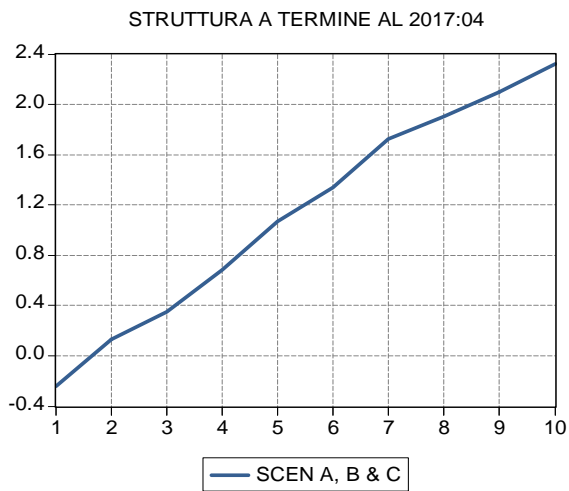
## TASSI - Dati mensili



## 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	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1013	995	1124	1101	1121	1208	1228	1265	1248	1264	1239	1259	1248	1279	1257	1266	1253	1256	1240
Produzione Industriale (Var. % a/a)	1.2	2.8	6.1	0.0	2.2	2.5	2.3	2.5	2.1	2.4	1.4	1.7	1.8	1.9	1.7	2.4	2.3	1.3	1.4
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.1	0.1	0.5	1.0	1.6	1.4	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9	1.8	1.7	1.5	1.7	1.6	1.6	1.3
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 1m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38
T. Interb. 3m lett.	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35
T. Interb. 6m lett.	-0.21	-0.22	-0.22	-0.24	-0.25	-0.25	-0.26	-0.26	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24
T. Depositi medio	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.44	0.44	0.45	0.45	0.46	0.46	0.47	0.47	0.48	0.49
T. Prestiti medio	2.94	2.91	2.84	2.86	2.84	2.83	2.83	2.83	2.83	2.83	2.83	2.84	2.84	2.85	2.85	2.86	2.86	2.86	2.86
T.prest. medio - T.dep. medio	2.52	2.50	2.43	2.45	2.43	2.41	2.41	2.40	2.40	2.40	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.38	2.38	2.38
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.33	-0.28	-0.35	-0.33	-0.34	-0.34	-0.36	-0.31	-0.26	-0.26	-0.23	-0.16	-0.17	-0.12	-0.05	-0.07	-0.04	-0.05	-0.02
T. BOT comp. lordo 6m	-0.30	-0.20	-0.32	-0.29	-0.30	-0.30	-0.33	-0.25	-0.19	-0.18	-0.15	-0.06	-0.07	0.00	0.11	0.07	0.13	0.11	0.14
T. BOT comp. lordo 12m	-0.24	-0.22	-0.20	-0.25	-0.25	-0.23	-0.24	-0.17	-0.08	-0.09	-0.06	0.03	0.02	0.09	0.20	0.16	0.21	0.20	0.23
Rendistat lordo	0.86	1.26	1.17	1.21	1.48	1.50	1.53	1.60	1.66	1.73	1.74	1.80	1.86	1.87	1.93	1.94	1.95	2.00	1.99
Rendistat netto	0.75	1.10	1.02	1.06	1.30	1.31	1.34	1.40	1.46	1.51	1.52	1.58	1.63	1.64	1.69	1.70	1.70	1.75	1.74
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	0.26	0.46	0.10	0.34	0.39	0.41	0.35	0.44	0.54	0.53	0.56	0.66	0.62	0.67	0.76	0.72	0.77	0.75	0.79
Rend. BTP a 5 anni	0.65	0.91	0.66	1.02	0.96	1.11	1.07	1.16	1.26	1.25	1.28	1.37	1.33	1.37	1.47	1.43	1.48	1.45	1.49
Rend. BTP a 7 anni	1.11	1.46	1.28	1.68	1.65	1.72	1.72	1.82	1.92	1.92	1.96	2.05	2.02	2.07	2.16	2.12	2.17	2.15	2.19
Rend. BTP a 10 anni	1.68	2.01	1.85	2.30	2.13	2.34	2.32	2.40	2.49	2.48	2.50	2.59	2.55	2.59	2.68	2.65	2.69	2.67	2.72
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2328.139	2324.188	2342.116	2314.596	2303.179	2310.710	2321.726	2314.220	2332.428	2320.899	2324.79	2333.92	2332.80	2335.11	2343.29	2337.05	2331.51	2336.13	2337.51
Prestiti in euro	2299.557	2288.245	2305.081	2281.923	2265.109	2280.509	2283.874	2282.054	2305.454	2281.787	2285.813	2305.70	2300.017	2301.29	2315.68	2310.68	2289.12	2311.07	2304.66
Prestiti in valuta	28.583	35.943	37.035	32.673	38.070	30.201	37.852	32.167	26.973	39.112	38.980	28.217	32.779	33.824	27.603	26.372	42.389	25.060	32.857
Prestiti a breve	321.793	321.701	313.988	320.429	319.598	315.245	312.987	309.295	314.568	314.760	311.054	311.845	309.887	313.980	314.930	319.468	318.000	316.191	314.552
Prestiti a m / l	2006.346	2002.487	2028.128	1994.166	1983.581	1995.465	2008.739	2004.925	2017.860	2006.140	2013.739	2022.072	2022.909	2021.131	2028.357	2017.579	2013.508	2019.937	2022.962
Depositi totali	2261.369	2251.824	2306.684	2281.563	2261.183	2288.991	2320.223	2280.133	2340.447	2311.452	2304.594	2334.909	2313.381	2300.013	2346.590	2352.292	2320.200	2346.903	2374.053
Depositi in c / c	949.775	949.673	987.864	961.394	965.981	977.388	995.714	992.640	999.225	1001.933	993.302	1003.961	1014.074	1012.921	1043.185	1029.941	1028.770	1039.061	1055.855
Depositi a risparmio	298.104	297.323	297.920	298.773	298.283	298.157	297.229	296.482	295.791	295.504	295.974	295.472	294.467	294.171	295.805	296.174	295.957	296.010	295.238
Certif. deposito	1013.491	1004.827	1020.900	1021.396	996.918	1013.446	1027.280	991.011	1045.431	1014.014	1015.318	1035.476	1004.839	992.920	1007.600	1026.177	995.473	1011.831	1022.960
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																			
Prestiti totali	0.27	-0.52	0.38	-1.31	-2.21	-1.84	-0.91	-0.55	-0.40	0.09	0.14	-0.04	0.20	0.47	0.05	0.97	1.23	1.10	0.68
Prestiti in euro	1.02	-0.87	0.75	-1.10	-2.36	-1.34	-0.69	-0.76	-0.07	0.26	0.23	0.29	0.02	0.57	0.46	1.26	1.06	1.34	0.91
Prestiti in valuta	-37.43	28.48	-18.31	-13.58	7.26	-29.01	-12.59	17.02	-22.32	-8.92	-4.87	-21.22	14.68	-5.90	-25.47	-19.28	11.34	-17.02	-13.20
Prestiti a breve	-4.35	-6.84	-7.01	-4.36	-4.57	-5.60	-4.40	-6.70	-6.40	-4.00	-4.20	-3.90	-3.70	-2.40	0.30	-0.30	-0.50	0.30	0.50
Prestiti a m / l	1.05	0.58	1.63	-0.80	-1.82	-1.22	-0.34	0.47	0.61	0.76	0.85	0.58	0.83	0.93	0.01	1.17	1.51	1.23	0.71
Depositi totali	2.56	3.21	4.87	2.66	0.40	1.46	2.09	1.78	2.89	2.06	2.21	3.02	2.30	2.14	1.73	3.10	2.61	2.53	2.32
Depositi in c / c	7.98	9.76	10.78	8.13	8.69	8.75	7.59	8.47	8.95	6.94	6.99	7.52	6.77	6.66	5.60	7.13	6.50	6.31	6.04
Depositi a risparmio	-0.23	-0.52	-1.04	-1.74	-2.10	-1.90	-1.90	-1.71	-1.55	-1.49	-1.32	-1.21	-1.22	-1.06	-0.71	-0.87	-0.78	-0.72	-0.67
Certif. deposito	-1.28	-1.27	1.39	-0.75	-5.83	-3.79	-1.63	-3.17	-1.11	-1.35	-1.08	0.18	-0.85	-1.19	-1.30	0.47	-0.14	-0.16	-0.42

SCENARIO B	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1013	995	1124	1101	1121	1208	1228	1227	1193	1202	1171	1160	1149	1180	1146	1135	1153	1136	1128
Produzione Industriale (Var. % a/a)	1.2	2.8	6.1	0.0	2.2	2.2	1.8	2.0	1.5	1.8	0.8	1.2	1.3	1.3	1.1	1.6	1.7	0.8	0.9
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.1	0.1	0.5	1.0	1.6	1.4	2.0	1.8	1.6	1.3	1.2	1.3	1.2	1.1	0.9	1.1	1.0	0.9	0.6
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39
T. Interb. 1m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-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
T. Interb. 3m lett.	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37
T. Interb. 6m lett.	-0.21	-0.22	-0.22	-0.24	-0.25	-0.25	-0.26	-0.26	-0.26	-0.26	-0.26	-0.26	-0.26	-0.26	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25
T. Depositi medio	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.43	0.44	0.44	0.44	0.45	0.45	0.46	0.46
T. Prestiti medio	2.94	2.91	2.84	2.86	2.84	2.83	2.83	2.82	2.82	2.83	2.83	2.83	2.83	2.84	2.84	2.84	2.85	2.85	2.85
T.prest. medio - T.dep. medio	2.52	2.50	2.43	2.45	2.43	2.41	2.41	2.41	2.40	2.40	2.40	2.40	2.40	2.40	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.33	-0.28	-0.35	-0.33	-0.34	-0.34	-0.36	-0.38	-0.36	-0.37	-0.36	-0.33	-0.35	-0.34	-0.29	-0.31	-0.28	-0.30	-0.26
T. BOT comp. lordo 6m	-0.30	-0.20	-0.32	-0.29	-0.30	-0.30	-0.33	-0.35	-0.32	-0.34	-0.32	-0.29	-0.32	-0.29	-0.24	-0.27	-0.22	-0.25	-0.19
T. BOT comp. lordo 12m	-0.24	-0.22	-0.20	-0.25	-0.25	-0.23	-0.24	-0.26	-0.23	-0.27	-0.27	-0.20	-0.25	-0.22	-0.14	-0.18	-0.13	-0.15	-0.10
Rendistat lordo	0.86	1.26	1.17	1.21	1.48	1.50	1.53	1.52	1.55	1.57	1.58	1.62	1.66	1.67	1.71	1.71	1.71	1.75	1.73
Rendistat netto	0.75	1.10	1.02	1.06	1.30	1.31	1.34	1.33	1.36	1.38	1.38	1.41	1.45	1.46	1.49	1.49	1.49	1.53	1.51
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	0.26	0.46	0.10	0.34	0.39	0.41	0.35	0.36	0.36	0.33	0.34	0.38	0.34	0.37	0.43	0.38	0.42	0.39	0.43
Rend. BTP a 5 anni	0.65	0.91	0.66	1.02	0.96	1.11	1.07	1.07	1.08	1.05	1.06	1.10	1.06	1.09	1.14	1.10	1.14	1.11	1.14
Rend. BTP a 7 anni	1.11	1.46	1.28	1.68	1.65	1.72	1.72	1.73	1.75	1.73	1.75	1.80	1.76	1.79	1.85	1.82	1.86	1.82	1.85
Rend. BTP a 10 anni	1.68	2.01	1.85	2.30	2.13	2.34	2.32	2.32	2.32	2.29	2.30	2.34	2.30	2.32	2.38	2.34	2.38	2.35	2.38
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2328.139	2324.188	2342.116	2314.596	2303.179	2303.177	2310.245	2304.214	2319.782	2307.914	2312.95	2320.38	2317.20	2319.07	2325.02	2317.37	2315.62	2313.54	2305.16
Prestiti in euro	2299.557	2288.245	2305.081	2281.923	2265.109	2273.806	2273.295	2273.085	2293.458	2269.498	2274.639	2293.06	2285.300	2286.41	2298.40	2291.74	2274.40	2289.72	2273.52
Prestiti in valuta	28.583	35.943	37.035	32.673	38.070	29.371	36.950	31.129	26.324	38.416	38.315	27.320	31.898	32.661	26.622	25.638	41.220	23.819	31.640
Prestiti a breve	321.793	321.701	313.988	320.429	319.598	313.575	311.350	307.969	313.223	313.120	308.781	310.547	308.278	312.050	312.732	317.225	316.083	312.635	311.039
Prestiti a m / l	2006.346	2002.487	2028.128	1994.166	1983.581	1989.602	1998.895	1996.245	2006.559	1994.794	2004.172	2009.828	2008.919	2007.024	2012.286	2000.148	1999.534	2000.907	1994.124
Depositi totali	2261.369	2251.824	2306.684	2281.563	2261.183	2278.613	2307.269	2266.243	2325.661	2295.825	2287.908	2316.551	2294.838	2282.899	2325.138	2332.442	2298.945	2315.071	2335.417
Depositi in c / c	949.775	949.673	987.864	961.394	965.981	973.074	989.606	985.136	989.045	992.751	984.017	993.223	1002.677	1001.525	1030.837	1015.136	1016.309	1022.117	1035.919
Depositi a risparmio	298.104	297.323	297.920	298.773	298.283	297.731	296.593	295.728	295.040	294.754	295.014	294.605	293.513	293.101	294.524	294.979	294.823	294.456	293.419
Certif. deposito	1013.491	1004.827	1020.900	1021.396	996.918	1007.808	1021.070	985.379	1041.577	1008.319	1008.877	1028.723	998.647	988.272	999.778	1022.328	987.813	998.498	1006.079
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																			
Prestiti totali	0.27	-0.52	0.38	-1.31	-2.21	-2.16	-1.40	-0.98	-0.94	-0.47	-0.37	-0.62	-0.47	-0.22	-0.73	0.12	0.54	0.45	-0.22
Prestiti in euro	1.02	-0.87	0.75	-1.10	-2.36	-1.63	-1.15	-1.15	-0.59	-0.28	-0.26	-0.26	-0.62	-0.08	-0.29	0.43	0.41	0.70	0.01
Prestiti in valuta	-37.43	28.48	-18.31	-13.58	7.26	-30.96	-14.68	13.24	-24.19	-10.54	-6.49	-23.73	11.60	-9.13	-28.12	-21.53	8.27	-18.90	-14.37
Prestiti a breve	-4.35	-6.84	-7.01	-4.36	-4.57	-6.10	-4.90	-7.10	-6.80	-4.50	-4.90	-4.30	-4.20	-3.00	-0.40	-1.00	-1.10	-0.30	-0.10
Prestiti a m / l	1.05	0.58	1.63	-0.80	-1.82	-1.51	-0.83	0.04	0.04	0.19	0.37	-0.03	0.13	0.23	-0.78	0.30	0.80	0.57	-0.24
Depositi totali	2.56	3.21	4.87	2.66	0.40	1.00	1.52	1.16	2.24	1.37	1.47	2.21	1.48	1.38	0.80	2.23	1.67	1.60	1.22
Depositi in c / c	7.98	9.76	10.78	8.13	8.69	8.27	6.93	7.65	7.84	5.96	5.99	6.37	5.57	5.46	4.35	5.59	5.21	5.04	4.68
Depositi a risparmio	-0.23	-0.52	-1.04	-1.74	-2.10	-2.04	-2.11	-1.96	-1.80	-1.74	-1.64	-1.50	-1.54	-1.42	-1.14	-1.27	-1.16	-1.10	-1.07
Certif. deposito	-1.28	-1.27	1.39	-0.75	-5.83	-4.33	-2.22	-3.72	-1.47	-1.91	-1.71	-0.47	-1.46	-1.65	-2.07	0.09	-0.91	-0.92	-1.47

SCENARIO C	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1013	995	1124	1101	1121	1208	1228	1241	1221	1229	1202	1184	1199	1221	1190	1192	1204	1198	1180
Produzione Industriale (Var. % a/a)	1.2	2.8	6.1	0.0	2.2	2.4	2.2	2.4	1.9	2.1	1.1	1.5	1.6	1.7	1.5	2.1	2.1	1.1	1.2
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.1	0.1	0.5	1.0	1.6	1.4	2.0	1.9	1.7	1.6	1.5	1.7	1.5	1.5	1.3	1.5	1.3	1.4	1.0
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 1m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-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
T. Interb. 3m lett.	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36
T. Interb. 6m lett.	-0.21	-0.22	-0.22	-0.24	-0.25	-0.25	-0.26	-0.26	-0.26	-0.26	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24
T. Depositi medio	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	0.44	0.45	0.45	0.46	0.47	0.47	0.48
T. Prestiti medio	2.94	2.91	2.84	2.86	2.84	2.83	2.83	2.83	2.83	2.83	2.83	2.83	2.84	2.84	2.84	2.85	2.86	2.86	2.86
T.prest. medio - T.dep. medio	2.52	2.50	2.43	2.45	2.43	2.41	2.41	2.41	2.40	2.40	2.40	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.38
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.33	-0.28	-0.35	-0.33	-0.34	-0.34	-0.36	-0.34	-0.34	-0.33	-0.30	-0.26	-0.28	-0.25	-0.18	-0.21	-0.18	-0.20	-0.16
T. BOT comp. lordo 6m	-0.30	-0.20	-0.32	-0.29	-0.30	-0.30	-0.33	-0.30	-0.29	-0.28	-0.24	-0.19	-0.21	-0.17	-0.09	-0.13	-0.09	-0.12	-0.07
T. BOT comp. lordo 12m	-0.24	-0.22	-0.20	-0.25	-0.25	-0.23	-0.24	-0.22	-0.20	-0.20	-0.17	-0.10	-0.13	-0.09	0.00	-0.04	0.00	-0.03	0.03
Rendistat lordo	0.86	1.26	1.17	1.21	1.48	1.50	1.53	1.56	1.59	1.63	1.63	1.68	1.73	1.75	1.79	1.80	1.79	1.84	1.82
Rendistat netto	0.75	1.10	1.02	1.06	1.30	1.31	1.34	1.37	1.39	1.42	1.43	1.47	1.52	1.53	1.57	1.57	1.57	1.61	1.59
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	0.26	0.46	0.10	0.34	0.39	0.41	0.35	0.39	0.42	0.40	0.41	0.47	0.44	0.47	0.55	0.50	0.55	0.50	0.56
Rend. BTP a 5 anni	0.65	0.91	0.66	1.02	0.96	1.11	1.07	1.10	1.13	1.12	1.13	1.20	1.16	1.19	1.27	1.22	1.26	1.22	1.26
Rend. BTP a 7 anni	1.11	1.46	1.28	1.68	1.65	1.72	1.72	1.77	1.80	1.80	1.82	1.89	1.86	1.89	1.97	1.93	1.97	1.95	1.98
Rend. BTP a 10 anni	1.68	2.01	1.85	2.30	2.13	2.34	2.32	2.35	2.37	2.35	2.37	2.43	2.40	2.42	2.50	2.45	2.49	2.46	2.48
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2328.139	2324.188	2342.116	2314.596	2303.179	2306.708	2318.212	2310.963	2327.744	2316.957	2320.61	2329.01	2326.98	2330.70	2337.43	2330.34	2326.44	2327.93	2325.63
Prestiti in euro	2299.557	2288.245	2305.081	2281.923	2265.109	2276.811	2280.654	2279.294	2301.071	2278.146	2281.936	2301.33	2294.728	2297.63	2310.38	2304.29	2284.59	2303.45	2293.20
Prestiti in valuta	28.583	35.943	37.035	32.673	38.070	29.897	37.557	31.668	26.673	38.811	38.678	27.682	32.248	33.069	27.049	26.049	41.852	24.480	32.432
Prestiti a breve	321.793	321.701	313.988	320.429	319.598	314.338	312.074	308.803	314.153	313.931	310.309	311.438	309.022	313.015	313.988	318.639	317.396	314.921	313.205
Prestiti a m / l	2006.346	2002.487	2028.128	1994.166	1983.581	1992.370	2006.137	2002.159	2013.591	2003.027	2010.306	2017.577	2017.953	2017.680	2023.444	2011.696	2009.046	2013.009	2012.424
Depositi totali	2261.369	2251.824	2306.684	2281.563	2261.183	2284.479	2314.542	2273.636	2335.215	2306.243	2298.731	2328.336	2306.371	2292.582	2337.594	2345.447	2313.190	2336.108	2360.138
Depositi in c / c	949.775	949.673	987.864	961.394	965.981	975.265	992.914	989.996	995.563	998.189	989.384	999.747	1010.383	1008.094	1037.604	1025.150	1023.973	1032.071	1047.761
Depositi a risparmio	298.104	297.323	297.920	298.773	298.283	298.004	297.065	296.273	295.605	295.306	295.765	295.329	294.287	293.932	295.544	295.854	295.677	295.575	294.738
Certif. deposito	1013.491	1004.827	1020.900	1021.396	996.918	1011.210	1024.563	987.368	1044.047	1012.748	1013.582	1033.259	1001.700	990.556	1004.446	1024.443	993.540	1008.462	1017.639
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																			
Prestiti totali	0.27	-0.52	0.38	-1.31	-2.21	-2.01	-1.06	-0.69	-0.60	-0.08	-0.04	-0.25	-0.05	0.28	-0.20	0.68	1.01	0.92	0.32
Prestiti in euro	1.02	-0.87	0.75	-1.10	-2.36	-1.50	-0.83	-0.88	-0.26	0.10	0.06	0.10	-0.21	0.41	0.23	0.98	0.86	1.17	0.55
Prestiti in valuta	-37.43	28.48	-18.31	-13.58	7.26	-29.72	-13.27	15.20	-23.19	-9.62	-5.61	-22.72	12.82	-8.00	-26.96	-20.27	9.93	-18.12	-13.65
Prestiti a breve	-4.35	-6.84	-7.01	-4.36	-4.57	-5.87	-4.68	-6.85	-6.52	-4.25	-4.43	-4.03	-3.97	-2.70	0.00	-0.56	-0.69	0.19	0.36
Prestiti a m / l	1.05	0.58	1.63	-0.80	-1.82	-1.37	-0.47	0.33	0.39	0.61	0.67	0.36	0.58	0.76	-0.23	0.88	1.28	1.04	0.31
Depositi totali	2.56	3.21	4.87	2.66	0.40	1.26	1.84	1.49	2.66	1.83	1.95	2.73	1.99	1.81	1.34	2.80	2.30	2.26	1.97
Depositi in c / c	7.98	9.76	10.78	8.13	8.69	8.51	7.29	8.18	8.55	6.54	6.57	7.07	6.38	6.15	5.04	6.63	6.00	5.82	5.52
Depositi a risparmio	-0.23	-0.52	-1.04	-1.74	-2.10	-1.95	-1.95	-1.78	-1.61	-1.56	-1.39	-1.26	-1.28	-1.14	-0.80	-0.98	-0.87	-0.82	-0.78
Certif. deposito	-1.28	-1.27	1.39	-0.75	-5.83	-4.00	-1.89	-3.53	-1.24	-1.48	-1.25	-0.04	-1.16	-1.42	-1.61	0.30	-0.34	-0.27	-0.68

**Giugno 2017<sup>7</sup>**

Sia in USA sia in Area Euro l'inflazione si ridimensiona.  
L'intervento della Fed a giugno non è scontato

Lucia Trevisan<sup>a</sup> e Francesca Volo<sup>a,b</sup>

## IL QUADRO GENERALE

**In USA, la Fed deve confrontarsi con uno scenario contraddittorio. Da un lato, vi è un tasso di disoccupazione al di sotto del livello considerato di equilibrio di lungo periodo**, con difficoltà per le aziende di trovare lavoratori da assumere ai diversi livelli di competenza, come è emerso dal *Beige Book* di maggio, **e il rischio di una bolla speculativa nel mercato azionario; dall'altro**, pur con una revisione al rialzo dei dati sul PIL del 1° trimestre, **l'economia americana si è dimostrata debole, soprattutto nei consumi, e l'inflazione core ha rallentato a +1.5% a/a**, il passo più debole del 2015. **Dalle minute della Fed**, relative alla riunione del 2-3 maggio, è emerso che **i rischi al rialzo per la crescita sono stati sottolineati solo da due partecipanti, e provengono dal mercato del lavoro, mentre tutti gli altri componenti del Board**, pur ammettendo che la debolezza dell'inflazione è dovuta a fattori transitori, **hanno espresso preoccupazione per il suo rallentamento**: chiudere l'anno in corso ancora con un'inflazione al di sotto dell'obiettivo del 2% potrebbe indurre i consumatori a pensare che i prezzi non saliranno per lungo tempo e a rinviare le decisioni di spesa. Dalla pubblicazione delle minute, i dati hanno confermato la tendenza al ridimensionamento. **Inoltre, maggio è stato caratterizzato da un fuoco mediatico su Donald Trump**. Secondo il Washington Post, il Presidente degli Stati Uniti avrebbe rivelato informazioni segrete al ministro degli esteri russo in occasione di una visita di quest'ultimo alla Casa Bianca. Secondo il New York Times, in un memo avrebbe richiesto a Comey, l'ex direttore della CIA, che è stato licenziato da Trump recentemente, di insabbiare il caso Flynn, consigliere generale per la sicurezza nazionale costretto ad andarsene per aver omesso il reale contenuto delle conversazioni telefoniche avute con l'ambasciatore russo in USA. Questo potrebbe essere interpretato come un tentativo da parte di Trump di intralciare la giustizia e quindi un **caso di impeachment**. **Assegniamo una bassa probabilità all'evento e comunque i tempi sarebbero molto lunghi** perché deve prima essere istituita una commissione d'inchiesta alla Camera che deve stabilire se ci sono le motivazioni a procedere, poi, in caso affermativo, è il Senato che deve decidere per una rimozione forzata del Presidente con i 2/3 dei voti. **La vicenda, tuttavia, ha effetti nell'immediato perché alimenta ancora di più il timore che l'agenda economica di Trump possa essere messa in forse. Alla luce di questa analisi, siamo molto dubbiosi che la Fed possa alzare i tassi ufficiali di riferimento alla prossima riunione del 13-14 giugno** (assegniamo a questo scenario una probabilità del 30%), tenendo in considerazione le dichiarazioni di **Brainard, il braccio destro del Presidente della Fed Janet Yellen e componente del Board**, rilasciate a fine maggio, in cui **sottolineava che un rialzo dei tassi dipende dall'andamento dei prezzi**: *"Sarebbe verosimilmente appropriato alzare i tassi presto, però il rallentamento dell'inflazione potrebbe cambiare le carte in tavola. Sarebbe preoccupante se la debole inflazione proseguisse e ciò potrebbe condurre a rivedere il percorso di politica monetaria"*. **Inoltre, l'underemployment rate** (tasso di sottoccupazione), un altro indicatore del mercato del lavoro, che include tra i disoccupati chi si accontenta di un lavoro part-time ma ne vorrebbe uno a tempo pieno e quelli che sono scoraggiati dal cercare un lavoro ma che l'hanno cercato almeno una volta in passato, **pur avendo seguito una buona dinamica al ribasso, rimane ancora a livelli troppo alti (+8.6%) secondo Janet Yellen**. A tale proposito, sempre Brainard il 23 maggio in un'intervista ha dichiarato: *"Non si è ancora raggiunta la piena occupazione. Il tasso di disoccupazione, al 4,4% in aprile, e i lavoratori part-time alla ricerca di impieghi a tempo pieno sono scesi sotto i livelli considerati di piena occupazione dalla Fed, però, rimangono dubbi sul raggiungimento dell'obiettivo se si analizzano le statistiche relative ai diversi gruppi demografici"*. **Non va dimenticato, infine, che la rivoluzione tecnologica in atto della cosiddetta 'industria 4.0'**, in gran parte complice degli elevati livelli raggiunti dalle quotazioni azionarie (ai massimi di sempre), **potrebbe mettere in difficoltà il mercato del lavoro nel periodo di transizione**. L'estensione della connessione internet tra persone a quella tra prodotti, se nel medio termine creerà nuovi ruoli per i lavoratori, nel breve potrebbe non richiedere più alcune attuali mansioni.

**Nel dilemma della Fed tra frenare il mercato del lavoro con un rialzo dei tassi ufficiali a giugno e quello di dare più peso ad una crescita del PIL ancora moderata con un'inflazione in rallentamento e, quindi, assumere un atteggiamento attendista fino a settembre, ci fanno propendere più per la seconda ipotesi (probabilità al 60% -**

<sup>a</sup> Università Ca' Foscari Venezia.

<sup>b</sup> GRETA.

<sup>7</sup> **Dati aggiornati al 31/05/2017.**

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.

scenario C) anche le parole di fine maggio di un altro componente della Fed, Bullard: *“L’idea che l’economia stia crescendo molto più rapidamente del livello di equilibrio di lungo periodo, e che questo sosterrà l’inflazione, non credo corrisponda ai numeri che stiamo vedendo. I mercati finanziari non sono sulla stessa linea della FED in termini di prospettive sugli aumenti dei tassi. L’andamento dei prezzi degli asset finanziari dopo il rialzo di marzo dimostra che il percorso previsto per i tassi d’interesse è eccessivamente aggressivo rispetto ai dati macroeconomici americani effettivamente in arrivo”*.

**In conclusione, ribadiamo quanto affermato il mese scorso, ossia che la Fed preferirà attendere settembre per un nuovo rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base per 1) le incertezze sull’attuazione della politica fiscale espansiva di Trump, ora alimentate anche da un possibile caso di *impeachment* nei confronti del Presidente, 2) la necessità di verificare con i nuovi dati sul secondo trimestre disponibili a fine luglio se la debolezza dei consumi registrata nel 1° trimestre dell’anno in corso abbia effettivamente un carattere transitorio, 3) avere informazioni aggiuntive sul sentiero inflazionistico per il momento in rallentamento.**

**Nell’Area Euro continua a prendere vigore la ripresa. I dati sulla crescita del PIL del primo trimestre dell’anno in corso hanno consolidato il sentiero positivo dei trimestri precedenti** con un incremento sostanzioso di +0.5% t/t e +1.7% a/a. La Germania si è confermata la locomotiva dell’Eurozona, con una crescita di +1.7% a/a, ma anche l’Italia ha registrato un incoraggiante +1.2% a/a, riuscendo a raddoppiare le attese in termini congiunturali (+0.4% t/t). La Francia resta fanalino di coda con un +1% a/a, ma l’archiviazione della tornata elettorale, con la vittoria di Macron, dovrebbe garantire un recupero nella restante parte dell’anno.

**Come in USA, anche per l’Area Euro l’inflazione si è ridimensionata** dando ragione alla BCE sul carattere transitorio delle tensioni registrate alla fine del 2016 ed inizio dell’anno in corso. In questo ha avuto probabilmente un ruolo fondamentale il calo del prezzo del petrolio ritornato sotto i 50 dollari al barile (si veda di seguito il commento specifico). **Il fatto che, anche in tal caso, ciò sia avvenuto in concomitanza con un miglioramento del mercato del lavoro, ci fa pensare che, dopo lo scotto di una crisi senza precedenti nella sua intensità e durata, sia i consumatori sia i produttori siano prudenti, i primi nelle decisioni di spesa, i secondi nell’aumentare i prezzi dei loro prodotti.**

**Questo spiega le parole di Draghi all’audizione al Parlamento Europeo di fine maggio, in cui ha ribadito in modo inequivocabile che è troppo presto per ritirare gli stimoli monetari:** *“Rimaniamo fermamente convinti che lo straordinario supporto di politica monetaria sia ancora necessario. Le pressioni da costi interni, in particolare quelle da salari, sono ancora insufficienti per supportare una convergenza duratura e autonoma all’obiettivo di inflazione di medio termine. La ripresa sta diventando sempre più solida e continua ad espandersi tra settori e Paesi. L’inflazione si è portata verso l’obiettivo del 2%, ma ci deve rimanere per un periodo congruo prima di cambiare politica monetaria”*.

**Per questo motivo, continuiamo ad assegnare una bassa probabilità che la BCE possa iniziare a parlare di *Tapering* (ridimensionamento del *Quantitative Easing*) entro fine anno. Tanto più che l’approvazione in Italia della nuova legge elettorale ha riaperto la possibilità di elezioni anticipate in autunno.** Non dovrebbe costituire un fattore seriamente critico per lo scenario dell’Eurozona, perché le incertezze politiche sono già in parte scontate negli attuali rendimenti dei titoli di Stato italiani, ma saranno, comunque, fonte di tensione.

**Per quanto riguarda la Brexit, il tentativo del Primo Ministro May di avere un più largo consenso con l’annuncio di nuove elezioni l’8 giugno, potrebbe trasformarsi in un boomerang.** La popolazione è sempre più spaventata dalle conseguenze di un’uscita dall’Unione Europea che, da teoriche, stanno via via diventando concrete: **si parla di Bregret** (Brexit+ regret, pentimento). **Un nuovo colpo di scena non è, quindi, da escludere. L’elezione di un governo a favore dell’Unione potrebbe portare vantaggi per l’Eurozona.**

**In Giappone, la ripresa si consolida, dando finalmente segnali positivi anche sul fronte dei consumi,** quelli più penalizzati fino ad ora. Il PIL nel 1° trimestre del 2017 è aumentato di +0.5% t/t, ma quello tendenziale rimane debole a +1.6% a/a. Non ci sono, comunque, nuove informazioni rilevanti che possano cambiare la politica monetaria.

**Sul fronte del petrolio, alla riunione di Vienna del 25 maggio i Paesi OPEC hanno deciso di estendere i tagli alla produzione per altri nove mesi, anziché di sei come era nelle attese,** portando il termine a settembre del 2018. Tuttavia, avendo deciso di mantenerne invariata la quantità, hanno **deluso i mercati finanziari che ritengono che la mossa sia insufficiente a sostenere le quotazioni del greggio.** Intanto, la produzione di petrolio con le nuove tecniche di *shale oil* in USA è in continuo aumento, per cui **è difficile pensare che il prezzo della principale materia prima possa recuperare: riteniamo che nei prossimi mesi rimanga sotto quota 50 dollari al barile o comunque non possa superare tale soglia in modo significativo.**

## GLI ULTIMI DATI

In USA, la revisione dei dati sul PIL del primo trimestre del 2017 hanno evidenziato una situazione migliore rispetto ai preliminari, ma permane la debolezza dei consumi. Il PIL è cresciuto di +1.2% t/t annualizzato, consentendo alla variazione tendenziale di portarsi a +2% a/a, contro un dato preliminare di +0.7% t/t e +1.9% a/a. La revisione ha interessato in particolare i consumi (con una dinamica meno debole di +0.6% t/t da +0.3% t/t), **gli investimenti** (al rialzo del +11.9% t/t da 10.4% t/t) e **la spesa pubblica** (con un calo minore di -1.1% t/t da -1.7% t/t). Nonostante ciò, i consumi hanno comunque registrato il passo più lento degli ultimi tre anni, contribuendo molto poco alla crescita del PIL (+0.4% t/t da +0.2% t/t). **Lo stallo dei consumi è in parte fisiologico nei primi mesi dell'anno**, per una minore propensione alla spesa da parte degli individui, e in parte dovuto a condizioni meteorologiche sfavorevoli, **ma sembra nascondere anche cause meno contingenti**: i contrasti con il Congresso e ora anche il rischio di *impeachment* del Presidente disegnano una strada tutta in salita per l'approvazione della riforma fiscale promessa. **La componente degli investimenti fissi rimane l'unica a trainare la crescita, con un contributo di quasi il 2% t/t**, rivisto al rialzo da +1.6% del dato preliminare. Dopo la revisione, quelli residenziali e non residenziali sono più bilanciati: i primi sono cresciuti di +13.7% t/t e i secondi di +11.4% t/t (al rialzo da +9.4% t/t). **Più accentuato risulta il decumulo di scorte che ha sottratto crescita per un -1.1% t/t** da -0.9% t/t rispetto al preliminare. Si conferma, dunque, un atteggiamento attendista da parte dei produttori nei confronti della riforma fiscale. La spesa pubblica ha sottratto un po' meno crescita (-0.2% t/t dal preliminare -0.3%) per una dinamica negativa meno accentuata, come sopra menzionato. Poche variazioni di rilievo si sono registrate per il **canale estero** che **rimane sostanzialmente neutrale** grazie ad un incremento bilanciato tra esportazioni (+5.9% t/t) e importazioni (+3.8% t/t).

La Fed prevede che nel secondo trimestre l'economia, ed in particolare i consumi, riprenda ad un ritmo più sostenuto. Dal momento che i primi dati relativi a quel trimestre saranno disponibili a fine luglio, diventa importante analizzare i mensili che colmano il gap informativo. Le nuove informazioni disponibili su questo fronte, danno segnali misti: **i dati mensili disponibili, relativi prevalentemente ad aprile, indicano un miglioramento rispetto a marzo, ma con una contraddizione tra la forza del mercato del lavoro, da un lato, e una crescita moderata con un ritracciamento dell'inflazione, dall'altro**. Infatti, **il mercato del lavoro, dopo i dati deludenti di marzo, ad aprile ha ripreso a marciare** con un incremento dell'occupazione di +211 mila unità da +79 mila del mese precedente (rivisto al ribasso da +98 mila) e un **tasso di disoccupazione sceso a +4.4%** da +4.7% di marzo, **al di sotto del livello considerato dalla Fed di pieno impiego**. Dal *Beige Book* di maggio è emersa una certa difficoltà di reperimento di posizioni a qualsiasi livello di competenza. **Va comunque sottolineato che l'indicatore preferito dalla Fed è l'U-6, cioè l'underemployment rate** (sottoccupazione), che include chi si accontenta di un lavoro part-time ma ne vorrebbe uno a tempo pieno e quelli che sono scoraggiati dal cercare un lavoro ma che l'hanno cercato almeno una volta in passato, **si è attestato all'8,6%**. **Pur essendo il livello più basso dal 2008, lascia un margine notevole con l'altro indice. Inoltre, la crescita media dell'occupazione da inizio 2017 è di circa +160 mila unità, al di sotto di quella del 2016 che si è stata di +187 mila.**

**A fronte di ciò non si riscontra un'economia altrettanto forte e nel Beige Book viene definita da 'modesta a moderata'**. Dal lato dell'offerta, ad aprile la produzione industriale è aumentata di +1% m/m, ma gli ordini di beni durevoli sono scesi di -0.7% m/m e di -0.4% se escludiamo i trasporti. Il settore edilizio ha presentato tutti indicatori in diminuzione, in particolare l'avvio di nuovi cantieri con un -2.6% m/m. L'intonazione nel secondo trimestre dovrebbe rimanere alta grazie ad un ottimo andamento degli indici di fiducia dei produttori: l'NAPM a maggio ha raggiunto quota 59.4 da 58.3 di aprile e 50.3 di gennaio. Resta, però, da vedere se questo ottimismo sarà supportato dalla domanda, perché l'anello debole del ciclo economico è quello dei consumi e gli indicatori rimangono misti: da un lato, le vendite al dettaglio di aprile hanno registrato un buon incremento di +0.4% m/m, dall'altro, a maggio l'indice di fiducia dei consumatori, il *Conference Board*, è sceso a 117.9 da 119.4 del mese precedente e 124.9 di marzo.

## USA

*Il tasso di disoccupazione si porta al di sotto del pieno impiego, ma l'inflazione si ridimensiona*

**La contraddizione del ciclo economico americano emerge anche dal quadro inflazionistico, dal momento che la dinamica dei prezzi ad aprile si è ulteriormente ridimensionata, in contrasto con un mercato del lavoro al di sotto del pieno impiego:** l'indice dei prezzi PCE (*Personal Consumption Expenditures*) ha subito un'ulteriore limatura in termini tendenziali a +1.7% a/a da +1.9% di marzo e +2.1% di febbraio. Anche il *core* che esclude le componenti più volatili di energia ed alimentari, ha seguito la stessa dinamica, portandosi a +1.5% a/a da +1.6% di marzo e +1.8% di febbraio. Un fattore determinante è stato la riduzione dei prezzi nei servizi di telefonia. Lo stesso andamento si è riscontrato nei salari orari che hanno registrato una variazione tendenziale più contenuta a +2.5% a/a da +2.6% del mese precedente, anche se va sottolineato che il dato non include i lavoratori che sono pagati a metà mese per un effetto calendario. **Il ridimensionamento dell'inflazione è stato messo in evidenza nelle interviste di maggio da gran parte dei componenti del Board della Fed.** Per questo riteniamo che la Banca Centrale americana preferisca aspettare settembre per un rialzo dei tassi ufficiali (Scenario C - probabilità 60%). Non escludiamo un aumento a giugno, ma assegniamo una probabilità che ciò avvenga del 30% (Scenario A).

**In Giappone,** i dati preliminari del PIL relativo al primo trimestre del 2017 dimostrano quanto sostenuto all'ultima riunione della Banca Centrale giapponese: **il ciclo economico sta beneficiando del circolo virtuoso innescato da un buon andamento del mercato del lavoro e delle esportazioni, trainate da un miglioramento nella ripresa a livello internazionale.** Il PIL, infatti, è cresciuto di +0.5% t/t, contro un'aspettativa di +0.4% t/t. Questo non ha consentito alla variazione tendenziale di recuperare rispetto al quarto trimestre del 2016, attestandosi a +1.6%, ma rimane un buon risultato. **La componente che ha trainato maggiormente la crescita è stata quella dei consumi,** con un contributo di +0.2% t/t, grazie ad una dinamica di +0.4% t/t rispetto all'invarianza del trimestre precedente. Il canale estero ha contribuito con un +0.1% per un incremento delle esportazioni (+2.1% t/t) maggiore rispetto a quello delle importazioni (+1.4% t/t). Neutra, invece, è risultata la spesa pubblica. Va, inoltre, sottolineato che **il primo trimestre si è chiuso con un record per i profitti aziendali** mettendo a segno un balzo su base annua del 26.6% a/a, contro l'incremento di +16.9% del trimestre precedente.

**I nuovi dati mensili lasciano intendere che anche nel secondo trimestre dell'anno in corso potrebbe ripetersi un buon risultato in termini di crescita. Ad aprile, la produzione industriale ha registrato un forte incremento di +4% m/m,** andando a più che compensare il calo del mese precedente (-1.9% m/m, rivisto da -2.1%). Gli ordini di macchinari in marzo hanno confermato la buona dinamica di febbraio, con un rialzo di +1.4% m/m. L'indice di fiducia dei produttori, il PMI manifatturiero, di maggio è sceso a quota 52 da 52.7 del mese precedente, ma indica, in ogni caso, un'attività economica in espansione visto che è al di sopra della soglia dei 50 punti.

**Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio in aprile sono aumentate di +1.4% m/m,** grazie ad un incremento consistente del reddito disponibile in termini reali di +1.2% m/m. L'indice di fiducia dei consumatori ha registrato solo una lieve limatura a 43.2 da 43.9 del mese precedente.

**Sul fronte dei prezzi, si è registrato un ulteriore progresso nel processo di allontanamento dalla zona di rischio deflazione:** in aprile, la variazione tendenziale del CPI globale si è attestata a +0.4% a/a e quella *core* a +0.3% a/a. Si tratta di un lieve miglioramento, ma che va nella direzione sperata.

In base all'analisi precedente, è naturale un **proseguimento dell'attuale politica monetaria ultra espansiva della Banca Centrale giapponese,** anche se alcuni dei componenti del *Board* hanno messo in evidenza il problema della scarsità dei titoli ancora acquistabili sul mercato secondario.

## GIAPPONE

*La ripresa si consolida*

Per l'Area Euro sono disponibili i dati trimestrali del PIL del primo trimestre dell'anno in corso solo in forma aggregata, tuttavia si evince che **il ciclo economico continua a beneficiare della politica monetaria espansiva di Draghi e del miglioramento dell'economia a livello internazionale. Il PIL, infatti, è cresciuto di +0.5% t/t, mantenendo la dinamica del trimestre precedente.** La variazione tendenziale si è attestata a +1.7% a/a. A questo risultato hanno contribuito in modo più omogeneo rispetto al passato i diversi Paesi dell'area.

I nuovi dati mensili, prevalentemente relativi a marzo e, quindi, incorporati nelle statistiche trimestrali sopra menzionate, confermano la buona intonazione.

**A marzo, prosegue il doppio vantaggio sulla bilancia commerciale di una dinamica positiva delle esportazioni** (+1.4% m/m, in rafforzamento rispetto a febbraio rivisto a +0.8% m/m da +0.4%) **e negativa delle importazioni** (-1.1% m/m, in linea con il mese precedente rivisto a -1.2% m/m da -1.7% m/m). **Ad aprile, il mercato del lavoro ha registrato nuovi miglioramenti**, grazie ad un ridimensionamento ulteriore del tasso di disoccupazione, che si è portato a 9.3% da 9.4% (rivisto al ribasso da 9.5%). **Di questo dovrebbe beneficiare la domanda, incoraggiando i consumi anche nel secondo trimestre di quest'anno** e consolidando la crescita delle vendite al dettaglio, che in marzo sono aumentate di +0.3% m/m, dopo il +0.5% m/m di febbraio (rivisto da +0.7%).

**Dal lato dell'offerta, emerge qualche incertezza, ma non tale da intaccare il trend positivo. A marzo, la produzione industriale ha registrato una lieve diminuzione** di -0.1% m/m, ma la revisione del dato di febbraio ha portato ad un minore calo (-0.1% m/m da -0.3%) e la variazione tendenziale si è rafforzata a +1.9% a/a da +1.5%. Nel settore delle costruzioni, la riduzione di -1.1% m/m risulta abbastanza fisiologica dopo il grande balzo di +5.5% m/m di febbraio. **A maggio, la fiducia dei produttori è rimasta stabile:** il PMI manifatturiero si è attestato a quota 57, in rialzo da 56.7 del mese precedente, e quello dei servizi è leggermente sceso a 56.2 da 56.4.

**Anche l'ESI (Economic Sentiment Indicator), che esprime la fiducia sia dei produttori che dei consumatori, si è preso un momento di pausa dopo la corsa dei mesi precedenti:** a maggio si è portato a quota 109.2 da 109.7, **ma rimane ai livelli massimi da aprile 2011.**

**Come per gli USA, anche nell'Area Euro l'inflazione si è ridimensionata**, grazie in parte ad un calo dei prezzi del petrolio: a maggio la variazione tendenziale dell'indice globale HCPI è tornata ai livelli di marzo, correggendo al ribasso a +1.4% a/a da +1.9% di aprile e l'indice core, che esclude le componenti più volatili dell'energia e degli alimentari, più rilevante per definire i riflessi sulla politica monetaria, è arretrato a +0.9% a/a da +1.2% del mese precedente. Questi dati confermano le parole della BCE che sottolineavano *"come non ci siano prove di un aumento convincente dell'inflazione"*.

**Alla luce della precedente analisi, soprattutto sul fronte dei prezzi, rimane bassa la probabilità che la Banca Centrale inizi a discutere di Tapering (ridimensionamento del QE) prima della fine dell'anno (30% - Scenario A).**

**In Germania si è rafforzata ancora la crescita del PIL nel primo trimestre dell'anno in corso, con un importante incremento di +0.6% t/t**, dopo il +0.4% registrato nell'ultima terzina del 2016. La variazione tendenziale si è attestata a +1.7% a/a. **La componente che ha contribuito maggiormente al buon risultato è stata quella del canale estero** con un contributo di +0.4% t/t, **grazie a una dinamica delle esportazioni (+1.3% t/t) più forte di quella delle importazioni (+0.4%). Sul fronte della domanda interna, la ripresa si è basata soprattutto sugli investimenti fissi** aumentati di +1.7% t/t, contribuendo alla crescita del PIL per un +0.3%. Il decumulo di scorte di -0.4% t/t potrebbe supportare un buon risultato del PIL anche nel secondo trimestre dell'anno in corso, per la ricostituzione del magazzino. **I consumi, invece, sono risultati più deboli** con un incremento limitato a +0.3% t/t e un contributo di +0.2% t/t.

**I nuovi dati mensili relativi all'offerta sono in parte già inclusi in quelli trimestrali, quindi non aggiungono informazioni rilevanti. In ogni caso**, a marzo, la produzione industriale ha registrato un calo di -0.4% m/m, ma va letto in termini fisiologici dopo il grande balzo del mese precedente di +1.8% m/m e, comunque, era attesa una contrazione anche più rilevante (-0.7% m/m).

## AREA EURO

*Migliora ancora il mercato del lavoro, mentre l'inflazione si ridimensiona*

## Germania

**La tendenza positiva della crescita non dovrebbe essere messa in discussione**, dal momento che **le costruzioni hanno registrato un aumento ulteriore** di +1.5% m/m, dopo un quasi +10% di febbraio, e gli ordini all'industria manifatturiera sono cresciuti di +1% m/m, oltre le attese di +0.7% m/m, dopo il già consistente rialzo di febbraio (+3.5%). **A maggio, gli indici di fiducia dei produttori proseguono la tendenza al rialzo**: l'indice Ifo si è portato a 114.6 da 113, contro un'aspettativa di sostanziale invarianza; il PMI manifatturiero ha raggiunto quota 59.4; solo quello dei servizi ha subito una leggera limatura a 55.2 da 55.4.

**Qualche incertezza, invece, emerge dal lato della domanda** con le vendite al dettaglio in diminuzione di -0.2%, **ma la forza dell'economia tedesca poggia in ogni caso su basi solide, grazie alle buone condizioni del mercato del lavoro**. A maggio, il tasso di disoccupazione si è attestato al 5.7%, in calo rispetto alle attese e al mese precedente, pari al 5.8%.

**Nonostante la corposa crescita economica, a maggio l'inflazione si è ridimensionata dopo la fiammata di aprile**: l'HCPI in termini tendenziali si è portato a +1.4% a/a da +2% a/a del mese precedente. Il *core*, disponibile per aprile, è poco indicativo: il +1.6% a/a riflette la tensione già rilevata sull'indice globale nel mese scorso.

**In Francia, le elezioni di fine aprile/inizio maggio hanno pesato sul ciclo economico, lasciando il PIL del primo trimestre dell'anno in corso indietro rispetto a Germania (+1.7% a/a) e Italia (+1.2% a/a): la revisione dei dati, infatti, pur rafforzando la crescita rispetto ai preliminari a +0.4% t/t da +0.3% t/t e in termini tendenziali a +1% a/a da +0.8% a/a, ha segnalato, comunque, un ridimensionamento rispetto all'ultimo trimestre del 2016**, cresciuto di +0.5% t/t e di +1.2% a/a.

Francia

**La revisione ha interessato principalmente gli investimenti fissi**, che hanno contribuito alla crescita del PIL per un +0.3% t/t, rispetto al +0.2% del preliminare, **e le scorte con un maggior accumulo** di +0.7% t/t da +0.6% della prima stima. **Resta, in ogni caso, invariato il quadro delineato il mese scorso, con una debolezza dei consumi**, aumentati solo di +0.1% t/t contro un +0.6% t/t del trimestre precedente, **e del canale estero** che ha sottratto crescita per un -0.7%, dovuto al doppio effetto negativo di un calo delle esportazioni di -0.8% t/t e un aumento delle importazioni di +1.4% t/t. **Il contributo dei consumi è stato nullo**.

**I dati mensili disponibili**, che sono in prevalenza relativi a marzo, quindi rientranti nel trimestre già noto, **dimostrano un po' di incertezza, forse perché incorporano il periodo preelettorale**. Dal lato dell'offerta, la produzione industriale ha messo a segno un +2% m/m, dopo il calo di febbraio di -1.7% m/m (rivisto da -1.5% m/m), ma il settore delle costruzioni ha oscurato il buon risultato con una diminuzione di -5.1% m/m, annullando il progresso del mese precedente (+5.4% m/m). Gli unici dati relativi al secondo trimestre, e quindi più significativi, sono **gli indici di fiducia dei produttori che a maggio hanno preso un momento di pausa, dopo la tendenza rialzista dei mesi precedenti**: l'indicatore pubblicato dall'Insee, l'ufficio di statistica francese, è rimasto stabile a 109 (il dato di aprile è stato rivisto a 109 da 108). **Dal lato della domanda**, a marzo, le vendite al dettaglio hanno registrato un buon risultato (+0.6% m/m), ma **i consumi delle famiglie in termini reali di aprile sono diminuiti** di -0.4% m/m, dopo il calo di -0.1% del mese precedente. **L'incremento della fiducia dei consumatori relativa a maggio** (a +102 da +100) **potrebbe essere un primo segnale che, con il nuovo Presidente, l'economia dovrebbe riprendere a crescere in sintonia con gli altri Paesi dell'Area Euro**.

**Le incertezze sul ciclo economico si sono riflesse sull'inflazione che rimane tra le più basse dell'Eurozona**: a maggio è scesa a +0.9% a/a da +1.4% a/a in termini di indice armonizzato dei prezzi al consumo. Il *core*, disponibile solo per aprile, si è attestato solo a +0.6% a/a.

**In Italia, i dati preliminari del PIL del primo trimestre del 2017 hanno evidenziato una ripresa più robusta**, con un incremento di +0.4% t/t e +1.2% a/a, battendo le aspettative di un +0.2% t/t. **Il segnale positivo è giunto in particolar modo dai consumi, la componente che nei trimestri precedenti aveva dimostrato le maggiori difficoltà.** Essi hanno contribuito alla crescita per un +0.3% t/t. Dall'altro lato, **gli investimenti fissi**, che finora avevano sostenuto il ciclo economico, **hanno subito una battuta d'arresto** con un calo di -0.8% t/t e un contributo negativo di -0.1% t/t. La buona dinamica della domanda interna, probabilmente, è stata soddisfatta anche da prodotti stranieri, visto che **il canale estero ha sottratto crescita** per un -0.2% t/t a causa di un incremento delle importazioni (+1.6% t/t) più incisivo di quello delle esportazioni (+0.7% t/t).

**La ripresa dei consumi trova basi solide nei dati mensili di aprile che hanno visto il tasso di disoccupazione scendere a +11.1%** da +11.5% del mese precedente, ricordando che a inizio anno era a 11.8%. Pertanto, nonostante dai dati delle vendite al dettaglio di marzo (rimaste invariate su base mensile, contro un'aspettativa di +0.2% m/m) emerga qualche incertezza e la fiducia dei consumatori di aprile sia scesa a 105.4 da 107.4 del mese precedente, i miglioramenti del mercato del lavoro dovrebbero supportare i consumi anche nel secondo trimestre dell'anno in corso. Tanto più che **dal lato dell'offerta sono giunti buoni segnali: a marzo la produzione industriale ha mantenuto la tendenza positiva registrata nei mesi precedenti**, con un +0.4% m/m dopo il cospicuo rialzo di febbraio (+1% m/m), battendo leggermente le aspettative (+0.3%). Questo risultato va visto alla luce di **un buon andamento anche del settore delle costruzioni** (+0.3% m/m), di particolare rilevanza per il suo effetto di trasmissione agli altri comparti. **Meno incoraggiante è la dinamica degli ordini** che sempre a marzo ha registrato un -4.2% m/m, **ma il dato va interpretato cautamente dal momento che in febbraio la serie aveva messo a segno un brillante aumento** di +5.2% m/m. **In aprile la fiducia dei produttori**, attraverso l'indice PMI, **è stata particolarmente incoraggiante per il settore dei servizi**, aumentando a 56.2 da 52.9 di marzo; per il settore manifatturiero la dinamica si è dimostrata comunque positiva, ma meno incisiva, raggiungendo quota 56.2 da 55.7 del mese precedente. In entrambi i casi si sono battute le aspettative che risultavano più caute nei rialzi (53.6 e 56, rispettivamente per i due comparti). Va, tuttavia, sottolineato che l'indicatore Istat della fiducia dei produttori disponibile per maggio ha rilevato qualche arretramento, sia nel manifatturiero (a 106.9 da 107.7) sia nei servizi (a 105.5 da 107.2) incorporando probabilmente l'incertezza politica per un aumento della probabilità di elezioni in autunno in vista di un'approvazione più rapida del previsto della nuova legge elettorale.

**Sul fronte dei prezzi, in sintonia con gli altri Paesi dell'area, anche l'Italia ha evidenziato un ridimensionamento dell'inflazione in maggio, dopo le tensioni del mese precedente:** l'HCPI globale, infatti, si è attestato a +1.5% a/a da +2% a/a di aprile e l'indice core a +0.8% a/a da +1.2% a/a.

**L'ipotesi di elezioni anticipate non farà bene ai rendimenti dei titoli di Stato italiani, ma va tenuto conto che le quotazioni correnti incorporano già in parte le maggiori incertezze politiche del nostro Paese rispetto agli altri. I mercati si aspettavano già un cambio di Governo in primavera del 2018, per cui un anticipo di circa sei mesi non modifica di molto lo scenario.**

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

## GLI SCENARI

### A (20%)

**USA:** La riforma fiscale viene approvata quasi interamente con un forte effetto espansivo sull'economia (crescita del PIL al 2.5/3%), ma anche con un preoccupante aumento del debito pubblico. **I rischi inflazionistici** derivanti dal mercato del lavoro con salari orari sopra il 3% tendenziale e un'inflazione oltre l'obiettivo del 2%, **impongono alla Fed un percorso di politica monetaria anticipato rispetto allo scenario C, attuando due rialzi dei tassi ufficiali, ciascuno di 25 punti base, a giugno e dicembre, e l'utilizzo dell'exit strategy nell'ultima parte dell'anno per rafforzare l'effetto restrittivo.** L'economia vicina al pieno impiego, stimolata da interventi molto espansivi sul fronte fiscale, deve essere inequivocabilmente frenata dalla politica monetaria per mantenere il controllo delle aspettative inflazionistiche.

**Area Euro:** Il raggiungimento dell'obiettivo del 2% di inflazione prima del previsto induce la BCE a usare toni più cauti sul mantenimento del QE fino a fine 2017 e iniziare a valutare la possibilità di un *Tapering*. L'economia continua stabilmente su di un passo di crescita positivo intorno a +2%. **I rendimenti rimangono in tensione per l'approssimarsi di un'inversione di tendenza della politica monetaria e per l'effetto di trasmissione dagli Stati Uniti.** In Italia, la possibilità di elezioni anticipate in autunno del 2017 penalizza a maggior ragione il rendimento sui BTP: il decennale può arrivare al 2.5%, con uno spread verso il *Bund* sopra 200 punti base.

### B (10%)

**USA:** Naufraga gran parte della riforma fiscale per il disaccordo all'interno del partito stesso del Presidente Trump, giudicando eccessivi i rischi sul debito pubblico che il piano comporta. La delusione e il mancato effetto espansivo della politica fiscale implicano un ridimensionamento del ciclo economico con una crescita del PIL non superiore all'1.5%. A fronte di questo quadro di debolezza economica, **la Fed attua un solo rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base a dicembre** in un'ottica di semplice normalizzazione.

**Area Euro:** Il contesto internazionale meno favorevole dal punto di vista della crescita economica, in particolare negli USA, spinge la BCE a mantenere invariata la politica monetaria, con la possibilità di allungare i termini del QE anche nel 2018. L'economia rimane debole con una crescita del PIL sotto 1.5%. **In sintonia con i rendimenti dei titoli di Stato americani, quelli dell'Eurozona si mantengono intorno ai livelli di fine maggio:** Il rendimento del BTP decennale italiano può scendere sotto 2.3%, con uno spread verso il *Bund* poco sopra i 190 punti base.

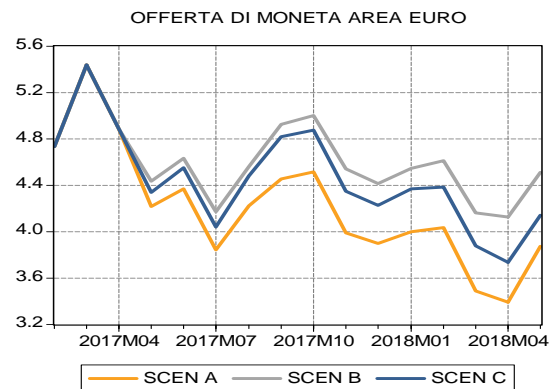
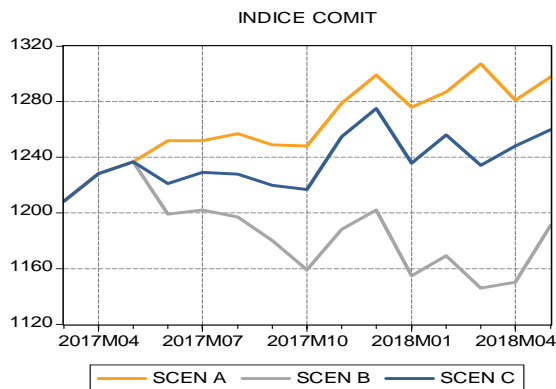
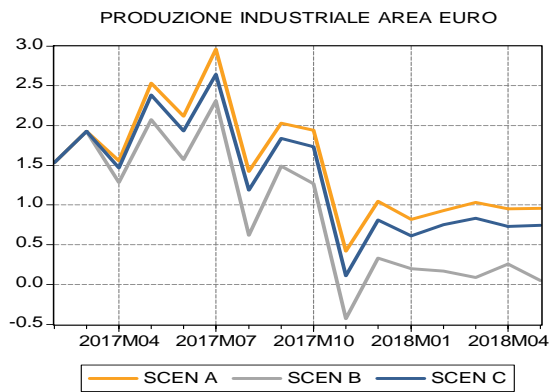
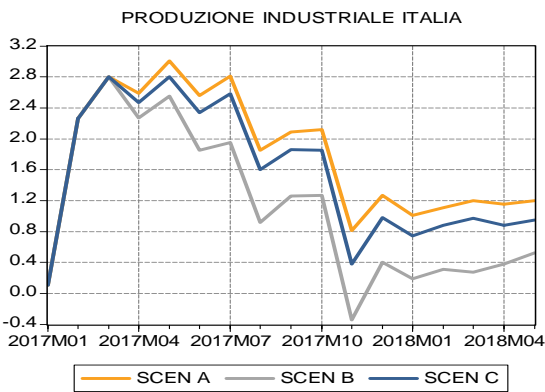
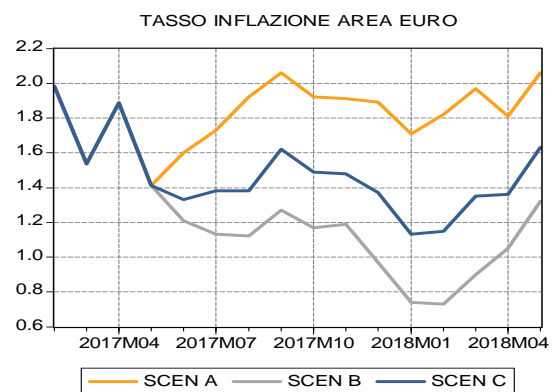
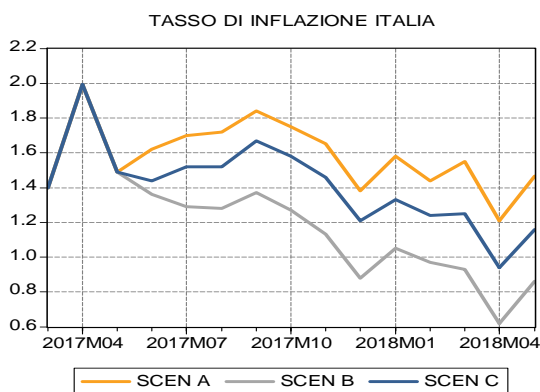
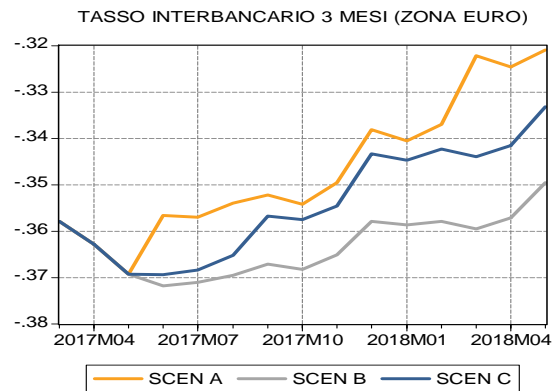
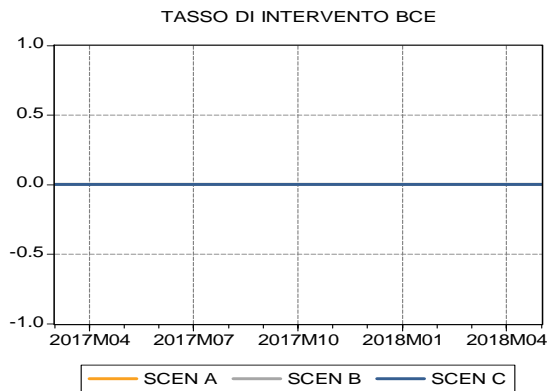
### C (70%)

**USA:** Viene approvata una riforma fiscale parziale per limitare i problemi di eccessivo debito pubblico. **Permangono rischi inflazionistici da salari** pur con una crescita del PIL intorno al 2%, ma minori rispetto allo scenario A. **La Fed segue un percorso di politica monetaria restrittivo** in linea con quanto annunciato alla riunione di dicembre del 2016, **ma la rinvia all'autunno, aumentando i tassi di riferimento due volte nel 2017, a settembre e dicembre, di 25 punti base ciascuno,** per attendere 1) maggiori dettagli disponibili a giugno/luglio sul piano fiscale di Trump e l'evoluzione del suo percorso al Congresso, 2) i dati sul PIL del 2° trimestre disponibili a luglio, dopo la delusione di quelli del 1° trimestre, 3) più informazioni sulla dinamica inflazionistica dopo il ridimensionamento degli ultimi mesi.

**Area Euro:** Superato il principale fattore critico delle elezioni francesi, **la BCE, pur confermando il QE fino a fine 2017, negli ultimi mesi dell'anno non considera più una sua eventuale estensione oltre questo orizzonte.** L'economia continua stabilmente su di un passo di crescita moderato intorno all'1.5-2%. **I rendimenti dell'intera area si portano poco sopra i livelli di fine maggio per il consolidarsi dell'idea che il tempo di una politica monetaria ultra espansiva sta volgendo al termine e per un leggero effetto di trasmissione dagli Stati Uniti.** In Italia, la possibilità di elezioni anticipate in autunno del 2017 penalizza un po' il rendimento sui BTP: il decennale può arrivare fino al 2.4% con uno spread verso il *Bund* di poco sotto i 200 punti base.

# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

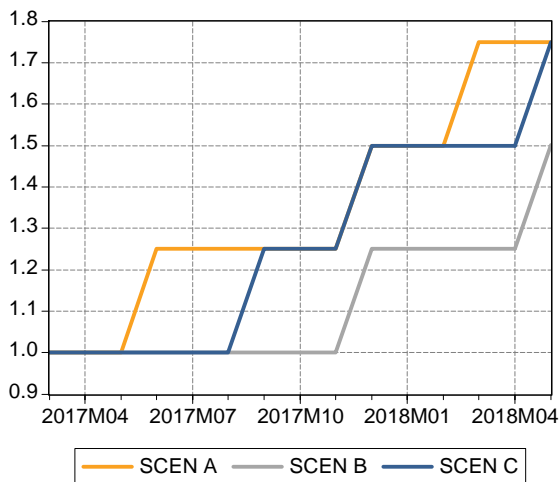
## Dati mensili



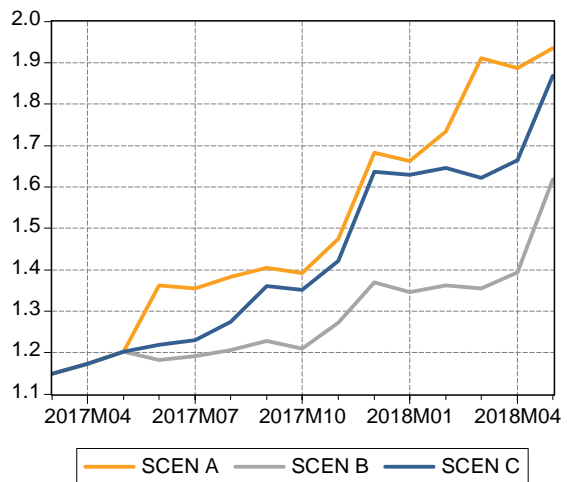
# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili

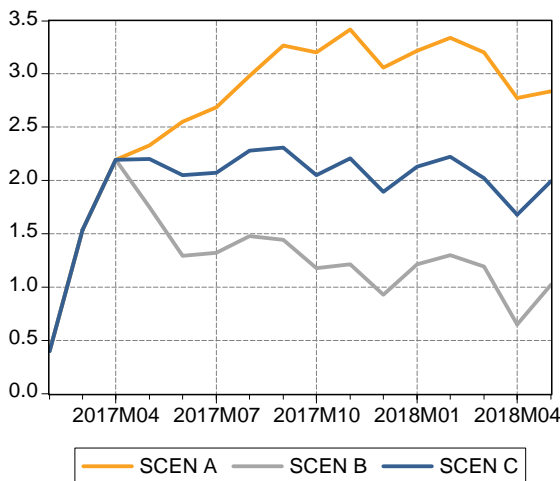
TASSO DI INTERVENTO FED



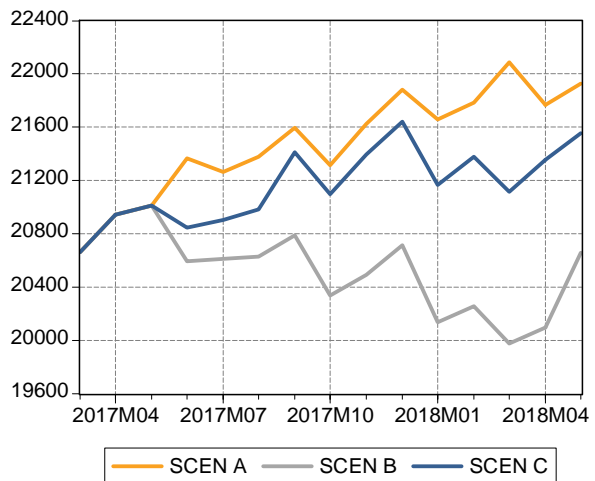
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



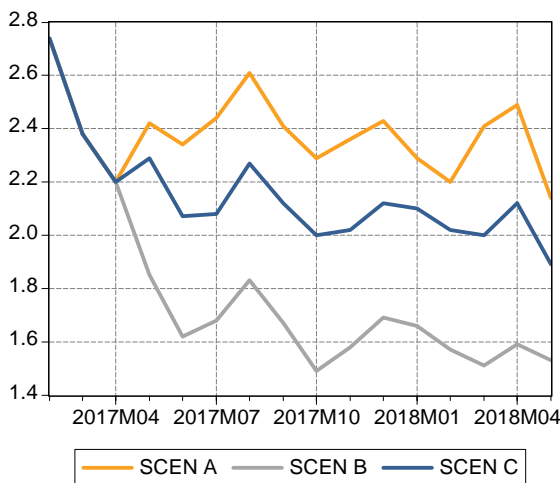
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



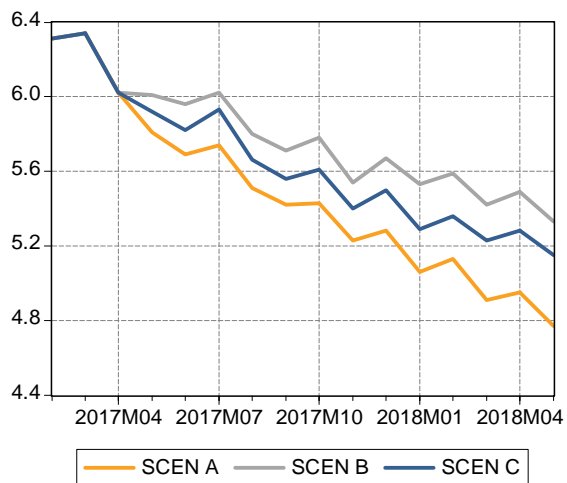
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

I saggi interbancari europei restano ancorati ai minimi. In maggio il tasso a 1 mese è rimasto a -0.40%, il 3 mesi è sceso a -0.37% dal -0.36% e il 6 mesi a -0.27% da -0.26%. Il consolidarsi della crescita economica e l'avvicinarsi dell'obiettivo d'inflazione fanno supporre che in autunno Draghi opterà per un linguaggio di comunicazione meno espansivo (scenario C – prob. 60%) tuttavia la probabilità che il *Tapering* sia avviato entro il 2017, seppur in aumento, è ancora bassa (scenario A). L'intervento sui tassi di riferimento dovrebbe comunque essere temporalmente lontano dall'ipotetica fine del *QE*, pertanto **i saggi interbancari sono visti stabili o in debolissima ripresa in tutti e tre gli scenari** (il tasso a 1 mese potrebbe essere circa a -0.4% a maggio 2018, il 3 mesi tra -0.3% e -0.4% e il 6 mesi tra -0.2% e -0.3%).

### TASSI INTERBANCARI

In maggio, nonostante le tensioni innescate dalla discussione relativa alle elezioni anticipate e nonostante le notizie poco confortanti circa la vicenda di Veneto Banca e Popolare di Vicenza, i tassi della struttura a termine italiana di fine periodo si sono ridotti sensibilmente. L'andamento è stato positivamente influenzato dalle parole del Presidente Draghi che, all'audizione al Parlamento europeo di fine maggio, ha dichiarato che, sebbene la ripresa si stia consolidando, *"rimaniamo fermamente convinti che lo straordinario supporto di politica monetaria sia ancora necessario"*. Il tasso a 3 anni si è portato a +0.28% da +0.35%, il 5 anni a +0.97% da +1.07%, il 7 anni a +1.64% da +1.72% e il 10 anni a +2.26% da +2.32%. **Nello scenario C s'ipotizza che la Fed innalzi i tassi di riferimento ancora due volte, a settembre e dicembre, e che il superamento del fattore critico delle elezioni francesi spinga la BCE a usare toni più cauti, non considerando più l'estensione del QE oltre il 2017. Il consolidarsi dell'idea che il tempo della politica monetaria ultra espansiva stia volgendo al termine e il leggero effetto di trasmissione dagli USA dovrebbero portare i rendimenti dell'intera area poco sopra i livelli di fine maggio. In Italia i tassi della struttura a termine dovrebbero, tuttavia, essere in parte penalizzati dalla possibilità di elezioni anticipate** (3 anni a +0.46%, 5 anni a +1.26%, 7 anni a +1.97% e 10 anni a +2.51% a maggio dell'anno prossimo). Nello scenario A, nel quale si ipotizzano, negli USA, due rialzi ma a giugno e dicembre e, in Europa, toni più cauti sul mantenimento del *QE* fino a fine 2017 e una prima valutazione sull'avvio del *Tapering*, i rendimenti italiani sono attesi su livelli più alti (+0.63% il 3 anni, +1.42% il 5 anni, +2.13% il 7 anni e +2.68% il 10 anni a maggio 2018). Nello scenario B, la Fed decide di fare un solo rialzo a dicembre. In Europa, la debolezza del ciclo internazionale spinge la BCE a mantenere invariata la politica monetaria e non si esclude il prolungamento del *QE* anche al 2018. In sintonia con i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi, quelli italiani potrebbero essere pari a +0.37% (3 anni), +1.15% (5 anni), +1.89% (7 anni) e 2.43% (10 anni) alla fine del periodo di previsione.

### STRUTTURA A TERMINE

In marzo i tassi medi sui depositi e sui prestiti sono rimasti invariati rispetto al mese precedente (+0.4% e +2.8% rispettivamente). **In tutti e tre gli scenari delineati, i tassi bancari sono visti in debolissima ripresa:** quello medio sui depositi a maggio 2018 potrebbe essere pari allo 0.5% e quello sui prestiti al 2.9%.

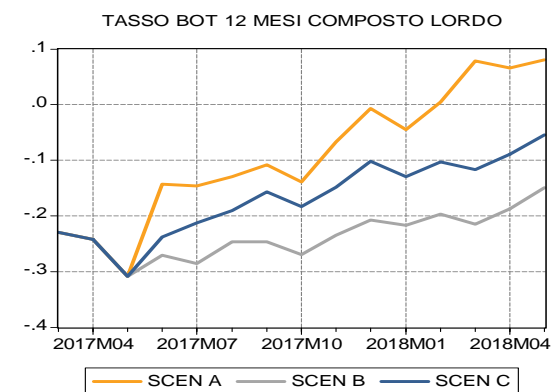
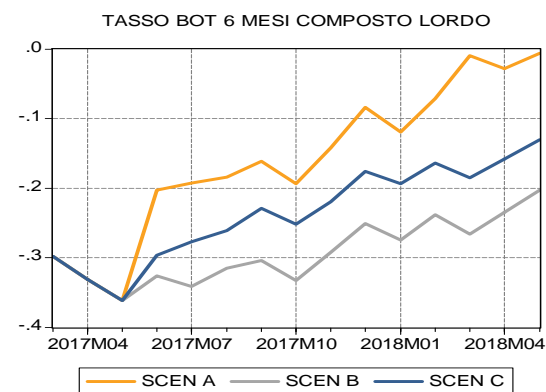
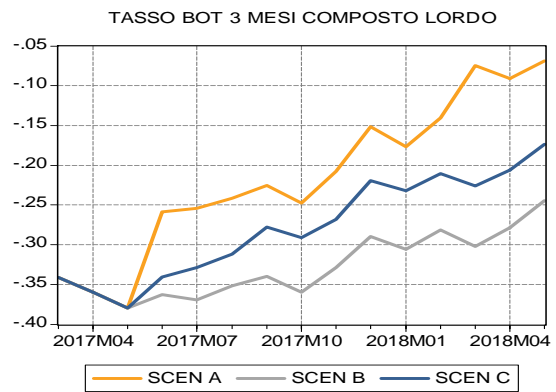
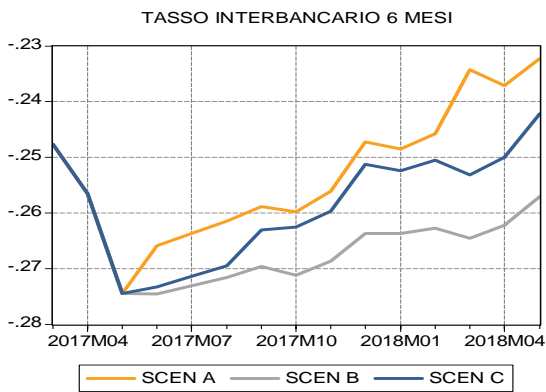
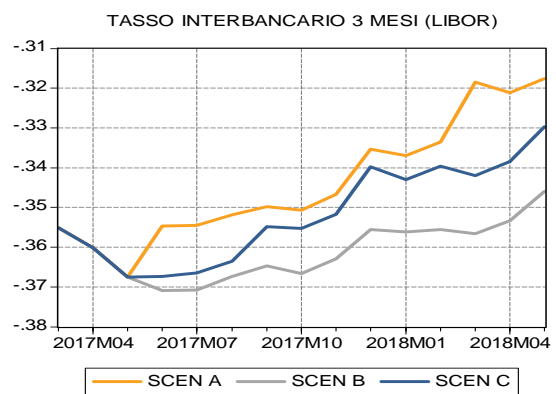
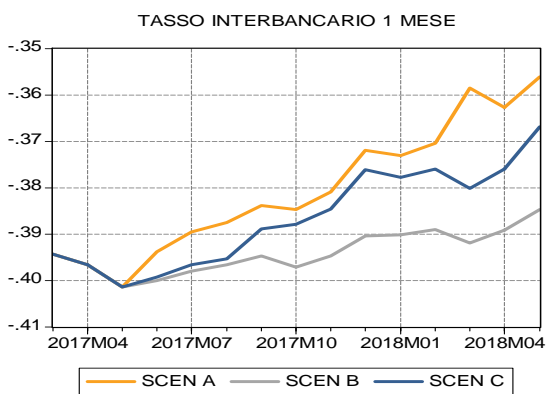
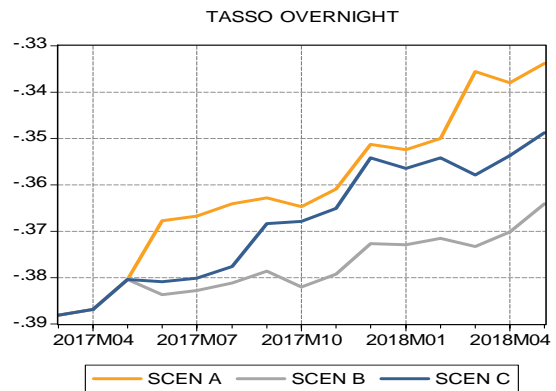
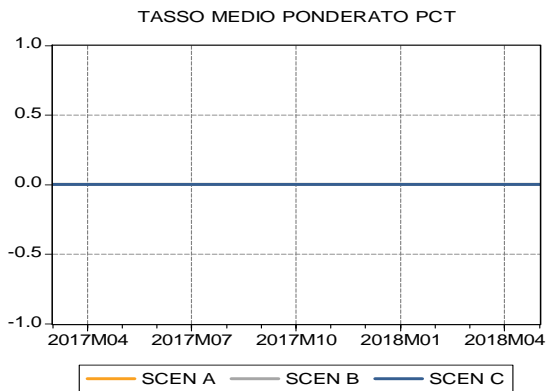
### TASSI BANCARI

In marzo i prestiti totali hanno corretto parzialmente aumentando circa dell'1% a/a dopo il crollo di febbraio (-2.2% a/a). Nello stesso mese il passo di crescita dei depositi totali è tornato sui livelli di fine 2016 (+5.0% a/a) dopo il rallentamento di febbraio (+0.4% a/a). **In base ai risultati delle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica sia dei prestiti (+1.2% a/a in C, +1.7% a/a in A e +0.6% a/a in B, a maggio 2018) sia dei depositi totali (+4.1% a/a, +3.4% a/a e +4.5% a/a rispettivamente in C, A e B) dovrebbe rimanere positiva per l'intero periodo di previsione.**

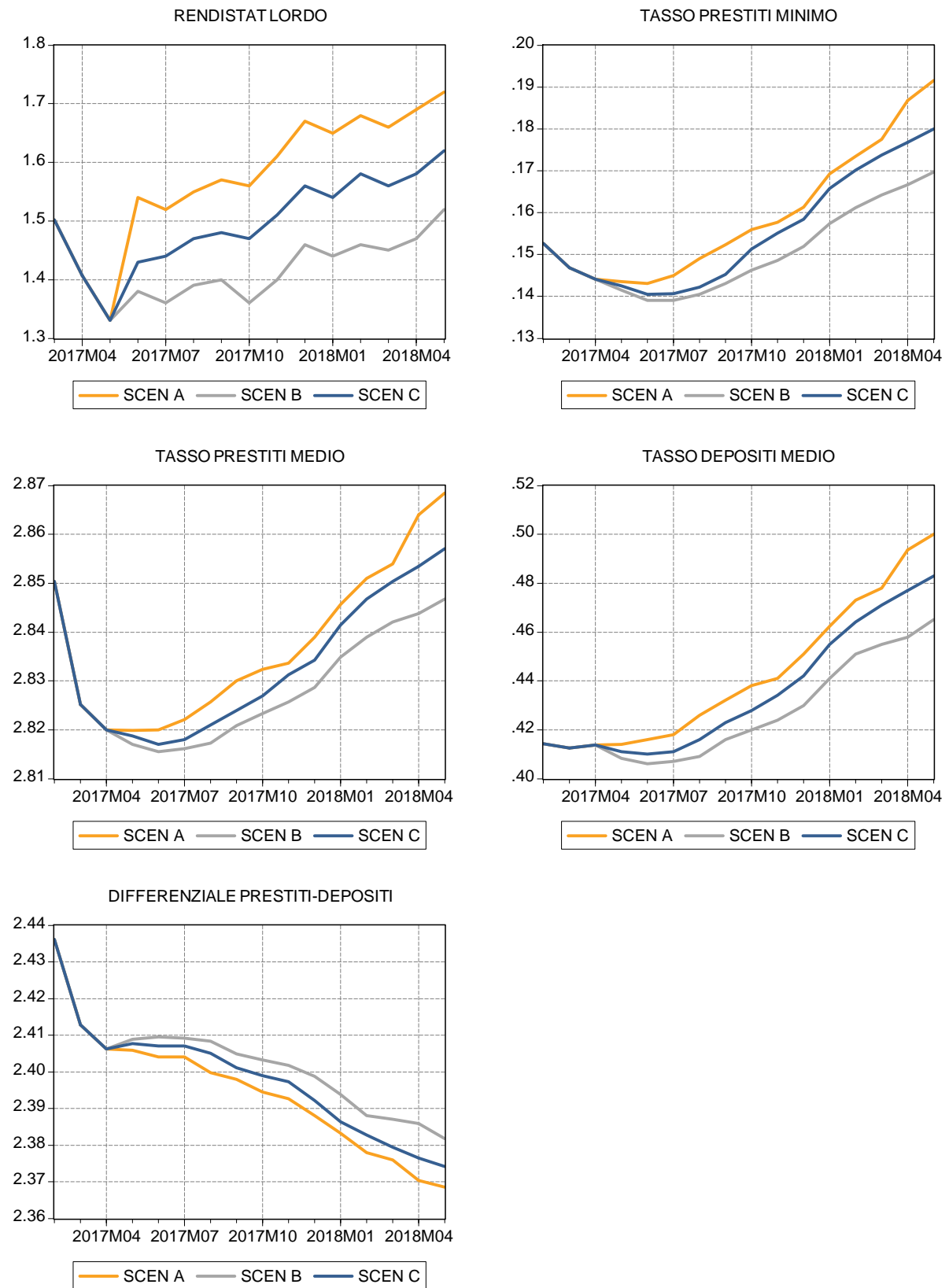
### VOLUMI

# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

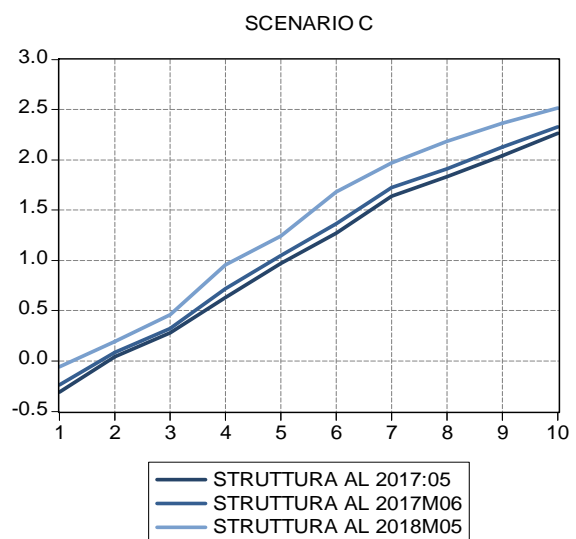
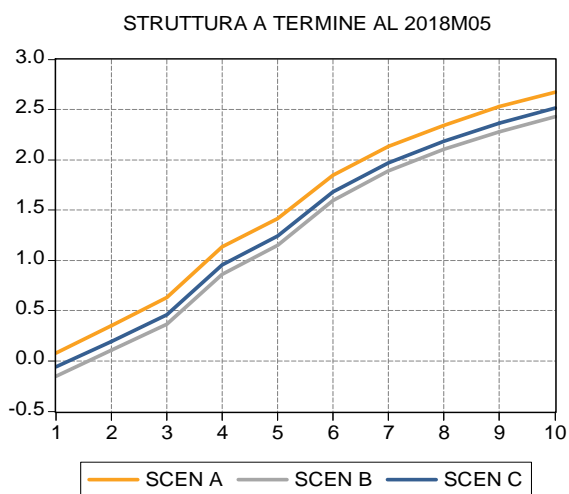
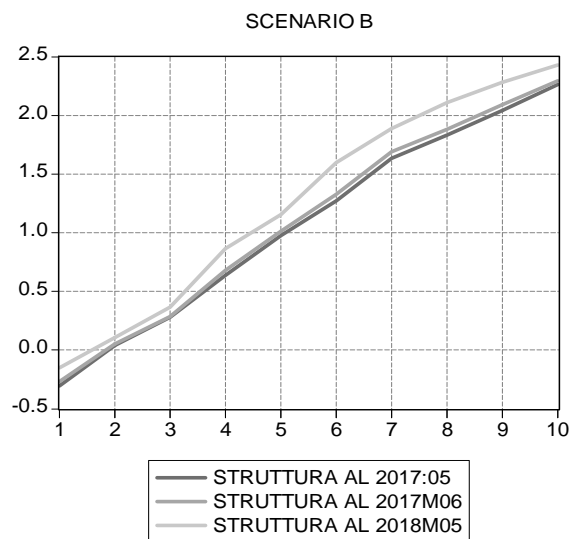
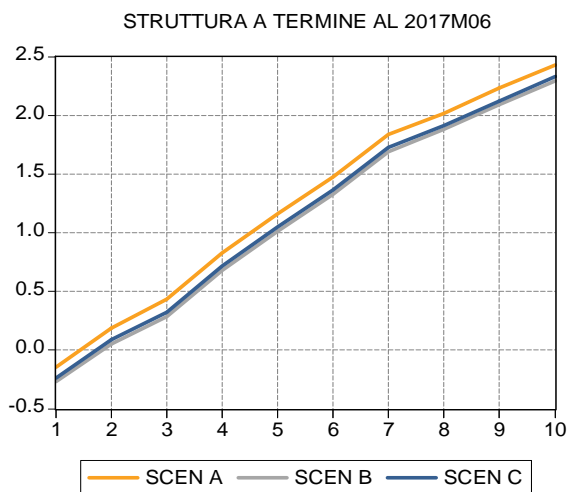
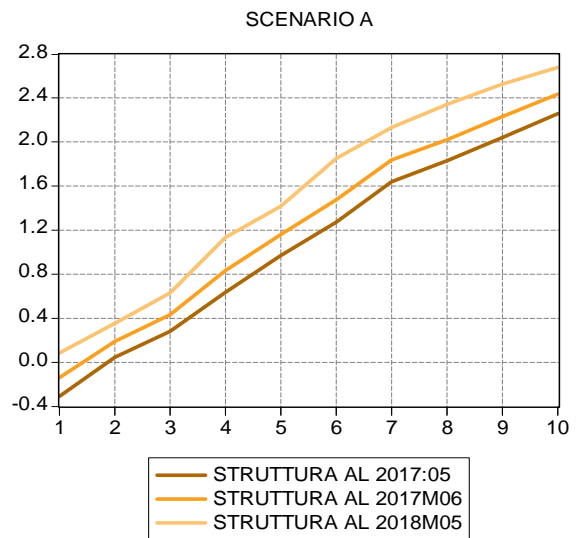
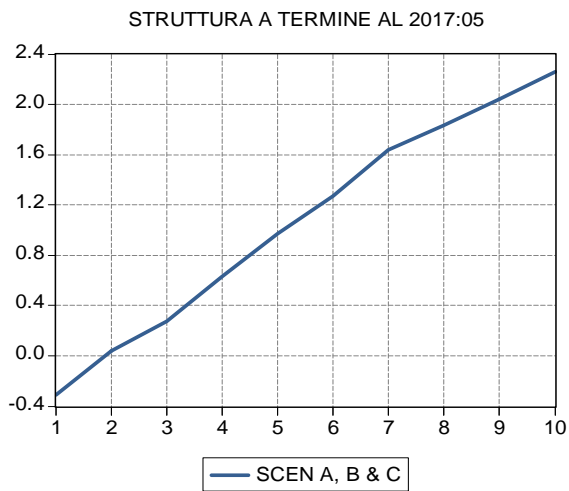
## TASSI - Dati mensili



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

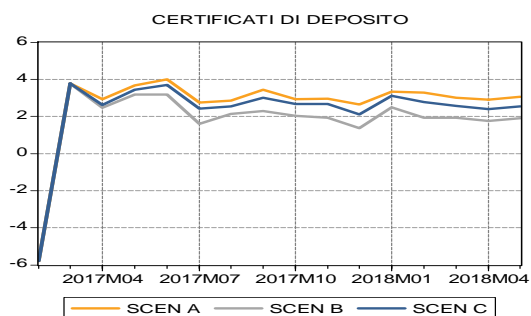
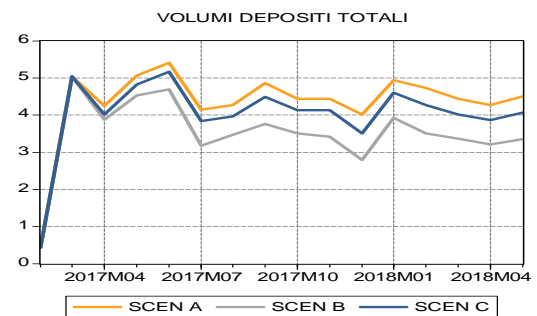
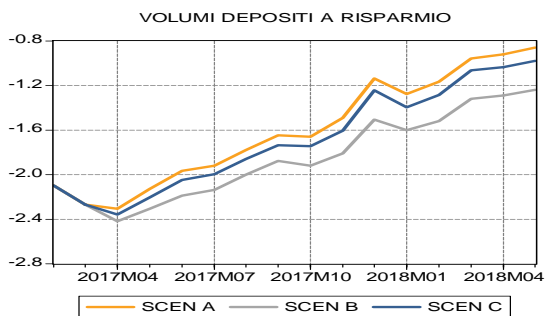
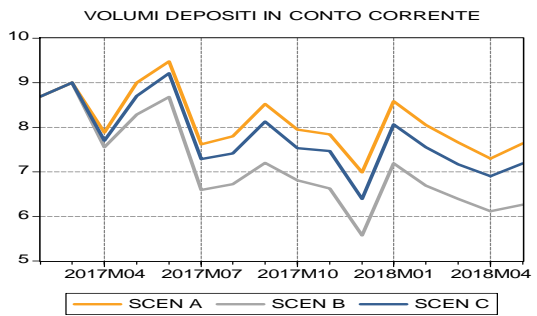
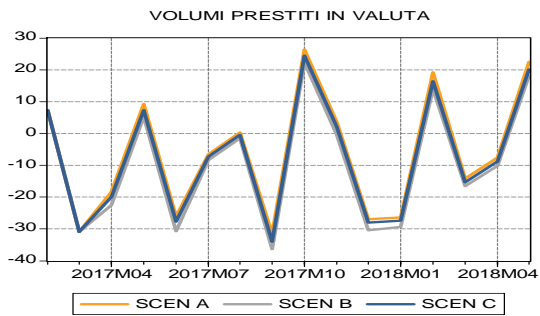
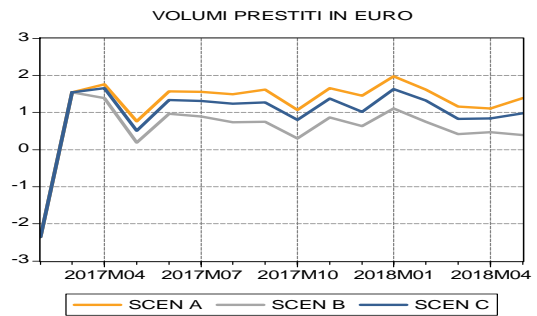
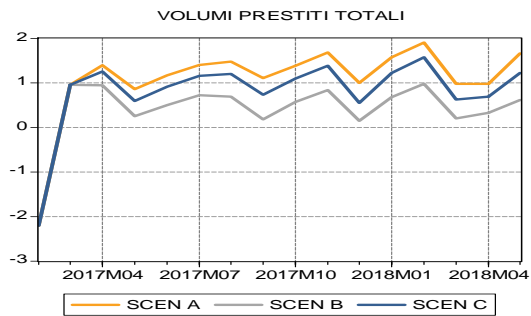
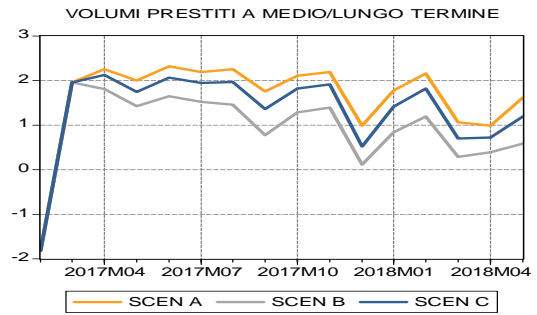
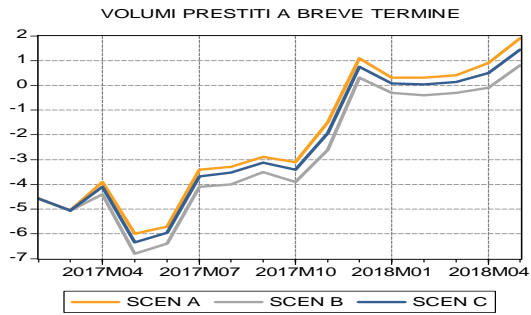


## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



# CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

## VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



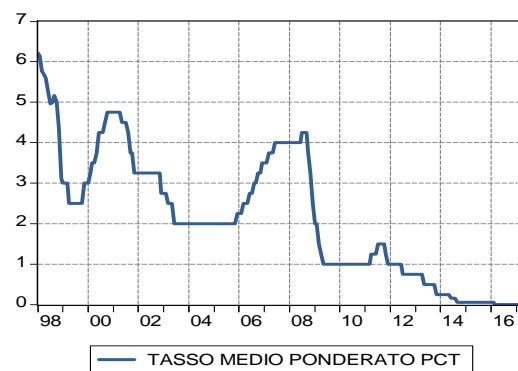
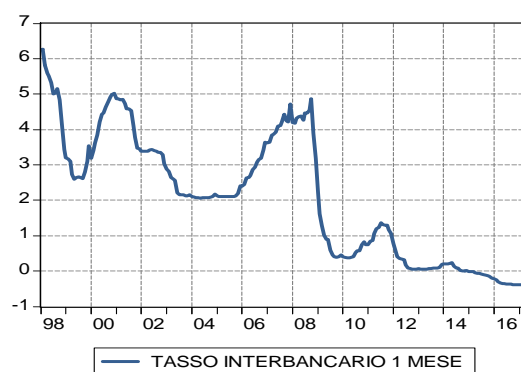
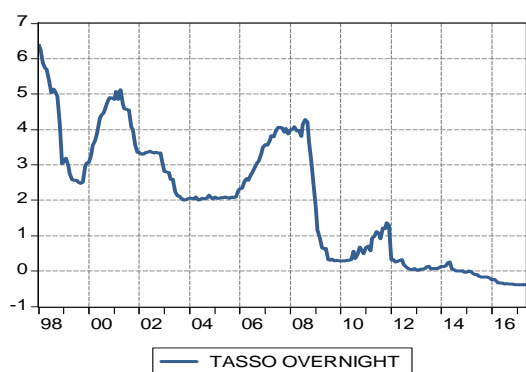
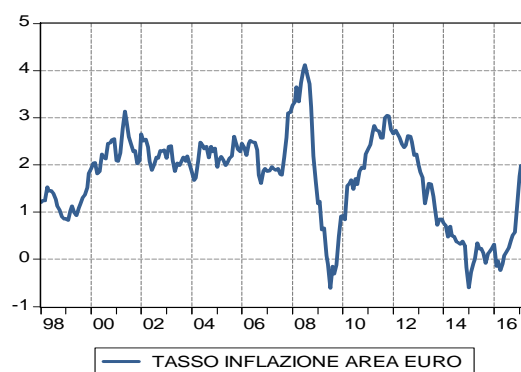
SCENARIO A	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	995	1124	1101	1121	1208	1228	1237	1252	1252	1257	1249	1248	1279	1299	1276	1287	1307	1281	1298
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.9	6.1	0.1	2.3	2.8	2.6	3.0	2.6	2.8	1.9	2.1	2.1	0.8	1.3	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.1	0.5	1.0	1.6	1.4	2.0	1.5	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8	1.7	1.4	1.6	1.4	1.6	1.2	1.5
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.38	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.33
T. Interb. 1m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36
T. Interb. 3m lett.	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.37	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32
T. Interb. 6m lett.	-0.22	-0.22	-0.24	-0.25	-0.25	-0.26	-0.27	-0.27	-0.26	-0.26	-0.26	-0.26	-0.26	-0.25	-0.25	-0.25	-0.23	-0.24	-0.23
T. Depositi medio	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	0.44	0.45	0.46	0.47	0.48	0.49	0.50
T. Prestiti medio	2.91	2.84	2.86	2.85	2.83	2.82	2.82	2.82	2.82	2.83	2.83	2.83	2.83	2.84	2.85	2.85	2.85	2.86	2.87
T.prest. medio - T.dep. medio	2.50	2.43	2.45	2.44	2.41	2.41	2.41	2.40	2.40	2.40	2.40	2.39	2.39	2.39	2.38	2.38	2.38	2.37	2.37
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.28	-0.35	-0.33	-0.34	-0.34	-0.36	-0.38	-0.26	-0.25	-0.24	-0.23	-0.25	-0.21	-0.15	-0.18	-0.14	-0.07	-0.09	-0.07
T. BOT comp. lordo 6m	-0.20	-0.32	-0.29	-0.30	-0.30	-0.33	-0.36	-0.20	-0.19	-0.18	-0.16	-0.19	-0.14	-0.08	-0.12	-0.07	-0.01	-0.03	-0.01
T. BOT comp. lordo 12m	-0.22	-0.20	-0.25	-0.25	-0.23	-0.24	-0.31	-0.14	-0.15	-0.13	-0.11	-0.14	-0.07	-0.01	-0.05	0.01	0.08	0.07	0.08
Rendistat lordo	1.26	1.17	1.21	1.48	1.50	1.41	1.33	1.54	1.52	1.55	1.57	1.56	1.61	1.67	1.65	1.68	1.66	1.69	1.72
Rendistat netto	1.10	1.02	1.06	1.30	1.31	1.23	1.16	1.35	1.33	1.36	1.37	1.37	1.41	1.46	1.44	1.47	1.45	1.48	1.51
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	0.46	0.10	0.34	0.39	0.41	0.35	0.28	0.43	0.42	0.41	0.42	0.40	0.45	0.52	0.48	0.55	0.62	0.60	0.63
Rend. BTP a 5 anni	0.91	0.66	1.02	0.96	1.11	1.07	0.97	1.16	1.17	1.18	1.20	1.17	1.23	1.29	1.27	1.34	1.40	1.38	1.42
Rend. BTP a 7 anni	1.46	1.28	1.68	1.65	1.72	1.72	1.64	1.83	1.85	1.87	1.89	1.88	1.94	2.01	1.99	2.06	2.12	2.10	2.13
Rend. BTP a 10 anni	2.01	1.85	2.30	2.13	2.34	2.32	2.26	2.43	2.44	2.45	2.47	2.45	2.49	2.56	2.54	2.60	2.66	2.64	2.68
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2324.188	2342.116	2314.596	2303.179	2376.479	2375.616	2347.031	2368.960	2351.276	2355.670	2360.53	2360.27	2363.23	2365.54	2350.94	2346.94	2399.53	2398.66	2385.76
Prestiti in euro	2288.245	2305.081	2281.923	2265.109	2347.032	2340.218	2317.006	2343.290	2311.146	2314.549	2336.048	2324.16	2326.001	2338.51	2326.88	2301.58	2374.26	2365.96	2348.98
Prestiti in valuta	35.943	37.035	32.673	38.070	29.447	35.399	30.025	25.669	40.129	41.121	24.487	36.106	37.234	27.032	24.058	45.362	25.273	32.700	36.776
Prestiti a breve	321.701	313.988	320.429	319.599	317.065	314.624	311.616	316.920	316.727	313.976	315.090	311.818	316.876	317.442	321.391	320.558	318.333	317.456	317.536
Prestiti a m / l	2002.487	2028.128	1994.166	1983.581	2059.415	2060.992	2035.416	2052.040	2034.549	2041.694	2045.444	2048.450	2046.358	2048.095	2029.544	2026.382	2081.198	2081.204	2068.221
Depositi totali	2251.824	2306.684	2281.563	2261.671	2369.782	2369.087	2353.613	2397.769	2358.560	2351.042	2376.612	2361.548	2351.579	2399.182	2394.272	2368.648	2474.763	2470.247	2459.526
Depositi in c / c	949.673	987.864	961.394	965.980	979.576	998.398	997.490	1003.994	1008.210	1000.729	1013.299	1025.187	1024.127	1056.817	1043.881	1043.741	1054.513	1071.181	1073.599
Depositi a risparmio	297.323	297.920	298.773	298.283	297.034	295.987	295.215	294.529	294.214	294.594	294.156	293.156	292.893	294.524	294.949	294.794	294.183	293.264	292.676
Certif. deposito	1004.827	1020.900	1021.396	997.408	1093.172	1074.702	1060.908	1099.246	1056.135	1055.719	1069.157	1043.206	1034.559	1047.841	1055.442	1030.113	1126.067	1105.802	1093.251
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																			
Prestiti totali	-0.52	0.38	-1.31	-2.21	0.95	1.39	0.86	1.16	1.40	1.47	1.10	1.38	1.68	1.00	1.57	1.90	0.97	0.97	1.65
Prestiti in euro	-0.87	0.75	-1.10	-2.36	1.54	1.76	0.76	1.57	1.55	1.49	1.61	1.07	1.65	1.45	1.97	1.61	1.16	1.10	1.38
Prestiti in valuta	28.48	-18.31	-13.58	7.26	-30.78	-18.26	9.23	-26.08	-6.55	0.36	-31.63	26.32	3.59	-27.01	-26.37	19.15	-14.17	-7.62	22.49
Prestiti a breve	-6.84	-7.01	-4.36	-4.57	-5.06	-3.90	-6.00	-5.70	-3.40	-3.30	-2.90	-3.10	-1.50	1.10	0.30	0.40	0.90	0.90	1.90
Prestiti a m / l	0.58	1.63	-0.80	-1.82	1.95	2.25	2.00	2.31	2.19	2.25	1.75	2.10	2.19	0.98	1.77	2.16	1.06	0.98	1.61
Depositi totali	3.21	4.87	2.66	0.42	5.04	4.24	5.06	5.41	4.14	4.27	4.86	4.43	4.43	4.01	4.94	4.73	4.43	4.27	4.50
Depositi in c / c	9.76	10.78	8.13	8.69	8.99	7.88	9.00	9.47	7.61	7.79	8.52	7.94	7.84	6.98	8.58	8.05	7.65	7.29	7.63
Depositi a risparmio	-0.52	-1.04	-1.74	-2.10	-2.27	-2.31	-2.13	-1.97	-1.92	-1.78	-1.65	-1.66	-1.49	-1.14	-1.28	-1.17	-0.96	-0.92	-0.86
Certif. deposito	-1.27	1.39	-0.75	-5.79	3.78	2.91	3.66	3.99	2.75	2.85	3.44	2.93	2.96	2.64	3.33	3.28	3.01	2.89	3.05

SCENARIO B	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	995	1124	1101	1121	1208	1228	1237	1199	1202	1197	1180	1159	1188	1202	1155	1169	1146	1150	1191
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.9	6.1	0.1	2.3	2.8	2.3	2.6	1.9	2.0	0.9	1.3	1.3	-0.3	0.4	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.1	0.5	1.0	1.6	1.4	2.0	1.5	1.4	1.3	1.3	1.4	1.3	1.1	0.9	1.1	1.0	0.9	0.6	0.9
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36
T. Interb. 1m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38
T. Interb. 3m lett.	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35
T. Interb. 6m lett.	-0.22	-0.22	-0.24	-0.25	-0.25	-0.26	-0.27	-0.27	-0.27	-0.27	-0.27	-0.27	-0.27	-0.26	-0.26	-0.26	-0.26	-0.26	-0.26
T. Depositi medio	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.44	0.45	0.46	0.46	0.47
T. Prestiti medio	2.91	2.84	2.86	2.85	2.83	2.82	2.82	2.82	2.82	2.82	2.82	2.82	2.83	2.83	2.83	2.84	2.84	2.84	2.85
T.prest. medio - T.dep. medio	2.50	2.43	2.45	2.44	2.41	2.41	2.41	2.41	2.41	2.41	2.40	2.40	2.40	2.40	2.39	2.39	2.39	2.39	2.38
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.28	-0.35	-0.33	-0.34	-0.34	-0.36	-0.38	-0.36	-0.37	-0.35	-0.34	-0.36	-0.33	-0.29	-0.31	-0.28	-0.30	-0.28	-0.24
T. BOT comp. lordo 6m	-0.20	-0.32	-0.29	-0.30	-0.30	-0.33	-0.36	-0.33	-0.34	-0.32	-0.30	-0.33	-0.29	-0.25	-0.28	-0.24	-0.27	-0.24	-0.20
T. BOT comp. lordo 12m	-0.22	-0.20	-0.25	-0.25	-0.23	-0.24	-0.31	-0.27	-0.29	-0.25	-0.25	-0.27	-0.24	-0.21	-0.22	-0.20	-0.22	-0.19	-0.15
Rendistat lordo	1.26	1.17	1.21	1.48	1.50	1.41	1.33	1.38	1.36	1.39	1.40	1.36	1.40	1.46	1.44	1.46	1.45	1.47	1.52
Rendistat netto	1.10	1.02	1.06	1.30	1.31	1.23	1.16	1.21	1.19	1.22	1.23	1.19	1.23	1.28	1.26	1.28	1.27	1.29	1.33
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	0.46	0.10	0.34	0.39	0.41	0.35	0.28	0.29	0.26	0.28	0.28	0.26	0.28	0.32	0.30	0.32	0.30	0.33	0.37
Rend. BTP a 5 anni	0.91	0.66	1.02	0.96	1.11	1.07	0.97	1.01	1.00	1.04	1.05	1.03	1.07	1.10	1.09	1.10	1.09	1.12	1.15
Rend. BTP a 7 anni	1.46	1.28	1.68	1.65	1.72	1.72	1.64	1.69	1.69	1.74	1.76	1.74	1.79	1.83	1.81	1.83	1.82	1.86	1.89
Rend. BTP a 10 anni	2.01	1.85	2.30	2.13	2.34	2.32	2.26	2.29	2.28	2.32	2.33	2.31	2.34	2.38	2.37	2.38	2.37	2.40	2.43
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2324.188	2342.116	2314.596	2303.179	2376.479	2365.073	2332.837	2353.270	2335.508	2337.562	2339.05	2341.41	2343.71	2345.40	2330.34	2325.52	2381.23	2372.64	2347.07
Prestiti in euro	2288.245	2305.081	2281.923	2265.109	2347.032	2331.479	2303.899	2329.217	2296.125	2297.216	2316.276	2306.46	2307.924	2319.60	2307.25	2282.10	2356.65	2342.44	2312.88
Prestiti in valuta	35.943	37.035	32.673	38.070	29.447	33.594	28.937	24.052	39.382	40.346	22.778	34.954	35.787	25.792	23.083	43.423	24.577	30.204	34.183
Prestiti a breve	321.701	313.988	320.429	319.599	317.065	312.987	308.964	314.568	314.432	311.703	313.143	309.243	313.337	314.930	319.468	318.320	316.113	312.674	311.435
Prestiti a m / l	2002.487	2028.128	1994.166	1983.581	2059.415	2052.085	2023.873	2038.702	2021.076	2025.859	2025.911	2032.166	2030.374	2030.465	2010.867	2007.200	2065.119	2059.966	2035.631
Depositi totali	2251.824	2306.684	2281.563	2261.671	2369.782	2360.905	2341.516	2381.391	2336.591	2333.004	2351.681	2340.744	2328.611	2371.041	2371.229	2341.055	2449.644	2436.690	2419.957
Depositi in c / c	949.673	987.864	961.394	965.980	979.576	995.344	990.902	996.748	998.654	990.795	1000.973	1014.359	1012.541	1042.889	1030.518	1030.604	1042.171	1056.159	1052.932
Depositi a risparmio	297.323	297.920	298.773	298.283	297.034	295.654	294.672	293.868	293.555	293.934	293.468	292.381	291.942	293.421	293.993	293.750	293.113	291.840	291.018
Certif. deposito	1004.827	1020.900	1021.396	997.408	1093.172	1069.908	1055.942	1090.775	1044.383	1048.275	1057.239	1034.004	1024.128	1034.731	1046.718	1016.702	1114.360	1088.691	1076.007
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																			
Prestiti totali	-0.52	0.38	-1.31	-2.21	0.95	0.94	0.25	0.49	0.72	0.69	0.18	0.57	0.84	0.14	0.68	0.97	0.20	0.32	0.61
Prestiti in euro	-0.87	0.75	-1.10	-2.36	1.54	1.38	0.19	0.96	0.89	0.73	0.75	0.30	0.86	0.63	1.11	0.75	0.41	0.47	0.39
Prestiti in valuta	28.48	-18.31	-13.58	7.26	-30.78	-22.43	5.27	-30.74	-8.29	-1.54	-36.41	22.29	-0.43	-30.36	-29.35	14.06	-16.54	-10.09	18.13
Prestiti a breve	-6.84	-7.01	-4.36	-4.57	-5.06	-4.40	-6.80	-6.40	-4.10	-4.00	-3.50	-3.90	-2.60	0.30	-0.30	-0.40	-0.30	-0.10	0.80
Prestiti a m / l	0.58	1.63	-0.80	-1.82	1.95	1.81	1.42	1.64	1.51	1.45	0.77	1.29	1.39	0.12	0.84	1.19	0.28	0.38	0.58
Depositi totali	3.21	4.87	2.66	0.42	5.04	3.88	4.52	4.69	3.17	3.47	3.76	3.51	3.41	2.79	3.93	3.51	3.37	3.21	3.35
Depositi in c / c	9.76	10.78	8.13	8.69	8.99	7.55	8.28	8.68	6.59	6.72	7.20	6.80	6.62	5.57	7.19	6.69	6.39	6.11	6.26
Depositi a risparmio	-0.52	-1.04	-1.74	-2.10	-2.27	-2.42	-2.31	-2.19	-2.14	-2.00	-1.88	-1.92	-1.81	-1.51	-1.60	-1.52	-1.32	-1.29	-1.24
Certif. deposito	-1.27	1.39	-0.75	-5.79	3.78	2.46	3.17	3.18	1.60	2.13	2.28	2.02	1.92	1.35	2.48	1.93	1.94	1.76	1.90

SCENARIO C	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	995	1124	1101	1121	1208	1228	1237	1221	1229	1228	1220	1217	1255	1275	1236	1256	1234	1248	1260
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.9	6.1	0.1	2.3	2.8	2.5	2.8	2.3	2.6	1.6	1.9	1.9	0.4	1.0	0.7	0.9	1.0	0.9	1.0
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.1	0.5	1.0	1.6	1.4	2.0	1.5	1.4	1.5	1.5	1.7	1.6	1.5	1.2	1.3	1.2	1.3	0.9	1.2
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.35	-0.36	-0.35	-0.36	-0.35	-0.35
T. Interb. 1m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37
T. Interb. 3m lett.	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.35	-0.36	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.33
T. Interb. 6m lett.	-0.22	-0.22	-0.24	-0.25	-0.25	-0.26	-0.27	-0.27	-0.27	-0.27	-0.26	-0.26	-0.26	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25	-0.24
T. Depositi medio	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	0.46	0.46	0.47	0.48	0.48
T. Prestiti medio	2.91	2.84	2.86	2.85	2.83	2.82	2.82	2.82	2.82	2.82	2.82	2.83	2.83	2.83	2.84	2.85	2.85	2.85	2.86
T.prest. medio - T.dep. medio	2.50	2.43	2.45	2.44	2.41	2.41	2.41	2.41	2.41	2.41	2.40	2.40	2.40	2.39	2.39	2.38	2.38	2.38	2.37
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.28	-0.35	-0.33	-0.34	-0.34	-0.36	-0.38	-0.34	-0.33	-0.31	-0.28	-0.29	-0.27	-0.22	-0.23	-0.21	-0.23	-0.21	-0.17
T. BOT comp. lordo 6m	-0.20	-0.32	-0.29	-0.30	-0.30	-0.33	-0.36	-0.30	-0.28	-0.26	-0.23	-0.25	-0.22	-0.18	-0.19	-0.16	-0.19	-0.16	-0.13
T. BOT comp. lordo 12m	-0.22	-0.20	-0.25	-0.25	-0.23	-0.24	-0.31	-0.24	-0.21	-0.19	-0.16	-0.18	-0.15	-0.10	-0.13	-0.10	-0.12	-0.09	-0.06
Rendistat lordo	1.26	1.17	1.21	1.48	1.50	1.41	1.33	1.43	1.44	1.47	1.48	1.47	1.51	1.56	1.54	1.58	1.56	1.58	1.62
Rendistat netto	1.10	1.02	1.06	1.30	1.31	1.23	1.16	1.25	1.26	1.29	1.30	1.29	1.32	1.37	1.35	1.38	1.37	1.38	1.42
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	0.46	0.10	0.34	0.39	0.41	0.35	0.28	0.32	0.33	0.34	0.36	0.34	0.37	0.41	0.39	0.41	0.40	0.43	0.46
Rend. BTP a 5 anni	0.91	0.66	1.02	0.96	1.11	1.07	0.97	1.05	1.08	1.10	1.13	1.11	1.14	1.19	1.17	1.19	1.19	1.21	1.24
Rend. BTP a 7 anni	1.46	1.28	1.68	1.65	1.72	1.72	1.64	1.73	1.76	1.80	1.83	1.82	1.86	1.90	1.89	1.91	1.91	1.94	1.97
Rend. BTP a 10 anni	2.01	1.85	2.30	2.13	2.34	2.32	2.26	2.33	2.35	2.38	2.40	2.39	2.42	2.46	2.44	2.46	2.46	2.48	2.51
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2324.188	2342.116	2314.596	2303.179	2376.479	2372.336	2340.748	2363.105	2345.479	2349.402	2351.90	2353.52	2356.26	2355.00	2342.83	2339.34	2391.21	2388.71	2369.31
Prestiti in euro	2288.245	2305.081	2281.923	2265.109	2347.032	2337.688	2311.258	2337.984	2305.684	2308.619	2328.231	2317.95	2319.594	2328.36	2319.12	2295.01	2366.28	2357.09	2333.91
Prestiti in valuta	35.943	37.035	32.673	38.070	29.447	34.648	29.491	25.121	39.795	40.783	23.665	35.563	36.668	26.635	23.716	44.330	24.936	31.614	35.398
Prestiti a breve	321.701	313.988	320.429	319.599	317.065	313.968	310.460	316.041	315.836	313.263	314.348	310.841	315.456	316.323	320.655	319.734	317.493	315.551	314.910
Prestiti a m / l	2002.487	2028.128	1994.166	1983.581	2059.415	2058.368	2030.288	2047.064	2029.643	2036.139	2037.548	2042.675	2040.805	2038.675	2022.179	2019.606	2073.721	2073.154	2054.396
Depositi totali	2251.824	2306.684	2281.563	2261.671	2369.782	2364.087	2348.237	2392.083	2351.765	2344.052	2368.226	2354.764	2344.824	2387.649	2386.515	2358.244	2464.810	2455.341	2443.810
Depositi in c / c	949.673	987.864	961.394	965.980	979.576	996.721	994.731	1001.624	1005.157	997.201	1009.580	1021.299	1020.546	1050.944	1038.870	1038.848	1049.789	1065.445	1066.211
Depositi a risparmio	297.323	297.920	298.773	298.283	297.034	295.842	294.982	294.288	293.981	294.344	293.897	292.894	292.546	294.212	294.595	294.444	293.862	292.776	292.091
Certif. deposito	1004.827	1020.900	1021.396	997.408	1093.172	1071.524	1058.524	1096.170	1052.628	1052.508	1064.749	1040.571	1031.732	1042.493	1053.050	1024.952	1121.159	1097.120	1085.508
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																			
Prestiti totali	-0.52	0.38	-1.31	-2.21	0.95	1.25	0.59	0.91	1.15	1.20	0.73	1.09	1.38	0.55	1.22	1.57	0.62	0.69	1.22
Prestiti in euro	-0.87	0.75	-1.10	-2.36	1.54	1.65	0.51	1.34	1.31	1.23	1.27	0.80	1.37	1.01	1.63	1.32	0.82	0.83	0.98
Prestiti in valuta	28.48	-18.31	-13.58	7.26	-30.78	-19.99	7.28	-27.66	-7.33	-0.47	-33.93	24.42	2.02	-28.08	-27.42	16.44	-15.32	-8.76	20.03
Prestiti a breve	-6.84	-7.01	-4.36	-4.57	-5.06	-4.10	-6.35	-5.96	-3.67	-3.52	-3.13	-3.40	-1.94	0.74	0.07	0.04	0.13	0.50	1.43
Prestiti a m / l	0.58	1.63	-0.80	-1.82	1.95	2.12	1.74	2.06	1.94	1.97	1.35	1.81	1.91	0.52	1.40	1.82	0.69	0.72	1.19
Depositi totali	3.21	4.87	2.66	0.42	5.04	4.02	4.82	5.16	3.84	3.96	4.49	4.13	4.13	3.51	4.60	4.27	4.01	3.86	4.07
Depositi in c / c	9.76	10.78	8.13	8.69	8.99	7.70	8.70	9.21	7.28	7.41	8.12	7.53	7.46	6.39	8.06	7.54	7.17	6.90	7.19
Depositi a risparmio	-0.52	-1.04	-1.74	-2.10	-2.27	-2.36	-2.21	-2.05	-2.00	-1.86	-1.74	-1.75	-1.61	-1.24	-1.40	-1.29	-1.07	-1.04	-0.98
Certif. deposito	-1.27	1.39	-0.75	-5.79	3.78	2.61	3.42	3.69	2.40	2.54	3.01	2.67	2.68	2.12	3.10	2.76	2.56	2.39	2.55

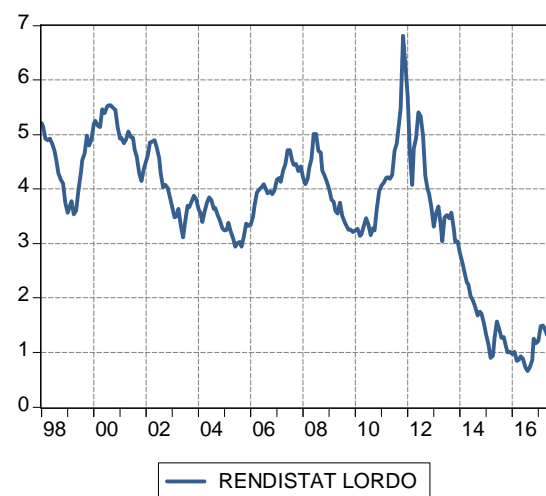
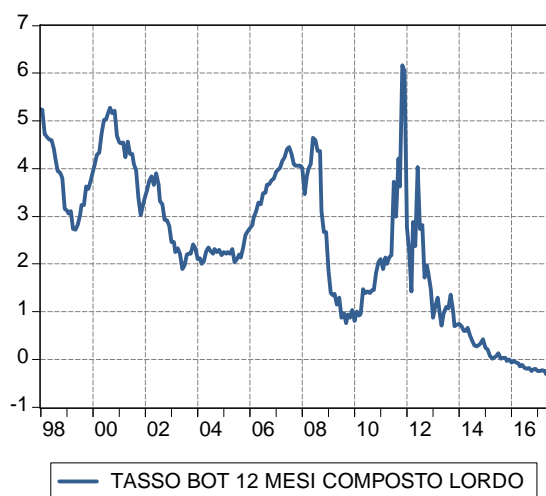
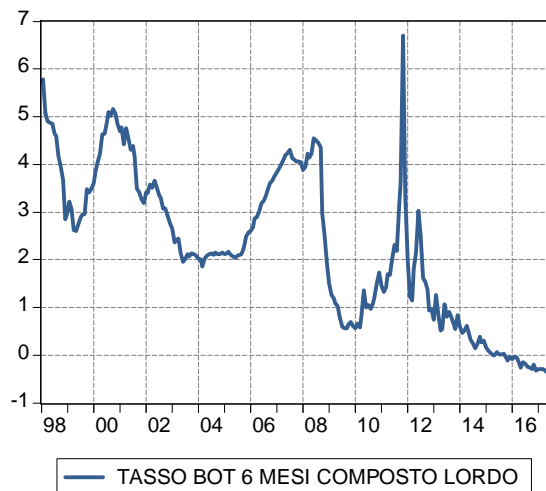
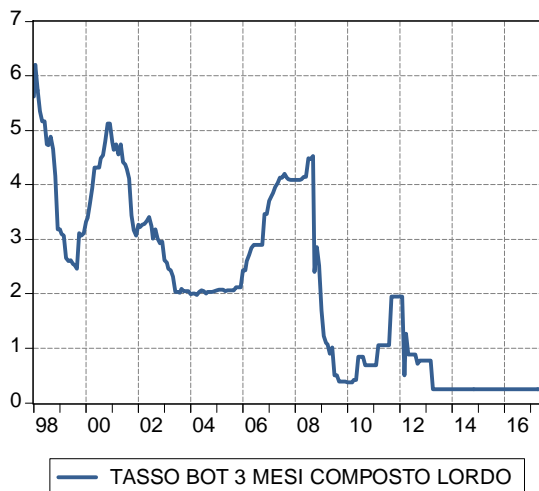
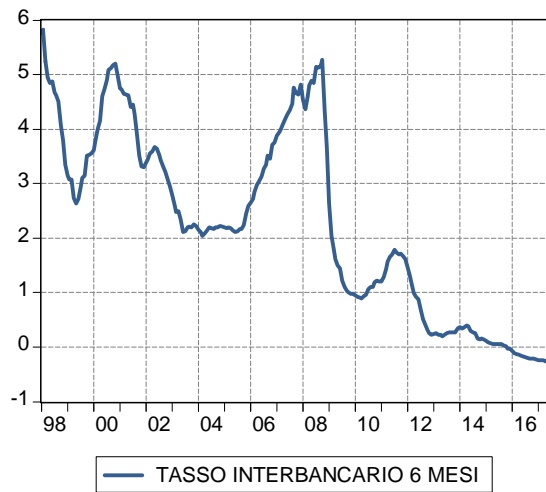
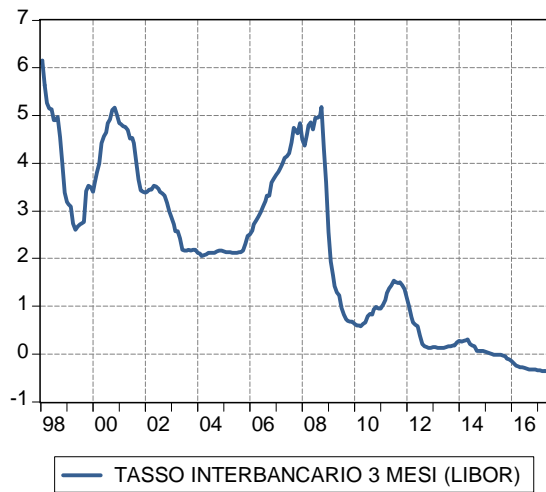
# TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

## Dati mensili



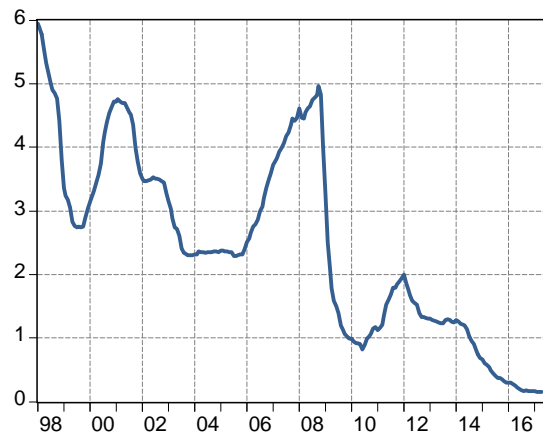
# TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili

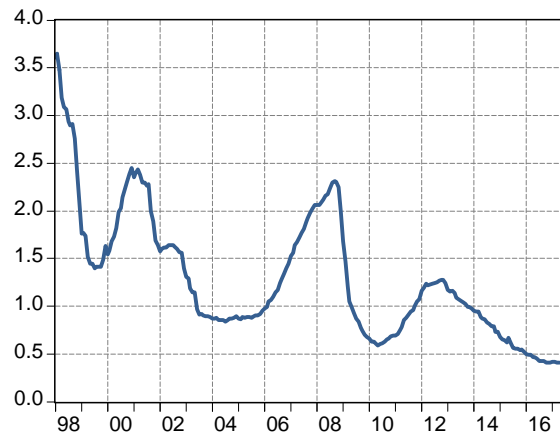


## TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

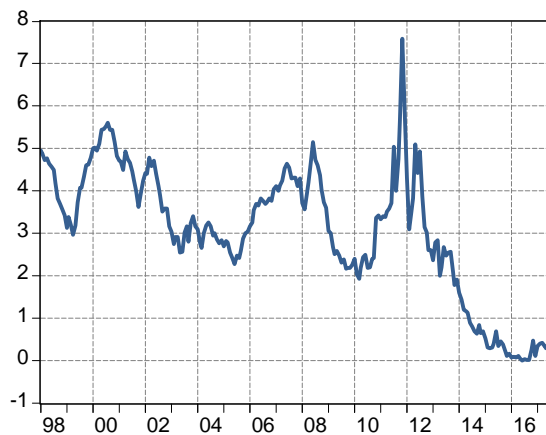
Dati mensili



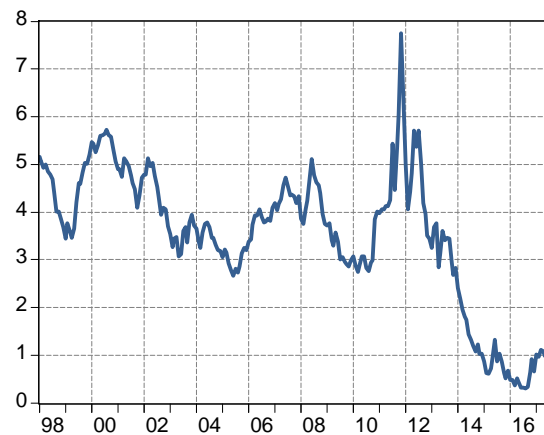
— TASSO PRESTITI MINIMO



— TASSO DEPOSITI MEDIO



— RENDIMENTO A 3 ANNI



— RENDIMENTO A 5 ANNI



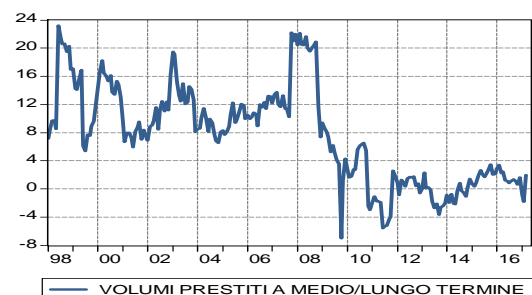
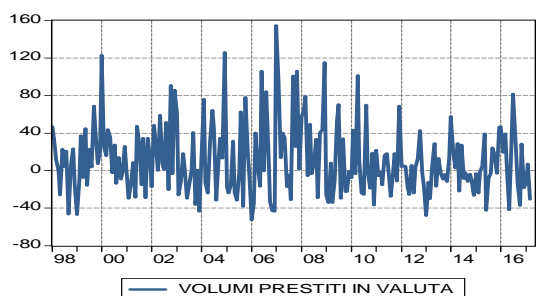
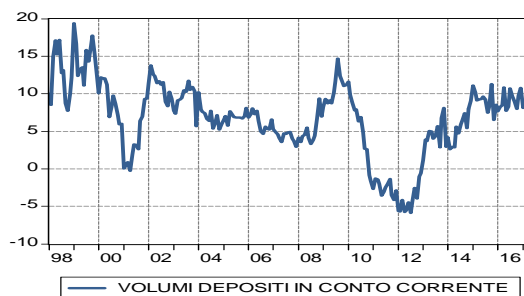
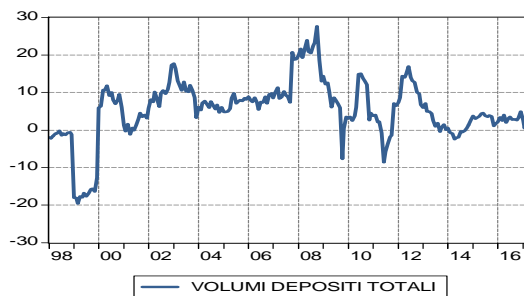
— RENDIMENTO A 7 ANNI



— RENDIMENTO A 10 ANNI

## VOLUMI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili - Variazione % annua



# Archivio Ricerche

---

## Il Modello Macroeconomico Annuale CER-GRETA

Pierfrancesco Baviera e Nicola Rossi

## Le scelte reali e finanziarie delle famiglie: un'analisi empirica

Pierfrancesco Baviera

## Il modello econometrico annuale CER-GRETA: Appendice statistica

Pierfrancesco Baviera

Luglio 1992

# Il Modello Macroeconomico Annuale CER-GRETA<sup>1,2</sup>

Pierfrancesco Baviera<sup>a</sup> e Nicola Rossi<sup>b</sup>

## INTRODUZIONE

La revisione dei conti nazionali, recentemente ultimata dall'Istituto Nazionale di Statistica, e le ricostruzioni retrospettive che ad essa hanno fatto seguito (In particolare, Golinelli e Monerastelli (1990), Golinelli (1992), Marotta e Pagliano (1992) e Pagliano e Rossi (1992) hanno reso nuovamente possibile l'analisi delle tendenze dell'economia italiana con l'ausilio di un modello macro-econometrico.

È nostra convinzione, peraltro, che la disponibilità della contabilità nazionale "rivista" costituisca una buona occasione per non riproporre, *sic et simpliciter*, le strutture dei modelli preesistenti. Non è inutile, infatti, ricordare che la **specificazione** di molti modelli econometrici italiani ha sollevato qualche perplessità (cfr. per tutti Faini e Rossi 1989 e Visco 1991). In particolare è stato fatto rilevare che, nonostante le apparenze, essi spesso rispecchiano ancora le impostazioni teoriche prevalenti negli anni '60 e '70 e che, più in generale, non sempre essi affrontano esplicitamente il tema della coerenza logica del modello nel suo insieme. Inoltre, se interpretati come rappresentazioni dei comportamenti di agenti rappresentativi, essi spesso trascurano di garantire la necessaria coerenza dei comportamenti stessi su diversi mercati. Se interpretati, invece, come rappresentazioni di comportamenti di una moltitudine di agenti fra loro eterogenei, essi trascurano i difficili problemi di ordine sia teorico che empirico, posti dalla aggregazione. Tutto ciò, a nostro parere, segnala non solo e non tanto i limiti della macro-modellistica econometrica corrente, ma anche e soprattutto la difficoltà di formulare, specificare, stimare, valutare, ed utilizzare poi correttamente, modelli macroeconomici prima e macro-econometrici poi logicamente coerenti, statisticamente soddisfacenti ed economicamente ragionevoli.

Non ci sembra, quindi, da condividersi la tesi recentemente (e piuttosto superficialmente) sostenuta da Summers (1991, p. 146) secondo la quale

*"formal (macro-)econometric work where elaborate technique is used to either apply theory to data or to isolate the direction of causal relationship where they are not obvious a priori virtually always fails".*

Al contrario, con l'affermazione contenuta nel testo si intende sottoscrivere interamente il commento di Grodal (1991) allo stesso lavoro di Summers, sintetizzabile come segue:

*"the only way to obtain better empirical macroeconomic models is to develop a more advanced macroeconomic theory" (p. 157).*

È nostra opinione, tuttavia, che un tentativo in quest'ultima direzione sia necessario e possa essere ancora proficuo in un mondo in cui, alla pura e semplice attività di previsione, si sostituisce sempre più frequentemente l'analisi di scenario ed in cui i modelli econometrici costituiscono sempre più schemi logici di ragionamento, piuttosto che "scatole nere" da cui ottenere meccanicamente previsioni. La revisione della contabilità nazionale operata dall'ISTAT non sempre ha colmato le carenze informative preesistenti e, quando lo ha fatto, non sempre lo ha fatto con modalità tali da implicare la possibilità di una estrapolazione indolore delle valutazioni degli anni '70 agli anni '60 o '50. Inoltre, il metodo di costruzione dei dati trimestrali ISTAT (trimestralizzazione delle serie annuali per mezzo di opportuni indicatori) è tale da indurre errori di misurazione, la cui natura e le cui proprietà non possono non scongiurare l'uso ai nostri fini. Ciò significa che, l'informazione statistica disponibile consiste in non più di qualche decina di osservazioni annuali ed è sotto molti aspetti ancora parziale (si pensi alla assenza di valutazioni aggiornate dei conti per settore istituzionale o alla assenza di valutazioni retrospettive dei conti finanziari). In questo contesto, caratterizzato da una sostanziale carenza di informazione statistica, acquista una valenza particolare il punto precedente. Infatti, in sede di **stima**, solo l'informazione teorica è in grado di supplire al limitato contenuto informativo dei dati.

Infine, anche sul fronte dell'**utilizzo** dei modelli, si può notare come l'analisi di politica economica venga usualmente svolta attraverso simulazioni deterministiche del modello, a partire da valori di scenario o previsivi delle variabili esogene.

<sup>a</sup> GRETA.

<sup>b</sup> Università di Modena.

<sup>1</sup> Working Paper GRETA 9303 (<http://www.greta.it/wp.htm>)

<sup>2</sup> Con il coordinamento scientifico di Nicola Rossi (Università di Modena) e Luigi Spaventa (Università di Roma "La Sapienza") e con la collaborazione di Pierfrancesco Baviera (GRETA Associati), Giorgio Brunello (Università Ca' Foscari Venezia), Vincenzo Chiorazzo (Centro Europa Ricerche), Marzio Galeotti (Università di Brescia), Pier Carlo Padoan (Università di Roma "La Sapienza"), Giovanni Pittaluga (Università di Genova) e Dino Rizzi (Università Ca' Foscari Venezia).

Assai più interessante appare invece la possibilità di endogeneizzare le scelte di politica economica attraverso la soluzione del problema decisionale degli operatori pubblici. La politica economica diverrebbe, quindi, la risultante di un processo di ottimizzazione in cui gli operatori pubblici, interagendo tra loro, coordinano le decisioni degli agenti privati e permettono al sistema economico di conseguire sentieri ottimali di dinamica delle variabili. Tecniche di controllo ottimo per la soluzione di giochi dinamici sono lo strumento metodologico da utilizzare a tale scopo. L'analisi di scenario o simulativa andrebbe invece concentrata sulla possibilità, prevista già in sede di specificazione del modello, di modificarne i parametri di base (preferenze, tecnologia, assetto istituzionale) in modo da simulare cambiamenti di regime, shocks tecnologici o di domanda, etc.

Alla luce di quanto appena detto, il tentativo presentato nelle pagine che seguono consiste nella specificazione e stima di uno strumento con caratteristiche intermedie tra la prassi econometrica tradizionale (nella quale spesso il peso della teoria è ridotto rispetto a quello attribuito alla informazione statistica, o addirittura nullo nelle versioni alla Sims) e le proposte estreme di Lucas, Kydland e Prescott in cui l'informazione statistica ha un ruolo assolutamente marginale. In particolare, riteniamo che i seguenti elementi costituiscano i punti qualificanti dell'intero progetto.

(i) **La formulazione del modello in termini di agenti (famiglie, imprese, sindacato, banche, etc...), caratterizzati da comportamenti coerenti sui diversi mercati.** Sotto questo aspetto, il modello CER-GRETA si affianca ad altri recenti contributi macro-econometrici italiani fra cui vanno menzionati, oltre al modello a medio termine Hermes (Bosi, Golinelli e Stagni 1990), i nuovi modelli econometrici annuali della Confindustria (Annunziato, Heimler, Marotta e Zezza 1992) e dell'ENI (Bollino e Rossi 1992), nonché il modello annuale e *multicountry*, ancora in fase di costruzione, della Fondazione ENI Enrico Mattei). Si noti che, almeno in linea di principio, non si tratta di agenti rappresentativi. Al contrario, nei limiti del possibile, si è fatto ricorso ad alcuni risultati della teoria della aggregazione per passare dai comportamenti individuali agli andamenti aggregati abbandonando senza particolari rimpianti il concetto di agente rappresentativo. È questa una tendenza ormai abbastanza diffusa nella letteratura macro-econometrica. Si vedano Stoker (1986) e Fair e Dominguez (1991).

(ii) **L'eterogeneità tra gli agenti**, che, dal punto di vista della specificazione, viene assicurata (oltre che da strutture differenziate delle preferenze), da una distribuzione non uniforme fra generazioni del capitale umano che contribuisce a diversificare le generazioni di lavoratori dal lato della domanda. Ad essa si sovrappongono quegli aspetti di appartenenza ed esclusione che regolano, ad esempio, la contrattazione sul salario e l'occupazione nella grande impresa privata ed i ruoli diversi giocati da *insiders* e *outsiders*, dove questi ultimi sono spesso identificabili con le nuove generazioni di lavoratori, contrapposte alle precedenti che hanno accumulato dei *seniority rights*. Dal punto di vista della stima, invece, la considerazione della eterogeneità degli agenti conduce ad un utilizzo combinato di fonti informative diverse.

(iii) **L'esplicito raccordo fra componente reale e componente finanziaria del modello**, presente nelle scelte delle famiglie, nelle decisioni delle imprese e nel legame tra risparmio netto del settore privato, indebitamento delle amministrazioni pubbliche e finanziamento del fabbisogno del settore statale.

(iv) **L'esplicitazione di alcuni canali di trasmissione non tradizionali della politica fiscale.** Si pensi, in particolare, alla rilevanza del settore pubblico come datore di lavoro, che stabilisce limiti di età specifici all'accesso di nuovi occupati e che quindi contribuisce a creare uno spettro di opzioni diverse per generazioni diverse. Si pensi, ancora, al ruolo, implicito ed esplicito, delle politiche redistributive intergenerazionali.

(v) **Il trattamento delle aspettative di inflazione** per le quali, così come in Banca d'Italia (1986), si sono utilizzate le informazioni raccolte tramite sondaggi di opinione.

## IL MODELLO CER-GRETA: UNO SGUARDO D'INSIEME

Il modello CER-GRETA individua sette categorie di operatori: le famiglie, le imprese, il sindacato, le banche, le pubbliche amministrazioni, la banca centrale, il resto del mondo.

Nella specificazione del comportamento delle **famiglie** si segue un approccio di tipo sequenziale volto a determinare in un primo stadio l'offerta sul mercato del lavoro, in un secondo stadio ad allocare il reddito disponibile fra risparmio e consumi finali "economici", ed infine, in un terzo stadio, a suddividere quest'ultimi nelle loro componenti ed allocare il risparmio finanziario nelle diverse attività.

Nel primo stadio si immagina che all'interno delle famiglie i lavoratori siano distinti sia per tipo di attività svolta (lavoro dipendente nel settore privato e nella Pubblica Amministrazione e lavoro autonomo) sia per appartenenza a diverse fasce generazionali (giovani ed adulti). I lavoratori autonomi, sia giovani che adulti, operano in un segmento competitivo del mercato del lavoro. I lavoratori dipendenti, invece, sono membri di un sindacato in cui prevalgono le preferenze dei lavoratori adulti. Questi ultimi operano come degli *insiders* e contrattano il loro salario con l'impresa. L'assenza di potere contrattuale da parte dei giovani dipendenti li assimila a degli *outsiders* che operano in un segmento competitivo del mercato del lavoro. Per ambedue le categorie di lavoratori l'offerta di lavoro equivale alla decisione di partecipazione. Per

quanto riguarda i giovani, la decisione di partecipazione è innanzitutto una scelta tra accesso immediato al settore privato e coda all'ingresso di un settore pubblico razionato. Il monte salari e stipendi nelle Amministrazioni Pubbliche è infatti trattato come esogeno e non viene modellato esplicitamente. La partecipazione dei giovani al settore privato dipende quindi sia dall'occupazione che dai livelli retributivi nel settore pubblico. Per gli adulti, invece, si assume un forte attaccamento alla forza lavoro, con eventuali flussi di entrata e uscita indotti dall'andamento ciclico dell'economia.

Data la decisione di partecipazione, nel secondo stadio si ipotizza che la singola unità familiare formuli i propri piani ottimali di consumo, subordinatamente ad un vincolo di bilancio intertemporale ed in assenza di un esplicito movente ereditario. Le famiglie allocano, in altre parole, il reddito disponibile, costituito da redditi netti da lavoro, redditi netti derivanti dal possesso di attività finanziarie e reali e profitti netti distribuiti dalle imprese alle famiglie, fra risparmio e consumi finali economici, per dato stock di ricchezza reale, finanziaria e pensionistica.

Le famiglie non consolidano quindi il proprio bilancio con quello delle imprese né tantomeno con quello del settore pubblico. Si noti che le decisioni intertemporali della singola famiglia hanno per oggetto il cd. consumo economico, ovvero un aggregato dato dalla somma di consumi di generi alimentari, di altri beni non durevoli e semidurevoli, di servizi e di servizi resi dallo stock in essere di beni durevoli, abitazioni e circolante.

Nel terzo stadio decisionale le famiglie allocano la spesa complessiva nelle diverse categorie di beni e servizi che la costituiscono. D'altro canto, determinata contestualmente alle decisioni di consumo la ricchezza reale (in beni durevoli ed abitazioni) delle famiglie e la domanda di scorte monetarie detenute a scopi transattivi, le famiglie si presentano sui mercati delle attività finanziarie come un operatore in surplus, che alloca la ricchezza tra diverse attività finanziarie (depositi bancari, depositi presso altri intermediari finanziari, titoli di Stato, obbligazioni emesse dalle imprese e dagli Istituti di Credito Speciale, azioni e titoli esteri). Nel definire il proprio portafoglio di attività finanziarie, le famiglie non prescindono dalla loro ricchezza reale e pensionistica.

Lo schema appena descritto si riferisce, come è evidente, alla singola unità familiare. Alla luce dell'evidenza disponibile non appare però realistico supporre l'esistenza di una famiglia rappresentativa. Il modello incorpora questa considerazione ammettendo esplicitamente l'eterogeneità della struttura delle preferenze di unità di consumo diverse caratterizzate da diverse configurazioni socio-demografiche. Da ciò consegue un ruolo rilevante per una variabile come il tasso di dipendenza (rapporto fra persone inattive ed attive) che approssima la composizione del nucleo familiare e contribuisce in misura sostanziale a determinare gli esiti del terzo stadio del processo allocativo delle famiglie. Chiude l'analisi del comportamento delle famiglie la descrizione delle scelte allocative all'interno dei beni non durevoli diversi dagli alimentari e semidurevoli ed all'interno dei consumi finali nazionali mentre, dal lato delle attività finanziarie, vengono descritte le scelte allocative all'interno delle obbligazioni non emesse dallo Stato e dei depositi presso istituzioni finanziarie non bancarie.

Il settore delle **imprese** ha come scopo fondamentale della propria attività la produzione per l'oggi e per il domani (produzione corrente e investimento in attività fisse). Non trattandosi per definizione di imprese finanziarie, le decisioni di indebitamento o di investimento in attività finanziarie sono quindi viste non come fini a se stesse ma strumentali ai fini della produzione e dell'investimento. In senso lato, le imprese perseguono il fine del massimo profitto, definito su un orizzonte intertemporale infinito e sono condotte in modo da perseguire gli interessi dei proprietari dell'impresa. Si suppone, inoltre, che le imprese operino in un contesto di concorrenza imperfetta producendo un *output* che viene venduto all'interno (su segmenti differenziati del mercato) e all'estero. Ne seguono prezzi di vendita differenziati in dipendenza della elasticità della domanda prevalente sui diversi segmenti del mercato. I fattori di produzione consistono in due variabili occupazionali (corrispondenti alle due categorie di lavoratori citate in precedenza), in uno stock aggregato di capitale, in un flusso aggregato di input energetici di importazione, in materie prime e semilavorati, anch'essi di importazione. Si suppone, inoltre, che i livelli produttivi siano influenzati dallo stock in essere di infrastrutture ed opere pubbliche, intese come una esternalità tecnologica positiva. L'approccio teorico utilizzato per elaborare il modello comportamentale delle imprese si propone di superare la visione tradizionale, sottostante alla teoria neoclassica degli investimenti, secondo la quale vi è piena dicotomia tra le decisioni dell'impresa relative alla sfera reale e quelle riguardanti la sfera finanziaria. Come è noto, l'ipotesi-base di questa teoria è rappresentata dalla esistenza di perfetta informazione nel mercato dei capitali, ovvero di totale sostituibilità tra finanziamento interno e finanziamento esterno degli investimenti dell'impresa. Se questa assunzione viene eliminata e si ammette l'esistenza di asimmetrie di informazione nel mercato dei capitali, diventa cruciale l'analisi esplicita dei legami tra struttura finanziaria (rapporto tra capitale proprio e capitale di prestito) e spesa per investimenti di un'impresa.

L'imperfezione dei mercati finanziari sotto il profilo informativo e il rischio di insolvenza dell'impresa si concretizzano in un costo effettivo dell'indebitamento crescente all'aumentare del volume di risorse prese a prestito. In quest'ambito, risulta evidente che la struttura finanziaria dell'impresa costituisce il segnale per le valutazioni di convenienza delle controparti, in particolare famiglie, banche, operatori esteri. Per tal via si determinano la disponibilità di mezzi finanziari interni e le modalità di accesso al mercato del credito. Queste, a loro volta, vanno ad influenzare le decisioni di investimento dell'impresa, stabilendo quello stretto legame tra parte reale e parte finanziaria, che è la caratteristica del

modello. In definitiva, la risoluzione del processo di ottimizzazione dell'impresa fornisce, simultaneamente, i valori ottimali sia delle variabili reali (livello degli investimenti in beni capitali, della produzione, della occupazione, degli altri fattori produttivi, del prezzo di vendita) sia delle variabili finanziarie (indebitamento desiderato verso le banche di credito ordinario interne ed estere e verso gli Istituti di Credito Speciale, stock di attività finanziarie).

Implicita nella determinazione precedente della occupazione "adulta" è l'ipotesi cd. "*right to manage*". In questo segmento del mercato del lavoro le variabili chiave (salario reale, occupazione e disoccupazione) sono peraltro determinate dalla interazione fra le molteplici imprese e un sindacato. L'idea chiave è che il tasso di disoccupazione (singolo o multiplo) di *steady state* è la variabile che consente l'equilibrio tra strategie di prezzo delle imprese e pressione salariale. In equilibrio, il tasso naturale di disoccupazione (o i tassi naturali nel caso di equilibri multipli) dipende sia da fattori che determinano l'offerta (sussidi di disoccupazione, *tax wedge*, costi di ricerca) sia, come vedremo meglio in seguito, dalla politica occupazionale del governo (occupazione e salari nel settore pubblico).

Simile al processo decisionale dell'impresa è quello che caratterizza il comportamento dell'operatore **banca**. Questa infatti dovrebbe agire come un'impresa; tuttavia, ha un mercato indipendente da quello della impresa industriale. La funzione essenziale della banca consisterebbe nell'agire per conto delle famiglie al fine di raccogliere informazioni sull'impresa di produzione e sugli operatori esteri, per ottimizzare gli scambi finanziari dell'economia. Nella modellistica econometrica corrente così come nel modello CER-GRETA, l'analisi del comportamento dell'operatore bancario viene condotta seguendo un approccio incentrato sull'equilibrio dei mercati monetari e finanziari. Si ipotizza, in particolare, che le banche si comportino come imprese monopolistiche nel mercato dei prestiti e in quello dei depositi, e come *price taker* in quello dei titoli. La gestione in valuta è tenuta separata da quella in lire: i finanziamenti in valuta dipendono esclusivamente dalla domanda di prestiti in valuta. Infine, nel bilancio delle banche, la posta residuale è rappresentata dai titoli pubblici che esercitano la funzione di *buffer*.

Nel modello sono presenti, oltre alle banche commerciali, gli istituti di credito speciale il cui bilancio è peraltro estremamente semplificato. In tale contesto, l'attività della banca si risolve nell'esercitare domande e offerte di attività e passività finanziarie, nel rispetto del principio dell'equilibrio simultaneo dei mercati. L'eventuale esistenza di situazioni di disequilibrio in alcuni mercati (tipicamente il mercato dei prestiti) deriva esclusivamente dalla presenza di vincoli di natura amministrativa imposti dalle autorità centrali (per esempio, massimali sugli impieghi e vincoli di portafoglio).

Nella risoluzione del suo problema di ottimo la banca subisce i condizionamenti imposti dalla banca centrale, relativi, principalmente, alle riserve liquide e all'attività in valuta. La **banca centrale** e il **governo** dovrebbero svolgere nel modello un ruolo di coordinamento delle decisioni degli agenti privati. La necessità di tale ruolo va ricondotta alla presenza di esternalità, all'esistenza di asimmetrie nella qualità dell'informazione posseduta da agenti privati ed operatore pubblico ed alla natura dei beni alla cui fornitura l'operatore pubblico tipicamente provvede.

Gli strumenti utilizzati dalla **banca centrale** nella sua attività sono rappresentati, essenzialmente, dal controllo della base monetaria e dal tasso di cambio. In un regime di cambi amministrati, come noto, la creazione di base monetaria tramite il canale estero è endogena; di conseguenza, il vero strumento di politica monetaria è dato dalla componente interna della base monetaria, cioè il credito al Tesoro e il rifinanziamento del sistema creditizio. La decisione della banca centrale di sterilizzare o meno la creazione/distruzione di base monetaria determinata dal canale estero (e quindi di attribuire un'importanza relativa prevalente al perseguimento degli obiettivi interni rispetto a quelli esterni, o viceversa) eserciterà i suoi effetti sia sul tasso di crescita degli aggregati monetari e creditizi, sia sul livello dei tassi di interesse.

Questo approccio, che rispecchia a grandi linee il comportamento effettivo della Banca d'Italia (soprattutto negli anni '80), si qualifica nel modello per due elementi. In primo luogo, l'autonomia decisionale della banca centrale nei confronti del governo, soprattutto per quel che riguarda il finanziamento del deficit pubblico. La quota del disavanzo "monetizzata" è la risultante di una sorta di negoziazione tra i due operatori, nella quale la banca centrale si preoccupa di assicurare il rispetto degli obiettivi prefissati in termini di crescita degli aggregati monetari. Il tasso di interesse sui titoli pubblici non è, quindi, una variabile esogena di controllo, ma viene determinato endogenamente nel modello. In secondo luogo, l'intervento della banca centrale nel mercato dei cambi è caratterizzato, nel modello, dall'esistenza di più tassi di cambio di riferimento. Come si vedrà anche in seguito, descrivendo il comportamento dell'operatore estero, si distinguono tre aree di influenza esterna: lo SME (area del marco tedesco), il Giappone e l'Estremo Oriente (area dello yen), gli Stati Uniti e il "resto del mondo" (area del dollaro). Questa suddivisione assegna qualche grado di libertà in più alla banca centrale nell'utilizzo dello **strumento tassi di cambio**. Infatti, se, da un lato, la banca centrale è vincolata ad agire in un sistema di cambi semi-fissi all'interno dello SME, per rispettare le parità centrali, dall'altro lato, essa può lasciar fluttuare con maggiore ampiezza i rapporti di cambio con le valute extra-SME. Ciò le consente di manovrare, entro certi limiti, anche le riserve ufficiali, ovvero la componente esterna della base monetaria.

Infine, vengono inclusi nel modello, tra gli strumenti di politica monetaria, quei vincoli di tipo amministrativo, ai quali la Banca d'Italia ha fatto (e, per alcuni, fa tuttora) ricorso per controllare le riserve bancarie, l'espansione degli impieghi bancari, l'investimento delle banche in titoli a medio-lungo termine, i movimenti di capitali.

Il settore pubblico è rappresentato in un modo piuttosto tradizionale: sostanzialmente rimane la finzione dell'operatore quale decisore esterno al modello, cui spetta la manovra delle variabili di controllo al fine di descrivere lo scenario sul quale basare la soluzione dell'intero modello.

Il settore pubblico è stato modellato al fine di ripercorrere i canali istituzionali di intervento nell'economia, ricostruendo per grossi aggregati il Conto delle Amministrazioni pubbliche e alcune poste del bilancio dello Stato. Particolare cura è stata posta, poi, al fine di costruire le variabili utilizzate in questa parte del modello in modo da poter essere utilizzate coerentemente nella definizione delle decisioni degli altri operatori.

Per quanto riguarda le imposte correnti e i contributi sociali, si è seguita la strada di determinare degli imponibili a partire dalle variabili del modello, cercando di rimanere il più possibile vicini alla loro definizione formale. Tali imponibili vengono poi moltiplicati da aliquote medie effettive per ottenere il gettito delle imposte, che risulta quindi endogeno al modello.

Il gettito non può essere ovviamente la sola grandezza interessata dalla variazione delle aliquote medie effettive: infatti queste risultano essere quindi delle variabili di controllo attraverso le quali lo Stato può incidere sull'andamento dell'intera economia. Infatti, le stesse aliquote sono state utilizzate per determinare le variabili che sono alla base della determinazione delle decisioni reali e finanziarie delle famiglie e delle imprese.

Le aliquote delle imposte sul reddito e dei contributi sociali contribuiscono a descrivere il divario tra il costo del lavoro percepito dalle imprese, con il quale decidono il livello dell'occupazione, e il salario netto che è la variabile chiave per gli individui al fine di decidere la partecipazione alla forza lavoro. Ancora, le stesse aliquote entrano nella determinazione del reddito netto disponibile delle famiglie.

Le aliquote dell'imposta sui redditi da capitale permettono di definire la differenza tra i rendimenti lordi e netti delle attività finanziarie.

Le aliquote delle imposte indirette sono presenti inoltre nella determinazione dei deflatori di vari aggregati macroeconomici e, per questa via, ne determinano il valore nominale e il livello generale dei prezzi. Modificando i prezzi relativi dei vari beni acquistati dalle famiglie, le aliquote influiscono quindi sulla composizione dei consumi totali, nonché, sullo stock di circolante richiesto dalle famiglie. Analogamente, per questa via le imposte indirette influiscono sulla determinazione degli acquisti di input importati.

ra le uscite di parte corrente, sono state in parte endogenizzate le retribuzioni dei dipendenti, attraverso un legame diretto tra il livello dell'occupazione ed il livello della fornitura di servizi pubblici, mentre il livello del salario lordo orario è mantenuto esogeno. Occorre ricordare, a questo proposito, che il salario orario del settore pubblico, e il relativo orario di lavoro, diventa un'importante determinante del mercato del lavoro del settore privato, in quanto su tale variabile si basa la decisione di partecipazione della forza lavoro giovane nel settore privato.

Risulta inoltre endogena la spesa per prestazioni sociali, che viene fatta dipendere da alcune variabili demografiche e dal livello di una "pensione media effettiva" che, essendo esogena, svolge lo stesso ruolo svolto dalle aliquote medie tra le entrate. Oltre a determinare la posta del conto delle A.P., le prestazioni sociali influiscono sul livello della ricchezza non vendibile delle famiglie, e, attraverso questa, sulla composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie.

La spesa per interessi dipende direttamente dagli stock di titoli pubblici e dai tassi di interesse corrispondenti. Le altre spese correnti e le spese in conto capitale, invece, sono state mantenute esogene.

Una serie di equazioni di raccordo, consentono poi di determinare il saldo corrente e l'indebitamento netto delle A.P., nonché, il fabbisogno complessivo e primario del settore statale.

Per quanto riguarda, infine, la parte internazionale del modello, si individuano tre agenti operanti nel **resto del mondo**, ripartiti per aree di influenza, che determinano il flusso di esportazioni dei diversi tipi di beni e servizi prodotti internamente e i movimenti di capitali (disaggregati). Il modello si propone di identificare un'area del dollaro (Stati Uniti e altri), un'area dello yen (Giappone) e un'area del marco (SME). Le prime due verrebbero assunte esogene, mentre i comportamenti della terza verrebbero endogeneizzati modellando sia gli assetti istituzionali specifici, che le interazioni tra l'Italia e gli altri paesi comunitari.

## LA STRUTTURA DEL MODELLO

Nella attuale versione (luglio 1992) il modello CER-GRETA contiene 292 equazioni (di cui 196 identità) e ca. 140 variabili esogene (di cui 30 determinanti ai fini del funzionamento del modello e ca. 50 atte a definire gli scenari di politica economica e fiscale).

Le dimensioni del modello CER-GRETA sono quindi non lontane da quelle di altri modelli macro-econometrici italiani. Si ricorda infatti che il modello trimestrale di Prometeia contiene circa 900 equazioni di cui 150 stocastiche; il modello trimestrale della Banca d'Italia ne conta invece 729 di cui 729 stocastiche; il modello annuale dell'ENI raggiunge le 250 equazioni di 50 stocastiche ed infine, il modello annuale della Confindustria ne contiene circa 200 di cui 50 stocastiche.

I coefficienti presenti nei singoli blocchi che compongono il modello sono stati stimati con il metodo dei minimi quadrati a tre stadi su periodi campionari diversi in ragione della maggiore o minore disponibilità di informazioni. In particolare per il blocco 1 (Partecipazione, forza lavoro e salari; eq. 1-34) il periodo campione va dal 1971 al 1990, per i blocchi 2 e 3 (Redditi; eq. 35-46, e Consumo, risparmio e ricchezza delle famiglie; eq. 46-102) copre invece gli anni dal 1965 al 1989, per i blocchi 4, 7 e 8 (Aziende di credito e istituti di credito speciale, eq. 97-123; Amministrazioni pubbliche, eq. 183-223; Settore statale banca centrale, eq. 224-250) va dal 1975 al 1990, ed infine per i blocchi 5 e 6 (Produzione e domanda di fattori, eq. 103-183 e Scambi con l'estero, eq. 168-187) parte dal 1961 ed arriva al 1990.

Per un dettaglio sui singoli blocchi che compongono il modello si rinvia ai lavori di Pierfrancesco Baviera ("*Le scelte reali e finanziarie delle famiglie: un'analisi empirica*" e "*Il modello econometrico annuale CER-GRETA: Appendice statistica*"), Giorgio Brunello ("*Un modello generazionale del mercato del lavoro italiano*") e Marzio Galeotti ("*Le scelte reali e finanziarie delle imprese: un'analisi empirica*").

## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

Annunziato P., A. Heimler, G. Marotta e G. Zezza, "Il blocco dell'offerta in un modello annuale dell'economia italiana: specificazione e prime simulazioni", in Banca d'Italia, *Ricerche applicate e modelli per la politica economica* (Roma: Banca d'Italia, 1992), 1-34.

Banca d'Italia, "Modello trimestrale dell'economia italiana", *Temi di discussione della Banca d'Italia*, 80 (1986).

Bollino C. A. e N. Rossi, "Energia e crescita. Le principali caratteristiche del Modello Econometrico ENI", in Banca d'Italia, *Ricerche applicate e modelli per la politica economica* (Roma: Banca d'Italia, 1992), 35-62.

Bosi P., R. Golinelli e A. Stagni, *Un modello a medio termine dell'economia italiana*, (Bologna: Il Mulino, 1990).

Faini R. e N. Rossi, "La macroeconometria ed il comportamento degli agenti privati. Il caso del modello econometrico della Banca d'Italia", *Politica Economica*, 5 (1989), 69-89.

Fair R. C e K. M. Dominguez, "Effects of the Changing U.S. Age Distribution on Macroeconomic Equations", *American Economic Review*, 81 (1991), 1276-1295.

Golinelli R., "Un metodo di ricostruzione e aggiornamento rapido dei conti dei settori istituzionali", *Nota di lavoro*, 9202 (Bologna: Prometeia, 1992).

Golinelli R. e M. Monterastelli, "Un metodo per la ricostruzione di serie storiche compatibili con la nuova contabilità nazionale", *Nota di lavoro*. 9001 (Bologna: Prometeia, 1990).

Gottfries N., "Comment on L. H. Summers", *The Scandinavian Journal of Economics*, 93 (1991), 149-154.

Grodal B., "Comment on L. H. Summers", *The Scandinavian Journal of Economics*, 93 (1991), 155-159.

Marotta G. e P. Pagliano, "Income Accounts by Institutional Sectors: 1970 to 1979 Estimates", *Temi di Discussione*, no. 169 (Roma: Banca d'Italia, 1992).

Pagliano P. e N. Rossi, "The Italian Saving Rate: 1951 to 1990 Estimates", *Temi di Discussione*, no. 169 (Roma: Banca d'Italia, 1992).

Stoker T., "Simple Tests of Distributional Effects on Macroeconomic Equations", *Journal of Political Economy*, 94 (1986), 763-795.

Summers L., "The Scientific Illusion in Empirical Macroeconomics", *The Scandinavian Journal of Economics*, 93 (1991), 129-148.

Visco I., "Politica economica ed econometria: alcune riflessioni critiche" in M. Faliva (a cura di), *Il ruolo dell'econometria nell'ambito delle scienze economiche* (Bologna: Il Mulino, 1991), 57-70.

Settembre 1992

# Le scelte reali e finanziarie delle famiglie: un'analisi empirica

1,2

Pierfrancesco Baviera<sup>a</sup>

## INTRODUZIONE

In questo lavoro viene descritta la struttura dei comportamenti reali e finanziari delle famiglie, così come riprodotta nel modello macroeconomico annuale CER-GRETA. Le scelte allocative reali e finanziarie delle famiglie sono immaginate come risultato di differenti momenti decisionali. In un primo stadio viene modellata, secondo la teoria del ciclo vitale (Modigliani 1986, per tutti), la decisione di allocazione del reddito netto disponibile delle famiglie ( $YNDf$ ) fra risparmio ( $Sf$ ) e consumi finali nazionali economici ( $CFNe$ ); quest'ultimi, in un secondo stadio, vengono suddivisi nelle loro componenti (consumi di beni alimentari,  $CaI$ , di altri beni non durevoli e semidurevoli,  $Cnda$ , di servizi<sup>3</sup>,  $Cser$ , di servizi resi dallo stock di beni durevoli,  $SD$ , di abitazioni,  $SA$ , di circolante,  $SM$ ) e descritti mediante funzioni di domanda logaritmiche (Stone 1954). In un terzo stadio i consumi finali nazionali in altri beni non durevoli e semidurevoli vengono ulteriormente suddivisi in consumi finali all'estero dei residenti ( $CFEr$ ), consumi in combustibili ed energia elettrica, ( $Cee$ ), consumi in spese di esercizio di mezzi di trasporto, ( $Cbenz$ ), ed altri consumi di beni non durevoli e semidurevoli ( $Cndaa$ ). Sempre nel terzo stadio, tenendo presente la relazione che lega consumi finali nazionali economici e consumi finali nazionali delle famiglie ( $CFNF$ )<sup>4</sup> quest'ultimi sono suddivisi fra beni di consumo d'importazione ( $Mc$ ) e non ( $CFNFa$ ). In entrambi i casi le scelte allocative vengono modellate, come al livello precedente, tramite funzioni di domanda logaritmiche. La ragione di queste ulteriori ripartizioni risiede nell'interesse di endogenizzare poste che concorrono, in altra parte del modello, a delineare i rapporti di scambio con l'estero ( $CFEr$  e  $Mc$ ) o che rivestono particolare rilievo per la politica tributaria ( $Cee$  e  $Cbenz$ ).

Risalendo al primo stadio, il risparmio, ottenuto a residuo dal reddito netto disponibile delle famiglie (che è comprensivo dei guadagni e perdite in conto capitale sulle attività finanziarie) e dal "consumo economico" e che può essere alternativamente definito come variazione della ricchezza (finanziaria netta<sup>5</sup> e reale) fra due lassi temporali successivi, collega le scelte reali delle famiglie a quelle finanziarie. Infatti, data la ricchezza reale (che, si ricorda, è domandata in quanto rende servizi), la domanda di attività finanziarie viene modellata secondo lo schema del Capital Asset Pricing Model (CAPM) con riferimento, in un primo stadio, a depositi bancari ( $Adbf$ ), depositi presso altre istituzioni finanziarie ( $Adpbff$ ), titoli di Stato ( $Atpf$ ), obbligazioni ( $Aatf$ ), azioni e partecipazioni italiane ( $Aazf$ ), titoli esteri ( $Atef$ ). In un secondo stadio le famiglie procedono alla suddivisione dei depositi presso altre istituzioni finanziarie in depositi postali ( $Adpf$ ) e presso gli Istituti di Credito Speciale ( $Abff$ ), e delle obbligazioni fra quelle emesse dalle imprese ( $Aobbf$ ) e quelle emesse dagli Istituti di Credito Speciale ( $Aobif$ ). La prima di queste due ripartizioni deriva dal fatto che la raccolta postale fa parte della copertura del fabbisogno del settore statale e deve essere quindi isolata dai depositi presso gli Istituti di Credito Speciale; la seconda suddivisione è invece determinata dall'esistenza di due diverse funzioni di offerta (una per le obbligazioni degli Istituti di Credito Speciale, l'altra per le obbligazioni d'impresa) alle quali devono corrispondere due domande distinte da parte delle famiglie.

Alla variazione di ricchezza viene, inoltre, sommata una posta correttiva che si suppone indichi i guadagni e perdite in conto capitale sulle abitazioni.

Fra le attività finanziarie detenute dalle famiglie vi sono anche i fondi comuni d'investimento ( $Afcf$ ). Data la loro recente introduzione sul mercato finanziario italiano e dal momento che non si dispone di una serie storica relativa al loro rendimento, vengono considerati come un'attività finanziaria a rendimento nullo e non ne viene esplicitamente modellata la domanda.

<sup>a</sup> GRETA.

<sup>1</sup> Working Paper GRETA 9206 (<http://www.greta.it/wp.htm>)

<sup>2</sup> Questo lavoro fa parte del progetto di ricerca condotto congiuntamente dal Centro Europa Ricerche (CER) e da GRETA Associati, finalizzato alla realizzazione di un modello econometrico per l'economia italiana. Il progetto è diretto da Nicola Rossi (Università di Modena). Desidero ringraziare Giorgio Brunello, Marzio Galeotti, Pier Carlo Padoan, Giovanni Pittaluga, Dino Rizzi e Luigi Spaventa per i numerosi consigli e suggerimenti. Un ringraziamento particolare va a Nicola Rossi per la costante attenzione dedicata al presente lavoro. Naturalmente resto l'unico responsabile di eventuali errori.

<sup>3</sup> Per servizi si intendano tutti i servizi diversi dai servizi abitativi e da quelli resi dallo stock di beni durevoli di consumo e di moneta.

<sup>4</sup> Per quanto riguarda le modalità di costruzione delle variabili e le relazioni fra loro intercorrenti si rinvia a Baviera (1992).

<sup>5</sup> Circolante ed attività finanziarie al netto delle passività.

Si tenga inoltre presente che, fra le determinanti delle decisioni reali e finanziarie delle famiglie, sia per la parte reale e che per la parte finanziaria, fra le variabili esplicative compare la ricchezza pensionistica il cui ruolo, in Italia, sembrerebbe essere stato determinante nella riduzione del tasso di risparmio durante gli anni '80 (Rossi, Visco 1992) e nella composizione dei portafogli finanziari (Giraldi, Hamai, Rossi 1992b).

## IL QUADRO TEORICO DI RIFERIMENTO

In questo paragrafo vengono brevemente illustrati gli schemi teorici nell'ambito dei quali vengono descritte, nei vari stadi, le scelte allocative reali e finanziarie delle famiglie e presentate, nel contempo, le formulazioni delle equazioni stimate.

### 1 IL CONSUMO ECONOMICO

Come dimostrato da recenti studi che concentrano la loro attenzione esclusivamente su dati microeconomici (Maccan, Rossi e Visco 1992) o che sfruttano l'analisi microeconomica come supporto all'analisi macro (Rossi, Visco 1992) il comportamento dei consumatori italiani può essere in larga misura descritto da uno schema di ciclo vitale così come riportato, ad esempio, in Modigliani (1986).

Nell'ambito della teoria del ciclo vitale ci si pone in un'ottica intertemporale dove, sotto un dato insieme di assunzioni, è possibile esprimere, a livello aggregato, il consumo corrente ( $C_t$ ) come funzione lineare del reddito da lavoro ( $YL_t$ ) e della ricchezza di inizio periodo ( $W_{t-1}$ )

$$C_t = \alpha YL_t + \delta W_{t-1} \quad (1)$$

I coefficienti  $\alpha$  e  $\delta$  che dipendono, oltre che da fattori di natura demografica (durata della vita e del periodo lavorativo), anche dal tasso di interesse ( $r_t$ ) e dal tasso di crescita del sistema economico ( $g$ ) (e quindi dalle due componenti di quest'ultimo date dal tasso di crescita della popolazione e dal tasso di crescita della produttività), possono essere considerati indipendenti dal tempo qualora si assuma costante il tasso di interesse (Modigliani 1975).

L'equazione (1) può essere riscritta tenendo presente il legame intercorrente fra reddito complessivo, reddito da lavoro e reddito da capitale ( $Y_t = YL_t + rW_{t-1}$ )

$$C_t = \alpha Y_t + (\delta - \alpha r)W_{t-1} \quad (2)$$

Si noti che l'ipotesi di separabilità intertemporale delle scelte di consumo contribuisce a ridimensionare nella (2) l'effetto sostituzione di variazioni del tasso di interesse che porterebbe a differire i consumi in periodi in cui sono relativamente meno costosi.

A tal proposito Modigliani (1975) ha suggerito di esprimere  $\delta$  come funzione lineare del tasso di interesse

$$\delta = \delta^* + \mu r \quad (3)$$

Sostituendo in (2) si ottiene che

$$C_t = \alpha Y_t + [\delta^* - (\alpha - \mu)r]W_{t-1} \quad (4)$$

Data la relazione esistente fra consumo e risparmio ( $S_t = Y_t - C_t$ ) la (4) può essere riscritta nel seguente modo

$$\frac{S_t}{Y_t} = 1 - \alpha - [\delta^* - (\alpha - \mu)r] \frac{W_{t-1}}{Y_t} \quad (5)$$

Dal momento che l'opposto della propensione media al risparmio è approssimabile con il logaritmo della propensione media al consumo la (5) diventa

$$\log\left(\frac{C_t}{Y_t}\right) = \alpha - 1 + [\delta^* - (\alpha - \mu)r] \frac{W_{t-1}}{Y_t} \quad (6)$$

La relazione (6) è di lungo periodo: stimarla, dopo aver aggiunto un termine di errore additivo al secondo membro, significherebbe imporre le stesse elasticità nel lungo e nel breve periodo; inoltre sia le stime dei parametri che le previsioni potrebbero risultare inefficienti (Cappuccio, Orsi 1991).

Si consideri invece la seguente regressione che rappresenta un modello a partenza differita

$$\log\frac{C_t}{Y_t} = \alpha_0 + \alpha_1 \log\frac{C_{t-1}}{Y_{t-1}} + \beta_1 \frac{W_{t-2}}{Y_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (7)$$

dove  $\varepsilon_t$  indica il termine di errore e dove, per il momento, si ipotizza  $r$  costante. Sottraendo ad ambo i membri il logaritmo del propensione media al consumo ritardata di un periodo e raccogliendo a destra il termine  $(\alpha_1 - 1)$  la (7) può essere riscritta come

$$\Delta \log \frac{C_t}{Y_t} = (\alpha_1 - 1) \left( \log \frac{C_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{\alpha_0}{\alpha_1 - 1} + \frac{\beta_1}{\alpha_1 - 1} \frac{W_{t-2}}{Y_{t-1}} \right) + \varepsilon_t \quad (8)$$

Il secondo fattore del prodotto del membro di destra della (8) può essere interpretato come il ritardo della relazione di lungo periodo (6).

Si noti che in (8) viene implicitamente imposta elasticità unitaria fra consumo e reddito correnti: questa ipotesi non è plausibile nel breve periodo e pertanto l'equazione (8) viene sostituita con la seguente regressione

$$\Delta \log C_t = \alpha_0 + \gamma_1 \Delta \log Y_t + (\alpha_1 - 1) \log \frac{C_{t-1}}{Y_{t-1}} + \beta_1 \frac{W_{t-2}}{Y_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (9)$$

A questo punto può risultare interessante scindere la ricchezza in ricchezza pensionistica ( $W^p$ ) il cui peso, in Italia, sembrerebbe essere particolarmente elevato (Franco, Morcaldo 1992) e il cui ruolo parrebbe essere stato determinante nella caduta del tasso di risparmio in Italia durante gli anni '80 (Rossi, Visco 1992), e ricchezza finanziaria e reale ( $W^{fr}$ ), al fine di valutare i diversi effetti sulle scelte di consumo di differenti tipologie di ricchezza. L'equazione (9) viene quindi rimpiazzata dalla seguente regressione

$$\Delta \log C_t = \alpha_0 + \gamma_1 \Delta \log Y_t + (\alpha_1 - 1) \log \frac{C_{t-1}}{Y_{t-1}} + \beta_1 \frac{W_{t-2}^{fr}}{Y_{t-1}} + \theta \frac{W_{t-2}^p}{Y_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (10)$$

dove  $\theta$  è un parametro che "cattura" gli errori di misurazione della ricchezza pensionistica e/o la percezione della sua effettiva disponibilità futura da parte dei consumatori e può essere, in quest'ultimo senso, considerato una funzione del reciproco del tasso di sconto con cui viene valutata la pensione. A tal proposito si pensi ad una situazione in cui i consumatori ritengano che, a fronte dei versamenti previdenziali a fini pensionistici effettuati durante il periodo lavorativo, non corrisponderà una pensione effettiva al momento dell'uscita dal mercato del lavoro: il parametro theta assumerà, pertanto, valore nullo e la presenza di schemi pensionistici non influenzerà le decisioni consumo - risparmio delle famiglie. Viceversa si pensi ad una situazione in cui i consumatori reputino che la ricchezza pensionistica sarà effettivamente disponibile al momento del pensionamento: in tal caso risulterà minore il bisogno di accumulare ricchezza sotto forma di attività finanziarie e reali durante il periodo lavorativo e theta assumerà valore unitario. Valori di theta compresi fra zero e uno indicheranno, altresì, situazioni intermedie dove vi è un livello di fiducia parziale nei riguardi della solvibilità degli enti previdenziali mentre valori superiori all'unità non sono plausibili in quanto indicherebbero un tasso di sconto inferiore ad uno.

L'equazione (10) può essere ulteriormente "arricchita" introducendo variabili che operano solamente nel breve periodo. L'equazione (8) e seguenti sono equazioni di breve periodo che inglobano la relazione di lungo periodo (6) secondo la struttura dell'Error Correction Model (ECM) (Engle, Granger 1987). A tal proposito si può pensare di utilizzare come regressore la variazione della quota di risparmio corrente ( $Sg$ ) della Pubblica Amministrazione calcolata come rapporto tra il saldo fra entrate ed uscite correnti ed il reddito delle famiglie: l'obiettivo è verificare se, nel breve periodo, manovre di politica economica, operanti sulle poste correnti del bilancio della Pubblica Amministrazione, influenzano i consumi delle famiglie. Inoltre, sia nel breve che nel lungo periodo è possibile considerare, come variabile rilevante nelle decisioni di consumo, il tasso di interesse reale. Al posto dell'equazione (10) si avrà pertanto la seguente regressione

$$\Delta \log C_t = \alpha_0 + \gamma_1 \Delta \log Y_t + (\alpha_1 - 1) \log \frac{C_{t-1}}{Y_{t-1}} + \beta_1 \left( \frac{W_{t-2}^{fr}}{Y_{t-1}} + \theta \frac{W_{t-2}^p}{Y_{t-1}} \right) + \varphi_1 \Delta \left( \frac{Sg_t}{Y_t} \right) + \varphi_2 \Delta r_t + \varphi_3 r_{t-1} + \varepsilon_t \quad (11)$$

Dal punto di vista delle variabili utilizzate nella procedura di stima i consumi  $C$  indicano i consumi finali nazionali economici delle famiglie a prezzi 1985 ( $CFNe85$ ), il reddito  $Y$  il reddito nazionale netto disponibile delle famiglie ( $YNDf$ ) deflazionato mediante il deflatore dei consumi finali nazionali economici ( $dCFNe$ ),  $W^{fr}$  la ricchezza detenuta sotto forma di circolante ( $Acf$ ) e di attività finanziarie e reali ( $Wf$ ) al netto delle passività finanziarie ( $Pf$ ),  $W^p$  la ricchezza pensionistica ( $W^{pe}$ ),  $Sg$  il saldo corrente della Pubblica Amministrazione ( $DC$ ) ed, infine,  $r$  il tasso di interesse reale calcolato come differenza fra il rendimento medio delle attività finanziarie ( $Rmaff$ ) e il tasso atteso d'inflazione ( $INF_e$ )

## 1.2 LE SCELTE DI CONSUMO INTRATEMPORALI

Una volta modellata la decisione intertemporale è possibile, ipotizzando separabilità debole intertemporale delle scelte dei consumatori, scendere ad un secondo stadio dove la spesa complessiva ( $CFNe$ ) viene allocata fra le sue componenti (Deaton, Muellbauer 1980). Al fine di modellare le decisioni di consumo al secondo stadio si utilizzeranno funzioni di domanda logaritmiche (Stone 1954). La generica equazione di domanda sarà pertanto data da

$$\log q_i = \alpha_i + e_i \log X + \sum_{j=1}^n e_{ij} \log p_j \quad (12)$$

dove  $q_i$  indica la quantità domandata del bene  $i$ -esimo,  $p_i$  il corrispondente prezzo ed  $X$  la spesa complessiva. Si noti che i parametri  $e_i$  e  $e_{ij}$  sono, rispettivamente, l'elasticità alla spesa e le elasticità di prezzo non compensate del bene  $i$ -esimo.

Al fine di ridurre il numero dei parametri coinvolti è necessario imporre una qualche restrizione a priori. La prima soluzione, apparentemente ovvia, di supporre che tutte le elasticità incrociate di prezzo non compensate siano pari a zero non è plausibile, in quanto esse contengono sia un effetto spesa complessiva che un effetto sostituzione: mentre è possibile, infatti, ipotizzare che quest'ultimo sia nullo, qualora si assuma separabilità debole delle preferenze dei consumatori, non si può fare altrettanto per l'effetto spesa. Pertanto è necessario isolare i due diversi effetti della variazione del prezzo del bene  $j$ -esimo sulla domanda del bene  $i$ -esimo e ciò è possibile a partire dall'equazione di Slutsky: quest'ultima, infatti, consente di decomporre la generica elasticità di prezzo non compensata del bene  $i$ -esimo in termini della corrispondente elasticità compensata ( $e_{ij}^*$ ), dell'elasticità alla spesa e della quota di spesa complessiva nel bene  $j$ -esimo ( $w_j$ ).

$$e_{ij} = e_{ij}^* - e_i w_j \quad (13)$$

Sostituendo l'equazione (13) in (12) si ottiene

$$\log q_i = \alpha_i + e_i \left( \log X - \sum_{j=1}^n w_j \log p_j \right) + \sum_{j=1}^n e_{ij}^* \log p_j \quad (14)$$

Tenendo presente l'approssimazione del logaritmo dell'indice generale dei prezzi proposta da Stone (1954)

$$\log P \approx \sum_{j=1}^n w_j \log p_j \quad (15)$$

la (14) diventa

$$\log q_i = \alpha_i + e_i \log \left( \frac{X}{P} \right) + \sum_{j=1}^n e_{ij}^* \log p_j \quad (16)$$

A questo punto imponendo, così come suggerito da Stone (1954), la condizione di omogeneità di grado zero<sup>6</sup> delle funzioni di domanda ed ipotizzando separabilità debole delle preferenze dei consumatori, in modo tale che gli effetti di sostituzione netta fra gli  $n$  beni si manifestino solo attraverso la spesa complessiva (Gorman 1971), il sistema di domanda può essere approssimato da

$$\log q_i = \alpha_i + e_i \log \left( \frac{X}{P} \right) + e_{ii}^* \log \left( \frac{p_i}{P} \right), \forall i = 1, \dots, n \quad (17)$$

Nell'ambito del sistema di domanda (17) è inoltre possibile introdurre fattori di natura demografica, abbandonando pertanto il tradizionale approccio del consumatore rappresentativo, che presupporrebbe identiche reazioni marginali degli individui a cambiamenti nelle variabili aggregate (Stoker 1986), per permettere che il sistema di spesa tenga conto

<sup>6</sup> La condizione di omogeneità di grado zero delle funzioni di domanda può essere espressa in termini di elasticità nel seguente modo:

$$\sum_{j=1}^n e_{ij} + e_i = \sum_{j=1}^n e_{ij}^* = 0$$

esplicitamente dell'eterogeneità dovuta a caratteristiche demografiche. La rilevanza della composizione per classi di età della popolazione nel modellare funzioni aggregate di domanda di beni di consumo, relativamente ad una suddivisione di quest'ultimi molto simile a quella qui considerata, è messa in luce in un recente articolo di Fair e Dominguez (1991). Le componenti demografiche vengono introdotte ridefinendo la costante (Pollack, Wales 1978) come

$$\alpha_i = \alpha_i^* + \sum_{l=1}^m \theta_i^{[l]} d_t^{[l]}, \forall i = 1, \dots, n \quad (18)$$

dove  $d^{(l)}$  indica la generica variabile demografica.

Analogamente a quanto fatto per le componenti demografiche è possibile introdurre, ridefinendo ulteriormente la costante, anche una componente di trend, al fine di cogliere eventuali effetti di abitudine nelle decisioni di consumo

$$\alpha_i^* = \bar{\alpha}_i + \xi T, \forall i = 1, \dots, n \quad (19)$$

Il sistema di domanda che verrà stimato<sup>7</sup> sarà pertanto

$$\log q_{it} = \bar{\alpha}_i + e_i \log \left( \frac{X_t}{P_t} \right) + e_{ii}^* \log \left( \frac{p_{it}}{P_t} \right) + \theta_i d_t + \xi T_t + \varepsilon_t, \forall i = 1, \dots, n - 1 \quad (20)$$

dove  $d_t$  è il tasso di dipendenza, dato dal rapporto fra persone non ancora o non più in età lavorativa (bambini ed anziani) sul resto della popolazione, che approssima la composizione del nucleo familiare,  $T_t$  il trend ed  $\varepsilon_t$  indica la componente di errore.

Il sistema di domanda (20) è statico e di conseguenza si possono avere residui autocorrelati e quindi stime consistenti, ma non efficienti. Per ovviare a questo problema si può pensare di cogliere la dinamica insita nelle funzioni di domanda specificando ciascuna delle equazioni del sistema di spesa in termini di Error Correction Model (ECM) (Engle, Granger 1987); ciò comporta che il sistema (20) venga sostituito da

$$\begin{aligned} \Delta \log q_{it} &= \beta_i \Delta \log \left( \frac{X_t}{P_t} \right) + \varphi_i \Delta \log \log \left( \frac{p_{it}}{P_t} \right) + \theta_i \Delta d_t \\ &+ \psi \left[ \log q_{it-1} - \alpha_{ii} - \beta_{ii} \log \left( \frac{X_{t-1}}{P_{t-1}} \right) - \varphi_{ii} \log \left( \frac{p_{it-1}}{P_{t-1}} \right) - \theta_{ii} d_{t-1} - \xi T_{t-1} \right] + \varepsilon_t, \quad \forall i = 1, \dots, n - 1 \end{aligned} \quad (21)$$

dove i parametri a doppio indice sono di lungo periodo, quelli ad indice singolo di breve e  $\psi$ <sup>8</sup> è il coefficiente che coglie l'impatto sulle scelte di breve periodo delle deviazioni rispetto al comportamento di lungo. Nel breve periodo è inoltre possibile pensare di non imporre la condizione di omogeneità e quindi il sistema (21) diventa pertanto

$$\begin{aligned} \Delta \log q_{it} &= \beta_i \Delta \log \left( \frac{X_t}{P_t} \right) + \varphi_i \Delta \log(p_{it}) + \gamma_i \Delta \log(P_t) + \theta_i \Delta d_t \\ &+ \psi \left[ \log q_{it-1} - \alpha_{ii} - \beta_{ii} \log \left( \frac{X_{t-1}}{P_{t-1}} \right) - \varphi_{ii} \log \left( \frac{p_{it-1}}{P_{t-1}} \right) - \theta_{ii} d_{t-1} - \xi T_{t-1} \right] + \varepsilon_t \quad \forall i \\ &= 1, \dots, n - 1 \end{aligned} \quad (22)$$

Il sistema sarà utilizzato, in un primo momento, per descrivere, rispettivamente, la domanda di beni alimentari (*Cal85*), di altri beni non durevoli e semidurevoli, (*Cnda85*), di servizi (*Cser85*) di beni durevoli (*Kdf85*), di abitazioni (*Kh85*), di circolante (*Acf*) deflazionato mediante il deflatore dei consumi finali nazionali di beni non durevoli (*dCFNnd*),<sup>9</sup> dove i vari  $p_i$  indicano i corrispondenti prezzi ed  $(X/P)$  la spesa reale complessiva in consumi finali nazionali economici (*CFNe85*).

<sup>7</sup> Essendo il sistema (17) un sistema di domanda completo nella procedura di stima deve essere esclusa un'equazione.

<sup>8</sup> La condizione implicita  $\psi_i = \psi$ ,  $\forall i$  discende dal fatto che si è di fronte ad un sistema completo di domanda.

<sup>9</sup> I consumi finali nazionali di beni non durevoli sono ottenuti sommando i beni alimentari (*Cal*) con gli altri beni non durevoli e semidurevoli (*Cnda*) ed i servizi diversi dai servizi abitativi, di liquidità e da quelli resi dallo stock di beni durevoli (*Cser*).

In un secondo momento, sempre sotto l'ipotesi di separabilità intertemporale delle preferenze, lo stesso sistema di domanda verrà utilizzato sia per analizzare la domanda di beni di consumo finali all'estero dei residenti ( $CFEr85$ ), di combustibili ed energia elettrica ( $Cee85$ ), di beni acquistati per l'esercizio di mezzi di trasporto ( $Cbenz85$ ), e dei restanti beni non durevoli e semidurevoli ( $Cnda85$ ), con spesa reale complessiva data dalla spesa in altri beni non durevoli e servizi a prezzi 1985 ( $Cnda85$ ), sia per descrivere la domanda di beni finali di consumo d'importazione ( $Mc85$ ) e non ( $CFNFa85$ ), con spesa reale complessiva data dalla spesa in consumi finali nazionali delle famiglie a prezzi 1985 ( $CFNF85$ ).

### 1.3 LE SCELTE FINANZIARIE

Determinato il volume di risorse destinate al consumo e quindi quello destinato al risparmio, tramite il quale si realizza l'accumulazione di ricchezza da parte delle famiglie, resta ancora da descrivere come venga allocata la parte di quest'ultima relativa alle attività finanziarie. La parte di ricchezza detenuta sotto forma di attività reali risulta, infatti, domandata in quanto rende servizi, così come la ricchezza detenuta sotto forma di circolante. Per quanto riguarda le passività finanziarie si assume che la loro disponibilità induca la detenzione di circolante e finanzia l'acquisto delle attività reali, ma non di quelle finanziarie.

Seguendo la tradizione di modellare l'evoluzione delle attività finanziarie e delle scelte di portafoglio delle famiglie italiane nell'ambito di modelli derivanti dalla tradizionale teoria delle scelte di portafoglio<sup>10</sup>, si farà qui riferimento al Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Si ipotizzi pertanto avversione (relativa) al rischio costante e rendimenti congiuntamente e normalmente distribuiti: in tal caso la massimizzazione della funzione di utilità attesa in tempo continuo consente di pervenire a un sistema di domanda di attività omogeneo di grado uno nella ricchezza e nei rendimenti (Merton 1969, 1971, 1973), dove le quote delle attività finanziarie (definite rispetto al loro totale) sono funzione dei rendimenti e dei legami di covarianza intercorrenti fra quest'ultimi. Formalmente il sistema di domanda ha come generica equazione

$$s_i = \left(\frac{1}{\rho}\right) \sum_{j=1}^n a_{ij} E(r_j) + b_i \quad (23)$$

dove  $s$  e  $r_i$  indicano, rispettivamente, l'elemento  $i$ -esimo dei vettori ( $nx1$ ) delle quote desiderate di attività finanziarie ( $s$ ) e dei tassi di rendimento netti reali ( $r$ ),  $\rho$  il coefficiente costante di avversione relativa al rischio,  $E(\cdot)$  l'operatore valore atteso, mentre  $a_j$  e  $b_i$  sono i generici elementi della matrice ( $nxn$ )  $\mathbf{A}$  e del vettore ( $nx1$ )  $\mathbf{B}$ , dove

$$\begin{aligned} \mathbf{A} &= \mathbf{\Omega}^{-1} - (\mathbf{i}'\mathbf{\Omega}^{-1}\mathbf{i})^{-1}\mathbf{\Omega}^{-1}\mathbf{i}\mathbf{i}'\mathbf{\Omega}^{-1} \\ \mathbf{B} &= (\mathbf{i}'\mathbf{\Omega}^{-1}\mathbf{i})^{-1}\mathbf{\Omega}^{-1}\mathbf{i} \end{aligned} \quad (24)$$

con  $\mathbf{\Omega}$  matrice ( $nxn$ ) di varianze e covarianze dei rendimenti ed  $\mathbf{i}$  vettore unitario ( $nx1$ ).

Il sistema di domanda di attività (24) resta sostanzialmente valido anche qualora si supponga che, accanto alle attività finanziarie (attività vendibili o di mercato), vi siano delle componenti della ricchezza caratterizzate da un grado elevato (se non totale) di illiquidità (attività non vendibili o non di mercato) a causa degli elevati costi di transazione esistenti. La presenza di tali attività condiziona la composizione del portafoglio delle famiglie in quanto le scelte si sposteranno sulle attività finanziarie i cui rendimenti sono meno correlati con quelli delle attività illiquide. Ne consegue che, per tener conto della presenza di quest'ultime, sarà necessario ridefinire opportunamente la matrice  $\mathbf{A}$  ed il vettore  $\mathbf{B}$ . Come dimostrato da Mayers (1973) ed Hubbard (1985), in presenza di componenti illiquide, il sistema di domanda diventa

$$s_i^+ = \left(\frac{1}{\rho}\right) \sum_{j=1}^n a_{ij}^+ E(r_j^+) + \sum_{k=1}^m c_{ik}^+ s_k^- + b_i^+, \forall i = 1, \dots, n \quad (25)$$

<sup>10</sup> Si tenga presente che la più recente letteratura italiana ha trascurato il problema dell'allocazione della ricchezza finanziaria delle famiglie, preferendo concentrarsi prevalentemente sul problema della caduta del tasso di risparmio. Fanno eccezione in tal senso i lavori di Giraldo, Hamau e Rossi (1992a, 1992b) e, parzialmente, quelli di Morciano (1986), Bollino e Rossi (1987), Rinaldi (1991).

dove  $s_i^+$  e  $s_k^-$  sono i generici elementi, rispettivamente, di  $s^+$ , vettore ( $nx1$ ) delle quote di attività di mercato, e di  $s^-$ , vettore ( $mx1$ ) delle quote di attività non di mercato (quote calcolate, in ambo i casi, rispetto alla ricchezza vendibile), mentre  $r_j^+$  indica l'elemento  $j$ -esimo del vettore ( $nx1$ ) dei rendimenti reali netti delle attività di mercato ( $r^+$ ). Le matrici  $A^+$  ( $nxn$ ) e  $C^+$  ( $nxm$ ) ed il vettore  $B^+$  ( $nx1$ ), i cui generici elementi sono, rispettivamente,  $a_{ij}^+$ ,  $c_{ik}^+$  e  $b_i^+$ , sono definiti come segue:

$$\begin{aligned} A^+ &= (\Omega^+)^{-1} - [i'(\Omega^+)^{-1}i]^{-1} (\Omega^+)^{-1} ii' (\Omega^+)^{-1} \\ B^+ &= [i'(\Omega^+)^{-1}i]^{-1} (\Omega^+)^{-1}i \\ C^+ &= -A^+ + \Omega^- \end{aligned} \quad (26)$$

dove  $\Omega^+$  ( $nxn$ ) è la matrice delle covarianze fra i rendimenti delle attività di mercato mentre  $\Omega^-$  ( $nxm$ ) è la matrice delle covarianze fra i rendimenti delle attività di mercato e i rendimenti delle attività non vendibili.

Le attività che presentano un grado di liquidità inferiore rispetto alle attività finanziarie sono la ricchezza pensionistica e quella reale. La prima rappresenta un caso tipico di attività non di mercato, in quanto la fuoriuscita da un fondo pensione pubblico può avvenire solamente tramite lo spostamento in un differente settore occupazionale o, nel caso di fondi di pensione privati, con pesanti oneri finanziari; la seconda può essere considerata un'attività non vendibile per la presenza di elevati costi di transazione tipici, ad esempio, del mercato immobiliare<sup>11</sup>.

A fini della stima si ipotizzino aspettative razionali per i rendimenti delle attività finanziarie e si definisca con  $a_{ij}^*$  l'elemento di posto ( $i, j$ ) della matrice  $A^*$ , ottenuta moltiplicando ciascun elemento della matrice  $A^+$  per il reciproco del coefficiente di avversione al rischio  $g$ ; in tal caso la generica equazione del sistema di domanda, dove i rendimenti sono espressi come differenza rispetto al rendimento atteso netto reale dell'attività di mercato  $n$ -esima prescelta come numerario<sup>12</sup>, è data da

$$s_i^+ = b_i^+ + \sum_{j=1}^{n-1} a_{ij}^* (r_j^+ - r_n^+) + \sum_{k=1}^m c_{ik} s_k^- + \varepsilon_i \quad (27)$$

dove  $\varepsilon_i$  indica il termine di errore.

Seguendo Perraudin (1987) le aspettative di inflazione possono essere introdotte nell'ambito del sistema (27) in forma additiva, al fine di coglierne l'eventuale influenza sulla struttura di covarianza dei rendimenti; l'equazione (27) viene pertanto sostituita da

$$s_i^+ = b_i^+ + \sum_{j=1}^{n-1} a_{ij}^* (r_j^+ - r_n^+) + \sum_{k=1}^m c_{ik} s_k^- + e_i \pi + \varepsilon_i \quad (28)$$

dove  $\pi$  indica il tasso atteso di inflazione ed il segno del coefficiente  $a_{ij}^*$  indica il tipo di relazione intercorrente fra le due attività di mercato: se risulta negativo l'attività  $i$ -esima è sostituta lorda dell'attività  $j$ -esima, se invece è positivo l'attività  $i$ -esima è complementare lorda dell'attività  $j$ -esima. A sua volta il segno del coefficiente  $c_{ik}$  indica l'intensità del legame lineare fra il rendimento dell'attività non vendibile  $k$ -esima e quello dell'attività di mercato  $i$ -esima: se è positivo l'attività finanziaria ha un rendimento poco correlato con quello dell'attività non di mercato; viceversa se è negativo. Infine, il parametro  $e_i$  coglie l'impatto delle aspettative di inflazione sulle scelte finanziarie delle famiglie tramite l'influenza che esse esercitano sulla struttura di covarianza dei rendimenti.

Anche per le decisioni finanziarie, in modo analogo a quanto visto per le scelte reali, è possibile considerare fattori di natura demografica al fine di cogliere, perlomeno parzialmente, l'eterogeneità del comportamento delle famiglie trascurata dall'approccio dell'operatore rappresentativo. L'equazione (28) diventa pertanto

<sup>11</sup> Si tenga presente che le abitazioni costituiscono la parte prevalente della ricchezza reale.

<sup>12</sup> Per le caratteristiche di omogeneità del sistema di domanda nella stima deve essere omessa un'equazione.

$$s_t^+ = \bar{b}_t^+ + \sum_{j=1}^{n-1} a_{ij}^* (r_j^+ - r_n^+) + \sum_{k=1}^m c_{ik} s_k^- + e_i \pi + f_i d + \varepsilon_i \quad (29)$$

dove  $d$  indica, come in precedenza, il tasso di dipendenza.

Come già accadeva per il sistema di domanda si è di fronte ad un sistema statico che presenta i limiti precedentemente citati. Utilizzare anche in questo caso una struttura di tipo ECM risulterebbe oneroso per il numero di parametri coinvolti e si è preferito imporre una struttura autoregressiva del primo ordine per gli errori, il che implica assumere che la media ponderata degli errori commessi nella formulazione delle aspettative sui tassi di interesse si distribuisca come un AR(1)<sup>13</sup>. La generica equazione stimata sarà pertanto

$$s_{it}^+ = \bar{b}_i^+ + \sum_{j=1}^{n-1} a_{ij}^* (r_{jt}^+ - r_{nt}^+) + \sum_{k=1}^m c_{ik} s_{kt}^- + e_i \pi_t + f_i d_t \quad (30)$$

$$+ \varrho \left[ s_{it-1}^+ - \bar{b}_i^+ - \sum_{j=1}^{n-1} a_{ij}^* (r_{jt-1}^+ - r_{nt-1}^+) - \sum_{k=1}^m c_{ik} s_{kt-1}^- - e_i \pi_{t-1} - f_i d_{t-1} \right] + \eta_{it}$$

dove  $\varrho$  è il coefficiente di autocorrelazione dei residui  $\varepsilon_i$ .

Dal punto di vista della stima le componenti di  $s^+$  sono date, rispettivamente, dalle quote, calcolate sul totale delle attività finanziarie ( $Wf$  al netto dello stock di abitazioni,  $Kh$ , e di beni durevoli,  $Kdf$ ), di depositi bancari ( $Adbf$ ), depositi presso altre istituzioni finanziarie ( $Adpbff$ ), titoli di Stato ( $Atpf$ ), obbligazioni ( $Aatf$ ), azioni e partecipazioni italiane ( $Aazf$ ), titoli esteri ( $Atef$ ); le componenti di  $r^+$  sono i corrispondenti rendimenti netti nominali<sup>14</sup>, mentre le attività non vendibili sono le abitazioni ( $Kh$ ), i beni durevoli ( $Kdf$ ) e la ricchezza pensionistica ( $Wpe$ ).

In un secondo tempo, ipotizzata separabilità intertemporale delle scelte allocative, la parte di ricchezza finanziaria detenuta sotto forma di depositi presso altre istituzioni finanziarie e di obbligazioni viene allocata, tramite una modellizzazione ad hoc dettata dall'evoluzione temporale nel periodo campionario considerato delle poste esaminate, in depositi postali ( $Adpf$ ), depositi presso gli Istituti di Credito Speciale ( $Abff$ ), obbligazioni emesse dalle imprese ( $Aobbf$ ) e dagli Istituti di Credito Speciale ( $Aobif$ ).

## LE STIME

In questo paragrafo vengono esaminati i risultati della stima, effettuata con il metodo dei minimi quadrati a tre stadi per il periodo campionario 1965-1989, delle equazioni e dei sistemi di equazioni presentati nel precedente paragrafo<sup>15</sup>.

In tabella 1 sono riportati risultati della stima relativi all'equazione (11). La stima è condizionale al valore prefissato di  $\theta$ , pari a 0.01, che indica un grado di fiducia molto limitato dei consumatori relativamente alla solvibilità degli enti previdenziali.

**Tabella 1: CFNe85**

Parametro	Stima	Std. Error	Std. Error di White
$\alpha_0$	-0.264677	0.024736	0.018616
$\gamma_1$	0.360208	0.016048	0.014940
$(\alpha_1 - 1)$	-0.734377	0.046367	0.034395
$\beta_1$	0.032528	0.004028	0.003122
$\varphi_1$	0.330827	0.036306	0.033868
$\varphi_3$	-0.386874	0.028125	0.020897
Durbin-Watson	0.96202		
Errore standard della regressione	0.00506		

I risultati ottenuti sono coerenti con la teoria ed offrono spunto ad alcune considerazioni di politica economica. Si noti, in primo luogo, che il coefficiente del differenziale del logaritmo del reddito ( $\gamma_1$ ) e quello relativo alla variazione del rapporto risparmio della Pubblica Amministrazione - reddito ( $\varphi_1$ ) sono molto simili (rispettivamente 0.3602 e 0.3308) e non significativamente diversi fra loro<sup>16</sup>: questo indica che, nel breve periodo, si possono influenzare i consumi delle famiglie tramite manovre di politica economica che agiscono sui soli consumi collettivi, mentre inasprimenti od

<sup>13</sup> Si tenga comunque presente che stimare una forma statica ipotizzando che gli errori seguano un processo autoregressivo del primo ordine è equivalente a stimare un ECM dove viene imposta l'uguaglianza fra parametri di breve e parametri di lungo periodo.

<sup>14</sup> Fra questi i rendimenti delle azioni e dei titoli esteri sono comprensivi dei guadagni e perdite in conto capitale.

<sup>15</sup> In sede di stima le variabili sono state espresse in termini pro-capite dividendole per la popolazione totale ( $poptot$ ).

<sup>16</sup> Il test t di Student rilevante è pari a 0.673825.

alleggerimenti del carico fiscale ed espansioni o contrazioni del volume dei trasferimenti verso le famiglie risultano inefficaci. D'altro canto modifiche del tasso di interesse reale manifestano il loro impatto solamente nel lungo periodo: risulta significativamente diverso da zero, infatti, il solo coefficiente del tasso di interesse reale ritardato ( $\varphi_3$ ).

Nelle tabelle 2, 3 e 4 sono presentati i risultati della stima delle equazioni del secondo e del terzo stadio del processo decisionale di allocazione del reddito da parte delle famiglie, modellati mediante il sistema di equazioni (22).

Dall'analisi della tabella 2 risulta evidente che l'effetto predominante nelle scelte allocative al secondo stadio del processo decisionale è quello di spesa: tutti i beni si configurano, nel lungo periodo, come necessari, ed, ad eccezione del circolante, inelastici rispetto al proprio prezzo; nel breve periodo l'effetto spesa è presente per tutti beni, con corrispondente coefficiente positivo ed inferiore all'unità, mentre l'effetto prezzo risulta assente anche nel breve per quanto riguarda i servizi e le abitazioni. Sia per i beni di consumo alimentari che per quelli durevoli risulta poi significativa la componente di trend che indica la presenza di effetti di abitudine che agiscono, però, in senso opposto sulle due poste, controbilanciando, nel primo caso, l'effetto spesa e sostenendolo, nel secondo. Per quanto riguarda i beni durevoli sussiste inoltre un meccanismo inerziale che agisce anche nel breve periodo tramite la variazione ritardata di un periodo della variabile dipendente, il cui coefficiente relativo viene indicato, in tabella 2, con  $\delta_i$ . La variabile demografica manifesta, nel lungo periodo, i suoi effetti solo nella determinazione della ricchezza reale: quanto più alta è la presenza, all'interno del nucleo familiare, di persone inattive, tanto più elevate risultano le domande di beni durevoli ed abitazioni. Nel breve periodo risulta invece significativo e di segno positivo l'effetto di incrementi della quota di persone inattive sulla domanda di servizi e di circolante.

Considerando poi la tabella 3 si nota che tutti i beni esaminati si configurano, nel lungo periodo, come beni di lusso, inelastici rispetto al proprio prezzo; l'effetto di quest'ultimo risulta assente, anche nel breve periodo<sup>17</sup>, per la domanda di combustibili ed energia elettrica. Tutti i tre beni considerati risentono, nel breve, di variazioni della spesa complessiva e manifestano, nel lungo, la presenza di una componente inerziale (di segno negativo) rappresentata dal trend; per quel che riguarda, infine, il tasso di dipendenza, esso è negativo e significativo per la domanda di consumi finali all'estero dei residenti, nel lungo periodo, e per quella dei beni acquistati per l'esercizio dei mezzi trasporto, nel breve.

Per quel che concerne la domanda di beni finali di consumo d'importazione (tabella 4) si è evidenziata, in sede di stima, l'assenza di effetti di lungo periodo: l'equazione stimata risulta pertanto un'equazione alle differenze prime dove la variabile dipendente risente sia di variazioni della spesa complessiva, sia delle variazioni dei prezzi che della composizione del nucleo familiare.

A livello di allocazione della spesa nelle sue componenti risulta pertanto evidente che politiche fiscali mirate ad aumentare il gettito tramite incrementi delle aliquote delle imposte indirette conseguono i massimi risultati nel lungo periodo dove le elasticità dirette compensate di prezzo sono non significativamente diverse da zero e, pertanto, non vi sono effetti ex-post di diminuzione dell'imponibile a seguito di effetti sostituzione. Suddette politiche fiscali conseguono risultati positivi in termini di gettito anche nel breve periodo limitatamente ad alcune delle categorie di beni considerate (servizi, abitazioni, combustibili ed energia elettrica).

In tabella 5 sono riportati i risultati relativi al sistema di domanda di attività finanziarie: si tenga presente che in fase di stima, oltre ad imporre la simmetria dei coefficienti della matrice  $\mathbf{A}^*$ , si è supposto, al fine di spezzare parte della simultaneità delle decisioni di consumo-allocazione della ricchezza presente nell'ambito del modello, che i consumatori formulino le loro domande di attività finanziarie date le quote di inizio periodo di attività non vendibili.

---

<sup>17</sup> Nell'equazione dei consumi finali all'estero dei residenti si è considerato, come prezzo relativo, il tasso di cambio lira-dollaro, invece del rapporto fra il deflatore dei consumi finali all'estero dei residenti e il deflatore dei consumi finali nazionali in altri beni non durevoli e semidurevoli ed è, pertanto, risultato impossibile abbandonare l'ipotesi di omogeneità nel breve periodo.

**Tabella 2**

Parametri di breve periodo	<i>CaI85</i>	<i>Cser85</i>	<i>Kdf85</i>	<i>Kh85</i>	<i>Acf85</i> <sup>18</sup>
$\beta_i$	.212384 [.071465]	.372378 [.079775]	.319197 [.039077]	.029381 [.006960]	.299259 [.254247]
$\varphi_i$	-.210705 [.113693]		-.008863 [.001536]		-.063835 [.017632]
$\gamma_i$	.203099 [.103910]		-.060478 [.017610]		
$\theta_i$		1.36158 [.326437]			4.61525 [2.02163]
$\delta_i$			.516068 [.040729]		
<b>Parametri di lungo periodo</b>					
$\alpha_{ii}$	-.169067 [.230894]	-1.28713 [.093018]	-1.93415 [.131069]	2.76774 [.043424]	-1.72877 [.474995]
$\beta_{ii}$	.689241 [.217205]	.970636 [.044581]	.675338 [.139873]	.343491 [.007024]	.318903 [.176233]
$\varphi_{ii}$					-.291271 [.074803]
$\theta_{ii}$			2.39570 [.635505]	.334692 [.132557]	
$\xi_{ii}$	-.014858 [.007040]		.045599 [.005092]		
<b>Parametro della componente ECM</b>					
$\psi$			-.209310 [.015678]		
Durbin-Watson	2.13084	1.51264	2.17049	1.74321	2.10306
Errore standard della regressione	0.01033	0.01234	0.00417	0.00164	0.04272

Nota: fra parentesi quadre sono riportati gli errori standard di White.

**Tabella 3**

Parametri di breve periodo	<i>CFEr85</i>	<i>Cee85</i>	<i>Cbenz85</i>
$\beta_i$	1.37132 [.259858]	.463328 [.104013]	.860682 [.124494]
$\varphi_i$	-.726578 [.050487]		
$\gamma_i$			-.454999 [.063238]
$\theta_i$			-2.50492 [.693283]
<b>Parametri di lungo periodo</b>			
$\alpha_{ii}$	5.51680 [1.65343]	-1.35866 [.084952]	-.069052 [.135148]
$\beta_{ii}$	3.07937 [.832091]	1.03633 [.114497]	2.45287 [.210544]
$\varphi_{ii}$			
$\theta_{ii}$	-22.7686 [3.95860]		
$\xi_{ii}$	-.110529 [.041131]	-.018528 [.005551]	-.082333 [.009366]
<b>Parametro della componente ECM</b>			
$\psi$		-.322801 [.028426]	
Durbin-Watson	1.54159	1.18700	2.59341
Errore standard della regressione	0.10256	0.02280	0.02258

Nota: fra parentesi quadre sono riportati gli errori standard di White.

**Tabella 4: *Mc85***

Parametri di breve periodo	Stime
$\alpha_i$	-.021699 [.025362]
$\beta_i$	2.39449 [.397429]
$\varphi_i$	-.482742 [.115971]
$\gamma_i$	.489788 [.153638]
Durbin-Watson	2.27050
Errore standard della regressione	0.05112

Nota: fra parentesi quadre sono riportati gli errori standard di White.

<sup>18</sup> Con *Acf85* si intenda il circolante deflazionato mediante il deflatore dei consumi finali nazionali economici in beni non durevoli dCFNnd.

L'esame della tabella 5 mette in evidenza che gli elementi della diagonale principale della matrice  $A^*$  sono tutti positivi, ad eccezione dei parametri relativi alle obbligazioni private ed ai titoli esteri che, peraltro, risultano non significativi. Per quanto riguarda gli elementi al di fuori della diagonale principale non appare verificata l'ipotesi di sostituibilità lorda fra tutte le attività finanziarie: depositi bancari, azioni ed titoli esteri sono, infatti, attività complementari delle obbligazioni private ed azioni e titoli esteri, a loro volta, sono complementari fra loro. Le attività non vendibili giocano un ruolo rilevante nella domanda delle varie attività finanziarie: un aumento della ricchezza pensionistica diminuisce la domanda di depositi bancari, incrementando la domanda delle restanti attività finanziarie, mentre un incremento dello stock di abitazioni accresce la domanda di obbligazioni private, contraendo quella relativa ai titoli di Stato; infine un'espansione dello stock di beni durevoli aumenta la domanda di depositi bancari e titoli di Stato e diminuisce la domanda delle restanti attività di mercato. Si noti, inoltre, che il tasso atteso d'inflazione ed il tasso di dipendenza agiscono nella stessa direzione sui depositi bancari ed in direzione opposta sulle obbligazioni private e le azioni: l'effetto netto su tali poste finanziarie di un identico incremento (decremento) percentuale delle aspettative di inflazione e del tasso di dipendenza è un aumento (una diminuzione) della domanda di depositi bancari e di obbligazioni private ed una contrazione (espansione) della domanda di azioni.

Infine, in tabella 6 e 7, vengono riportati i risultati delle stime delle domande di depositi postali ed obbligazioni d'impresa. In entrambi i casi si è regredita la quota calcolata rispetto al relativo aggregato, (dato, rispettivamente, dalla somma di depositi postali e dei depositi presso gli Istituti di Credito Speciale e dalla somma di obbligazioni emesse dalle imprese e dagli Istituti di Credito Speciale) su una costante, sulla quota ritardata di un periodo, sulla variazione del proprio tasso di interesse e su quello dell'attività alternativa, sul livello corrente e ritardato dell'inflazione attesa. I coefficienti relativi alle varie variabili esplicative sono indicati, nelle tabelle, con  $\delta_i$ .

Sia per quanto riguarda la domanda di depositi postali che quella inerente le obbligazioni emesse dalle imprese i risultati ottenuti sono coerenti con la teoria economica: i coefficienti relativi alla variazione del proprio tasso d'interesse (indicati nelle tabelle con  $\delta_1$ ) sono, infatti, positivi e significativi così come i coefficienti relativi alle quote ritardate ( $\delta_2$ ); inoltre, per la domanda di obbligazioni emesse dalle imprese il segno del coefficiente relativo alla variazione del tasso d'interesse dell'attività complementare (obbligazioni degli Istituti di Credito Speciale) è negativo e significativo ( $\delta_3$ )

Tabella 5

Variabili dipendenti→ Variabili esplicative↓	depositi bancari	titoli di Stato	obbligaz. private	azioni	titoli esteri
<i>Tassi d'interesse</i>					
depositi bancari	3.27589 [.344858]				
titoli di Stato	-2.77695 [.280163]	2.19614 [.294993]			
obbligazioni private	.799474 [.215009]	-4.401809 [.152970]			
azioni	-.026045 [.005959]		.004724 [.003045]	.013065 [.008794]	
titoli esteri	-.055493 [.012995]	-.047768 [.015610]	.064979 [.007196]	0.04667 [.000815]	
<i>attività non vendibili</i>					
ricchezza pensionistica	-.065387 [.004841]	.015490 [.006611]	.013696 [.003234]	.035801 [.006424]	.003728 [.000969]
abitazioni		-.058240 [.006468]	.048635 [.008663]		
beni durevoli	1.24627 [.105949]	.320661 [.174464]	-.848612 [.110171]	-.556897 [.161694]	-.094290 [.020899]
costante	-1.04416 [.204007]	1.31730 [.217526]	.079638 [.112231]	.974596 [.284901]	-.040873 [.027341]
inflazione attesa	.261347 [.051149]		-.153137 [.053820]	.085955 [.050998]	
tasso di dipendenza	3.79795 [.604620]	-3.67192 [.573263]	.682293 [.325271]	-2.35602 [.738027]	.244250 [.079536]
coefficiente di autocorrelazione			.843041 [.030527]		
Durbin-Watson	2.12199	2.27388	1.81367	2.02437	2.17660
Errore standard della regressione	0.01536	0.01581	0.01005	0.02339	0.00246

Nota: fra parentesi quadre sono riportati gli errori standard di White

**Tabella 6: *Adpf***

Parametri	Stime
$\delta_0$	.146886 [.035966]
$\delta_1$	1.85678 [.451270]
$\delta_2$	.796119 [.047342]
Durbin-Watson	1.66714
Errore standard della regressione	0.02236

Nota: fra parentesi quadre sono riportati gli errori standard di White.

**Tabella 7: *Aobbf***

Parametri	Stime
$\delta_0$	.040922 [.018927]
$\delta_1$	2.26382 [.272161]
$\delta_2$	.802162 [.048473]
$\delta_3$	-3.45144 [.379085]
$\delta_5$	.277820 [.039382]
Durbin-Watson	1.61908
Errore standard della regressione	0.01788

Nota: fra parentesi quadre sono riportati gli errori standard di White.

## LE SIMULAZIONI

In questo paragrafo vengono presentati i risultati della simulazione dinamica<sup>19</sup> effettuata, per il periodo 1965-1989, sull'intero blocco relativo alle scelte reali e finanziarie delle famiglie, costituito da 57 equazioni e che viene riportato in appendice. La simulazione dinamica consente, infatti, unitamente al computo di alcune misure sintetiche dell'accuratezza della previsione e all'individuazione, mediante la decomposizione dell'errore quadratico medio di previsione, delle fonti di errore, di fornire una prima valutazione di un modello econometrico in termini di performance. Fra gli indici computati particolare interesse rivestono l'indice (o coefficiente) di disuguaglianza di Theil e le decomposizioni del suo numeratore (Theil 1961, 1966). L'indice di Theil, d'ora in avanti indicato con  $U$ , è definito, nelle sue due versioni, nel seguente modo:

$$U_{61} = \frac{\sqrt{\frac{1}{T} \sum_{i=1}^T (P_i - A_i)^2}}{\sqrt{\frac{1}{T} \sum_{i=1}^T P_i^2 + \frac{1}{T} \sum_{i=1}^T A_i^2}} \quad (31)$$

$$U_{66} = \frac{\sqrt{\frac{1}{T} \sum_{i=1}^T (P_i - A_i)^2}}{\sqrt{\frac{1}{T} \sum_{i=1}^T A_i^2}}$$

dove  $P_i$  ed  $A_i$  indicano, rispettivamente, il valore previsto e il valore storico al tempo  $i$ -esimo. L'indice  $U_{61}$  assume valori compresi fra 0 ed 1 mentre l'indice  $U_{66}$  assume valori positivi o nulli: più precisamente gli indici assumono entrambi valore zero in caso di previsione perfetta ( $P_i = A_i$ ), mentre sono unitari se vi è una proporzionalità non positiva fra valori previsti e valori storici ( $U_{61}$ ) o se la previsione è una previsione naive ( $U_{66}$ )<sup>20</sup>; infine  $U_{66}$  può essere superiore all'unità se la previsione è peggiore della previsione naive.

Per quanto riguarda l'errore quadratico medio è possibile scinderlo nelle sue componenti in modo tale da individuarne le fonti d'origine. Una prima decomposizione, proposta da Theil (1961), è la seguente:

<sup>19</sup> Come noto per simulazione dinamica s'intende il caso in cui i valori calcolati per le variabili endogene sono utilizzati come variabili predeterminate nel periodo successivo.

<sup>20</sup> Si ricordi che, con previsione naive,  $P_i = A_{i-1}$ .

$$\frac{1}{\tau} \sum_{i=1}^{\tau} (P_i - A_i)^2 = (\bar{P} - \bar{A})^2 + (s_P - s_A)^2 + 2(1-r)s_P s_A \quad (32)$$

dove  $\bar{P}$  ed  $\bar{A}$  indicano, rispettivamente, la media dei valori previsti e dei valori storici,  $s_P$  ed  $s_A$  le corrispondenti deviazioni standard ed  $r$  il coefficiente di correlazione. Dividendo ambo i membri della (32) per l'errore quadratico medio si ottiene

$$1 = \frac{(\bar{P} - \bar{A})^2}{\frac{1}{\tau} \sum_{i=1}^{\tau} (P_i - A_i)^2} + \frac{(s_P - s_A)^2}{\frac{1}{\tau} \sum_{i=1}^{\tau} (P_i - A_i)^2} + \frac{2(1-r)s_P s_A}{\frac{1}{\tau} \sum_{i=1}^{\tau} (P_i - A_i)^2} \quad (33)$$

I tre termini di destra indicano, rispettivamente, la quota dell'errore quadratico medio attribuibile alla diversa tendenza centrale, alla diversa variazione ed all'imperfetta covarianza fra la serie dei valori previsti e quella dei valori storici. Le prime due componenti sono pertanto interpretabili come errori di natura sistematica (rispettivamente in media e varianza) ed è pertanto auspicabile che esse siano nulle o comunque prossime a zero (Theil 1961).

Theil (1966) ha successivamente proposto una decomposizione alternativa dell'errore di previsione data da

$$\frac{1}{\tau} \sum_{i=1}^{\tau} (P_i - A_i)^2 = (\bar{P} - \bar{A})^2 + (s_P - r s_A)^2 + (1-r^2)s_A^2 \quad (34)$$

che in termini di quote diventa

$$1 = \frac{(\bar{P} - \bar{A})^2}{\frac{1}{\tau} \sum_{i=1}^{\tau} (P_i - A_i)^2} + \frac{(s_P - r s_A)^2}{\frac{1}{\tau} \sum_{i=1}^{\tau} (P_i - A_i)^2} + \frac{(1-r^2)s_A^2}{\frac{1}{\tau} \sum_{i=1}^{\tau} (P_i - A_i)^2} \quad (35)$$

Il secondo ed il terzo termine del membro di destra indicano, rispettivamente, la quota dell'errore di previsione dovuta al fatto che il coefficiente di regressione dei valori previsti sui valori storici differisce dall'unità e quella dovuta alla varianza dei residui della regressione: pertanto la situazione ottimale è quella in cui l'origine dell'errore di previsione risulta in gran parte attribuibile alla variabilità dei residui della regressione.

Altre misure sintetiche per valutare l'accuratezza della previsione sono computate regredendo la serie dei valori previsti su una costante e sulla serie dei valori storici

$$P_i = \alpha + \beta A_i \quad (36)$$

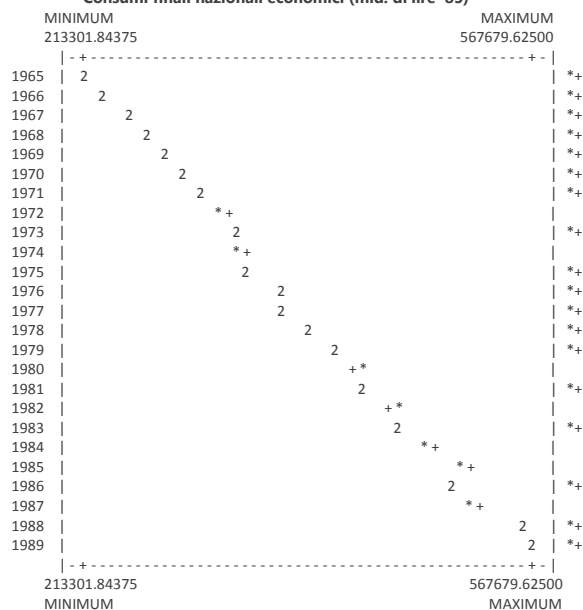
e sono, più precisamente, il coefficiente di correlazione ed il coefficiente di regressione  $\beta$ : il primo, se unitario, indica perfetta relazione lineare fra serie prevista e serie effettiva, mentre il secondo risulta unitario in caso di previsione perfetta.

Utilizzando i suddetti indici, unitamente al confronto grafico fra serie prevista e serie effettiva<sup>21</sup>, per valutare la capacità previsiva del blocco relativo alle decisioni delle famiglie, si nota che la performance complessiva risulta soddisfacente: per quasi tutte le variabili, infatti, gli indici di Theil si attestano su valori molto bassi, non vengono commessi errori sistematici in fase previsiva e buona parte dell'errore quadratico medio di previsione è attribuibile alla varianza dei residui, mentre sia i coefficienti di correlazione che quelli di regressione sono molto prossimi al valore unitario. Più in particolare risulta adeguata sia la descrizione della dinamica delle decisioni di spesa, a livello aggregato e a livello disaggregato, sia quella relativa alle decisioni di allocazione della ricchezza nella sua componente reale (beni durevoli ed abitazioni) e in quella finanziaria. Riguardo a quest'ultima solamente le obbligazioni private<sup>22</sup> e i titoli esteri presentano, a partire dal 1978, qualche difficoltà, che d'altro canto scompare quando si considerano le attività finanziarie nel loro complesso, nel ricalcare l'andamento storico. Ne consegue pertanto che la descrizione delle decisioni di consumo e di allocazione del risparmio mediante le equazioni presentate nel primo paragrafo, risulta, oltre che coerente con la teoria economica (come visto nel secondo paragrafo) anche adeguata a riflettere la complessa realtà del sistema economico italiano.

<sup>21</sup> Sia i grafici che gli indici relativi alle variabili endogene all'interno del blocco sono riportati nelle pagine successive. Si tenga presente che le serie dei valori storici sono rappresentate mediante il simbolo \*, le serie dei valori simulati mediante il simbolo +, mentre con il simbolo 2 viene indicata la previsione perfetta.

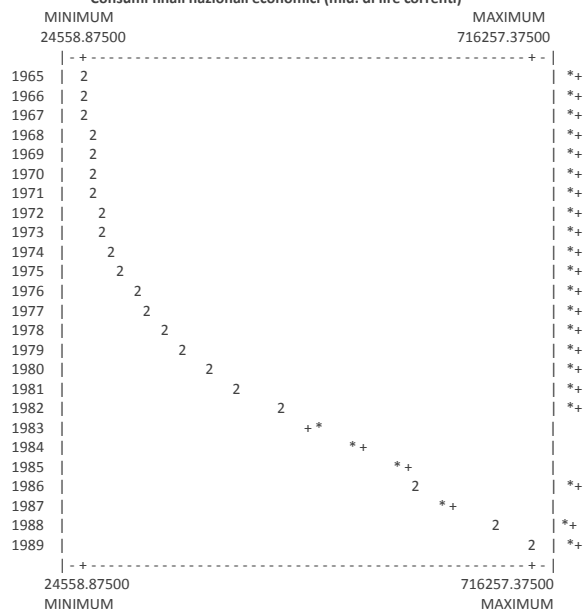
<sup>22</sup> Per obbligazioni private si intendono sia le obbligazioni emesse dalle imprese che quelle emesse dagli Istituti di Credito Speciale.

### Consumi finali nazionali economici (mld. di lire '85)

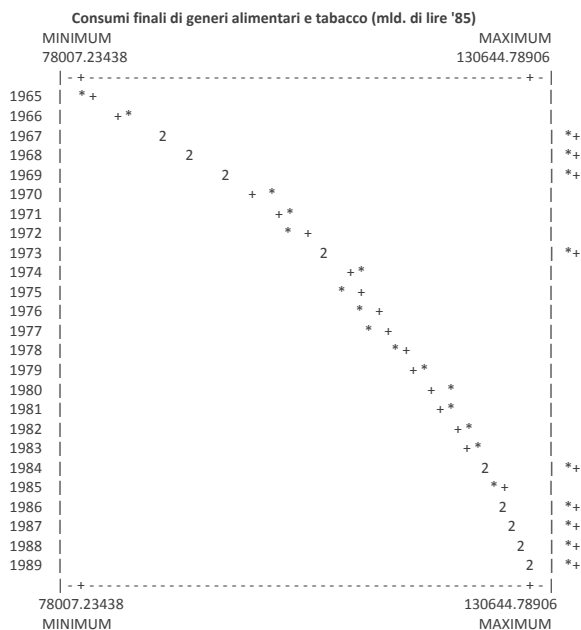


Coefficiente di correlazione = 0.99985  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99970  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 1819.38065  
 Errore medio assoluto = 1500.18458  
 Errore medio = -183.05146  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.99641  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.0045615  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0022800  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.010123  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.038398  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.95148  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.041746  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.94813

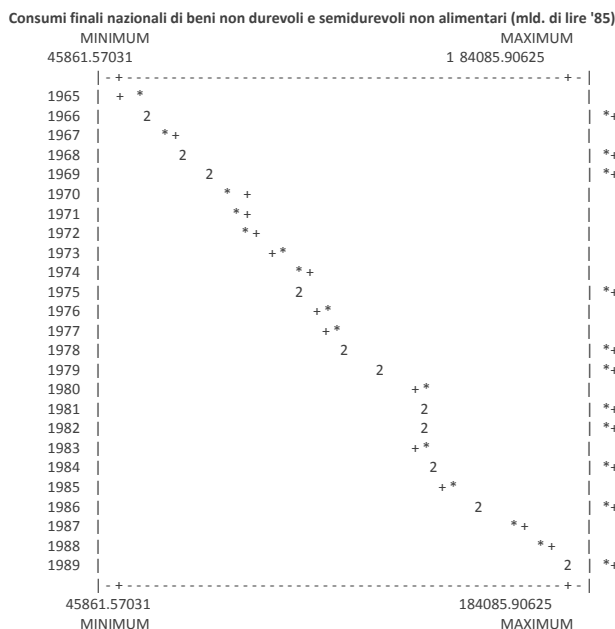
### Consumi finali nazionali economici (mld. di lire correnti)



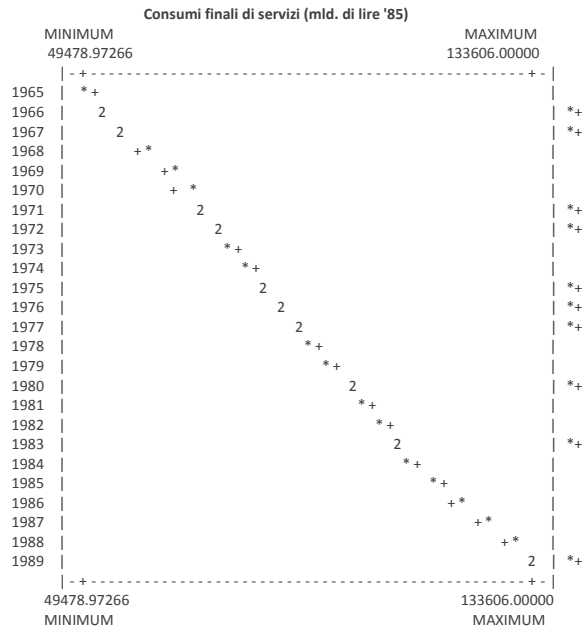
Coefficiente di correlazione = 0.99999  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99997  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 1168.81855  
 Errore medio assoluto = 771.12963  
 Errore medio = -192.55082  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.99878  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.0036898  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0018439  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.027139  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.052345  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.92052  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.053463  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.91940



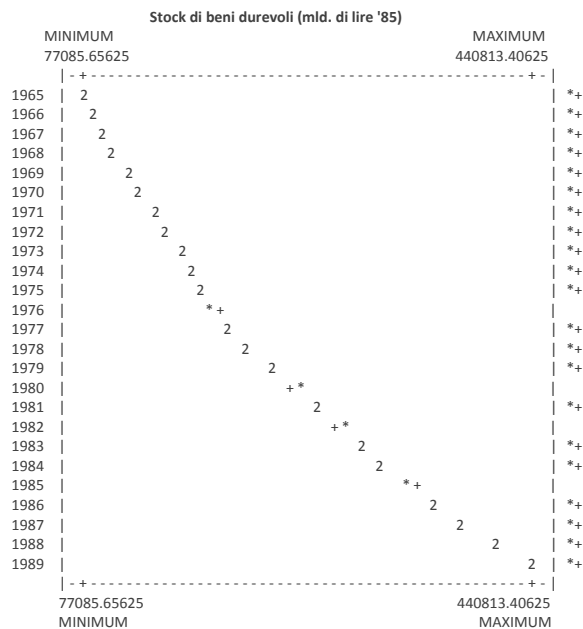
Coefficiente di correlazione = 0.99731  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99462  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 1109.27317  
 Errore medio assoluto = 870.57372  
 Errore medio = 7.93947  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.99800  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.0098869  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0049436  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.000051228  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.000089024  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.99986  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.00074315  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.99921



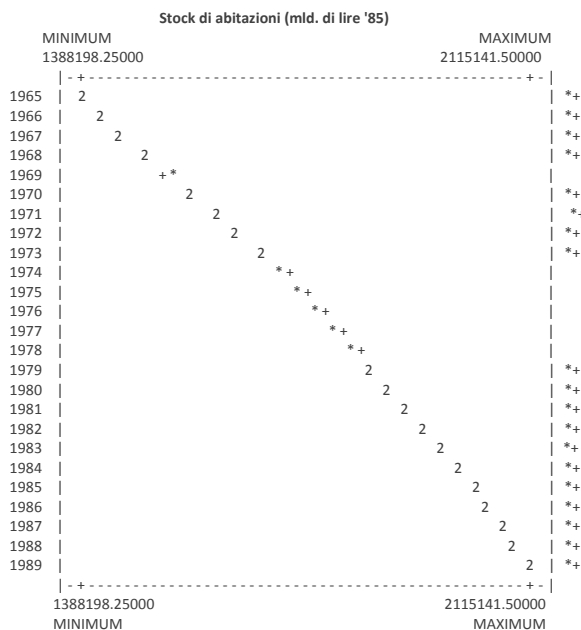
Coefficiente di correlazione = 0.99821  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99643  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 2307.48283  
 Errore medio assoluto = 1790.60020  
 Errore medio = -18.94389  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.99036  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.019255  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0096229  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.000067400  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.017156  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.98278  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.025762  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.97417



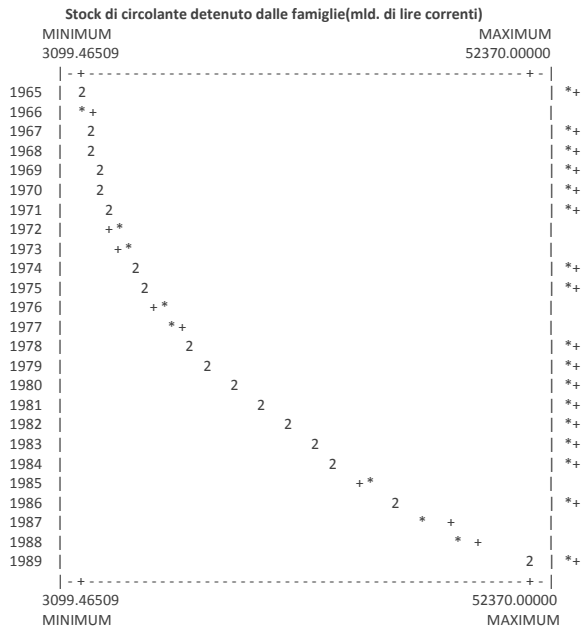
Coefficiente di correlazione = 0.99857  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99714  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 1287.54348  
 Errore medio assoluto = 1032.42340  
 Errore medio = -97.03041  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.99943  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.013806  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0068995  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0056793  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.00025610  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.99406  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.00011441  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.99421



Coefficiente di correlazione = 0.99973  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99946  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 2617.69004  
 Errore medio assoluto = 1835.27104  
 Errore medio = -433.51744  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.99308  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.010691  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0053377  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.027427  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.073875  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.89870  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.079974  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.89260

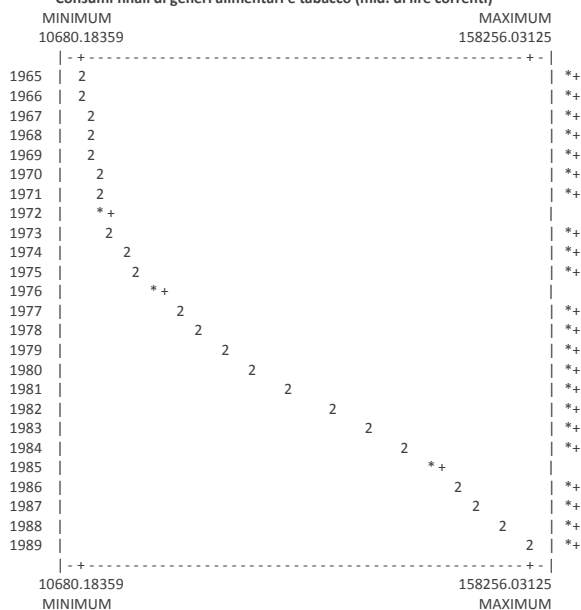


Coefficiente di correlazione = 0.99985  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99970  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 3884.09435  
 Errore medio assoluto = 3276.93539  
 Errore medio = -99.39147  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.00323  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.0021640  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0010820  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.00065482  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.037096  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.96225  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.033913  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.96543



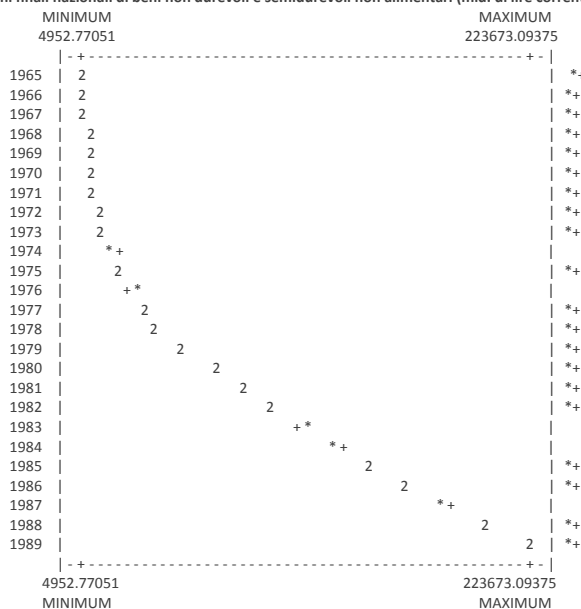
Coefficiente di correlazione = 0.99883  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99765  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 783.29517  
 Errore medio assoluto = 480.70594  
 Errore medio = -121.20102  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.97716  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.033659  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.016724  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.023942  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.16579  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.81026  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.18383  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.79222

**Consumi finali di generi alimentari e tabacco (mld. di lire correnti)**

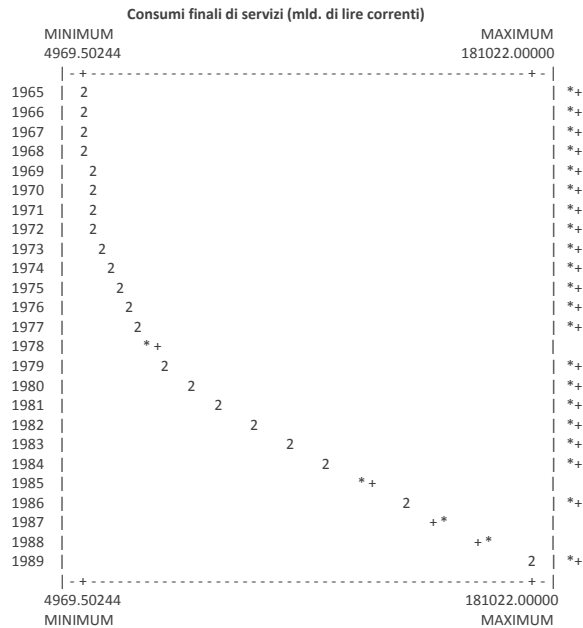


Coefficiente di correlazione = 0.99995  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99990  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 502.27434  
 Errore medio assoluto = 365.58937  
 Errore medio = 17.47511  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.99994  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.0063398  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0031702  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0012105  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 4.79442D-07  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covariazione = 0.99879  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.000032738  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.99876

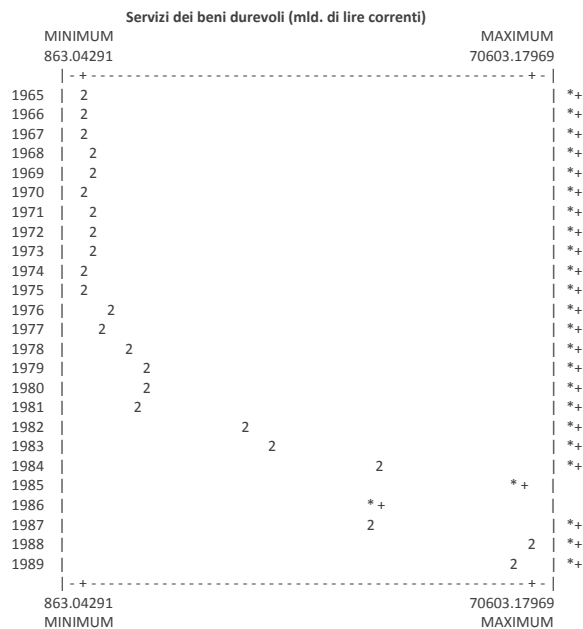
**Consumi finali nazionali di beni non durevoli e semidurevoli non alimentari (mld. di lire correnti)**



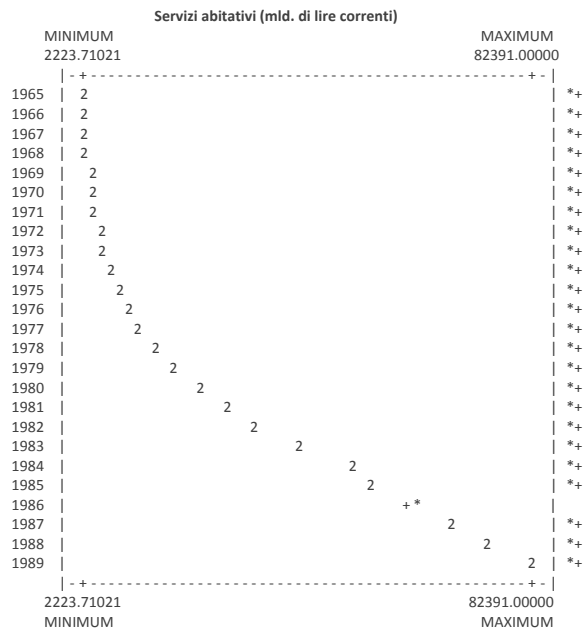
Coefficiente di correlazione = 0.99981  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99962  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 1391.20132  
 Errore medio assoluto = 809.88410  
 Errore medio = -107.48416  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.99377  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.014489  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0072306  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0059691  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.088600  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covariazione = 0.90543  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.094157  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.89987



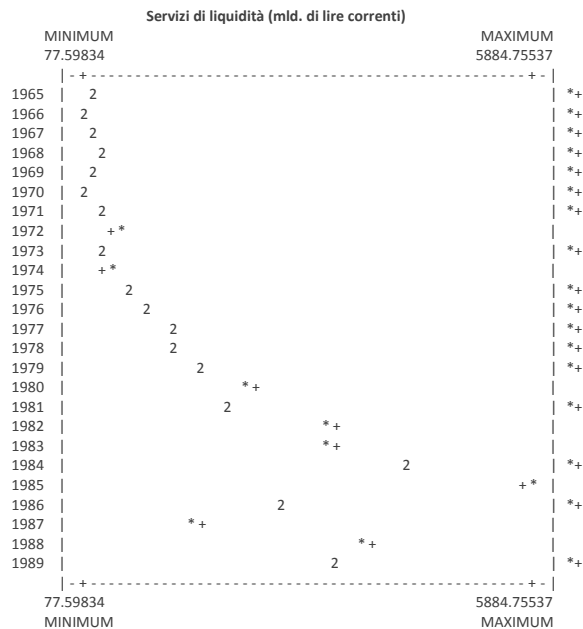
Coefficiente di correlazione = 0.99988  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99977  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 901.39699  
 Errore medio assoluto = 565.52503  
 Errore medio = 21.59082  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.00654  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.011884  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0059528  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.00057373  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.16043  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.83900  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.15489  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.84454



Coefficiente di correlazione = 0.99993  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99986  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 360.27461  
 Errore medio assoluto = 176.79203 Errore medio = -99.98691  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.99123  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.012019  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0059874  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.077023  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.32658  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.59640  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.33179  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.59119

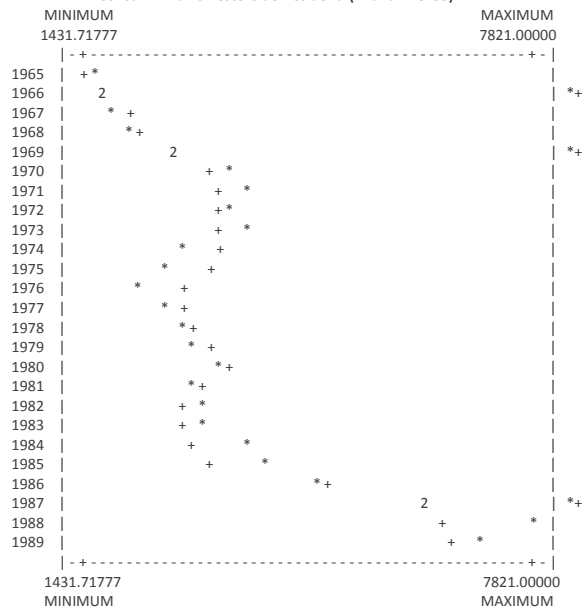


Coefficiente di correlazione = 1.0000  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 1.0000  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 72.06191  
 Errore medio assoluto = 39.83692 Errore medio = 18.22272  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.00185  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.0020429  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0010221  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.063946  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.41753  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.51853  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.41657  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.51949



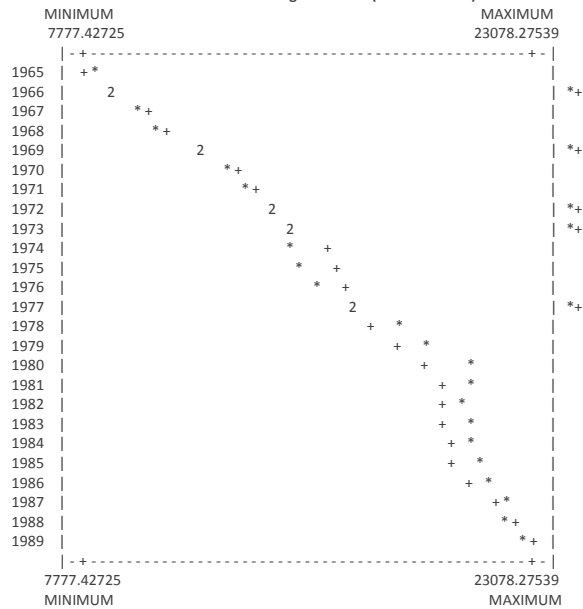
Coefficiente di correlazione = 0.99926  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99851  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 59.68410  
 Errore medio assoluto = 36.94062  
 Errore medio = -3.84376  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.00076  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.026867  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.013430  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0041476  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.0015117  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.99434  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.00038582  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.99547

Consumi finali all'estero dei residenti (mld. di lire '85)



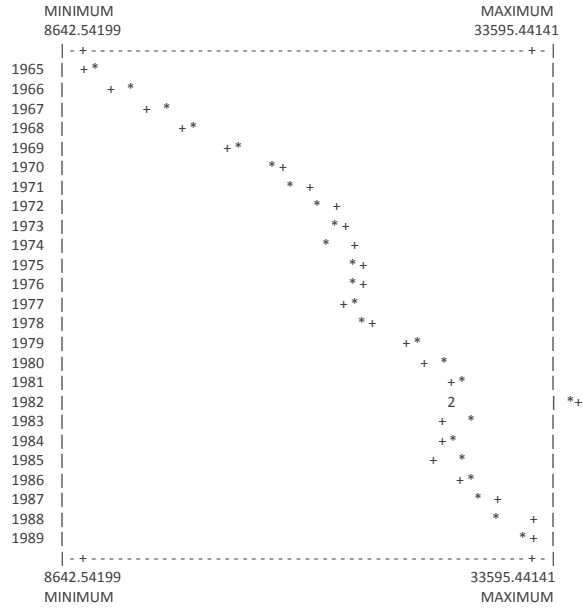
Coefficiente di correlazione = 0.96400  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.92929  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 447.30287  
 Errore medio assoluto = 336.48786 Errore medio = 65.76720  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.12432  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.11831  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.060316  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.021618  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.24239  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.73599  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.13544  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.84294

Consumi di combustibili ed energia elettrica (mld. di lire '85)



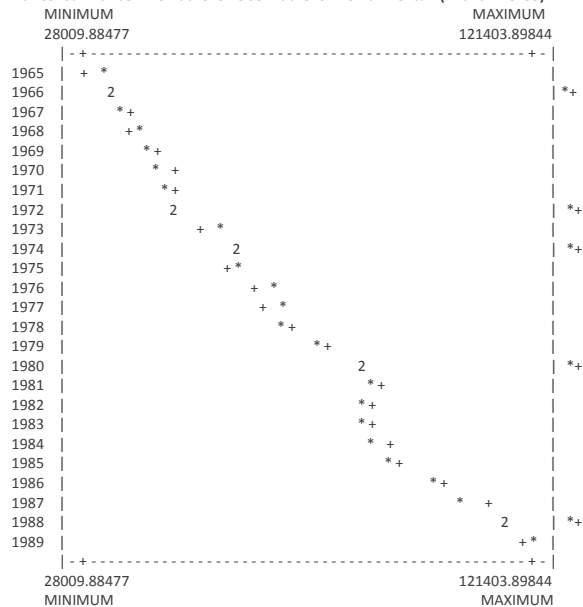
Coefficiente di correlazione = 0.98985  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.97980  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 695.73721  
 Errore medio assoluto = 560.08625  
 Errore medio = 109.22850  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.04722  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.040188  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.020194  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.024648  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.13191  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.84345  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.087552  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.88780

Spese di esercizio dei mezzi di trasporto (mld. di lire '85)



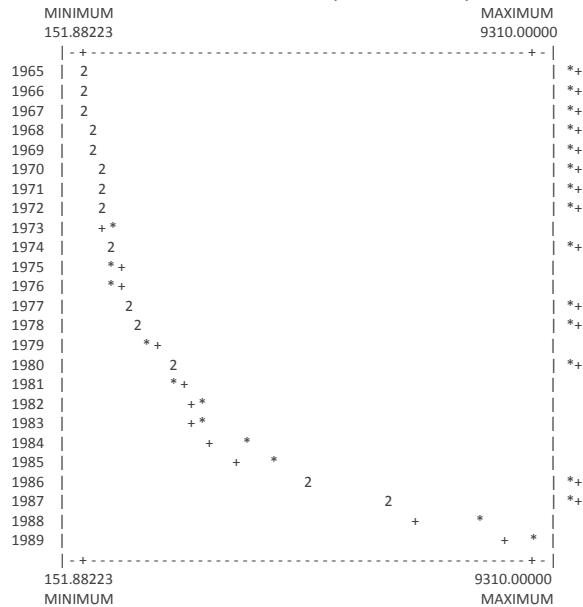
Coefficiente di correlazione = 0.99094  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.98197  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 907.98946  
 Errore medio assoluto = 804.56650  
 Errore medio = 16.17338  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.96973  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.036864  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.018423  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.00031728  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.025201  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.97448  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.050384  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.94930

Altri consumi di beni non durevoli e semidurevoli non alimentari (mld. di lire '85)



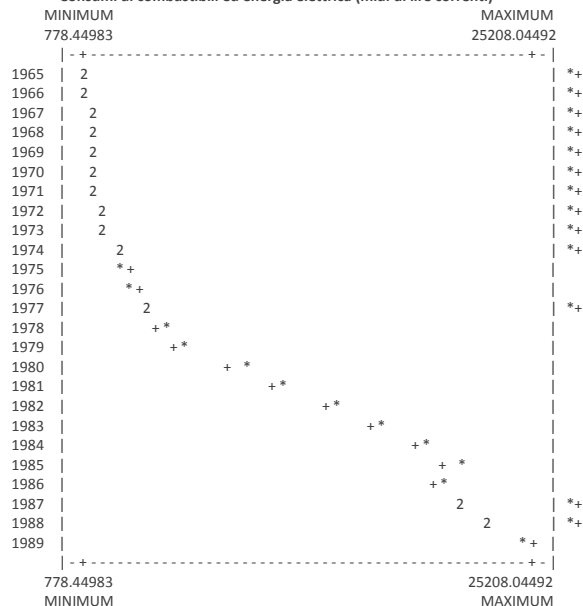
Coefficiente di correlazione = 0.99658  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99317  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 2271.83311  
 Errore medio assoluto = 1818.54026  
 Errore medio = -210.11297  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.97459  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.030504  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.015211  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0085537  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.067251  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.92420  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.089188  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.90226

Consumi finali all'estero dei residenti (mld. di lire correnti)



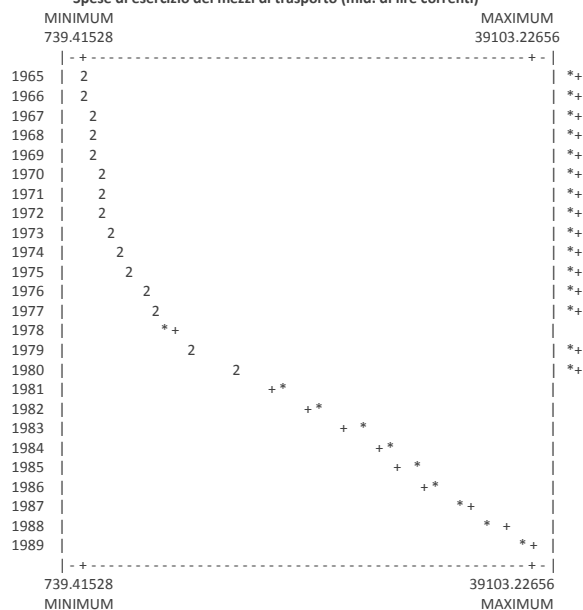
Coefficiente di correlazione = 0.99363  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.98730  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 363.61010  
 Errore medio assoluto = 198.97645  
 Errore medio = 111.60409  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.08886  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.11022  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.057163  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.094208  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.35947  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.54632  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.30901  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.59678

Consumi di combustibili ed energia elettrica (mld. di lire correnti)



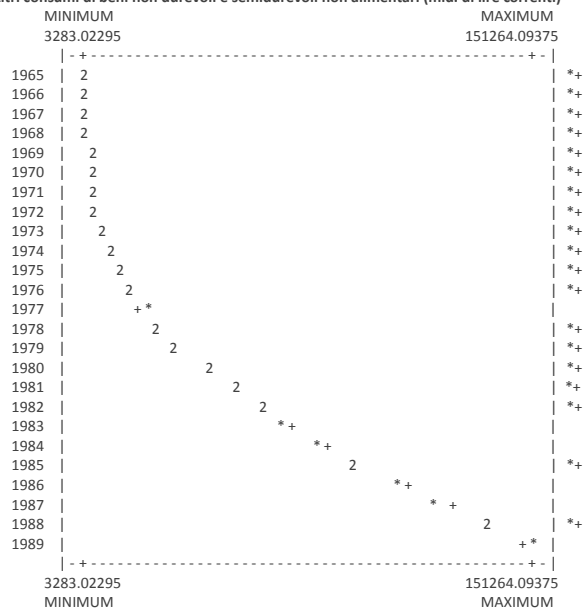
Coefficiente di correlazione = 0.99927  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99854  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 365.13113  
 Errore medio assoluto = 263.67707  
 Errore medio = 134.00652  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.01319  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.030241  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.015232  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.13470  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.10024  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.76507  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.089862  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.77544

Spese di esercizio dei mezzi di trasporto (mld. di lire correnti)



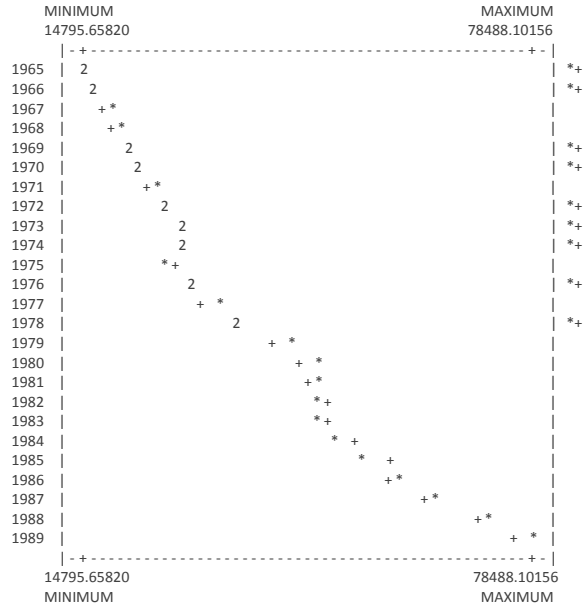
Coefficiente di correlazione = 0.99880  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99761  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 618.16691  
 Errore medio assoluto = 396.76844  
 Errore medio = 29.34764  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.99328  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.034293  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.017134  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0022539  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.012662  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.98508  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.018698  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.97905

Altri consumi di beni non durevoli e semidurevoli non alimentari (mld. di lire correnti)



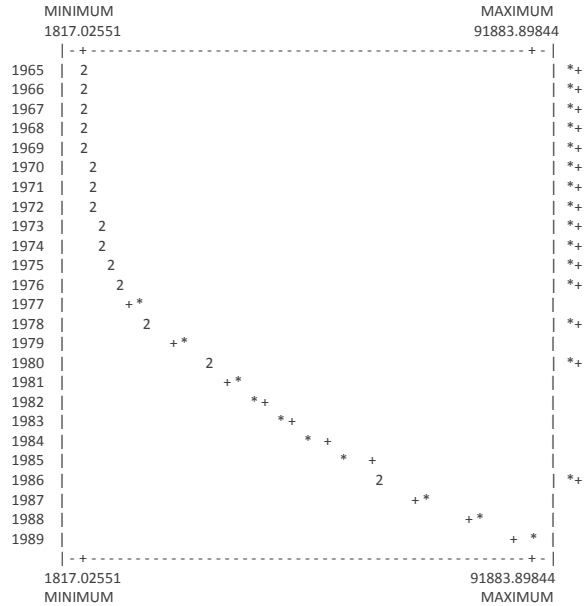
Coefficiente di correlazione = 0.99969  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99938  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 1330.17523  
 Errore medio assoluto = 825.37422  
 Errore medio = -382.44241  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.98665  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.021160  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.010522  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.082664  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.20000  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.71734  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.20947  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.70787

Consumi finali interni di beni durevoli (mld. di lire '85)



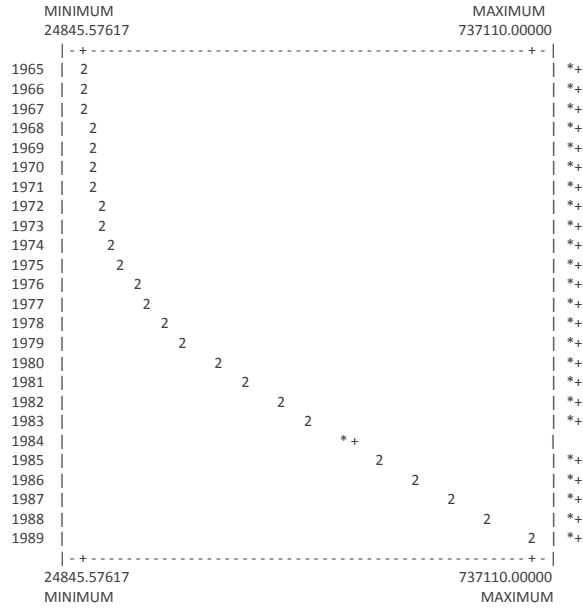
Coefficiente di correlazione = 0.99576  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99154  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 1628.38933  
 Errore medio assoluto = 1184.98548  
 Errore medio = 3.10685  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.00875  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.038549  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.019297  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 3.64018D-06  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.019436  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.98056  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.0087457  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.99125

Consumi finali interni di beni durevoli (mld. di lire correnti)



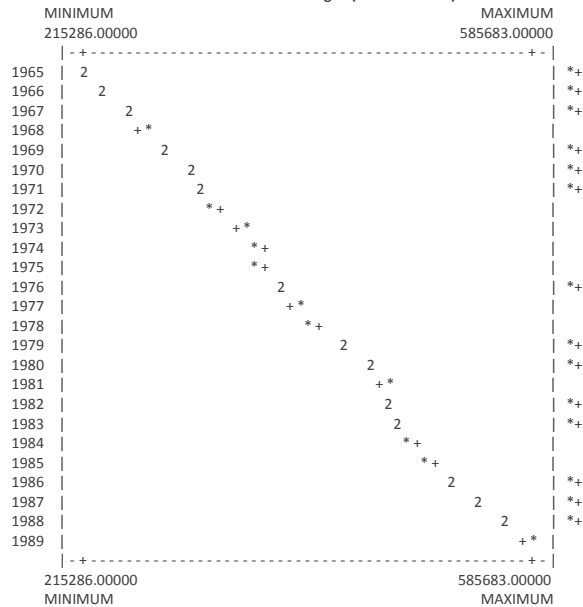
Coefficiente di correlazione = 0.99857  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99714  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 1462.12761  
 Errore medio assoluto = 885.85480  
 Errore medio = 1.11326  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.00707  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.039303  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.019696  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 5.79721D-07  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.024513  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.97549  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.016907  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.98309

Consumi finali nazionali delle famiglie (mld. di lire correnti)



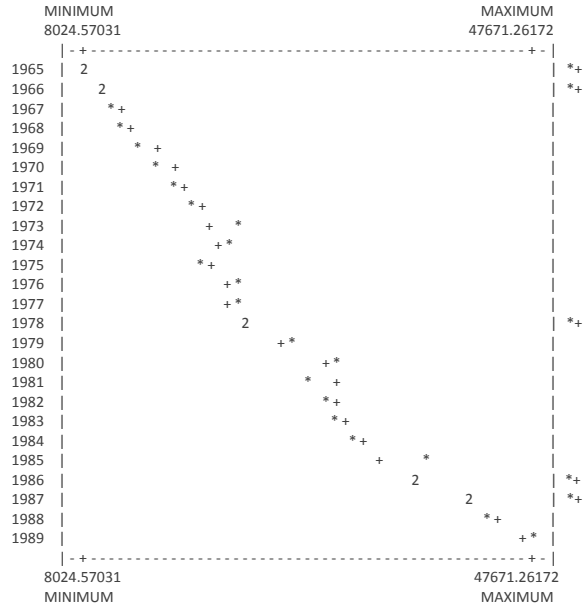
Coefficiente di correlazione = 0.99996  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99993  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 1947.43672  
 Errore medio assoluto = 1172.46223  
 Errore medio = -49.08226  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.00063  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.0060339  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0030173  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.00063522  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.0058299  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.99353  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.0051893  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.99418

Consumi finali nazionali delle famiglie (mld. di lire '85)



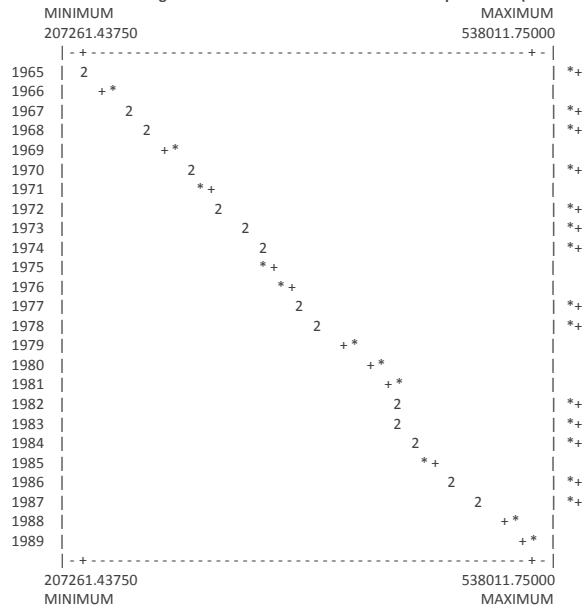
Coefficiente di correlazione = 0.99968  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99935  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 2661.91968  
 Errore medio assoluto = 2104.34848  
 Errore medio = -105.53011  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.99924  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.0065035  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0032513  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0015717  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.00029018  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.99814  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.00088359  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.99754

**Importazioni di beni finali di consumo (mld. di lire '85)**



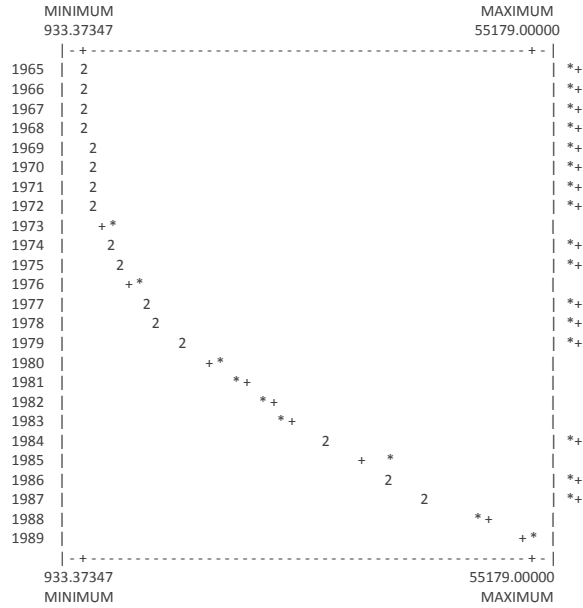
Coefficiente di correlazione = 0.99461  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.98926  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 1160.38996  
 Errore medio assoluto = 937.49319  
 Errore medio = -73.76856  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.02013  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.043444  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.021740  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0040414  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.055993  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.93997  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.034476  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.96148

**Consumi finali nazionali delle famiglie al netto dei beni finali di consumo d'importazione (mld di lire '85)**



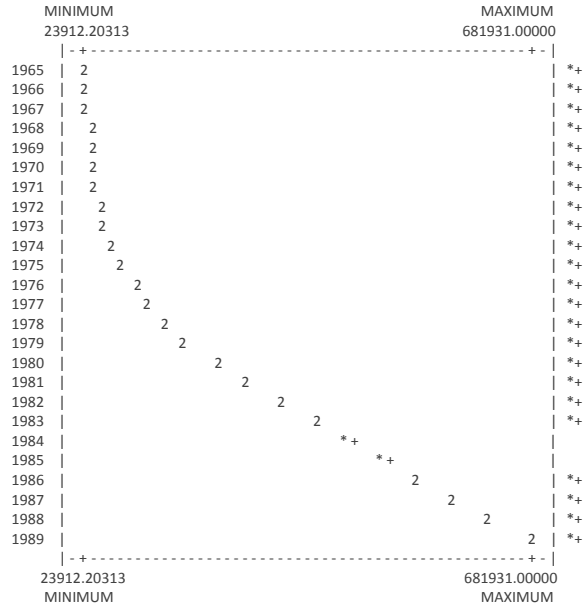
Coefficiente di correlazione = 0.99955  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99909  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 2843.29517  
 Errore medio assoluto = 2278.06565  
 Errore medio = -31.76155  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.99651  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.0074231  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0037111  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.00012478  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.010123  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.98975  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.013354  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.98652

**Importazioni di beni finali di consumo (mld. di lire correnti)**



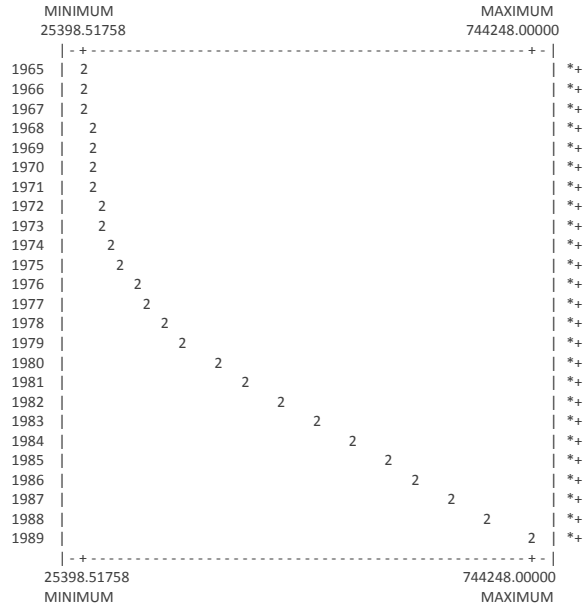
Coefficiente di correlazione = 0.99878  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99757  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 826.56156  
 Errore medio assoluto = 496.87705  
 Errore medio = 38.03616  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.00734  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.035863  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.017981  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0021176  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.029007  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.96887  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.021298  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.97658

**Consumi finali nazionali delle famiglie al netto dei beni finali di consumo d'importazione (mld. di lire correnti)**



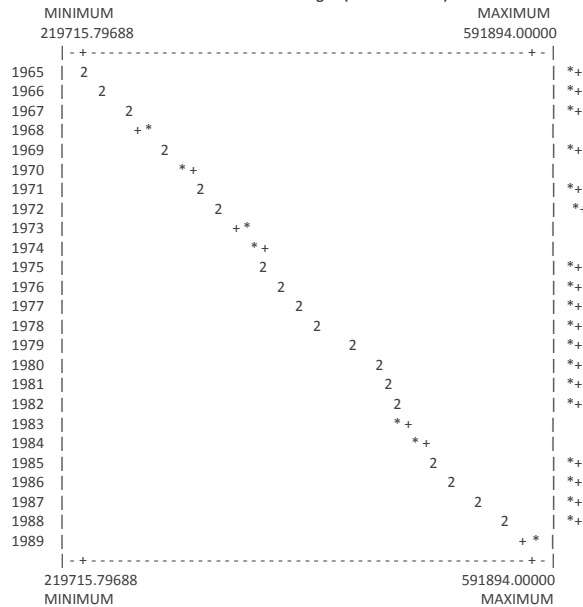
Coefficiente di correlazione = 0.99994  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99989  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 2226.24419  
 Errore medio assoluto = 1295.72501  
 Errore medio = -87.11842  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.00003  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.0074275  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0037134  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0015313  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.000059578  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.99841  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 5.60697D-06  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.99846

Consumi finali interni delle famiglie (mld. di lire correnti)



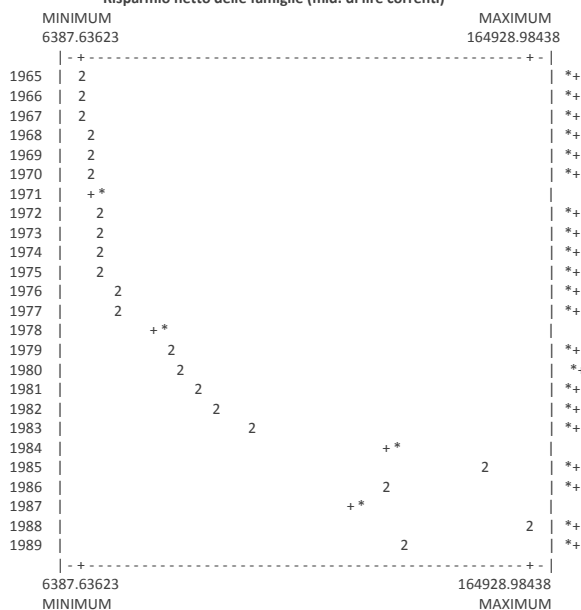
Coefficiente di correlazione = 0.99996  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99992  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 2045.14773  
 Errore medio assoluto = 1161.65712  
 Errore medio = -191.26818  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.99950  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.0062277  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0031128  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0087465  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.0025995  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.98865  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.0030717  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.98818

Consumi finali interni delle famiglie (mld. di lire '85)



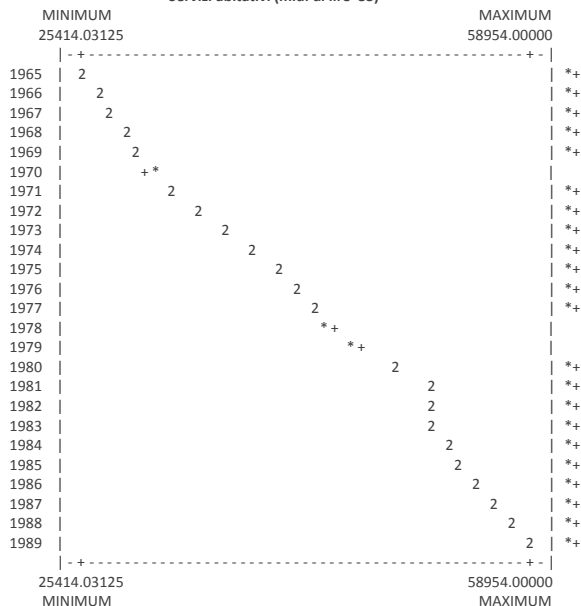
Coefficiente di correlazione = 0.99967  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99934  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 2763.22237  
 Errore medio assoluto = 2137.92697  
 Errore medio = -171.29731  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.99755  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.0066200  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0033091  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0038430  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.0066985  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.98946  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.0089559  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.98720

**Risparmio netto delle famiglie (mld. di lire correnti)**

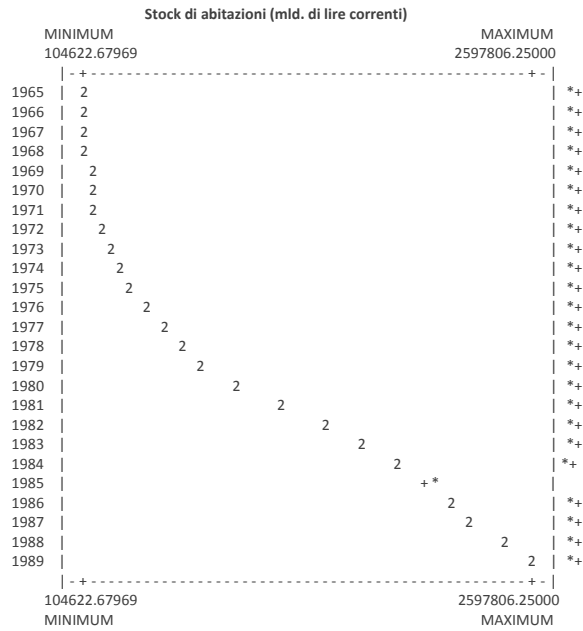


Coefficiente di correlazione = 0.99976  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99951  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 1168.81855  
 Errore medio assoluto = 771.12963  
 Errore medio = 192.55082  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.00799  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.017028  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0085402  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.027139  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.11766  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.85521  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.11072  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.86214

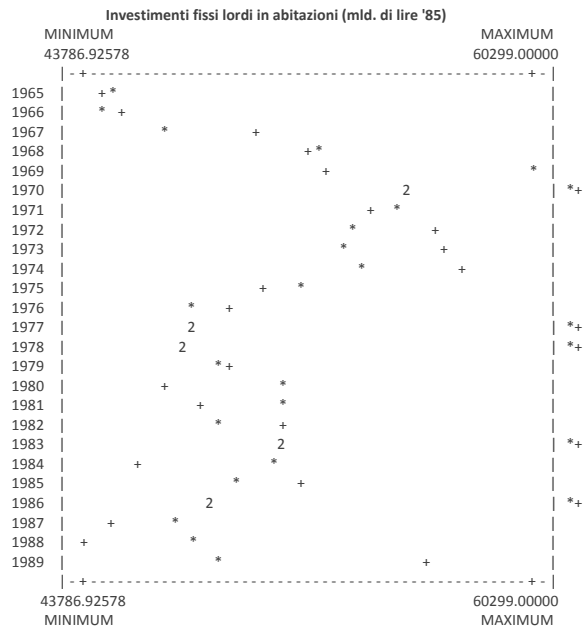
**Servizi abitativi (mld. di lire '85)**



Coefficiente di correlazione = 0.99996  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99993  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 92.51822  
 Errore medio assoluto = 76.62928  
 Errore medio = -0.60212  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.00202  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.0021154  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0010578  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.000042356  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.056455  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.94350  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.054534  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.94542

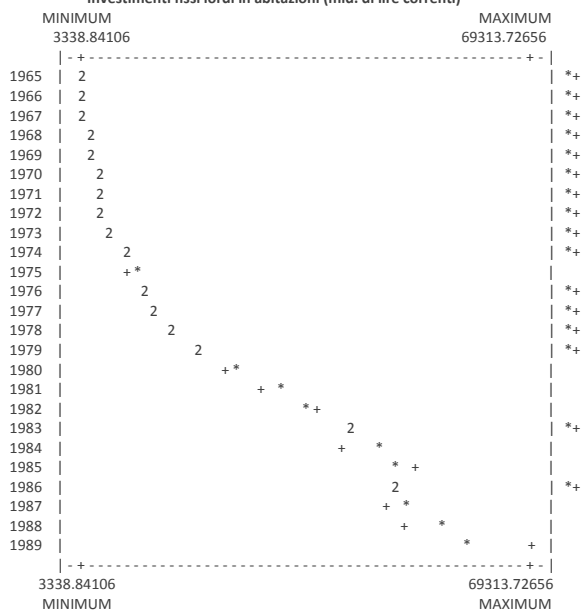


Coefficiente di correlazione = 1.0000  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 1.0000  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 2457.12485  
 Errore medio assoluto = 1461.75326  
 Errore medio = 554.46033  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.00177  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.0019731  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.00098710  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.050920  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.37107  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.57801  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.37004  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.57904



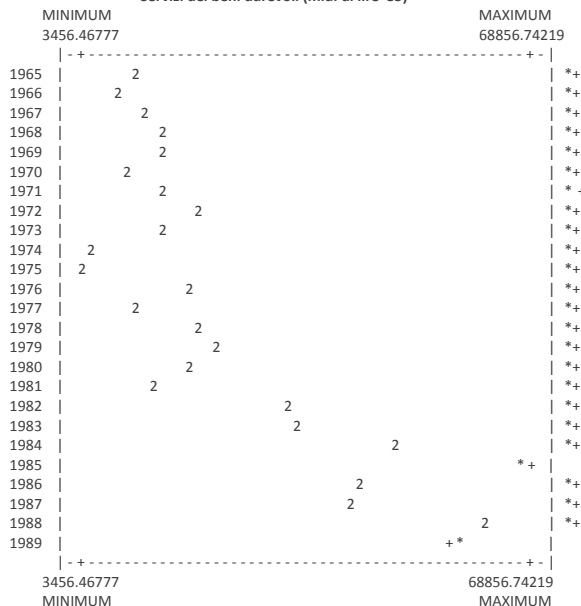
Coefficiente di correlazione = 0.67565  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.45651  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 3156.05249  
 Errore medio assoluto = 2318.03277  
 Errore medio = 16.74470  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.58837  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.062539  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.031262  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.000028149  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.028698  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.97127  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.29134  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.70863

Investimenti fissi lordi in abitazioni (mld. di lire correnti)



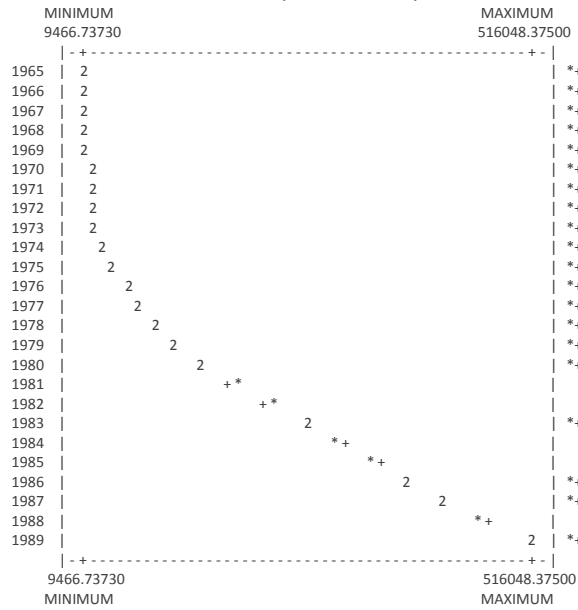
Coefficiente di correlazione = 0.99215  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.98436  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 2461.92513  
 Errore medio assoluto = 1297.57257  
 Errore medio = 43.71778  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.97807  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.081651  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.040726  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.00031533  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.012854  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.98683  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.030682  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.96900

Servizi dei beni durevoli (mld. di lire '85)



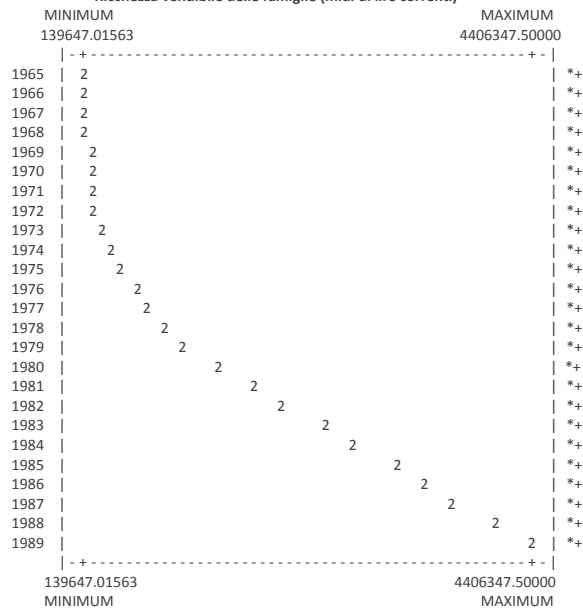
Coefficiente di correlazione = 0.99988  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99975  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 371.48762  
 Errore medio assoluto = 215.68231  
 Errore medio = -86.33619  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.98801  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.011963  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0059624  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.054013  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.34502  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.60097  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.35219  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.59380

Stock di beni durevoli (mld. di lire correnti)

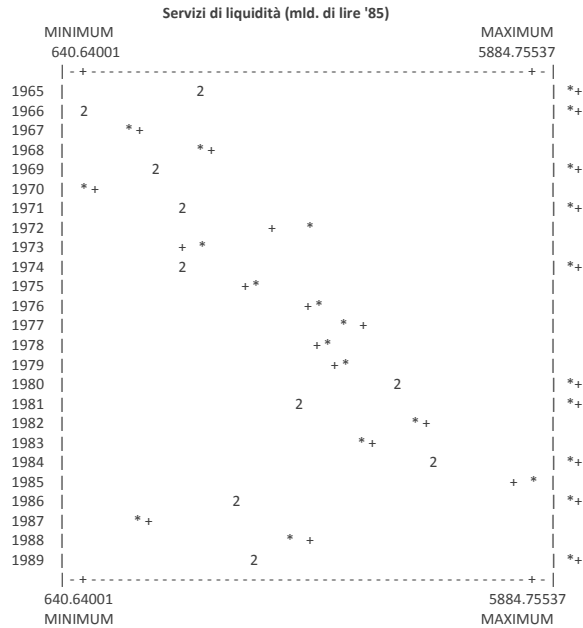


Coefficiente di correlazione = 0.99992  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99984  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 2314.57781  
 Errore medio assoluto = 1356.97794  
 Errore medio = -512.72512  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.99400  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.010617  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0052960  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.049071  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.16749  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.78344  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.17216  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.77877

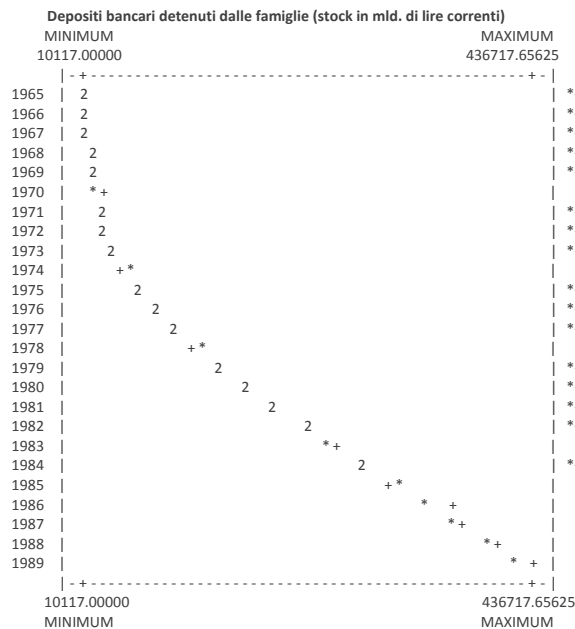
Ricchezza vendibile delle famiglie (mld. di lire correnti)



Coefficiente di correlazione = 1.0000  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 1.0000  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 2864.12355  
 Errore medio assoluto = 1544.23675  
 Errore medio = 872.50283  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.00138  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.0014603  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.00073050  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.092800  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.43845  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.46875  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.43780  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.46940

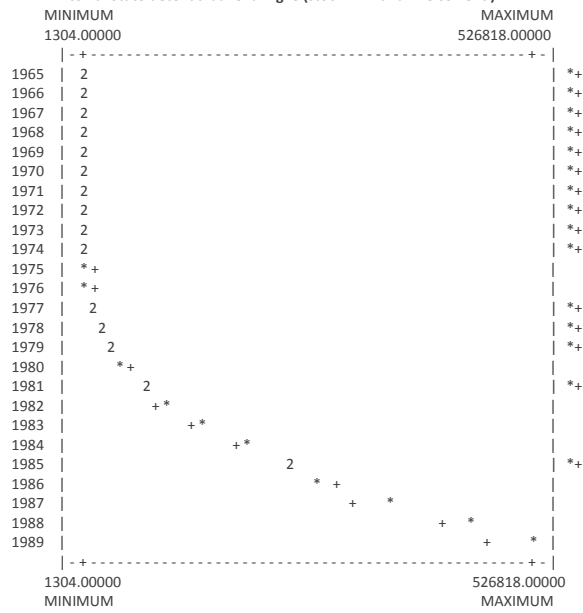


Coefficiente di correlazione = 0.99630  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99261  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 112.85691  
 Errore medio assoluto = 79.95842  
 Errore medio = 11.92169  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.00773  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.036676  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.018389  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.011159  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.017077  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.97176  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.0077478  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.98109



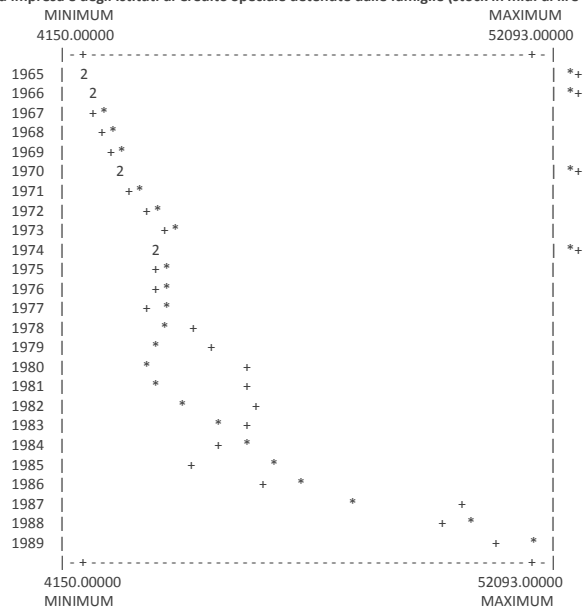
Coefficiente di correlazione = 0.99918  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99836  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 6987.19094  
 Errore medio assoluto = 4579.04087  
 Errore medio = -1347.19702  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.96905  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.035365  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.017514  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.037176  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.35061  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.61221  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.36932  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.59351

**Titoli di Stato detenuti dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti)**

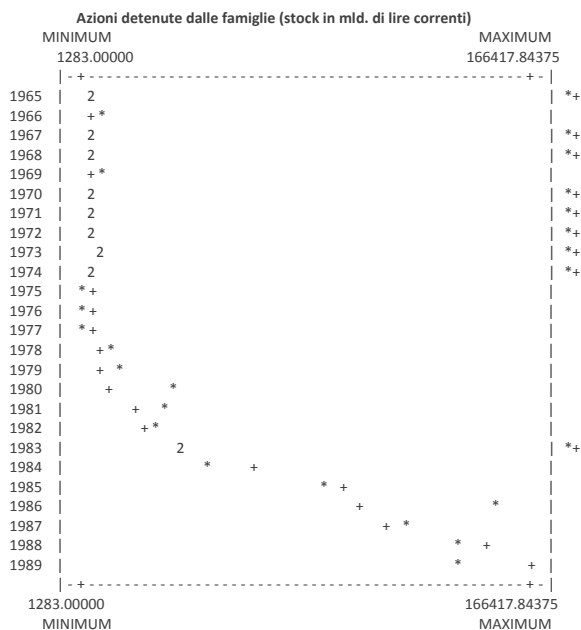


Coefficiente di correlazione = 0.99813  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99627  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 14711.06744  
 Errore medio assoluto = 7684.84453  
 Errore medio = 3769.29189  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.07772  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.081554  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.042100  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.065649  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.57197  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.36238  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.54344  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.39091

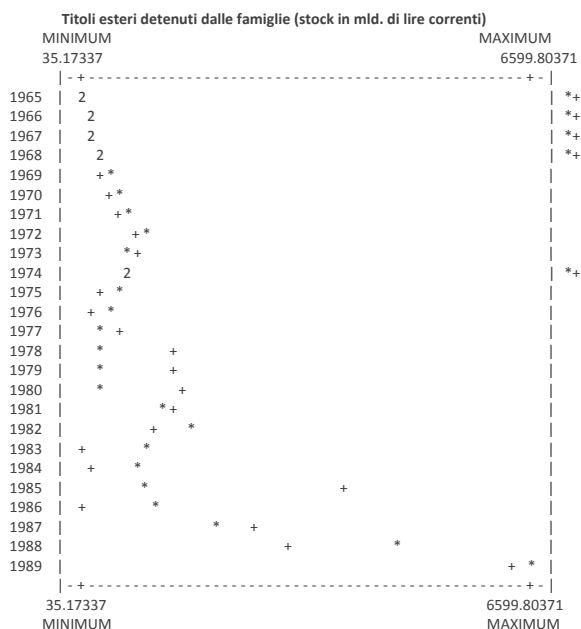
**Obbligazioni d'impresa e degli Istituti di Credito Speciale detenute dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti)**



Coefficiente di correlazione = 0.92246  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.85093  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 4708.78527  
 Errore medio assoluto = 3263.17447  
 Errore medio = -861.82134  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.91696  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.23499  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.11535  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.033498  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.00022305  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.96628  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.043226  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.92328

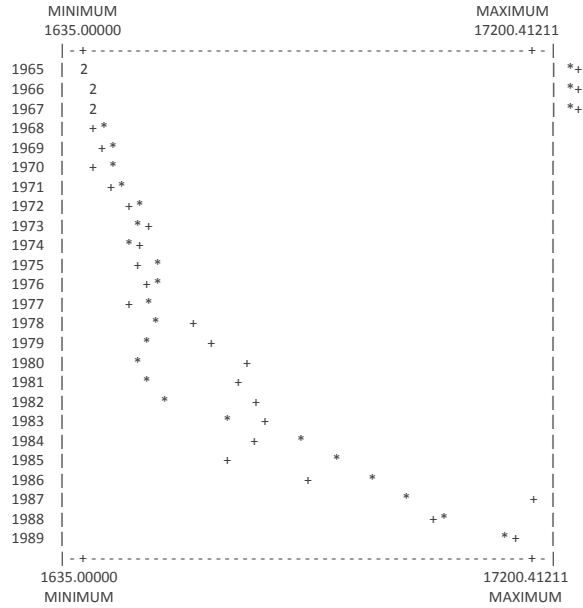


Coefficiente di correlazione = 0.96574  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.93264  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 12804.90423  
 Errore medio assoluto = 6850.00848  
 Errore medio = 1021.39070  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.95406  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.21179  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.10601  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0063625  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.0021388  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.99150  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.030902  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.96274



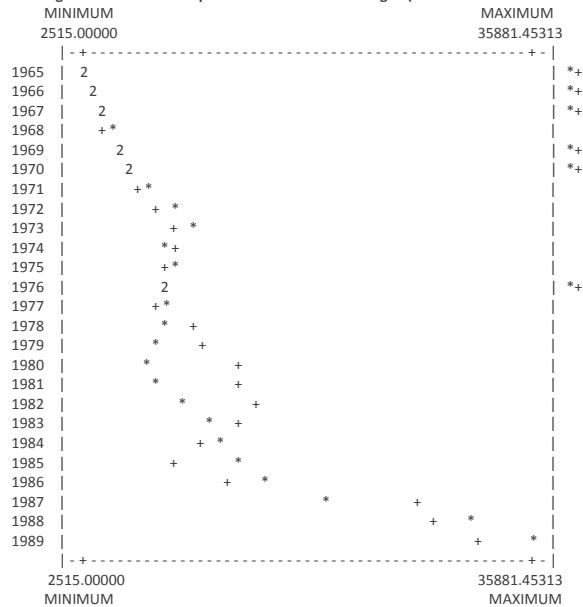
Coefficiente di correlazione = 0.82556  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.68155  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 850.68304  
 Errore medio assoluto = 542.45975  
 Errore medio = -61.58595  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.83498  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.47565  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.23623  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0052412  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.00036636  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.99439  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.076747  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.91801

**Obbligazioni d'impresa detenute dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti)**



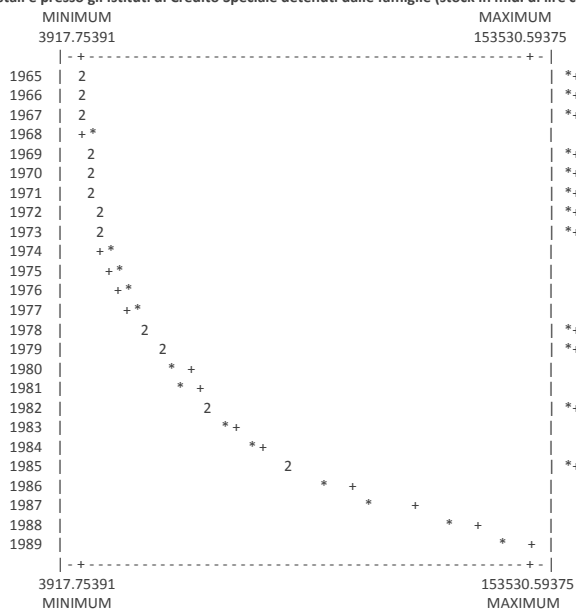
Coefficiente di correlazione = 0.91339  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.83429  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 1809.13772  
 Errore medio assoluto = 1226.36581  
 Errore medio = -327.65022  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.85602  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.26217  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.12716  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.032800  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.022953  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.94425  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.12059  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.84661

**Obbligazioni degli Istituti di Credito Speciale detenute dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti)**



Coefficiente di correlazione = 0.92575  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.85702  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 3011.49303  
 Errore medio assoluto = 2092.52536  
 Errore medio = -534.17111  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.96236  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.22747  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.11259  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.031463  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.0097097  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.95883  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.0088025  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.95973

Depositi postali e presso gli Istituti di Credito Speciale detenuti dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti)



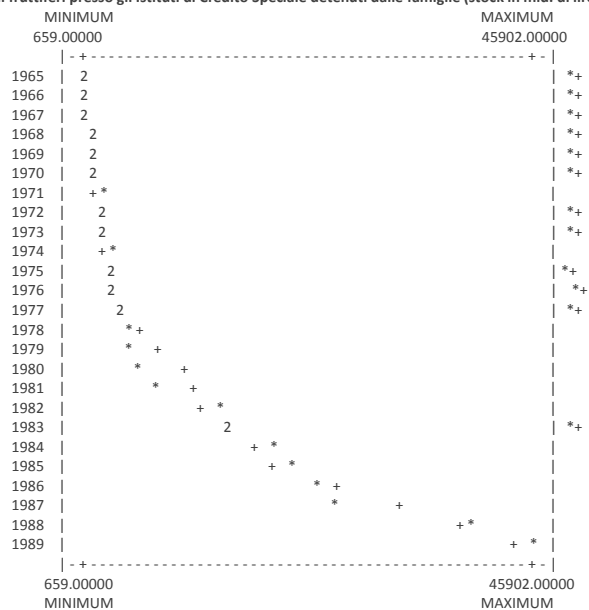
Coefficiente di correlazione = 0.99784  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99568  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 4709.10453  
 Errore medio assoluto = 2915.80244  
 Errore medio = -1689.31066  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.91665  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.086468  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.041818  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.12869  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.54474  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.32657  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.57164  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.29967

Depositi postali detenuti dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti)



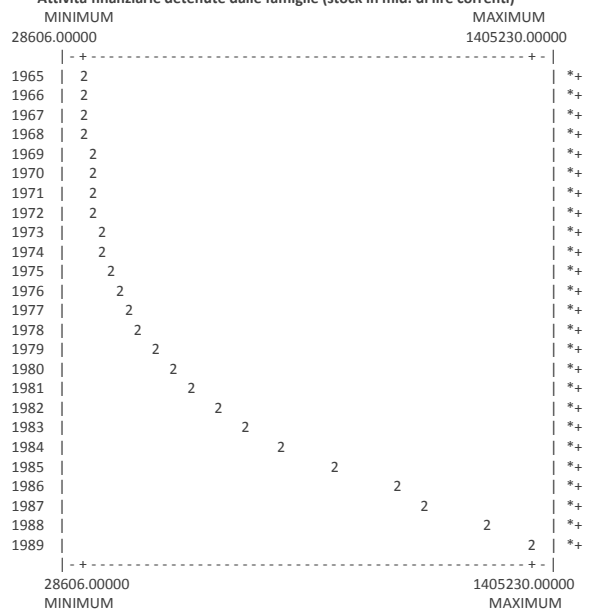
Coefficiente di correlazione = 0.99840  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99681  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 4013.39703  
 Errore medio assoluto = 2548.58441  
 Errore medio = -1404.05465  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.88744  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.10414  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.049865  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.12239  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.71362  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.16399  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.73196  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.14565

Depositi e buoni fruttiferi presso gli Istituti di Credito Speciale detenuti dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti)



Coefficiente di correlazione = 0.98924  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.97859  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 1817.98699  
 Errore medio assoluto = 1143.91650  
 Errore medio = -285.25601  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.99258  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.11319  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.056326  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.024620  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.00051368  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.97487  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.0024884  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.97289

Attività finanziarie detenute dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti)



Coefficiente di correlazione = 0.99998  
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99996  
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 2876.00985  
 Errore medio assoluto = 2131.35838  
 Errore medio = 709.56660  
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.00263  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.0052061  
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0026061  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.060870  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.14351  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.79562  
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.14141  
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.79772

## CONCLUSIONI

Lo scopo di questo lavoro è stato quello di formulare un modello che descrivesse congiuntamente le decisioni reali e finanziarie dei consumatori italiani. I risultati conseguiti in sede di stima confermano, in buona parte, lo schema teorico prescelto, mentre quelli derivanti da una simulazione dinamica condotta sull'intero periodo campionario evidenziano l'adeguatezza del modello nel descrivere e prevedere l'evoluzione temporale delle decisioni di spesa e di allocazione della ricchezza sia a livello aggregato che a livello disaggregato.

## APPENDICE

Viene riportato di seguito il blocco del modello CER-GRETA che descrive le decisioni di consumo ed allocazione della ricchezza delle famiglie. Si tenga presente che la notazione dei parametri è quella utilizzata nell'ambito del modello stesso e differisce, pertanto, dalla notazione utilizzata nel primo paragrafo e che, inoltre, tutte le equazioni stimate sono scritte in forma implicita. Per quando riguarda la legenda delle serie si rinvia a Baviera (1992).

### Consumi finali nazionali economici (mld. di lire '85)

$$\text{frml } c1 \log((CFNe85/poptot)/(CFNe85(-1)/poptot(-1))) - c1_0 - c1_1 * \log(((YNDf/poptot)/dCFNe)/((YNDf(-1)/poptot(-1))/dCFNe(-1))) - c1_2 * (\log(CFNe(-1)) - \log(YNDf(-1))) - c1_3 * (Wf(-2) + Acf(-2) + Afcf(-2) - Pf(-2) + c1_4 * Wpe(-1))/YNDf(-1) - c1_5 * (Rmaff(-1) - INFe(-1)) - c1_6 * (DC/YNDf - DC(-1)/YNDf(-1));$$

### Consumi finali nazionali economici (mld. di lire correnti)

$$\text{ident } c2 \text{ CFNe} = CFNe85 * dCFNe;$$

### Consumi finali di generi alimentari e tabacco (mld. di lire '85)

$$\text{frml } c3 \log((Cal85/poptot)/(Cal85(-1)/poptot(-1))) - c3_1 * \log((CFNe85/poptot)/(CFNe85(-1)/poptot(-1))) - c3_2 * \log(dCal/dCal(-1)) - c3_3 * \log(dCFNe/dCFNe(-1)) - c3_4 * ((qpop13 + qpop65) - (qpop13(-1) + qpop65(-1))) - c3_5 * (\log(Cal85(-1)/poptot(-1)) - c3_0 - c3_6 * \log(CFNe85(-1)/poptot(-1)) - c3_7 * \log(dCal(-1)/dCFNe(-1)) - c3_8 * (qpop13(-1) + qpop65(-1)) - c3_9 * time(-1));$$

### Consumi finali nazionali di beni non durevoli e semidurevoli non alimentari (mld. di lire '85)

$$\text{ident } c4 \text{ Cnda85} = CFNe85 - Cal85 - Cser85 - SD85 - SA85 - SM85;$$

### Consumi finali di servizi (mld. di lire '85)

$$\text{frml } c5 \log((Cser85/poptot)/(Cser85(-1)/poptot(-1))) - c5_1 * \log((CFNe85/poptot)/(CFNe85(-1)/poptot(-1))) - c5_2 * \log(dCser/dCser(-1)) - c5_3 * \log(dCFNe/dCFNe(-1)) - c5_4 * ((qpop13 + qpop65) - (qpop13(-1) + qpop65(-1))) - c5_5 * (\log(Cser85(-1)/poptot(-1)) - c5_0 - c5_6 * \log(CFNe85(-1)/poptot(-1)) - c5_7 * \log(dCser(-1)/dCFNe(-1)) - c5_8 * (qpop13(-1) + qpop65(-1)) - c5_9 * time(-1));$$

### Stock di beni durevoli (mld. di lire '85);

$$\text{frml } c6 \log((Kdf85/poptot)/(Kdf85(-1)/poptot(-1))) - c6_1 * \log((CFNe85/poptot)/(CFNe85(-1)/poptot(-1))) - c6_2 * \log(pkdp/pkd(-1)) - c6_3 * \log(dCFNe/dCFNe(-1)) - c6_4 * ((qpop13 + qpop65) - (qpop13(-1) + qpop65(-1))) - c6_10 * \log((Kdf85(-1)/poptot(-1))/(Kdf85(-2)/poptot(-2))) - c3_5 * (\log(Kdf85(-1)/poptot(-1)) - c6_0 - c6_6 * \log(CFNe85(-1)/poptot(-1)) - c6_7 * \log(pkdp(-1)/dCFNe(-1)) - c6_8 * (qpop13(-1) + qpop65(-1)) - c6_9 * time(-1));$$

### Stock di abitazioni (mld. di lire '85)

$$\text{frml } c7 \log((Kh85/poptot)/(Kh85(-1)/poptot(-1))) - c7_1 * \log((CFNe85/poptot)/(CFNe85(-1)/poptot(-1))) - c7_2 * \log(pkdp/pka(-1)) - c7_3 * \log(dCFNe/dCFNe(-1)) - c7_4 * ((qpop13 + qpop65) - (qpop13(-1) + qpop65(-1))) - c3_5 * (\log(Kh85(-1)/poptot(-1)) - c7_0 - c7_6 * \log(CFNe85(-1)/poptot(-1)) - c7_7 * \log(pkdp(-1)/dCFNe(-1)) - c7_8 * (qpop13(-1) + qpop65(-1)) - c7_9 * time(-1));$$

### Stock di circolante detenuto dalle famiglie (mld. di lire correnti)

$$\text{frml } c8 \log(((Acf/dCFNnd)/poptot)/((Acf(-1)/dCFNnd(-1))/poptot(-1))) - c8_1 * \log((CFNe85/poptot)/(CFNe85(-1)/poptot(-1))) - c8_2 * \log(pkdp/pkm(-1)) - c8_3 * \log(dCFNe/dCFNe(-1)) - c8_4 * ((qpop13 + qpop65) - (qpop13(-1) + qpop65(-1))) - c3_5 * (\log((Acf(-1)/dCFNnd(-1))/poptot(-1)) - c8_0 - c8_6 * \log(CFNe85(-1)/poptot(-1)) - c8_7 * \log(pkdp(-1)/dCFNe(-1)) - c8_8 * (qpop13(-1) + qpop65(-1)) - c8_9 * time(-1));$$

### Consumi finali di generi alimentari e tabacco (mld. di lire correnti)

$$\text{ident } c9 \text{ Cal} = Cal85 * dCal;$$

### Consumi finali nazionali di beni non durevoli e semidurevoli non alimentari (mld. di lire correnti)

$$\text{ident } c10 \text{ Cnda} = Cnda85 * dCnda;$$

### Consumi finali di servizi (mld. di lire correnti)

$$\text{ident } c11 \text{ Cser} = Cser85 * dCser;$$

### Servizi dei beni durevoli (mld. di lire correnti)

$ident\ c12\ SD = SD85 * dCFId;$

**Servizi abitativi (mld. di lire correnti)**

$ident\ c13\ SA = SA85 * dSA;$

**Servizi di liquidità (mld. di lire correnti)**

$ident\ c14\ SM = SM85 * dCFNnd;$

**Consumi finali all'estero dei residenti (mld. di lire '85)**

$frml\ c15\ log((CFEr85/poptot)/(CFEr85(-1)/poptot(-1))) - c15_1 * log((Cnda85/poptot)/(Cnda85(-1)/poptot(-1))) - c15_2 * log(Exrld/Exrld(-1)) - c15_4 * ((qpop13 + qpop65) - (qpop13(-1) + qpop65(-1))) - c15_5 * (log(CFEr85(-1)/poptot(-1)) - c15_0 - c15_6 * log(Cnda85(-1)/poptot(-1)) - c15_7 * log(Exrld(-1)) - c15_8 * (qpop13(-1) + qpop65(-1)) - c15_9 * time(-1));$

**Consumi di combustibili ed energia elettrica (mld. di lire '85)**

$frml\ c16\ log((Cee85/poptot)/(Cee85(-1)/poptot(-1))) - c16_1 * log((Cnda85/poptot)/(Cnda85(-1)/poptot(-1))) - c16_2 * log(dCee/dCee(-1)) - c16_3 * log(dCnda/dCnda(-1)) - c16_4 * ((qpop13 + qpop65) - (qpop13(-1) + qpop65(-1))) - c15_5 * (log(Cee85(-1)/poptot(-1)) - c16_0 - c16_6 * log(Cnda85(-1)/poptot(-1)) - c16_7 * log(dCee(-1)/dCnda(-1)) - c16_8 * (qpop13(-1) + qpop65(-1)) - c16_9 * time(-1));$

**Spese di esercizio dei mezzi di trasporto (mld. di lire '85)**

$frml\ c17\ log((Cbenz85/poptot)/(Cbenz85(-1)/poptot(-1))) - c17_1 * log((Cnda85/poptot)/(Cnda85(-1)/poptot(-1))) - c17_2 * log(dCbenz/dCbenz(-1)) - c17_3 * log(dCnda/dCnda(-1)) - c17_4 * ((qpop13 + qpop65) - (qpop13(-1) + qpop65(-1))) - c15_5 * (log(Cbenz85(-1)/poptot(-1)) - c17_0 - c17_6 * log(Cnda85(-1)/poptot(-1)) - c17_7 * log(dCbenz(-1)/dCnda(-1)) - c17_8 * (qpop13(-1) + qpop65(-1)) - c17_9 * time(-1));$

**Altri consumi di beni non durevoli e semidurevoli non alimentari (mld. di lire '85)**

$ident\ c18\ Cndaa85 = Cnda85 - CFEr85 - Cee85 - Cbenz85;$

**Consumi finali all'estero dei residenti (mld. di lire correnti)**

$ident\ c19\ CFEr = CFEr85 * dCFEr;$

**Consumi di combustibili ed energia elettrica (mld. di lire correnti)**

$ident\ c20\ Cee = Cee85 * dCee;$

**Spese di esercizio dei mezzi di trasporto (mld. di lire correnti)**

$ident\ c21\ Cbenz = Cbenz85 * dCbenz;$

**Altri consumi di beni non durevoli e semidurevoli non alimentari (mld. di lire correnti)**

$ident\ c22\ Cndaa = Cnda - CFEr - Cee - Cbenz;$

**Consumi finali interni di beni durevoli (mld. di lire '85)**

$ident\ c23\ CFId85 = Kdf85 - (1 - deld) * Kdf85(-1);$

**Consumi finali interni di beni durevoli (mld. di lire correnti)**

$ident\ c24\ CFId = dCFId * CFId85;$

**Consumi finali nazionali delle famiglie (mld. di lire correnti)**

$ident\ c25\ CFNF = Cal + Cnda + Cser + CFId + SA;$

**Consumi finali nazionali delle famiglie (mld. di lire '85)**

$ident\ c26\ CFNF85 = Cal85 + Cnda85 + Cser85 + CFId85 + SA85;$

**Importazioni di beni finali di consumo (mld. di lire '85)**

$frml\ c27\ log((Mc85/poptot)/(Mc85(-1)/poptot(-1))) - c27_0 - c27_1 * log((CFNF85/poptot)/(CFNF85(-1)/poptot(-1))) - c27_2 * log(dMc/dMc(-1)) - c27_3 * log(dCFNF/dCFNF(-1)) - c27_4 * ((qpop13 + qpop65) - (qpop13(-1) + qpop65(-1))) - c27_5 * (log(Mc85(-1)/poptot(-1)) - c27_6 * log(CFNF85(-1)/poptot(-1)) - c27_7 * log(dMc(-1)/dCFNF(-1)) - c27_8 * (qpop13(-1) + qpop65(-1)) - c27_9 * time(-1));$

**Consumi finali nazionali delle famiglie al netto dei beni finali di consumo d'importazione (mld. di lire '85)**

$$\text{ident } c28 \text{ CFNFa85} = \text{CFNF85} - \text{Mc85};$$

**Importazioni di beni finali di consumo (mld. di lire correnti)**

$$\text{ident } c29 \text{ Mc} = \text{Mc85} * d\text{Mc};$$

**Consumi finali nazionali delle famiglie al netto dei beni finali di consumo d'importazione (mld. di lire correnti)**

$$\text{ident } c30 \text{ CFNFa} = \text{CFNF} - \text{Mc};$$

**Consumi finali interni delle famiglie (mld. di lire correnti)**

$$\text{ident } c31 \text{ CFIF} = \text{CFIF85} * d\text{CFIF};$$

**Consumi finali interni delle famiglie (mld. di lire '85)**

$$\text{ident } c32 \text{ CFIF85} = \text{CFNF85} - \text{CFEr85} + \text{CFEnr85};$$

**Risparmio netto delle famiglie (mld. di lire correnti)**

$$\text{ident } c33 \text{ Sf} = \text{YNDf} - \text{CFNe};$$

**Prezzo delle abitazioni**

$$\text{ident } c34 \text{ pka} = \text{Ra} * d\text{SA};$$

**Servizi abitativi(mld. di lire '85)**

$$\text{ident } c35 \text{ SA85} = \text{pka} * \text{Kh85}/d\text{SA};$$

**Stock di abitazioni (mld. di lire correnti)**

$$\text{ident } c36 \text{ Kh} = \text{Kh85} * d\text{IFLh};$$

**Investimenti fissi lordi in abitazioni (mld. di lire '85)**

$$\text{ident } c37 \text{ IFLh85} = \text{Kh85} - (1 - \text{delh}) * \text{Kh85}(-1);$$

**Investimenti fissi lordi in abitazioni (mld. di lire correnti)**

$$\text{ident } c38 \text{ IFLh} = d\text{IFLh} * \text{IFLh85};$$

**Prezzo dei beni durevoli**

$$\text{ident } c39 \text{ pkd} = \text{Rd} * d\text{CFId} + a\text{Iauto};$$

**Servizi dei beni durevoli (mld. di lire '85)**

$$\text{ident } c40 \text{ SD85} = \text{pkd} * \text{Kdf85}/d\text{CFId};$$

**Stock di beni durevoli (mld. di lire correnti)**

$$\text{ident } c41 \text{ Kdf} = d\text{CFId} * \text{Kdf85};$$

**Ricchezza vendibile delle famiglie (mld. di lire correnti)**

$$\text{ident } c42 \text{ Wf} = \text{Wf}(-1) + \text{Sf} + \text{Pf} - \text{Pf}(-1) + \text{Gca} - \text{Acf} + \text{Acf}(-1) - \text{Afcf} + \text{Afcf}(-1);$$

**Ricchezza non vendibile delle famiglie (mld. di lire correnti)**

$$\text{ident } c43 \text{ Wpe} = \text{Fy} * \text{pensmed} * \text{vitae} + \text{Fo} * \text{pensmed} * \text{vitae} + (\text{Poptot} * \text{qpop65}) * \text{pensmed} * \text{vitae} - ((\text{aCSgld} + \text{aCSald}) * (\text{YDp} + \text{YDg}) + \text{aCSla} * \text{Ya} + (\text{aOSDegp} + \text{aOSDpr}) * \text{YDp} + (\text{aOSEg} + \text{aOSFg}) * \text{YDg}) * 25;$$

**Prezzo del circolante detenuto dalle famiglie**

$$\text{ident } c44 \text{ pkm} = (1 - 1/(1 + \text{Rmaff})) * d\text{CFNnd};$$

**Servizi di liquidità (mld. di lire '85)**

$$\text{ident } c45 \text{ SM85} = \text{pkm} * (\text{Acf}/d\text{CFNnd})/d\text{CFNnd};$$

**Depositi bancari detenuti dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti)**

$$\text{frml } c46 (\text{Adbf}/(\text{Wf} - \text{Kdf} - \text{Kh})) - c46_0 - c46_1 * (\text{Rdb} - \text{Rdpbff}) - c46_2 * (\text{Rtpf} - \text{Rdpbff}) - c46_3 * (\text{Ratf} - \text{Rdpbff}) - c46_4 * (\text{Raz} - \text{Rdpbff}) - c46_5 * (\text{Rte} - \text{Rdpbff}) - c46_6 * \text{INFe} - c46_7 * \text{Wpe}/$$

$$(Wf(-1) - Kdf(-1) - Kh(-1)) - c46_8 * Kh(-1) / (Wf(-1) - Kdf(-1) - Kh(-1)) - c46_9 * Kdf(-1) / (Wf(-1) - Kdf(-1) - Kh(-1)) - c46_{10} * (qpop13 + qpop65) - c46_{11} * ((Adbf(-1) / (Wf(-1) - Kdf(-1) - Kh(-1))) - c46_0 - c46_1 * (Rdb(-1) - Rdpbfff(-1)) - c46_2 * (Rtpf(-1) - Rdpbfff(-1)) - c46_3 * (Ratf(-1) - Rdpbfff(-1)) - c46_4 * (Raz(-1) - Rdpbfff(-1)) - c46_5 * (Rte(-1) - Rdpbfff(-1)) - c46_6 * INFe(-1) - c46_7 * Wpe(-1) / (Wf(-2) - Kdf(-2) - Kh(-2)) - c46_8 * Kh(-2) / (Wf(-2) - Kdf(-2) - Kh(-2)) - c46_9 * Kdf(-2) / (Wf(-2) - Kdf(-2) - Kh(-2)) - c46_{10} * (qpop13(-1) + qpop65(-1)));$$

#### **Titoli di Stato detenuti dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti)**

$$frml\ c47\ (Atpf / (Wf - Kdf - Kh)) - c47_0 - c46_2 * (Rdb - Rdpbfff) - c47_2 * (Rtpf - Rdpbfff) - c47_3 * (Ratf - Rdpbfff) - c47_4 * (Raz - Rdpbfff) - c47_5 * (Rte - Rdpbfff) - c47_6 * INFe - c47_7 * Wpe / (Wf(-1) - Kdf(-1) - Kh(-1)) - c47_8 * Kh(-1) / (Wf(-1) - Kdf(-1) - Kh(-1)) - c47_9 * Kdf(-1) / (Wf(-1) - Kdf(-1) - Kh(-1)) - c47_{10} * (qpop13 + qpop65) - c46_{11} * ((Atpf(-1) / (Wf(-1) - Kdf(-1) - Kh(-1))) - c47_0 - c46_2 * (Rdb(-1) - Rdpbfff(-1)) - c47_2 * (Rtpf(-1) - Rdpbfff(-1)) - c47_3 * (Ratf(-1) - Rdpbfff(-1)) - c47_4 * (Raz(-1) - Rdpbfff(-1)) - c47_5 * (Rte(-1) - Rdpbfff(-1)) - c47_6 * INFe(-1) - c47_7 * Wpe(-1) / (Wf(-2) - Kdf(-2) - Kh(-2)) - c47_8 * Kh(-2) / (Wf(-2) - Kdf(-2) - Kh(-2)) - c47_9 * Kdf(-2) / (Wf(-2) - Kdf(-2) - Kh(-2)) - c47_{10} * (qpop13(-1) + qpop65(-1)));$$

#### **Obbligazioni d'impresa e degli ICS detenute dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti)**

$$frml\ c48\ (Aatf / (Wf - Kdf - Kh)) - c48_0 - c46_3 * (Rdb - Rdpbfff) - c47_3 * (Rtpf - Rdpbfff) - c48_3 * (Ratf - Rdpbfff) - c48_4 * (Raz - Rdpbfff) - c48_5 * (Rte - Rdpbfff) - c48_6 * INFe - c48_7 * Wpe / (Wf(-1) - Kdf(-1) - Kh(-1)) - c48_8 * Kh(-1) / (Wf(-1) - Kdf(-1) - Kh(-1)) - c48_9 * Kdf(-1) / (Wf(-1) - Kdf(-1) - Kh(-1)) - c48_{10} * (qpop13 + qpop65) - c46_{11} * ((Aatf(-1) / (Wf(-1) - Kdf(-1) - Kh(-1))) - c48_0 - c46_3 * (Rdb(-1) - Rdpbfff(-1)) - c47_3 * (Rtpf(-1) - Rdpbfff(-1)) - c48_3 * (Ratf(-1) - Rdpbfff(-1)) - c48_4 * (Raz(-1) - Rdpbfff(-1)) - c48_5 * (Rte(-1) - Rdpbfff(-1)) - c48_6 * INFe(-1) - c48_7 * Wpe(-1) / (Wf(-2) - Kdf(-2) - Kh(-2)) - c48_8 * Kh(-2) / (Wf(-2) - Kdf(-2) - Kh(-2)) - c48_9 * Kdf(-2) / (Wf(-2) - Kdf(-2) - Kh(-2)) - c48_{10} * (qpop13(-1) + qpop65(-1)));$$

#### **Azioni detenute dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti)**

$$frml\ c49\ (Aazf / (Wf - Kdf - Kh)) - c49_0 - c46_4 * (Rdb - Rdpbfff) - c47_4 * (Rtpf - Rdpbfff) - c48_4 * (Ratf - Rdpbfff) - c49_4 * (Raz - Rdpbfff) - c49_5 * (Rte - Rdpbfff) - c49_6 * INFe - c49_7 * Wpe / (Wf(-1) - Kdf(-1) - Kh(-1)) - c49_8 * Kh(-1) / (Wf(-1) - Kdf(-1) - Kh(-1)) - c49_9 * Kdf(-1) / (Wf(-1) - Kdf(-1) - Kh(-1)) - c49_{10} * (qpop13 + qpop65) - c46_{11} * ((Aazf(-1) / (Wf(-1) - Kdf(-1) - Kh(-1))) - c49_0 - c46_4 * (Rdb(-1) - Rdpbfff(-1)) - c47_4 * (Rtpf(-1) - Rdpbfff(-1)) - c48_4 * (Ratf(-1) - Rdpbfff(-1)) - c49_4 * (Raz(-1) - Rdpbfff(-1)) - c49_5 * (Rte(-1) - Rdpbfff(-1)) - c49_6 * INFe(-1) - c49_7 * Wpe(-1) / (Wf(-2) - Kdf(-2) - Kh(-2)) - c49_8 * Kh(-2) / (Wf(-2) - Kdf(-2) - Kh(-2)) - c49_9 * Kdf(-2) / (Wf(-2) - Kdf(-2) - Kh(-2)) - c49_{10} * (qpop13(-1) + qpop65(-1)));$$

#### **Titoli esteri detenuti dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti)**

$$frml\ c50\ (Atef / (Wf - Kdf - Kh)) - c50_0 - c46_5 * (Rdb - Rdpbfff) - c47_5 * (Rtpf - Rdpbfff) - c48_5 * (Ratf - Rdpbfff) - c49_5 * (Raz - Rdpbfff) - c50_5 * (Rte - Rdpbfff) - c50_6 * INFe - c50_7 * Wpe / (Wf(-1) - Kdf(-1) - Kh(-1)) - c50_8 * Kh(-1) / (Wf(-1) - Kdf(-1) - Kh(-1)) - c50_9 * Kdf(-1) / (Wf(-1) - Kdf(-1) - Kh(-1)) - c50_{10} * (qpop13 + qpop65) - c46_{11} * ((Atef(-1) / (Wf(-1) - Kdf(-1) - Kh(-1))) - c50_0 - c46_5 * (Rdb(-1) - Rdpbfff(-1)) - c47_5 * (Rtpf(-1) - Rdpbfff(-1)) - c48_5 * (Ratf(-1) - Rdpbfff(-1)) - c49_5 * (Raz(-1) - Rdpbfff(-1)) - c50_5 * (Rte(-1) - Rdpbfff(-1)) - c50_6 * INFe(-1) - c50_7 * Wpe(-1) / (Wf(-2) - Kdf(-2) - Kh(-2)) - c50_8 * Kh(-2) / (Wf(-2) - Kdf(-2) - Kh(-2)) - c50_9 * Kdf(-2) / (Wf(-2) - Kdf(-2) - Kh(-2)) - c50_{10} * (qpop13(-1) + qpop65(-1)));$$

#### **Obbligazioni d'impresa detenute dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti.)**

$$frml\ c51\ (Aobbf / Aatf) - c51_0 - c51_1 * (Robi - Robi(-1)) - c51_2 * (Rics - Rics(-1)) - c51_3 * (Aobbf(-1) / Aatf(-1)) - c51_4 * INFe(-1);$$

#### **Obbligazioni degli ICS detenute dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti)**

$$ident\ c52\ Aobif = Aatf - Aobbf;$$

#### **Depositi postali e presso gli ICS detenuti dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti)**

$$ident\ c53\ Adpbfff = Wf - Adbf - Atpf - Aatf - Aazf - Atef - Kh - Kdf;$$

#### **Depositi postali detenuti dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti)**

$$frml\ c54\ (Adpf / Adpbfff) - c54_0 - c54_1 * (Rlr - Rlr(-1)) - c54_2 * (Adpf(-1) / Adpbfff(-1));$$

#### **Depositi e buoni fruttiferi ICS detenuti dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti)**

$$ident\ c55\ Abfff = Adpbfff - Adpf;$$

**Attività finanziarie delle famiglie (stock in mld. di lire correnti)**

$$ident\ c56\ Aff = Acf + Adbf + Adpbff + Atpf + Aatf + Aazf + Atef + Afcf;$$

**Passività finanziarie delle famiglie (stock in mld. di lire correnti)**

$$ident\ c57\ Pf = Pbf + Pif + Paf;$$

**BIBLIOGRAFIA**

Baviera P. (1992) "Il modello macroeconomico annuale CER-GRETA: appendice statistica" *GRETA Documento Tecnico* n° 92.01.

Bollino C., Rossi N. (1987) "The Italian Households' Demand for Money Assets and Government Debt", in F. Giavazzi e L. Spaventa (a cura di), *High Public Debt: the Italian Experience*, Cambridge University Press.

Cappuccio N., Orsi R. (1991) *Econometria*, ed. Il Mulino.

Deaton A., Muellbauer J. (1980) *Economics and Consumer Behavior*, Cambridge University Press.

Engle R.F., Granger C.W.J. (1987) "Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing", *Econometrica*, vol. 55, pp.251-276.

Fair R.C., Dominguez K.M. (1991) "Effects of the Changing U.S. Age Distribution on Macroeconomic Equations", *The American Economic Review*, vol. 81, pp. 1276-1294.

Franco D., Morcaldo G. (1990) "The Italian Pension System: Development and Effects on Income Distribution and Poverty", *Labour*, pp. 105-124 e pp. 133-159.

Giraldi C., Hamoui R., Rossi N. (1992a) "Marketable and non-marketable assets in households' portfolio: a cross-country comparison", in V. Conti e R. Hamoui, *Financial liberalization and the banking system*, Cambridge University Press.

Giraldi C., Hamoui R., Rossi N. (1992b) "Non-marketable assets and households' portfolio choices: a case study of Italy" *Journal of Banking and Finance* (di prossima pubblicazione).

Gorman W.M. (1971) Lecture Notes, (mimeo), London School of Economics cit. in A. Deaton, J. Muellbauer op. cit.

Hubbard R.G. (1985) "Personal Taxation, Pension Wealth and Portfolio Composition", *Review of Economics and Statistics*, (..) pp. 53-60.

Maccan L., Rossi N., Visco I. (1992) "Saving and Borrowing Constraints", mimeo (Banca d'Italia).

Mayers D. (1973) "Non-marketable Assets and the Determination of Capital Asset Prices in Absence of Riskless Asset", *Journal of Business*, vol. 46, pp. 258-267.

Merton R. (1969) "Lifetime Portfolio Selection Under Uncertainty: the Continuous Time Case", *Review of Economics and Statistics*, vol. 50, pp. 247-257.

Merton R. (1971) "Optimum Consumption and Portfolio rules in a Continuous Time Model", *Journal of Economic Theory*, vol. 3, pp. 373-413.

Merton R. (1973) "An Intertemporal Capital Asset Pricing Model", *Econometrica*, vol. 41, pp. 867-887.

Modigliani F. (1975) "The Life Cycle Hypothesis of Saving Twenty Years Later", in M. Parkin ed., *Contemporary Issues in Economics*, Manchester University Press.

Modigliani F. (1986) "Life Cycle, Individual Thrift, and the Wealth of Nations", *The American Economic Review*, vol. 76, pp. 297-313.

Morciano M. (1986) "Un modello econometrico delle scelte di portafoglio delle famiglie: stime basate sulla prima indagine filiali BNL" in Banca d'Italia "Le indagini campionarie sui bilanci delle famiglie italiane", *Contributi all'Analisi Economica*, numero speciale.

Perraudin W. (1987) "The Impact of Inflation Upon Portfolio Choice: A Duality Approach Using U.K. Data", *IMF Working Paper*, 87/30.

Pollack R.A., Wales T.J. (1978) "Estimation of complete demand system from household budget data: the linear and quadratic expenditure systems", *American Economic Review*, vol. 68, pp. 348-359.

Rinaldi A.I. (1991) "La diversificazione dei portafogli delle famiglie: un'analisi su dati microeconomici" in Banca d'Italia, *Ricerche applicate e modelli per la politica economica*.

Rossi N., Visco I. (1992) "Private saving and government deficit in Italy", Banca d'Italia, *Temi di discussione*, n. 178.

Stone J.R.N. (1954) "The Measurement of Consumers' Expenditure and Behaviour in the United Kingdom", 1920-1938, Vol. I, Cambridge University Press.

Stoker T.M. (1986) "Simple Test of Distributional Effects on Macroeconomic Equations", *Journal of Political Economy*, vol. 94, pp. 763-795.

Theil H. (1961) "Economic Forecasts and Policy", *North Holland Publishing Company*, pp. 31-48.

Theil H. (1966) "Applied Economic Forecasting", *North Holland Publishing Company*, pp. 27-33.

Ottobre 1992

# Il Modello Macroeconomico Annuale CER-GRETA: Appendice statistica<sup>1,2</sup>

Pierfrancesco Baviera<sup>a</sup>

In questo lavoro viene riportata la legenda delle variabili utilizzate nell'ambito del modello macroeconomico annuale CER-GRETA, indicante le fonti statistiche e/o le metodologie di ricostruzione delle serie storiche considerate.

- aAaff*: aliquota d'imposta media effettiva di altre imposte sugli affari 1973/90. La serie è calcolata dividendo il relativo gettito percepito dallo Stato (*Aaff*) per l'imponibile ottenuto sottraendo al valore aggiunto allargato del settore privato (*QP*) le importazioni di fonti energetiche (*Mfe*) e non (*Mne*).
- Aaff*: altre imposte sugli affari incassate dallo Stato (mld. di lire correnti) 1973/90. La serie è calcolata sottraendo al totale delle imposte sugli affari (*Affa*) l'imposta sul valore aggiunto (*IVA*) e le imposte di registro, bollo e sostitutiva del registro e del bollo (*Reboss*).
- Aaic*: altre attività degli Istituti di Credito Speciale (stock in mld. di lire correnti) 1973/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- Aatf*: obbligazioni emesse dalle imprese e dagli Istituti di Credito Speciale detenute dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. La serie è calcolata sommando gli stock di obbligazioni emesse dalle imprese (*Aobbif*) e dagli Istituti di Credito Speciale (*Aobif*) detenuti dalle famiglie.
- Aatlb*: altri titoli a lungo termine detenuti dalle banche (stock in mld. di lire correnti) 1974/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- Aazf*: azioni e partecipazioni italiane detenute dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. Fonte: Banca d'Italia (a) (1971) e Banca d'Italia (b).<sup>3</sup>
- Abff*: depositi e buoni fruttiferi degli Istituti di Credito Speciale detenuti dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. Fonte: Banca d'Italia (a) (1971) e Banca d'Italia (b).<sup>4</sup>
- Abfo*: depositi e buoni fruttiferi presso gli Istituti di Credito Speciale detenuti da altri operatori (stock in mld. di lire correnti) 1973/89. Trattasi di una posta correttiva calcolata sottraendo ai depositi e buoni fruttiferi presso gli Istituti di Credito Speciale (*Pbfic*) i depositi ed i buoni fruttiferi degli Istituti di Credito Speciale detenuti dalle famiglie (*Abff*).
- Abotb*: Buoni Ordinari del Tesoro detenuti dalle banche (stock in mld. di lire correnti) 1970/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- Abotf*: Buoni Ordinari del Tesoro detenuti dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. Fonte: Banca d'Italia (a) (1971) e Banca d'Italia (b).<sup>5</sup>
- Aboti*: Buoni Ordinari del Tesoro detenuti dalle imprese (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. Fonte: Banca d'Italia (a) (1971) e Banca d'Italia (b).<sup>6</sup>
- Abtpf*: Buoni del Tesoro Poliennali ed altri titoli di Stato detenuti dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. Fonte: Banca d'Italia (a) (1971) e Banca d'Italia (b).<sup>7</sup>

<sup>a</sup> GRETA.

<sup>1</sup> Working Paper GRETA 9201 (<http://www.greta.it/wp.htm>)

<sup>2</sup> Questo lavoro fa parte del progetto di ricerca condotto congiuntamente dal Centro Europa Ricerche (CER) e da GRETA Associati, finalizzato alla realizzazione di un modello econometrico per l'economia italiana. Il progetto è diretto da Nicola Rossi (Università di Modena). Desidero ringraziare Giorgio Brunello, Vincenzo Chiorazzo, Marzio Galeotti, Pierluigi Morelli, Pier Carlo Padoan, Giovanni Pittaluga, Dino Rizzi e Luigi Spaventa per i numerosi consigli e suggerimenti. Un ringraziamento particolare va a Nicola Rossi per la costante attenzione dedicata al presente lavoro. Naturalmente resto l'unico responsabile di eventuali errori.

<sup>3</sup> Il dato del 1989 è calcolato sommando allo stock del 1988 il dato di flusso del 1989 (Banca d'Italia (b) 1989).

<sup>4</sup> Vedasi nota 3.

<sup>5</sup> Vedasi nota 3.

<sup>6</sup> Vedasi nota 3.

<sup>7</sup> Vedasi nota 3.

<i>Abtpi:</i>	Buoni Poliennali del Tesoro ed altri titoli di Stato detenuti dalle imprese (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. Fonte: Banca d'Italia (a) (1971) e Banca d'Italia (b). <sup>8</sup>
<i>Acctb:</i>	Certificati di Credito del Tesoro detenuti dalle banche (stock in mld. di lire correnti) 1974/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
<i>Acctf:</i>	Certificati di Credito del Tesoro detenuti dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. Fonte: Banca d'Italia (a) (1971) e Banca d'Italia (b). <sup>9</sup>
<i>Accti:</i>	Certificati di Credito del Tesoro detenuti dalle imprese (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. Fonte: Banca d'Italia (a) (1971) e Banca d'Italia (b). <sup>10</sup>
<i>Acf:</i>	circolante detenuto dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. Fonte: Banca d'Italia (a) (1971) e Banca d'Italia (b). <sup>11</sup>
<i>Aci:</i>	circolante detenuto dalle imprese (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. Fonte: Banca d'Italia (a) (1971) e Banca d'Italia (b). <sup>12</sup>
<i>Aco:</i>	circolante detenuto da altri operatori (stock in mld. di lire correnti) 1970/89. Trattasi di una posta correttiva calcolata sottraendo al circolante detenuto dal pubblico ( <i>Circ</i> ) il circolante detenuto da famiglie ( <i>Acf</i> ) ed imprese ( <i>Aci</i> ).
<i>Acop:</i>	altre forme di copertura del fabbisogno del Settore Statale (mld. di lire correnti) 1971/90. La serie è calcolata sottraendo al fabbisogno del Settore Statale al netto dei debiti pregressi ( <i>FABss</i> ) il flusso di titoli di Stato presenti sul mercato ( <i>TSm</i> ), il flusso di depositi postali ( <i>DP</i> ) ed il flusso di base monetaria creata dal Tesoro ( <i>BMtes</i> ).
<i>aCSald:</i>	aliquota media effettiva dei contributi sociali a carico dei lavoratori dipendenti versati alle Istituzioni Sociali Private 1951/90. La serie è calcolata dividendo la differenza fra il totale dei contributi sociali a carico dei lavoratori dipendenti ( <i>CSId</i> ) e la parte versata alle sole Amministrazioni Pubbliche ( <i>CSgId</i> ) per il totale delle retribuzioni lorde ( <i>YDp+ YDg</i> ).
<i>aCSgId:</i>	aliquota media effettiva dei contributi sociali a carico dei lavoratori dipendenti versati alle Amministrazioni Pubbliche 1951/90. La serie è calcolata come rapporto fra gli contributi sociali a carico dei lavoratori dipendenti versati alle Amministrazioni Pubbliche ( <i>CSgId</i> ) e il totale delle retribuzioni lorde ( <i>YDp+ YDg</i> ).
<i>aCSla:</i>	aliquota media effettiva dei contributi sociali a carico dei lavoratori autonomi 1951/90. La serie è calcolata come rapporto fra i contributi sociali a carico dei lavoratori autonomi ( <i>CSla</i> ) ed il totale retribuzioni lorde di quest'ultimi ( <i>YA</i> ).
<i>Adbf:</i>	depositi bancari detenuti dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. Fonte: Banca d'Italia (a) (1971) e Banca d'Italia (b).
<i>Adbi:</i>	depositi bancari detenuti dalle imprese (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. Fonte: Banca d'Italia (a) (1971) e Banca d'Italia (b). <sup>13</sup>
<i>Adbo:</i>	depositi bancari detenuti da altri operatori (stock in mld. di lire correnti) 1970/89. Trattasi di una posta correttiva calcolata sottraendo ai depositi bancari complessivi ( <i>Pdb</i> ) i depositi bancari detenuti da famiglie ( <i>Adbf</i> ) ed imprese ( <i>Adbi</i> ).
<i>Adpbff:</i>	depositi postali e presso gli Istituti di Credito Speciale detenuti dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. La serie è calcolata sommando i depositi postali ( <i>Adpf</i> ) ed i depositi e buoni fruttiferi degli Istituti di Credito Speciale ( <i>Abff</i> ) detenuti dalle famiglie.
<i>Adpf:</i>	depositi postali detenuti dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. Fonte: Banca d'Italia (a) (1971) e Banca d'Italia (b). <sup>14</sup>
<i>Adpi:</i>	depositi postali detenuti dalle imprese (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. Fonte: Banca d'Italia (a) (1971) e Banca d'Italia (b). <sup>15</sup>

<sup>8</sup> Vedasi nota 3.

<sup>9</sup> Vedasi nota 3.

<sup>10</sup> Vedasi nota 3.

<sup>11</sup> Vedasi nota 3.

<sup>12</sup> Il dato 1989 è calcolato sommando allo stock del 1988 il dato di flusso del 1989 (Banca d'Italia (b) 1989) relativo alla somma del circolante e dei depositi postali detenuti dalle imprese, opportunamente pesato con la quota di circolante del 1988.

<sup>13</sup> Vedasi nota 3.

<sup>14</sup> Vedasi nota 3.

- Adpo*: depositi postali detenuti da altri operatori (stock in mld. di lire correnti) 1967/89. Trattasi di una posta correttiva calcolata sottraendo ai depositi postali complessivi (*DP*) i depositi postali detenuti da famiglie (*Adpf*) ed imprese (*Adpi*).
- AEC*: altre entrate correnti (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è calcolata sommando alle entrate correnti varie (*RDv*) delle Amministrazioni Pubbliche, gli aiuti internazionali (*Aie*) e i trasferimenti diversi (*TRDe*) in entrata alle Amministrazioni Pubbliche.
- Acf*: fondi comuni d'investimento di diritto italiano ed estero detenuti dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. Fonte: Banca d'Italia (a) (1971) e Banca d'Italia (b).<sup>16</sup>
- Aff*: attività finanziarie detenute dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. La serie è calcolata sommando il circolante (*Acf*), i depositi postali e presso gli Istituti di Credito Speciale (*Adpbff*), i titoli di Stato (*Atpf*), le obbligazioni emesse dalle imprese e dagli Istituti di Credito Speciale (*Aatf*), le azioni e partecipazioni italiane (*Aazf*), i titoli esteri (*Atef*) ed i fondi comuni d'investimento (*Afcf*) detenuti dalle famiglie.
- Affa*: imposte indirette sugli affari incassate dallo Stato (mld. di lire correnti) 1965/90. Fonte: Ghessi fino al 1982, Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica dal 1983.
- Afi*: attività finanziarie detenute dalle imprese (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. La serie è calcolata sommando il circolante (*Ac*), i depositi postali (*Adp*), i titoli di Stato (*Atp*), le obbligazioni emesse dagli Istituti di Credito Speciale (*Aobi*) ed i titoli esteri (*Ate*) detenuti dalle imprese.
- alauto*: aliquota media effettiva di imposte automobilistiche a carico delle famiglie 1951/90. La serie è calcolata dividendo le tasse automobilistiche a carico delle famiglie (*Iauto*) per l'imponibile costituito dallo stock, di inizio periodo e a prezzi 1985, di beni durevoli detenuti dalle famiglie (*Kdf85(-1)*).
- Aie*: aiuti internazionali in entrata alle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
- Alu*: aiuti internazionali erogati dalle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
- alva*: aliquota d'imposta media effettiva sul valore aggiunto 1973/90. La serie è calcolata dividendo il relativo gettito incassato dallo Stato (*Iva*) per l'imponibile dato dalla somma dei consumi finali interni delle famiglie (*CFIF*), dei consumi intermedi delle Amministrazioni Pubbliche (*CInt*), degli investimenti fissi lordi in abitazioni (*IFLh*) e degli investimenti fissi lordi pubblici (*IFLpu*) diminuita del gettito Iva incassato dallo Stato (*Iva*).<sup>17</sup>
- Allb*: riserve libere delle banche (stock in mld. di lire correnti) 1974/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- Almin*: rapporto fra margine d'interesse e fondi intermediati delle banche "prenditrici" sul mercato interbancario 1974/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- Ammf*: ammortamenti effettuati dalle famiglie (mld. di lire correnti) 1952/90. La serie è calcolata sommando gli ammortamenti di beni durevoli (*deld\* Kdf(-1)*) e di abitazioni (*delh\* Kh(-1)*).
- Ampn*: ammortamenti dello stock di capitale del settore privato al netto delle abitazioni (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: Pagliano e Rossi.
- Ampn85*: ammortamenti dello stock di capitale del settore privato al netto delle abitazioni (mld. di lire 1985) 1951/90. Fonte: Pagliano e Rossi.
- Ampasnv*: ammortamenti delle Amministrazioni Pubbliche relativi ai beni strumentali utilizzati per la produzione di servizi non destinabili alla vendita (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è calcolata come differenza fra valore aggiunto al costo dei fattori della branca delle Amministrazioni Pubbliche (*VAg*) ed i redditi lordi da lavoro dipendente percepiti dai lavoratori operanti nella branca medesima (*YLDg*).
- Ao*: altri disoccupati adulti<sup>18</sup> (mgl. di unità) 1970/90. Fonte: ISTAT (e) ed (f).<sup>19</sup>

<sup>15</sup> Il dato 1989 è calcolato sommando allo stock del 1988 il dato di flusso del 1989 (Banca d'Italia (b) 1989) relativo alla somma del circolante e dei depositi postali detenuti dalle imprese, opportunamente pesato con la quota di depositi postali del 1988.

<sup>16</sup> Vedasi nota 3.

<sup>17</sup> Per il periodo 1961/72, in sede di stima, l'aliquota viene mantenuta costante al livello del 1973.

<sup>18</sup> Per adulti si intendano le persone di età compresa fra i 35 ed i 64 anni, mentre per giovani quelle di età compresa fra i 14 ed i 34 anni.

<sup>19</sup> Per il periodo 1970/1983 i dati riportati in ISTAT (e) sono riproporzionati per renderli coerenti con il totale presente in ISTAT (f).

- Aobbf:* obbligazioni d'impresa detenute dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. Fonte: Banca d'Italia (a) (1971) e Banca d'Italia (b).<sup>20</sup>
- Aobbo:* obbligazioni d'impresa detenute da altri operatori (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. Trattasi di una posta correttiva calcolata come differenza fra le passività nette in obbligazioni delle imprese (*Pnobbi*) e le attività in obbligazioni d'impresa detenute dalle famiglie (*Aobbf*).
- Aobif:* obbligazioni degli Istituti di Credito Speciale detenute dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. Fonte: Banca d'Italia (a) (1971) e Banca d'Italia (b).<sup>21</sup>
- Aobii:* obbligazioni degli Istituti di Credito Speciale detenute dalle imprese (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. Fonte: Banca d'Italia (a) (1971) e Banca d'Italia (b).<sup>22</sup>
- Aobia:* obbligazioni degli Istituti di Credito Speciale detenute da altri operatori (stock in mld. di lire correnti) 1974/89. Trattasi di una posta correttiva calcolata sottraendo alle obbligazioni ordinarie emesse dagli Istituti di Credito Speciale (*Pobic*) la parte detenuta da famiglie (*Aobif*), imprese (*Aobii*) e banche (*Aticsb*).
- aOSDegp:* aliquota media effettiva dei contribuiti sociali effettivi a carico dei datori di lavoro del settore privato versati alle Amministrazioni Pubbliche 1951/90. La serie è calcolata dividendo per le retribuzioni lorde da lavoro dipendente nel settore privato (*YDp*) la differenza fra i contribuiti sociali effettivi versati alle Amministrazioni Pubbliche (*CSeff*) e i contribuiti sociali a carico dei lavoratori autonomi (*CSla*) e dipendenti (*CSgld*) versati alle Amministrazioni Pubbliche.
- aOSDpr:* aliquota media effettiva a carico dei datori di lavoro del settore privato dei contribuiti sociali effettivi versati alle Istituzioni Sociali Private e dei contribuiti sociali figurativi 1951/90. La serie è calcolata dividendo per le retribuzioni lorde da lavoro dipendente nel settore privato (*YDp*) la serie computata sottraendo ai contribuiti sociali a carico dei datori di lavoro del settore privato (PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980) la differenza fra i contribuiti sociali effettivi versati alle Amministrazioni Pubbliche (*CSeff*) e i contribuiti sociali a carico dei lavoratori autonomi (*CSla*) e dipendenti versati alle Amministrazioni Pubbliche (*CSgld*).
- aOSEg:* aliquota media effettiva degli contributi sociali effettivi a carico delle Amministrazioni Pubbliche 1951/90. La serie è calcolata dividendo la differenza fra contributi sociali complessivi (*OSDg*) e contributi sociali figurativi (*CSfig*), a carico delle Amministrazioni Pubbliche, per le retribuzioni lorde complessive percepite nella relativa branca (*YDg*).
- aOSFg:* aliquota media effettiva degli contributi sociali figurativi a carico delle Amministrazioni Pubbliche 1951/90. La serie è calcolata dividendo i contributi sociali figurativi (*CSfig*) a carico delle Amministrazioni Pubbliche per le retribuzioni lorde complessive percepite nella relativa branca (*YDg*).
- Apb:* prestiti bancari (stock in mld. di lire correnti) 1970/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- APF:* altre partite finanziarie (mld. di lire correnti) 1970/90. Trattasi di una posta di raccordo fra l'indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche (*DD*) ed il fabbisogno del Settore Statale (*FAB*) calcolata sommando quest'ultime due serie.
- Apic:* prestiti degli Istituti di Credito Speciale (stock in mld. di lire correnti) 1973/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- Apib:* prestiti bancari in lire (stock in mld. di lire correnti) 1974/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- Apneb:* posizione netta sull'estero delle banche (stock in mld. di lire correnti) 1972/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- aPRD:* aliquota media effettiva sugli utili distribuiti 1964/90. La serie è calcolata dividendo la ritenuta sugli utili distribuiti (*Ritud*) per l'imponibile costituito dagli utili distribuiti (*PRD*).
- Apvb:* prestiti bancari in valuta (stock in mld. di lire correnti) 1974/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.

<sup>20</sup> Il dato del 1989 è calcolato sommando allo stock del 1988 il dato di flusso del 1989 (Banca d'Italia (b) 1989) relativo alla somma di obbligazioni emesse dalle imprese e dagli Istituti di Credito Speciale e detenute dalle famiglie, opportunamente pesato con la quota di obbligazioni emesse dalle imprese del 1988.

<sup>21</sup> Il dato del 1989 è calcolato sommando allo stock del 1988 il dato di flusso del 1989 (Banca d'Italia (b) 1989) relativo alla somma di obbligazioni emesse dalle imprese e dagli Istituti di Credito Speciale e detenute dalle famiglie, opportunamente pesato con la quota di obbligazioni emesse da quest'ultimi del 1988.

<sup>22</sup> Il dato 1989 è calcolato sommando allo stock del 1988 il flusso del 1989 (Banca d'Italia (b) 1989) relativo alla somma di obbligazioni emesse dalle imprese e dagli Istituti di Credito Speciale, opportunamente pesato con la quota di obbligazioni emesse da quest'ultimi del 1988.

- aReboss*: aliquota d'imposta media effettiva di registro, bollo e sostitutiva di registro e bollo 1965/90. La serie è calcolata dividendo il relativo gettito percepito dallo Stato (*Reboss*) per l'imponibile ottenuto sottraendo al valore aggiunto allargato del settore privato (*QP*) le importazioni di fonti energetiche (*Mfe*) e non (*Mne*).<sup>23</sup>
- Arob*: riserva obbligatoria delle banche (stock in mld. di lire correnti) 1970/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- ASC*: altra spesa corrente delle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
- Asofb*: prestiti in sofferenza delle banche (stock in mld. di lire correnti) 1974/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- Astr*: altri servizi e trasferimenti (mld. di lire correnti) 1970/90. Trattasi di una posta di raccordo fra il saldo della bilancia dei pagamenti secondo lo schema SEC (*Bm*) e quello secondo lo schema del Fondo Monetario Internazionale (*Bmfini*) calcolata sottraendo al saldo delle partite correnti secondo lo schema SEC (*E-M+ YNe+ RMsK+ CFEnr- CFer- lincee+ TRAxm*) il saldo delle partite correnti secondo lo schema del Fondo Monetario Internazionale (*BPC*).
- aTalo*: aliquota d'imposta media effettiva su tabacchi e lotto 1965/90. La serie è calcolata dividendo il relativo gettito percepito dallo Stato (*Tiq*) per l'imponibile dato dalla somma dei consumi di generi alimentari e tabacco (*Ca*) e dei servizi (*Cser*).<sup>24</sup>
- Atb*: Titoli complessivi detenuti dalle banche (stock in mld. di lire correnti) 1974/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- Atbib*: Titoli di Stato a breve termine ed indicizzati detenuti dalle banche (stock in mld. di lire correnti) 1974/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- aTDA*: aliquota media effettiva di imposizione diretta sul reddito da lavoro a carico dei lavoratori autonomi 1951/90. La serie è calcolata dividendo le imposte dirette a carico dei lavoratori autonomi per le corrispondenti retribuzioni lorde al netto dei contributi sociali ( $YA^*(1-aCSla)$ ). Le imposte dirette sono ottenute sommando l'ammontare di Irpef a carico dei lavoratori autonomi (*Irpefa*) con l'imposta sui redditi di ricchezza mobile (*Irm*), l'Ilor a carico delle famiglie (*Ilorf*) e l'imposta complementare ed addizionale del 10% (*Icomp*) dove, a quest'ultime tre categorie d'imposta, è stato attribuito un peso pari all'incidenza delle retribuzioni lorde al netto dei contributi sociali a carico dei lavoratori, percepite dai lavoratori autonomi, ( $YA^*(1-aCSla)$ ) sul totale delle retribuzioni lorde al netto dei contributi sociali a carico dei lavoratori dipendenti ed autonomi ( $((YDp+YDg)^*(1-aCSald-aCSgld)+YA^*(1-aCSla))$ ).
- aTDD*: aliquota media effettiva di imposizione diretta sul reddito da lavoro a carico dei lavoratori dipendenti operanti nel settore privato 1951/90. La serie è calcolata dividendo le imposte dirette a carico dei lavoratori dipendenti del settore privato per le corrispondenti retribuzioni lorde al netto dei contributi sociali ( $YDp^*(1-aCSald-aCSgld)$ ). Le imposte dirette sono ottenute sommando l'ammontare di Irpef a carico dei lavoratori dipendenti del settore privato (*Irpefdp*) con l'imposta sui redditi di ricchezza mobile (*Irm*), l'Ilor a carico delle famiglie (*Ilorf*) e l'imposta complementare ed addizionale del 10% (*Icomp*) dove, a quest'ultime tre categorie d'imposta, è stato attribuito un peso pari all'incidenza delle retribuzioni lorde al netto dei contributi sociali a carico dei lavoratori, percepite dai lavoratori dipendenti operanti nel settore privato, ( $YDp^*(1-aCSald-aCSgld)$ ) sul totale delle retribuzioni lorde al netto dei contributi sociali a carico dei lavoratori ( $((YDp+YDg)^*(1-aCSald-aCSgld)+YA^*(1-aCSla))$ ).
- aTDg*: aliquota media effettiva di imposizione diretta sul reddito da lavoro a carico dei lavoratori operanti nelle Amministrazioni Pubbliche 1951/90. La serie è calcolata dividendo le imposte dirette a carico dei lavoratori delle Amministrazioni Pubbliche per le corrispondenti retribuzioni lorde al netto dei contributi sociali ( $YDg^*(1-aCSald-aCSgld)$ ). Le imposte dirette sono ottenute sommando l'ammontare di Irpef a carico dei lavoratori delle Amministrazioni Pubbliche (*Irpefg*) con l'imposta sui redditi di ricchezza mobile (*Irm*), l'Ilor a carico delle famiglie (*Ilorf*) e l'imposta complementare ed addizionale del 10% (*Icomp*) dove, a quest'ultime tre categorie d'imposta, è stato attribuito un peso pari all'incidenza delle retribuzioni lorde al netto dei contributi sociali a carico dei lavoratori, percepite dai lavoratori operanti nelle Amministrazioni Pubbliche, ( $YDg^*(1-aCSald-aCSgld)$ ) sul totale delle retribuzioni lorde al netto dei contributi sociali a carico dei lavoratori ( $((YDp+YDg)^*(1-aCSald-aCSgld)+YA^*(1-aCSla))$ ).

<sup>23</sup> Per il periodo 1961/64, in sede di stima, l'aliquota viene mantenuta costante al livello del 1965.

<sup>24</sup> Vedasi nota 25.

<i>aTDi:</i>	aliquota media effettiva d'imposizione diretta a carico delle imprese 1964/90. La serie è calcolata dividendo le imposte dirette a carico delle imprese ( <i>Idir</i> ) per l'imponibile costituito dal risultato lordo di gestione ( <i>RG</i> ).
<i>Atef:</i>	obbligazioni estere detenute dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. Fonte: Banca d'Italia (a) (1971) e Banca d'Italia (b). <sup>25</sup>
<i>Atei:</i>	Titoli esteri detenuti dalle imprese (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. Fonte: Banca d'Italia (a) (1971) e Banca d'Italia (b). <sup>26</sup>
<i>Aticsb:</i>	obbligazioni degli Istituti di Credito Speciale detenute dalle banche (stock in mld. di lire correnti) 1974/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
<i>aTioil:</i>	aliquota d'imposta media effettiva sugli oli minerali 1965/90. La serie è calcolata dividendo il relativo gettito percepito dallo Stato ( <i>Tioil</i> ) per l'imponibile dato dalle importazioni di fonti energetiche ( <i>Mfe</i> ). <sup>27</sup>
<i>aTiq:</i>	aliquota d'imposta media effettiva di altre imposte sulla produzione 1965/90. La serie è calcolata dividendo il relativo gettito percepito dallo Stato ( <i>Tiq</i> ) per l'imponibile dato dalla somma dei consumi di generi alimentari e tabacco ( <i>CaI</i> ), di altri beni non durevoli e semidurevoli non alimentari ( <i>Cndaa</i> ) e di consumi finali in Italia dei non residenti ( <i>CFEnr</i> ). <sup>28</sup>
<i>Atlb:</i>	Titoli a lungo termine detenuti dalle banche (stock in mld. di lire correnti) 1974/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
<i>Atpf:</i>	Titoli di Stato detenuti dalle famiglie (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. La serie è calcolata sommando gli stocks di Buoni Ordinari del Tesoro ( <i>Abotf</i> ), Certificati di Credito del Tesoro ( <i>Acctf</i> ) e Buoni del Tesoro Poliennali ed altri titoli di Stato ( <i>Abtpf</i> ) detenuti dalle famiglie.
<i>Atpi:</i>	Titoli di Stato detenuti dalle imprese (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. La serie è calcolata sommando gli stocks di Buoni Ordinari del Tesoro ( <i>Aboti</i> ), Certificati di Credito del Tesoro ( <i>Accti</i> ) e Buoni del Tesoro Poliennali ed altri titoli di Stato ( <i>Abtpi</i> ) detenuti dalle imprese.
<i>ATRke:</i>	altri trasferimenti in conto capitale in entrata alle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
<i>ATRku:</i>	altri trasferimenti in conto capitale in uscita delle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
<i>Atsb:</i>	Titoli di Stato detenuti dalle banche (stock in mld. di lire correnti) 1974/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
<i>Atsic:</i>	Titoli di Stato detenuti dagli Istituti di Credito Speciale (stock in mld. di lire correnti) 1973/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
<i>Atslb:</i>	Titoli a lungo termine detenuti dalle banche (stock in mld. di lire correnti) 1974/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
<i>Atso:</i>	Titoli di Stato detenuti da altri operatori (stock in mld. di lire correnti) 1974/89. Trattasi di una posta correttiva calcolata sottraendo al totale di titoli di Stato sul mercato ( <i>TSm</i> ) quelli detenuti dalle famiglie ( <i>Atpf</i> ), dalle imprese ( <i>Atpi</i> ), dalle banche ( <i>Atsb</i> ) e dagli Istituti di Credito Speciale ( <i>Atsic</i> ).
<i>AUC:</i>	altre uscite correnti (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è calcolata sommando i trasferimenti dalle Amministrazioni Pubbliche alle Istituzioni Sociali Private ( <i>TRips</i> ), gli aiuti internazionali erogati dalle Amministrazioni Pubbliche ( <i>Aiu</i> ), i trasferimenti diversi in uscita ( <i>TRDu</i> ) e l'altra spesa corrente delle Amministrazioni Pubbliche ( <i>ASC</i> ).
<i>Ay:</i>	altri disoccupati giovani (mgl. di unità) 1970/90. Fonte: ISTAT (e) ed (f). <sup>29</sup>
<i>bfpa:</i>	aliquota media d'imposta sui buoni fruttiferi postali 1950/90. Fonte: Banca d'Italia (d).
<i>Bm:</i>	saldo merci (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è calcolata come differenza fra le esportazioni ( <i>Eb</i> ) e le importazioni di merci ( <i>Mb</i> ).

<sup>25</sup> Il dato del 1989 è calcolato sommando allo stock del 1988 il dato di flusso del 1989 (Banca d'Italia (b) 1989) relativo alla somma di obbligazioni estere e fondi comuni d'investimento di diritto estero detenuti dalle famiglie, opportunamente pesato con la quota di obbligazioni estere del 1988.

<sup>26</sup> Vedasi nota 3.

<sup>27</sup> Vedasi nota 25.

<sup>28</sup> Vedasi nota 25.

<sup>29</sup> Vedasi nota 20.

<i>BMas:</i>	base monetaria degli altri operatori (stock in mld. di lire correnti) 1970/90. La serie è calcolata sottraendo alla base monetaria complessiva ( <i>BMt</i> ) la base monetaria creata dal Tesoro ( <i>BMtes</i> ), la base monetaria dell'estero ( <i>BMest</i> ) ed il rifinanziamento delle banche ( <i>Prifb</i> ).
<i>BMest:</i>	base monetaria dell'estero (stock in mld. di lire correnti) 1970/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
<i>Bmfmi:</i>	saldo merci secondo la classificazione del Fondo Monetario Internazionale (mld. di lire correnti) 1970/90. Fonte: Banca d'Italia (b).
<i>BMt:</i>	base monetaria complessiva (stock in mld. di lire correnti) 1970/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
<i>BMtes:</i>	base monetaria creata dal Tesoro (stock in mld. di lire correnti) 1970/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
<i>BMtesn:</i>	base monetaria creata dal Tesoro al netto dei Titoli di Stato detenuti da Banca d'Italia (stock in mld. di lire correnti) 1970/90. La serie è calcolata sottraendo alla base monetaria creata dal Tesoro ( <i>BMtes</i> ) i titoli di Stato detenuti da Banca d'Italia ( <i>TSb</i> ).
<i>Bordo:</i>	coefficiente di raccordo per le esportazioni di merci 1970/90. La serie è calcolata dividendo le esportazioni di merci secondo la classificazione del Fondo Monetario Internazionale ( <i>Ebfm</i> ) per le esportazioni di merci secondo la classificazione SEC ( <i>Eb</i> ).
<i>bota:</i>	aliquota media d'imposta sui BOT 1950/90. Fonte: Banca d'Italia (d).
<i>BPC:</i>	saldo delle partite correnti (mld. di lire correnti) 1970/90. Fonte: Banca d'Italia (b).
<i>btpa:</i>	aliquota media d'imposta sui BTP 1950/90. Fonte: Banca d'Italia (d).
<i>Cal:</i>	consumi finali delle famiglie in generi alimentari e tabacco (mld. di lire correnti) 1960/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
<i>Cal85:</i>	consumi finali delle famiglie in generi alimentari e tabacco (mld. di lire 1985) 1960/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
<i>Cbenz:</i>	spese d'esercizio dei mezzi di trasporto delle famiglie (mld. di lire correnti) 1960/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
<i>Cbenz85:</i>	spese d'esercizio dei mezzi di trasporto delle famiglie (mld. di lire 1985) 1960/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
<i>CCg:</i>	consumi collettivi delle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
<i>CCg85:</i>	consumi collettivi delle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire 1985) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
<i>CCisp:</i>	consumi collettivi delle Istituzioni Sociali Private (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
<i>CCisp85:</i>	consumi collettivi delle Istituzioni Sociali Private (mld. di lire 1985) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
<i>ccta:</i>	aliquota media d'imposta sui CCT 1950/90. Fonte: Banca d'Italia (d).
<i>Cee:</i>	consumi finali di combustibili ed energia elettrica delle famiglie (mld. di lire correnti) 1960/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
<i>Cee85:</i>	consumi finali di combustibili ed energia elettrica delle famiglie (mld. di lire 1985) 1960/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
<i>CFEnr:</i>	consumi finali in Italia dei non residenti (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
<i>CFEnr85:</i>	consumi finali in Italia dei non residenti (mld. di lire 1985) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
<i>CFEr:</i>	consumi finali all'estero dei residenti (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.

- CFEr85:* consumi finali all'estero dei residenti (mld. di lire 1985) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- CFId:* consumi finali delle famiglie in beni durevoli (mld di lire correnti) 1951/90. Fonte: Pagliano e Rossi.
- CFId85:* consumi finali delle famiglie in beni durevoli (mld di lire 1985) 1951/90. Fonte: Pagliano e Rossi.
- CFIF:* consumi finali interni delle famiglie (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- CFIF85:* consumi finali interni delle famiglie (mld. di lire 1985) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- CFNe:* consumi finali nazionali economici (mld. di lire correnti) 1964/89. La serie è calcolata sommando i consumi di generi alimentari e tabacco (*Ca*), di altri beni non durevoli e semidurevoli (*Cnda*), di servizi (*Cser*), di servizi abitativi (*SA*), di servizi resi dallo stock di beni durevoli (*SD*) e di circolante (*SM*).
- CFNe85:* consumi finali nazionali economici (mld. di lire 1985) 1964/89. La serie è calcolata sommando i consumi di generi alimentari e tabacco (*Ca85*), di altri beni non durevoli e semidurevoli (*Cnda85*), di servizi (*Cser85*), di servizi abitativi (*SA85*), di servizi resi dallo stock di beni durevoli (*SD85*) e di circolante (*SM85*).
- CFNF:* consumi finali nazionali delle famiglie (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- CFNF85:* consumi finali nazionali delle famiglie (mld. di lire 1985) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- CFNFa:* consumi finali nazionali delle famiglie al netto delle importazioni dei beni finali di consumo (mld. di lire correnti) 1952/90. La serie è calcolata sottraendo ai consumi finali nazionali delle famiglie (*CFNF*) le importazioni di beni finali di consumo (*Mc*).
- CFNFa85:* consumi finali nazionali delle famiglie al netto delle importazioni dei beni finali di consumo (mld. di lire 1985) 1952/90. La serie è calcolata sottraendo ai consumi finali nazionali delle famiglie a prezzi 1985 (*CFNF85*) le importazioni di beni finali di consumo a prezzi 1985 (*Mc85*).
- Ciffob:* coefficiente di raccordo per le importazioni di merci 1970/90. La serie è calcolata dividendo le importazioni di merci secondo la classificazione del Fondo Monetario Internazionale (*Mbfim*) per le importazioni di merci secondo la classificazione SEC (*Mb*).
- CInt:* consumi intermedi delle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
- Circ:* circolante detenuto dal pubblico (stock in mld. di lire correnti) 1970/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- Cnda:* consumi finali nazionali delle famiglie in altri beni non durevoli e semidurevoli non alimentari (mld. di lire correnti) 1960/90. La serie è calcolata sottraendo ai consumi finali nazionali delle famiglie (*CFNF*) i consumi in generi alimentari e tabacco (*Ca*), in servizi (*Cser*), in beni durevoli (*CFId*) ed in servizi abitativi (*SA*).
- Cnda85:* consumi finali nazionali delle famiglie in altri beni non durevoli e semidurevoli non alimentari (mld. di lire 1985) 1960/90. La serie è calcolata sottraendo ai consumi finali nazionali delle famiglie (*CFNF85*) i consumi in generi alimentari e tabacco (*Ca85*), in servizi (*Cser85*), in beni durevoli (*CFId85*) ed in servizi abitativi (*SA85*).
- Cndaa:* altri consumi finali in beni non durevoli e semidurevoli non alimentari delle famiglie (mld. di lire correnti) 1960/90. La serie è calcolata sottraendo ai consumi finali in beni non durevoli e semidurevoli non alimentari (*Cnda*) i consumi finali all'estero dei residenti (*CFEr*), i consumi finali in combustibili ed energia elettrica (*Cee*) e le spese d'esercizio dei mezzi di trasporto (*Cbenz*).
- Cndaa85:* altri consumi finali in beni non durevoli e semidurevoli non alimentari delle famiglie (mld. di lire 1985) 1960/90. La serie è calcolata sottraendo ai consumi finali in beni non durevoli e semidurevoli non alimentari (*Cnda85*) i consumi finali all'estero dei residenti (*CFEr85*), i consumi finali in combustibili ed energia elettrica (*Cee85*) e le spese d'esercizio dei mezzi di trasporto (*Cbenz85*).
- coefred:* rapporto fra le retribuzioni lorde da lavoro autonomo e da lavoro dipendente 1951/90. Fonte: Baviera.<sup>30</sup>

<sup>30</sup> Per il periodo 1951/69 si suppone costante il rapporto del 1970. .

- COle:* contributi agli investimenti in entrata alle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
- COlu:* contributi agli investimenti in uscita delle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
- conper:* dummy per i controlli permanenti dei capitali 1970/90. Fonte: CER.
- CPg:* contributi alla produzione erogati dalle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
- cred:* variazione attesa della parità centrale lira-marco 1979/90. La serie è calcolata mediante la formula  $(Eurit12 - Eurdm12)/(1 + Eurdm12) - teo$ .
- CSeff:* contributi sociali versati alle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
- Cser:* consumi finali delle famiglie in servizi (mld. di lire correnti) 1960/90. La serie è calcolata sommando le serie a prezzi correnti riportate in PROMETEIA (fino al 1979) ed ISTAT (d) (dal 1980), relative ai consumi finali delle famiglie in servizi domestici, in acquisto di servizi di trasporto, in comunicazioni, in servizi medici, in cure in cliniche convenzionate, in istruzione, in spettacoli ed altri servizi ricreativi, in beni e servizi per l'igiene, in alberghi e pubblici esercizi, in servizi finanziari ed in altri servizi.
- Cser85:* consumi finali delle famiglie in servizi (mld. di lire 1985) 1960/90. La serie è calcolata sommando le serie a prezzi 1985 riportate in PROMETEIA (fino al 1979) ed ISTAT (d) (dal 1980), relative ai consumi finali delle famiglie in servizi domestici, in acquisto di servizi di trasporto, in comunicazioni, in servizi medici, in cure in cliniche convenzionate, in istruzione, in spettacoli ed altri servizi ricreativi, in beni e servizi per l'igiene, in alberghi e pubblici esercizi, in servizi finanziari ed in altri servizi.
- CSfig:* contributi sociali figurativi a carico delle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
- CSgld:* contributi sociali a carico dei lavoratori dipendenti versati alle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1980/90 (ISTAT (c) e (g)) mentre, per gli anni precedenti, è calcolata nel seguente modo: per il periodo 1975/79 sottraendo al totale dei contributi sociali versati alle Amministrazioni Pubbliche ( $CSeff + CSfig$ ) i contributi sociali a carico dei lavoratori autonomi ( $CSla$ ) ed il totale dei contributi sociali versati dai datori di lavoro alle Amministrazioni Pubbliche dove quest'ultimi sono stati ricostruiti moltiplicando il totale dei contributi sociali versati alle Amministrazioni Pubbliche per il rapporto, desunto da ISTAT (b), fra i contributi sociali a carico dei datori di lavoro ed il totale dei contributi sociali versati alle Amministrazioni Pubbliche; per il periodo 1951/74 la serie è invece computata applicando il tasso di variazione del totale dei contributi sociali versati alle Amministrazioni Pubbliche ( $CSeff + CSfig$ ).
- CSla:* contributi sociali a carico dei lavoratori autonomi (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1980/90 (ISTAT (c) e (g)) mentre, per gli anni precedenti, è calcolata nel seguente modo: per il periodo 1975/79 moltiplicando il totale dei contributi sociali versati alle Amministrazioni Pubbliche ( $CSeff + CSfig$ ) per il rapporto, desunto da ISTAT (b), fra i contributi sociali a carico dei lavoratori autonomi ed il totale dei contributi sociali versati alle Amministrazioni Pubbliche; per il periodo 1951/74 la serie è invece computata applicando il tasso di variazione del totale dei contributi sociali versati alle Amministrazioni Pubbliche ( $CSeff + CSfig$ ).
- CSld:* contributi sociali a carico dei lavoratori dipendenti (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1980/90 (ISTAT (c) e (g)) mentre, per gli anni precedenti, è calcolata moltiplicando la serie dei contributi sociali a carico dei lavoratori dipendenti versati alle sole Amministrazioni Pubbliche ( $CSgld$ ) per il rapporto, desunto da ISTAT (b), fra i contributi sociali a carico dei lavoratori dipendenti e la parte versata alle sole Amministrazioni Pubbliche.<sup>31</sup>
- Daltaco:* variazione del rapporto costi operativi/fondi intermediati delle banche "datrici" 1975/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- dba:* l'aliquota media d'imposta sui depositi bancari 1950/90. Fonte: Banca d'Italia (b) e (d).
- DC:* indebitamento corrente delle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.

<sup>31</sup> Per il periodo 1951/74 è mantenuta la proporzione del 1974.

- dCal:* deflatore in base 1985 dei consumi finali delle famiglie in generi alimentari e tabacco 1960/90. La serie è calcolata dividendo i consumi di generi alimentari e tabacco a prezzi correnti (*Ca*) per la corrispondente serie a prezzi 1985 (*Cal85*).
- dCbenz:* deflatore in base 1985 delle spese d'esercizio dei mezzi di trasporto delle famiglie 1960/90. La serie è calcolata dividendo le spese d'esercizio dei mezzi di trasporto delle famiglie a prezzi correnti (*Cbenz*) per la corrispondente serie a prezzi 1985 (*Cbenz85*).
- dCCg:* deflatore in base 1985 dei consumi collettivi delle Amministrazioni Pubbliche 1951/90. La serie è calcolata dividendo i consumi collettivi a prezzi correnti (*CCg*) per la corrispondente serie a prezzi 1985 (*CCg85*).
- dCCisp:* deflatore in base 1985 dei consumi collettivi delle Istituzioni Sociali Private 1951/90. La serie è calcolata dividendo i consumi collettivi delle Istituzioni Sociali Private a prezzi correnti (*CCisp*) per la corrispondente serie a prezzi 1985 (*CCisp85*).
- dCee:* deflatore in base 1985 dei consumi finali di combustibili ed energia elettrica delle famiglie 1960/90. La serie è calcolata dividendo i consumi finali di combustibili ed energia elettrica a prezzi correnti (*Cee*) per la corrispondente serie a prezzi 1985 (*Cee85*).
- dCFEnr:* deflatore in base 1985 dei consumi finali in Italia dei non residenti 1951/90. La serie è calcolata dividendo i consumi finali in Italia dei non residenti a prezzi correnti (*CFEnr*) per la corrispondente serie a prezzi 1985 (*CFEnr85*).
- dCFEr:* deflatore in base 1985 dei consumi finali all'estero dei residenti 1951/90. La serie è calcolata dividendo i consumi finali all'estero dei residenti a prezzi correnti (*CFEr*) per la corrispondente serie a prezzi 1985 (*CFEr85*).
- dCFId:* deflatore in base 1985 dei consumi finali delle famiglie in beni durevoli 1951/90. La serie è calcolata dividendo i consumi in beni durevoli a prezzi correnti (*CFId*) per la corrispondente serie a prezzi 1985 (*CFId85*).
- dCFIF:* deflatore in base 1985 dei consumi finali interni delle famiglie 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980. La serie è calcolata dividendo i consumi finali interni delle famiglie a prezzi correnti (*CFIF*) per la corrispondente serie a prezzi 1985 (*CFIF85*).
- dCFNe:* deflatore in base 1985 dei consumi finali nazionali economici delle famiglie 1964/89. La serie è calcolata dividendo i consumi finali nazionali economici a prezzi correnti (*CFNe*) per la corrispondente serie a prezzi 1985 (*CFNe85*).
- dCFNF:* deflatore in base 1985 dei consumi finali nazionali delle famiglie 1951/90. La serie è calcolata dividendo i consumi finali nazionali delle famiglie a prezzi correnti (*CFNF*) per la corrispondente serie a prezzi 1985 (*CFNF85*).
- dCFNFa:* deflatore in base 1985 dei consumi finali nazionali delle famiglie al netto delle importazioni dei beni finali di consumo 1952/90. La serie è calcolata dividendo i consumi finali nazionali delle famiglie al netto delle importazioni dei beni finali di consumo a prezzi correnti (*CFNFa*) per la corrispondente serie a prezzi 1985 (*CFNFa85*).
- dCFNnd:* deflatore in base 1985 dei consumi finali delle famiglie in beni non durevoli 1960/90. La serie è calcolata dividendo i consumi finali nazionali delle famiglie (*CFNF*) diminuiti dei servizi abitativi (*SA*) e dei consumi finali in beni durevoli (*CFId*) per la corrispondente grandezza a prezzi 1985.
- dCnda:* deflatore in base 1985 dei consumi finali delle famiglie in altri beni non durevoli e semidurevoli non alimentari 1960/90. La serie è calcolata dividendo i consumi in beni non durevoli e semidurevoli non alimentari a prezzi correnti (*Cnda*) per la corrispondente serie a prezzi 1985 (*Cnda85*).
- dCndaa:* deflatore in base 1985 delle spese d'esercizio dei mezzi di trasporto delle famiglie 1960/90. La serie è calcolata dividendo gli altri consumi in beni non durevoli e semidurevoli non alimentari a prezzi correnti (*Cndaa*) per la corrispondente serie a prezzi 1985 (*Cndaa85*).
- DCNI:* indebitamento corrente delle Amministrazioni Pubbliche al netto degli interessi passivi (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
- dCser:* deflatore in base 1985 dei consumi finali delle famiglie in servizi 1960/90. La serie è calcolata dividendo i consumi di servizi a prezzi correnti (*Cser*) per la corrispondente serie a prezzi 1985 (*Cser85*).

- DD:* indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
- dds:* deflatore in base 1985 della discrepanza statistica 1952/90. La serie è calcolata dividendo per la discrepanza statistica a prezzi 1985 (*ds1*) la differenza fra importazioni di merci (*Mb*) e la somma delle importazioni di beni di consumo (*Mc*), d'investimento (*Mi*) e di beni intermedi e materie ausiliarie (*Mma*).
- dE:* deflatore in base 1985 delle esportazioni 1960/90. La serie è calcolata dividendo le esportazioni a prezzi correnti (*E*) per la corrispondente serie a prezzi 1985 (*E85*).
- dEb:* deflatore in base 1985 delle esportazioni di merci 1960/90. La serie è calcolata dividendo le esportazioni di merci a prezzi correnti (*Eb*) per la corrispondente serie a prezzi 1985 (*Eb85*).
- Debpreg:* copertura dei debiti pregressi del Settore Statale (stock in mld. di lire correnti) 1970/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- DEBss:* debito del Settore Statale (stock in mld. di lire correnti) 1976/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- deld:* asso di deterioramento dello stock di beni durevoli 1951/90. Fonte: Pagliano e Rossi.
- delh:* asso di deterioramento dello stock di abitazioni 1951/90. Fonte: Pagliano e Rossi.
- delpn:* asso di deterioramento dello stock di capitale del settore privato 1951/90. Fonte: Pagliano e Rossi.
- delpu:* asso di deterioramento dello stock di capitale del settore pubblico 1951/90. Fonte: Pagliano e Rossi.
- dEs:* deflatore in base 1985 delle esportazioni di servizi 1960/90. La serie è calcolata dividendo le esportazioni di servizi a prezzi correnti (*Es*) per la corrispondente serie a prezzi 1985 (*Es85*).
- dIFL:* deflatore in base 1985 degli investimenti fissi lordi 1951/90. La serie è calcolata dividendo gli investimenti fissi lordi a prezzi correnti (*IFL*) per la corrispondente serie a prezzi 1985 (*IFL85*).
- dIFLh:* deflatore in base 1985 degli investimenti fissi lordi in abitazioni 1951/90. La serie è calcolata dividendo gli investimenti fissi lordi in abitazioni a prezzi correnti (*IFLh*) per la corrispondente serie a prezzi 1985 (*IFLh85*).
- dIFLpn:* deflatore in base 1985 degli investimenti fissi lordi del settore privato al netto delle abitazioni 1951/90. La serie è calcolata dividendo gli investimenti fissi lordi del settore privato al netto delle abitazioni a prezzi correnti (*IFLpn*) per la corrispondente serie a prezzi 1985 (*IFLpn85*).
- dIFLpu:* deflatore in base 1985 degli investimenti fissi lordi del settore pubblico 1951/90. La serie è calcolata dividendo gli investimenti fissi lordi del settore pubblico a prezzi correnti (*IFLpu*) per la corrispondente serie a prezzi 1985 (*IFLpu85*).
- dIin:* deflatore in base 1985 delle imposte indirette nette 1951/90. La serie è calcolata dividendo le imposte indirette nette a prezzi correnti (*Iin*) per la corrispondente serie a prezzi 1985 (*Iin85*).
- Discdeb:* discrepanza statistica nell'equazione del debito 1977/90. La serie è calcolata come differenza fra il flusso di debito del Settore Statale (*DEBss*) ed il fabbisogno di quest'ultimo (*FAB*).
- Discr:* discrepanza statistica (mld. di lire correnti) 1973/90. La serie è calcolata sottraendo alla variazione delle riserve ufficiali (*Pneb*) il saldo delle partite correnti (*BPC*), il flusso di passività nette sull'estero delle banche (*Apneb*) e i movimenti di capitale non bancari (*MCnb*).
- dMb:* deflatore in base 1985 delle importazioni di merci 1960/90. La serie è calcolata dividendo le importazioni di merci a prezzi correnti (*Mb*) per la corrispondente serie a prezzi 1985 (*Mb85*).
- dMc:* deflatore in base delle importazioni di beni finali di consumo 1952/90. La serie è calcolata, per il periodo 1970/90, dividendo il rapporto fra importazioni di beni finali di consumo (*Mc*) ed il corrispondente indice di quantità (*iqMc*) per l'analogo rapporto del 1985; per il periodo 1952/69 è invece computata come rapporto fra importazioni di beni finali di consumo a prezzi correnti (*Mc*) e corrispondente serie a prezzi 1985.
- dMfe:* deflatore in base 1985 delle importazioni di fonti energetiche 1952/90. La serie è calcolata dividendo il rapporto fra importazioni di fonti energetiche (*Mfe*) ed il corrispondente indice di quantità (*iqMfe*) per l'analogo rapporto del 1985.
- dMi:* deflatore in base 1985 delle importazioni di beni d'investimento 1952/90. La serie è calcolata dividendo il rapporto fra importazioni di beni d'investimento (*Mi*) ed il corrispondente indice di quantità (*iqMi*) per l'analogo rapporto del 1985.

<i>dMic:</i>	valore medio unitario in base 1985 delle importazioni di merci dei paesi industrializzati 1961/90. Fonte: FMI.
<i>dMma:</i>	deflatore in base 1985 delle importazioni di beni intermedi e materie ausiliarie 1952/90. La serie è calcolata dividendo il rapporto fra importazioni di beni intermedi e materie ausiliarie ( <i>Mma</i> ) ed il corrispondente indice di quantità ( <i>iqMma</i> ) per l'analogo rapporto del 1985.
<i>dMne:</i>	deflatore in base 1985 delle importazioni di inputs non energetici 1952/90. La serie è calcolata dividendo le importazioni di inputs non energetici a prezzi correnti ( <i>Mne</i> ) per la corrispondente serie a prezzi 1985 ( <i>Mne85</i> ).
<i>dMs:</i>	deflatore in base 1985 delle importazioni di servizi 1960/90. La serie è calcolata dividendo le importazioni di servizi a prezzi correnti ( <i>Ms</i> ) per la corrispondente serie a prezzi 1985 ( <i>Ms85</i> ).
<i>Do:</i>	disoccupati adulti in senso stretto (mgl. di unità) 1970/90. La serie è calcolata sommando gli occupati in Cassa Integrazione Guadagni ( <i>NoCIG</i> ) ai disoccupati adulti in senso stretto al netto degli occupati in Cassa Integrazione Guadagni ( <i>DonCIG</i> ).
<i>DonCIG:</i>	disoccupati adulti in senso stretto al netto degli occupati in Cassa Integrazione Guadagni (mgl. di unità) 1970/90. Fonte: ISTAT (e) ed (f). <sup>32</sup>
<i>DP:</i>	depositi postali complessivi (stock in mld. di lire correnti) 1967/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
<i>dPIL:</i>	deflatore in base 1985 del prodotto interno lordo ai prezzi di mercato 1951/90. La serie è calcolata dividendo il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato a prezzi correnti (PIL) per la corrispondente serie a prezzi 1985 ( <i>PIL85</i> ).
<i>dQP:</i>	deflatore in base 1985 del valore aggiunto allargato del settore privato al costo dei fattori 1960/90. La serie è calcolata dividendo il valore aggiunto allargato del settore privato a prezzi correnti ( <i>QP</i> ) per la corrispondente serie a prezzi 1985 ( <i>QP85</i> ).
<i>ds1:</i>	discrepanza statistica (mld. di lire 1985) 1960/90. La serie è calcolata sottraendo alle importazioni di merci ( <i>Mb85</i> ) le importazioni di beni di consumo ( <i>Mc85</i> ), d'investimento ( <i>Mi85</i> ) e di beni intermedi e materie ausiliarie ( <i>Mma85</i> ).
<i>dSA:</i>	deflatore in base 1985 dei consumi finali in servizi abitativi 1951/90. La serie è calcolata dividendo i consumi in servizi abitativi a prezzi correnti ( <i>SA</i> ) per la corrispondente serie a prezzi 1985 ( <i>SA85</i> ).
<i>dSBI:</i>	deflatore in base 1985 dei servizi bancari imputati 1951/90. La serie è calcolata dividendo i servizi bancari imputati a prezzi correnti ( <i>SBI</i> ) per la corrispondente serie a prezzi 1985 ( <i>SBI85</i> ).
<i>Dui:</i>	dummy puntuale per l'anno <i>i</i> -esimo 1950/90.
<i>Duij:</i>	dummy per il per gli anni da <i>i</i> a <i>j</i> 1950/90.
<i>Dumax:</i>	dummy per il massimale sui prestiti bancari 1961/90. Fonte: CER.
<i>Dunor:</i>	dummy per i periodi senza riallineamento nello SME 1970/90. Fonte: CER.
<i>Dusof:</i>	dummy per gli anni successivi al 1987 1970/90. Fonte: CER.
<i>dVAg:</i>	deflatore in base 1985 del valore aggiunto al costo dei fattori della branca delle Amministrazioni Pubbliche 1951/90. La serie è calcolata dividendo la serie del valore aggiunto al costo dei fattori della branca delle Amministrazioni Pubbliche a prezzi correnti ( <i>VAg</i> ) per la corrispondente serie a prezzi 1985 ( <i>VAg85</i> ).
<i>dVS:</i>	deflatore in base 1985 della variazione delle scorte 1951/90. La serie è calcolata dividendo la variazione delle scorte a prezzi correnti ( <i>VS</i> ) per la corrispondente serie a prezzi 1985 ( <i>VS85</i> ).
<i>Dy:</i>	disoccupati giovani in senso stretto (mgl. di unità) 1970/90. Fonte: ISTAT (e) ed (f). <sup>33</sup>
<i>E:</i>	esportazioni (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
<i>E85:</i>	esportazioni (mld. di lire 1985) 1960/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
<i>Eb:</i>	esportazioni di merci (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
<i>Eb85:</i>	esportazioni di merci (mld. di lire 1985) 1960/90. Fonte: PROMETEIA.

<sup>32</sup> Vedasi nota 20.

<sup>33</sup> Vedasi nota 20.

<i>Ebfmi:</i>	esportazioni di merci secondo la classificazione del Fondo Monetario Internazionale (mld. di lire correnti) 1970/90. Fonte: Banca d'Italia (b).
<i>ECo:</i>	entrate correnti delle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
<i>EK:</i>	entrate in conto capitale delle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
<i>Es:</i>	esportazioni di servizi (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
<i>Es85:</i>	esportazioni di servizi (mld. di lire 1985) 1960/90. Fonte: PROMETEIA.
<i>ET:</i>	Totale delle entrate delle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
<i>Eurdm12:</i>	Tasso di interesse sui depositi in euromarchi a dodici mesi 1979/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
<i>Eurdm3:</i>	Tasso di interesse sui depositi in euromarchi a tre mesi 1970/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
<i>Eurit12:</i>	Tasso di interesse sui depositi in eurolire a dodici mesi 1979/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
<i>Exrld:</i>	Tasso di cambio lira-dollaro 1960/91. Fonte: FMI.
<i>Exrlm:</i>	Tasso di cambio lira-marco 1970/91. Fonte: Banca d'Italia (b).
<i>Exrmd:</i>	Tasso di cambio marco dollaro 1970/90. La serie è calcolata dividendo il tasso di cambio lira-dollaro ( <i>Exrld</i> ) per il tasso di cambio lira-marco ( <i>Exrlm</i> ).
<i>FAB:</i>	fabbisogno del Settore Statale (mld. di lire correnti) 1970/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
<i>FABp:</i>	fabbisogno primario del Settore Statale (mld. di lire correnti) 1975/90. La serie è calcolata sottraendo al fabbisogno del Settore Statale ( <i>FAB</i> ) i corrispondenti interessi passivi ( <i>IPss</i> ).
<i>FABss:</i>	fabbisogno del Settore Statale al netto delle regolazioni di debiti pregressi (mld. di lire correnti) 1970/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
<i>FABssp:</i>	fabbisogno del Settore Statale al netto delle regolazioni di debiti pregressi (mld. di lire correnti) 1975/90. La serie è calcolata sottraendo al fabbisogno del Settore Statale al netto delle regolazioni di debiti pregressi ( <i>FABss</i> ) i corrispondenti interessi passivi ( <i>IPss</i> ).
<i>Fo:</i>	forza lavoro adulta (mgl. di unità) 1959/90. La serie per il periodo 1970/90 è calcolata sommando gli occupati adulti dipendenti del settore privato ( <i>Ndo</i> ), gli occupati adulti autonomi ( <i>Naø</i> ), gli occupati adulti delle Amministrazioni Pubbliche ( <i>Ngo</i> ) ed i disoccupati adulti in senso stretto ( <i>Do</i> ), mentre, per gli anni dal 1959 al 1969, è computata ipotizzando costante, al livello del 1970, l'incidenza della forza lavoro adulta sulla forza lavoro complessiva riportata in ISTAT (f).
<i>FPo:</i>	forza lavoro adulta nel settore privato (mgl. di unità) 1970/90. La serie è calcolata sommando gli occupati adulti dipendenti del settore privato ( <i>Ndo</i> ), gli occupati adulti autonomi ( <i>Naø</i> ) ed i disoccupati adulti in senso stretto ( <i>Do</i> ).
<i>FPy:</i>	forza lavoro giovane nel settore privato (mgl. di unità) 1970/90. La serie è calcolata sommando gli occupati giovani dipendenti del settore privato ( <i>Ndy</i> ), gli occupati giovani autonomi ( <i>Nay</i> ) ed i disoccupati giovani in senso stretto ( <i>Dy</i> ).
<i>Fy:</i>	forza lavoro giovane (mgl. di unità) 1959/90. La serie per il periodo 1970/90 è calcolata sommando gli occupati giovani dipendenti del settore privato ( <i>Ndy</i> ), gli occupati giovani autonomi ( <i>Nay</i> ), gli occupati giovani delle Amministrazioni Pubbliche ( <i>Ngy</i> ) ed i disoccupati giovani in senso stretto ( <i>Dy</i> ), mentre, per gli anni dal 1959 al 1969, è computata ipotizzando costante, al livello del 1970, l'incidenza della forza lavoro adulta sulla forza lavoro complessiva riportata in ISTAT (f).
<i>Gca:</i>	guadagni e perdite in conto capitale sulle abitazioni (mld. di lire correnti) 1964/89. Trattasi di una serie residuale calcolata sottraendo alla la somma dei flussi della ricchezza vendibile famiglie ( <i>Wf</i> ), del circolante ( <i>Acf</i> ) e dei fondi comuni d'investimento ( <i>Afcf</i> ), il flusso delle passività finanziarie delle famiglie ( <i>Pf</i> ) ed il risparmio di quest'ultime ( <i>Sf</i> ).

- h:* orario medio effettivo per occupato nel settore privato (migl. di ore) 1960/90. La serie è ottenuta dividendo le ore lavorate complessive nel settore privato (*hlp*) per gli occupati del settore privato (*OCp*).
- hap:* orario medio annuo per occupato autonomo 1960/90. La serie è calcolata come media ponderata dell'orario medio annuo per occupato autonomo nel settore privato al netto del settore energetico e dell'orario medio annuo per occupato nel settore energetico (Antonello fino al 1982, ISTAT (e) dal 1983<sup>34</sup> utilizzando come pesi gli occupati di contabilità nazionale (PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980).
- hc:* orario contrattuale annuo per dipendente nell'industria in senso stretto 1970/90. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1975/90 mentre, per gli anni precedenti, è ricostruita utilizzando i tassi di crescita riportati in Barca e Magnani.
- hdp:* orario medio annuo per occupato dipendente nel settore privato 1960/90. La serie è calcolata come media ponderata dell'orario medio annuo per occupato dipendente nel settore privato al netto del settore energetico e dell'orario medio annuo per occupato dipendente nel settore energetico (Antonello fino al 1982, ISTAT (e) dal 1983<sup>35</sup> utilizzando come pesi gli occupati di contabilità nazionale (PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980).
- hgt:* orario medio annuo per occupato nella branca delle Amministrazioni Pubbliche 1960/90. La serie considerata è quella dell'orario medio annuo per occupato nella branca dei servizi non destinabili alla vendita. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1960/82, mentre per i restanti anni è ricostruita mediante i tassi di crescita desunti da ISTAT (e).<sup>36</sup>
- hlp:* ore lavorate complessive annue nel settore privato (mil. di ore) 1960/90. La serie è calcolata dividendo per 1000 la somma fra le ore di lavoro complessive degli occupati dipendenti nel settore privato (*hdp\*OCDp*) e degli occupati autonomi (*hap\*OCA*).
- htCIG:* ore totali di Cassa Integrazione Guadagni (mgl. di ore) 1970/90. Fonte: Banca d'Italia (b).
- IA:* interessi attivi percepiti delle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
- ialtref:* altre imposte dirette a carico delle famiglie (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è calcolata sottraendo al gettito complessivo di imposte dirette incassate dalle Amministrazioni Pubbliche (*IDir*) le imposte dirette sul reddito da lavoro (*IDirL*), le imposte dirette a carico delle imprese (*IDirI*), le tasse automobilistiche a carico delle famiglie (*Iauto*), le ritenute sugli utili distribuiti (*Ritud*) e sui redditi da capitale (*Ritrc*).
- IAT:* investimenti ed acquisti di terreni da parte delle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
- Iauto:* imposte automobilistiche a carico delle famiglie incassate dalle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1951/87 (PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (c) dal 1980 al 1987) mentre, per i restanti anni, è calcolata applicando il tasso di crescita riportato nella Relazione Generale sulla Situazione Economica del Paese (Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica); i dati così computati sono ulteriormente riproporzionati per renderli coerenti con l'ultimo dato disponibile relativo al gettito totale di imposte dirette incassate dalle Amministrazioni Pubbliche (ISTAT (g)).
- Icompl:* imposta complementare ed addizionale del 10% incassata dalle Amministrazioni Pubbliche 1951/90 (mld. di lire correnti). La serie è disponibile fino al 1987 (ISTAT (c)) mentre, per gli anni 1988 e 1989, è calcolata riproporzionando i dati riportati in ISTAT (c), per renderla coerente con la serie relativa al gettito totale di imposte dirette incassate dalle Amministrazioni Pubbliche (ISTAT (g)); infine il dato 1990 è calcolato utilizzando il tasso di crescita desunto dalla Relazione Generale sulla Situazione Economica del Paese (Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica).
- icsa:* aliquota media d'imposta sulle obbligazioni degli Istituti di Credito Speciale 1950/90. Fonte: Banca d'Italia (d).
- IDir:* imposte dirette versate alle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.

<sup>34</sup> Per il periodo 1983/89 vengono utilizzati i tassi di crescita desunti da ISTAT (e); per il 1990, invece, si ipotizza invarianza dell'orario medio rispetto al 1989.

<sup>35</sup> Per il periodo 1983/89 vengono utilizzati i tassi di crescita desunti da ISTAT (e); per il 1990, invece, i tassi di crescita riportati in Banca d'Italia (b).

<sup>36</sup> Per il 1990 si ipotizza invarianza dell'orario medio rispetto al 1989.

- Idiri:* imposte dirette a carico delle imprese ed incassate dalle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è calcolata sommando all'imposta sul reddito delle persone giuridiche (*Irpeg*) l'imposta locale sui redditi a carico delle imprese (*Ilori*), l'imposta sulle società ed obbligazioni (*Isocob*) e altre imposte dirette a carico delle imprese (*Iicapap*).
- Idirl:* imposte dirette sul reddito da lavoro incassate dalle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è calcolata come somma dei gettiti derivanti dalle imposte dirette a carico dei lavoratori dipendenti operanti nel settore privato ( $aTDd^* YDp^*(1-aCSgld-aCSald)$ ), dei lavoratori autonomi ( $aTDa^* YA^*(1-aCSla)$ ) e dei lavoratori dipendenti operanti nella branca delle Amministrazioni Pubbliche ( $aTDg^* YDg^*(1-aCSgld-aCSald)$ ).
- IFL:* investimenti fissi lordi (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- IFL85:* investimenti fissi lordi (mld. di lire 1985) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- IFLh:* investimenti fissi lordi in abitazioni (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: Pagliano e Rossi.
- IFLh85:* investimenti fissi lordi in abitazioni (mld. di lire 1985) 1951/90. Fonte: Pagliano e Rossi.
- IFLpn:* investimenti fissi lordi del settore privato al netto delle abitazioni (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: Pagliano e Rossi.
- IFLpn85:* investimenti fissi lordi del settore privato al netto delle abitazioni (mld. di lire 1985) 1951/90. Fonte: Pagliano e Rossi.
- IFLpu:* investimenti fissi lordi del settore pubblico (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: Pagliano e Rossi.
- IFLpu85:* investimenti fissi lordi del settore pubblico (mld. di lire 1985) 1951/90. Fonte: Pagliano e Rossi.
- Iicapap:* altre imposte dirette a carico delle imprese incassate dalle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Trattasi, fino al 1988, dell'imposta sulle industrie, i commerci, le arti e le professioni ed addizionale provinciale; dal 1989, invece, dell'imposta comunale sull'industria, le arti e le professioni. La serie è immediatamente disponibile fino al 1988 (ISTAT (a), (b) e (c)), mentre il dato 1989 è riproporzionato per renderlo coerente con l'ultimo dato disponibile relativo al gettito totale di imposte dirette incassato dalle Amministrazioni Pubbliche (ISTAT (g)); il dato 1990, infine, è ottenuto ipotizzando che la quota di gettito derivante da questo tipo d'imposta sia quella dell'anno precedente.
- Iin:* imposte indirette nette complessive (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- Iin85:* imposte indirette nette complessive (mld. di lire 1985) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- Iincee:* imposte indirette nette versate alla CEE (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- Iind:* imposte indirette versate alle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
- IINF:* imposta da inflazione (mld. di lire correnti) 1964/90. La serie è calcolata moltiplicando il termine ( $INFe/(1+INFe)$ ) per lo stock di inizio periodo di attività finanziarie detenute dalle famiglie ( $Aff(-1)$ ).
- Iing:* imposte indirette nette versate alle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
- Ilor:* imposta locale sui redditi incassata dalle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (c) dal 1980 al 1987, Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica dal 1988.
- Ilorf:* imposta locale sui redditi a carico delle famiglie ed incassata dalle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è calcolata, per il periodo 1974/90, moltiplicando l'intero gettito *Ilor* incassato dalle Amministrazioni Pubbliche (*Ilor*) per la quota di *Ilor* pagata dalle persone fisiche sul totale di *Ilor* incassata dallo Stato (Ghessi dal 1976 al 1986, Ministero del Bilancio e della Programmazione economica dal 1987).<sup>37</sup>

<sup>37</sup> Per gli anni 1974 e 1975, la quota è mantenuta al livello del 1976.

- Ilori*: imposta locale sui redditi pagata dalle imprese ed incassata dalle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è calcolata sottraendo al gettito Ilor complessivo incassato dalle Amministrazioni Pubbliche (*Ilor*) la parte versata dalle famiglie (*Ilorf*).
- Imk*: imposte in conto capitale incassate dalle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
- Indirbi*: Totale delle imposte indirette incassate dallo Stato (mld. di lire correnti) 1965/90. Fonte: Ghessi fino al 1982, Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica dal 1983.
- INF*: inflazione 1962/90. La serie è ottenuta come tasso di crescita dell'indice generale dei prezzi al consumo (*IPC*).
- INFe*: inflazione attesa secondo le previsioni del Forum d'opinione di Mondo Economico 1951/90. Fonte: Banca d'Italia (b).
- Io*: adulti in cerca di prima occupazione (mgl. di unità) 1970/90. Fonte: ISTAT (e) ed (f).<sup>38</sup>
- IP*: interessi passivi pagati dalle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
- IPC*: indice generale dei prezzi al consumo in base 1985 1961/90. Fonte: Banca d'Italia (b).<sup>39</sup>
- IPss*: interessi passivi del Settore Statale (mld. di lire correnti) 1975/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- iqMc*: indice di quantità in base 1980 delle importazioni di beni finali di consumo 1952/90. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1970/90 (ISCO (b)) mentre, per gli anni precedenti, è calcolata a partire dal deflatore dei beni finali di consumo d'importazione (*dMc*).
- iqMfe*: indice di quantità in base 1980 delle importazioni di fonti energetiche (mld. di lire correnti) 1952/90. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1970/90 (ISCO (b)) mentre, per gli anni precedenti, è calcolata utilizzando i tassi di crescita desunti da ISCO (a).
- iqMi*: indice di quantità in base 1980 delle importazioni di beni d'investimento 1952/90. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1970/90 (ISCO (b)) mentre, per gli anni precedenti, è calcolata utilizzando i tassi di crescita desunti da ISCO (a).
- iqMma*: indice di quantità in base 1980 delle importazioni di beni intermedi e materie ausiliarie 1952/90. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1970/90 (ISCO (b)) mentre, per gli anni precedenti, è calcolata utilizzando i tassi di crescita desunti da ISCO (a).
- Irm*: imposta sui redditi di ricchezza mobile incassata dalle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1980/87 (ISTAT (c)) mentre, per gli anni dal 1951 al 1979, è calcolata mediante i tassi di variazione, ottenuti in base ai dati riportati sugli Annuari di contabilità nazionale (ISTAT (a) e (b)); per gli anni 1988 e 1989 i dati riportati in ISTAT (c) vengono ulteriormente riproporzionati per renderli coerenti con l'ultimo dato disponibile relativo al gettito totale di imposte dirette incassate dalle Amministrazioni Pubbliche (ISTAT (g)) ed, infine, per il 1990 è applicato il tasso di crescita desunto dalla Relazione Generale sulla Situazione Economica del Paese (Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica).
- Irpef*: imposta sul reddito delle persone fisiche incassata dalle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1951/87 (PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (c) dal 1980 al 1987) mentre, per i restanti anni è calcolata applicando il tasso di crescita riportato nella Relazione Generale sulla Situazione Economica del Paese (Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica); i dati così ottenuti vengono ulteriormente riproporzionati per renderli coerenti con l'ultimo dato disponibile relativo al gettito totale di imposte dirette incassate dalle Amministrazioni Pubbliche (ISTAT (g)).
- Irpefa*: imposta sul reddito delle persone fisiche a carico degli occupati autonomi ed incassata dalle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è calcolata sottraendo al gettito Irpef complessivo incassato dalle Amministrazioni Pubbliche (*Irpef*) la parte versata dai lavoratori dipendenti delle Amministrazioni Pubbliche (*Irpefg*) e del settore privato (*Irpefdp*).

<sup>38</sup> Vedasi nota 20.

<sup>39</sup> I dati antecedenti al 1970 sono stati riportati in base 1985.

- Irpefdp:* imposta sul reddito delle persone fisiche a carico degli occupati dipendenti nel settore privato ed incassata dalle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è calcolata, per il periodo 1974/90, moltiplicando l'intero gettito Irpef incassato dalle Amministrazioni Pubbliche (*Irpef*) per la quota di Irpef pagata dai lavoratori dipendenti del settore privato sul totale di Irpef incassata dallo Stato (Ghessi dal 1976 al 1986, Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica dal 1987).<sup>40</sup>
- Irpefg:* imposta sul reddito delle persone fisiche a carico degli occupati nella branca delle Amministrazioni Pubbliche ed incassata dalle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è calcolata, per il periodo 1974/90, moltiplicando l'intero gettito Irpef incassato dalle Amministrazioni Pubbliche (*Irpef*) per la quota di Irpef pagata dai lavoratori dipendenti pubblici sul totale di Irpef incassata dallo Stato (Ghessi dal 1976 al 1986, Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica dal 1987).<sup>41</sup>
- Irpeg:* imposta sul reddito delle persone giuridiche incassata dalle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1951/87 (PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (c) dal 1980 al 1987) mentre, per i restanti anni, è calcolata applicando il tasso di crescita riportato nella Relazione Generale sulla Situazione Economica del Paese (Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica); i dati così ottenuti sono stati ulteriormente riproporzionati per renderli coerenti con l'ultimo dato disponibile relativo al gettito totale di imposte dirette incassato dalle Amministrazioni Pubbliche (ISTAT (g)).
- Isocob:* imposta sulle società ed obbligazioni incassata dalle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1980/87 (ISTAT (c)) mentre, per gli anni dal 1951 al 1979, è calcolata mediante i tassi di variazione, calcolati in base ai dati riportati sugli Annuari di contabilità nazionale (ISTAT (a) e (b)); per gli anni 1988 e 1989 i dati riportati in ISTAT (c) sono riproporzionati per renderli coerenti con l'ultimo dato disponibile relativo al gettito totale di imposte dirette incassato dalle Amministrazioni Pubbliche (ISTAT (g)) ed, infine, per il 1990 viene applicato il tasso di crescita desunto dalla Relazione Generale sulla Situazione Economica del Paese (Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica).
- Iva:* imposta sul valore aggiunto incassata dallo Stato (mld. di lire correnti) 1973/90. Fonte: Ghessi fino al 1982, Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica dal 1983.
- Iy:* giovani in cerca di prima occupazione (mgl. di unità) 1970/90. Fonte: ISTAT (e) ed (f).<sup>42</sup>
- Kdf:* stock di beni durevoli (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: Pagliano e Rossi.
- Kdf85:* stock di beni durevoli (mld. di lire 1985) 1950/90. Fonte: Pagliano e Rossi.
- Kh:* stock di abitazioni (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: Pagliano e Rossi.
- Kh85:* stock di abitazioni (mld. di lire 1985) 1950/90. Fonte: Pagliano e Rossi.
- Kpn85:* stock di capitale del settore privato al netto delle abitazioni (mld. di lire 1985) 1950/90. Fonte: Pagliano e Rossi.
- Kpu85:* stock di capitale del settore pubblico (mld. di lire 1985) 1950/90. Fonte: Pagliano e Rossi.
- La:* forza lavoro adulta alle dipendenze nel settore privato (mgl. di unità) 1970/90. La serie è calcolata sommando gli occupati adulti nel settore privato (*Ndo*) i disoccupati adulti in senso stretto (*Do*).
- Ira:* aliquota media d'imposta sui depositi postali 1950/90. Fonte: Banca d'Italia (d).
- M:* importazioni (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- M85:* importazioni (mld. di lire 1985) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- Mb:* importazioni di merci (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- Mb85:* importazioni di merci (mld. di lire 1985) 1960/90. Fonte: PROMETEIA.
- Mbfmi:* importazioni di merci secondo la classificazione del Fondo Monetario Internazionale (mld. di lire correnti) 1970/90. Fonte: Banca d'Italia (b).
- Mc:* importazioni di beni finali di consumo (mld. di lire correnti) 1952/90. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1970/90 (ISCO (b)) mentre, per gli anni precedenti, è calcolata utilizzando i tassi di variazione

<sup>40</sup> Vedasi nota 38.

<sup>41</sup> Vedasi nota 38.

<sup>42</sup> Vedasi nota 18.

della serie somma delle importazioni di prodotti alimentari e delle importazioni di beni finali di consumo non alimentari riportate in ISCO (a).

- Mc85:* importazioni di beni finali di consumo (mld. di lire 1985) 1952/90. La serie è calcolata, per il periodo 1970/90, dividendo la corrispondente serie a prezzi correnti (*Mc*) per il deflatore (*dMc*); per il periodo 1952/90 è invece computata utilizzando i tassi di variazione della serie somma, a prezzi 1985, delle importazioni di prodotti alimentari e delle importazioni di beni finali di consumo non alimentari riportate in ISCO (a) deflazionate ciascuna con un deflatore calcolato in modo analogo a *dMc*.
- MCnb:* movimenti di capitale non bancari (mld. di lire correnti) 1970/90. Fonte: Banca d'Italia (b).
- Mcost:* costo marginale dell'impresa per unità di prodotto 1961/90. La serie è calcolata utilizzando i parametri delle funzioni di domanda di inputs da parte dell'impresa (Galeotti (1992)).
- Mfe:* importazioni di fonti energetiche (mld. di lire correnti) 1952/90. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1970/90 (ISCO (b)) mentre, per gli anni precedenti, è calcolata utilizzando i tassi di crescita desunti da ISCO (a).
- Mfe85:* importazioni di fonti energetiche (mld. di lire 1985) 1952/90. La serie è calcolata dividendo la corrispondente serie a prezzi correnti (*Mfe*) per il deflatore (*dMfe*).
- Mi:* importazioni di beni d'investimento (mld. di lire correnti) 1952/90. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1970/90 (ISCO (b)) mentre, per gli anni precedenti, è calcolata utilizzando i tassi di crescita desunti da ISCO (a).
- Mi85:* importazioni di beni d'investimento (mld. di lire 1985) 1952/90. La serie è calcolata dividendo la corrispondente serie a prezzi correnti (*Mi*) per il deflatore (*dMi*).
- Mic:* importazioni di merci dei paesi industrializzati (mld. di dollari correnti) 1961/90. Fonte: FMI.
- Mma:* importazioni di beni intermedi e materie ausiliarie (mld. di lire correnti) 1952/90. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1970/90 (ISCO (b)) mentre, per gli anni precedenti, è calcolata utilizzando i tassi di crescita desunti da ISCO (a).
- Mma85:* importazioni di beni intermedi e materie ausiliarie (mld. di lire 1985) 1952/90. La serie è calcolata dividendo la corrispondente serie a prezzi correnti (*Mma*) per il deflatore (*dMma*).
- Mne:* importazioni di inputs non energetici (mld. di lire correnti) 1952/90. La serie è calcolata sottraendo alle importazioni complessive di beni intermedi e materie ausiliarie (*Mma*) le importazioni di fonti energetiche (*Mfe*).
- Mne85:* importazioni di inputs non energetici (mld. di lire 1985) 1952/90. La serie è calcolata sottraendo alle importazioni complessive di beni intermedi e materie ausiliarie (*Mma85*) le importazioni di fonti energetiche (*Mfe85*).
- Ms:* importazioni di servizi (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- Ms85:* importazioni di servizi (mld. di lire 1985) 1960/90. Fonte: PROMETEIA.
- Nao:* occupati autonomi adulti (mgl. di unità) 1970/90. La serie è calcolata sottraendo al totale degli occupati autonomi (ISTAT (e) ed (f)) gli occupati autonomi giovani (*Nay*) e mantenendo, nell'arco temporale considerato, la quota degli occupati di età superiore ai 64 anni sul totale degli occupati "non giovani" costante al livello del 1990.
- Nay:* occupati autonomi giovani (mgl. di unità) 1970/90. La serie è calcolata moltiplicando la serie della quota di occupati giovani per la serie del totale degli occupati autonomi (ISTAT (e) ed (f)).<sup>43</sup>
- Ndo:* occupati dipendenti adulti (mgl. di unità) 1970/90. La serie è calcolata sottraendo gli occupati in Cassa Integrazione Guadagni (*NoCIG*) agli occupati adulti dipendenti nel settore privato al lordo degli occupati in Cassa Integrazione Guadagni (*NdolCIG*).
- NdolCIG:* occupati dipendenti adulti nel settore privato al lordo degli occupati in Cassa Integrazione Guadagni (mgl. di unità) 1970/90. La serie sottraendo alla differenza fra il totale degli occupati dipendenti (ISTAT (e) ed (f)) e gli occupati nelle Amministrazioni Pubbliche di contabilità nazionale (*OCDg*), la serie degli occupati giovani nel settore privato (*Ndy*) e mantenendo, nell'arco temporale considerato, la quota degli occupati di età superiore ai 64 anni sul totale degli occupati "non giovani" costante al livello del 1990.

<sup>43</sup> Ringrazio, al tal proposito, il dott. Corrado Abbate dell'ISTAT per gli utili suggerimenti.

- Ndy*: occupati dipendenti giovani nel settore privato (mgl. di unità) 1970/90. La serie è calcolata moltiplicando la serie della quota di occupati giovani alle dipendenze per la differenza fra il totale degli occupati dipendenti (ISTAT (e) ed (f)) e gli occupati nelle Amministrazioni Pubbliche di contabilità nazionale (*OCDg*).<sup>44</sup>
- NFo*: non forza lavoro adulti (mgl. di unità) 1970/90. La serie è calcolata sommando gli adulti in cerca di prima occupazione (*Io*), gli altri disoccupati adulti (*Ao*) e la non forza lavoro adulta secondo la classificazione ISTAT (*NNo*).
- NFy*: non forza lavoro giovani (mgl. di unità) 1970/90. La serie è calcolata sommando i giovani in cerca di prima occupazione (*Iy*), gli altri disoccupati giovani (*Ay*) e la non forza lavoro giovane secondo la classificazione ISTAT (*NNy*).
- Ng*: occupati giovani ed adulti nelle Amministrazioni Pubbliche (mgl. di unità) 1970/90. La serie è calcolata come somma degli occupati giovani (*Ng<sub>y</sub>*) ed adulti (*Ng<sub>o</sub>*) nelle Amministrazioni Pubbliche.
- Ng<sub>o</sub>*: occupati adulti nelle Amministrazioni Pubbliche (mgl. di unità) 1970/90. La serie è calcolata a partire dalla differenza fra gli occupati di contabilità nazionale (*OCDg*) e gli occupati giovani (*Ng<sub>y</sub>*), mantenendo, nell'arco temporale considerato, la quota degli occupati di età superiore ai 64 anni sul totale degli occupati "non giovani" costante al livello del 1990.
- Ng<sub>y</sub>*: occupati giovani nelle Amministrazioni Pubbliche (mgl. di unità) 1970/90. La serie è calcolata dalla serie di contabilità nazionale (*OCDg*) moltiplicando quest'ultima per la quota di occupati giovani alle dipendenze nei servizi misti.<sup>45</sup>
- NNo*: non forza lavoro adulta secondo la classificazione ISTAT (mgl. di unità) 1970/90. Fonte: ISTAT (e) ed (f).<sup>46</sup>
- NNy*: non forza lavoro giovane secondo la classificazione ISTAT (mgl. di unità) 1970/90. Fonte: ISTAT (e) ed (f).<sup>47</sup>
- NoCIG*: occupati in Cassa Integrazione Guadagni (mgl. di unità) 1970/90. La serie è calcolata dividendo le ore complessive di Cassa Integrazione Guadagni (*htCIG*) per l'orario medio annuo per occupato dipendente nel settore privato (*hdp*).
- Np*: occupati nel settore privato (mgl. di unità) 1970/90. La serie è calcolata sommando gli occupati autonomi giovani (*N<sub>ay</sub>*) ed adulti (*N<sub>ao</sub>*) e gli occupati dipendenti giovani (*N<sub>dy</sub>*) ed adulti (*N<sub>do</sub>*) nel settore privato.
- obia*: aliquota media d'imposta sulle obbligazioni emesse d'impresa 1950/90. Fonte: Banca d'Italia (d).
- OCA*: occupati autonomi (mgl. di unità) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- OCD*: occupati dipendenti (mgl. di unità) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- OCDg*: occupati nella branca delle Amministrazioni Pubbliche (mgl. di unità) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- OCDp*: occupati dipendenti nel settore privato (mgl. di unità) 1951/90. La serie è calcolata sottraendo al totale degli occupati dipendenti (*OCD*) gli occupati nella branca delle Amministrazioni Pubbliche (*OCDg*).
- OCp*: occupati nel settore privato (mgl. di unità) 1951/90. La serie è calcolata sommando gli occupati dipendenti del settore privato (*OCDp*) e gli occupati autonomi (*OCA*).
- ofeffa*: variazione attesa di un tasso di cambio effettivo ponderato fra il tasso di cambio lira-dollaro ed il tasso di cambio lira-marco 1979/90. La serie è calcolata mediante la formula  $((q_{dmpne} \cdot Exr_{ld} \cdot (1 + ((Eur_{it12} - Eur_{dm12}) / (1 + Eur_{dm12}))) + q_{dmpne} \cdot Exr_{ld} \cdot (1 + ((Eur_{it12} - Eur_{do12}) / (1 + Eur_{do12})))) / (q_{dmpne} \cdot Exr_{ld} + q_{dopne} \cdot Exr_{ld}) - 1)$ .
- Oro*: oro (stock in mld. di lire correnti) 1970/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- OSDg*: contributi sociali complessivi a carico delle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- Paf*: altre passività finanziarie delle famiglie (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. Fonte: Banca d'Italia (a) (1971) e Banca d'Italia (b).<sup>48</sup>

<sup>44</sup> Vedasi nota 44.

<sup>45</sup> Vedasi nota 44.

<sup>46</sup> Vedasi nota 20.

<sup>47</sup> Vedasi nota 20.

<sup>48</sup> Vedasi nota 3.

- Paic:* altre passività degli Istituti di Credito Speciale (stock in mld. di lire correnti) 1973/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- Pbf:* passività finanziarie delle famiglie presso le banche (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. Fonte: Banca d'Italia (a) (1971) e Banca d'Italia (b).<sup>49</sup>
- Pbfc:* depositi e buoni fruttiferi presso gli Istituti di Credito Speciale (stock in mld. di lire correnti) 1973/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- Pbi:* passività finanziarie delle imprese verso le banche (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. Fonte: Banca d'Italia (a) (1971) e Banca d'Italia (b).<sup>50</sup>
- Pbo:* passività verso banche di altri operatori (stock in mld. di lire correnti) 1970/89. Trattasi di una posta correttiva calcolata sottraendo ai prestiti bancari complessivi (*Apb*) le passività verso le banche di famiglie (*Pbf*) ed imprese (*Pbi*).
- Pclm:* parità centrale lira-marco all'interno degli accordi SME 1979/91. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- Pdb:* depositi bancari complessivi (stock in mld. di lire correnti) 1970/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- pensmed:* pensione media erogata dalle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1960/90. La serie è calcolata dividendo il totale delle pensioni e rendite erogate dalle Amministrazioni Pubbliche (*pensren*) per il totale della popolazione al di sopra dei 65 anni (*qp65\* poptot*).
- pensren:* pensioni e rendite erogate dalle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1960/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
- Pf:* passività finanziarie delle famiglie (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. La serie è calcolata sommando gli stocks di passività finanziarie delle famiglie verso le banche (*Pbf*) e verso gli Istituti di Credito Speciale (*Pif*) con lo stock di altre passività (*Pañ*) delle famiglie.
- Pfi:* passività finanziarie delle imprese (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. La serie è calcolata sommando gli stocks di passività finanziarie delle imprese verso le banche (*Pbi*) e verso gli Istituti di Credito Speciale (*Pii*) con lo stock di passività nette in obbligazioni (*Pnobb*) delle imprese.
- Pfqi:* passività in fondi di quiescenza delle imprese (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1984/89 (Banca d'Italia (b))<sup>51</sup> mentre, per gli anni precedenti, è computata ricorsivamente sommando allo stock di fine anno il flusso di fondi di quiescenza che compare al passivo delle società e quasi società non finanziarie riportato in ISTAT (b).
- Pif:* passività finanziarie delle famiglie presso gli Istituti di Credito Speciale (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. Fonte: Banca d'Italia (a) (1971) e Banca d'Italia (b).<sup>52</sup>
- Pii:* passività finanziarie delle imprese verso gli Istituti di Credito Speciale (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. Fonte: Banca d'Italia (a) (1971) e Banca d'Italia (b).<sup>53</sup>
- PIL:* prodotto interno lordo ai prezzi di mercato (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- PIL85:* prodotto interno lordo ai prezzi di mercato (mld. di lire 1985) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- Pio:* prestiti degli Istituti di Credito Speciale ad altri operatori (stock in mld. di lire correnti) 1973/89. Trattasi di una posta correttiva calcolata sottraendo ai prestiti degli istituti di Credito Speciale (*Apic*) le passività finanziarie nei confronti di quest'ultimi di famiglie (*Pif*) ed imprese (*Pii*).
- pka:* prezzo delle abitazioni 1951/90. La serie è calcolata moltiplicando il rendimento delle abitazioni (*Ra*) per il deflatore dei servizi abitativi (*dSA*).
- pkafi:* costo opportunità delle attività finanziarie delle imprese 1964/90. La serie è calcolata mediante la formula  $((1 - aTDi) * Rmafi + 1) / (1 + Rbtp) - 1$ .

<sup>49</sup> Vedasi nota 3.

<sup>50</sup> Vedasi nota 3.

<sup>51</sup> Vedasi nota 3.

<sup>52</sup> Vedasi nota 3.

<sup>53</sup> Vedasi nota 3.

- pkd*: prezzo dei beni durevoli 1964/90. La serie è calcolata sommando il prodotto fra il rendimento dei beni durevoli (*Rd*) ed il deflatore dei consumi finali di beni durevoli (*dCFId*) con l'aliquota media effettiva di imposte automobilistiche a carico delle famiglie (*aIauto*).
- pkm*: prezzo del circolante 1964/90. La serie è calcolata mediante la formula  $(1 - (R_{maff}/(1 + R_{maff})) * dCFN_{nd})$ .
- pkpfi*: costo opportunità delle passività finanziarie delle imprese 1964/90. La serie è calcolata mediante la formula  $(1 - ((1 - aTD) * R_{mpfi} + 1) / (1 + R_{btp}))$ .
- pkpn*: costo del capitale detenuto dal settore privato al netto delle abitazioni. La serie è calcolata mediante la formula  $(1 - (1 + INF_e) * (1 - del_{pn}) / (1 + R_{btp})) * (dIFL_{pn} / ((1 - aTD) * dMne))$ .
- Pnebi*: posizione netta sull'estero di Banca d'Italia (stock in mld. di lire correnti) 1970/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- pNgy*: quota di occupati giovani 1970/90. La serie è calcolata come rapporto fra la serie degli occupati giovani (*Ngy*) e quella degli occupati adulti (*Ngo*).
- Pnobbi*: passività nette in obbligazioni delle imprese (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. La serie è calcolata sottraendo alle passività in obbligazioni d'impresa delle imprese le corrispondenti attività (Banca d'Italia (a) (1971) e Banca d'Italia (b)).<sup>54</sup>
- Po*: popolazione adulta (mgl. di unità) 1951/90. La serie per il periodo 1970/90 è calcolata sommando la forza lavoro adulta (*Fo*) con la corrispondente non forza lavoro (*NFo*) mentre, per gli anni dal 1951 al 1969, utilizzando i tassi di crescita desunti da ONU.
- Pobic*: obbligazioni ordinarie emesse dagli Istituti di Credito Speciale (stock in mld. di lire correnti) 1973/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- Pobtic*: obbligazioni emesse per conto del Tesoro dagli Istituti di Credito Speciale (stock in mld. di lire correnti) 1973/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- poptot*: popolazione complessiva (mgl. di unità) 1951/90. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1959/90 (ISTAT (e) ed (f)) mentre, per gli anni dal 1951 al 1958, è calcolata mediante i tassi di crescita desunti da ONU.
- Ppab*: patrimonio delle banche (stock in mld. di lire correnti) 1974/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- PRD*: profitti distribuiti (mld. di lire correnti) 1964/89. La serie è calcolata sottraendo ai profitti lordi (*RG*) l'imposizione fiscale ( $aTD * RG$ ), gli investimenti fissi netti del settore privato al netto delle abitazioni (*IFL\_{pn} - Ammpn*), la variazione delle scorte (*VS*) ed il flusso di attività finanziarie (*Af*) ed aggiungendo i flussi di passività finanziarie (*Pf*) e dei fondi di quiescenza (*Pfqi*).
- Prifb*: rifinanziamento delle banche (stock in mld. di lire correnti) 1970/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- Produ*: imposte sulla produzione incassate dallo Stato (mld. di lire correnti) 1965/90. Fonte: Ghessi fino al 1982, Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica dal 1983.
- PSa*: prestazioni sociali erogate dalle Istituzioni Sociali Private (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1980/90 mentre, per gli anni precedenti, è calcolata moltiplicando le prestazioni sociali erogate dalle Amministrazioni Pubbliche (*PSg*) per il rapporto, desunto da ISTAT (b), fra prestazioni sociali erogati dalle Istituzioni Sociali Private e quelli erogati dalle Amministrazioni Pubbliche.<sup>55</sup>
- PSg*: prestazioni sociali erogate dalle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
- Py*: popolazione giovane (mgl. di unità) 1951/90. La serie per il periodo 1970/90 è calcolata sommando la forza lavoro giovane (*Fy*) con la corrispondente non forza lavoro (*Nfy*), mentre, per gli anni dal 1951 al 1969, utilizzando i tassi di crescita desunti da ONU.
- qAbotf*: quota di BOT sul totale di titoli di Stato detenuti dalle famiglie 1963/89. La serie è calcolata come rapporto fra lo stock di BOT (*Abotf*) e lo stock complessivo di titoli di Stato detenuti dalle famiglie (*Atpf*).

<sup>54</sup> Il dato 1989 delle due serie componenti è calcolato sommando agli stocks i corrispondenti dati di flusso del 1989 (Banca d'Italia (b) 1989).

<sup>55</sup> Per il periodo 1951/74 viene mantenuto costante il rapporto del 1975.

- qAboti*: quota di BOT sul totale di titoli di Stato detenuti dalle imprese 1963/89. La serie è calcolata come rapporto fra lo stock di BOT (*Aboti*) e lo stock complessivo di titoli di Stato detenuti dalle imprese (*Atpi*).
- qAbtpf*: quota di BTP ed altri titoli di Stato sul totale di titoli di Stato detenuti dalle famiglie 1963/89. La serie è calcolata come rapporto fra lo stock di BTP ed altri titoli di Stato (*Abtpf*) e lo stock complessivo di titoli di Stato detenuti dalle famiglie (*Atpf*).
- qAbtpi*: quota di BTP ed altri titoli di Stato sul totale di titoli di Stato detenuti dalle imprese 1963/89. La serie è calcolata come rapporto fra lo stock di BTP ed altri titoli di Stato (*Abtpi*) e lo stock complessivo di titoli di Stato detenuti dalle imprese (*Atpi*).
- qAcctf*: quota di CCT sul totale di titoli di Stato detenuti dalle famiglie 1963/89. La serie è calcolata come rapporto fra lo stock di CCT (*Acctf*) e lo stock complessivo di titoli di Stato detenuti dalle famiglie (*Atpf*).
- qAccti*: quota di CCT sul totale di titoli di Stato detenuti dalle imprese 1963/89. La serie è calcolata come rapporto fra lo stock di CCT (*Accti*) e lo stock complessivo di titoli di Stato detenuti dalle imprese (*Atpi*).
- qdmrne*: quota in marchi delle passività nette sull'estero delle banche 1977/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- qdopne*: quota in dollari delle passività nette sull'estero delle banche 1977/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- QP*: valore aggiunto allargato del settore privato al costo dei fattori (mld. di lire correnti) 1952/90. La serie è ottenuta sommando al prodotto interno lordo (*PIL*) i servizi bancari imputati (*SBI*), le importazioni di fonti energetiche (*Mfe*) e di inputs non energetici (*Mne*) e sottraendo il valore aggiunto della branca delle Amministrazioni Pubbliche (*VAg*) e le imposte indirette nette complessive (*Lin*).
- QP85*: valore aggiunto allargato del settore privato al costo dei fattori (mld. di lire 1985) 1960/90. La serie è ottenuta sommando al prodotto interno lordo (*PIL85*) i servizi bancari imputati (*SBI85*), le importazioni di fonti energetiche (*Mfe85*) e di inputs non energetici (*Mne85*) e sottraendo il valore aggiunto della branca delle Amministrazioni Pubbliche (*VAg85*) e le imposte indirette nette complessive (*Lin85*).
- qPab*: quota del patrimonio delle banche 1974/90. La serie è calcolata dividendo il patrimonio delle banche (*Ppab*) per i prestiti di quest'ultime (*Apb*).
- qPaic*: quota delle altre passività degli Istituti di Credito Speciale sul totale delle obbligazioni emesse 1973/90. La serie è calcolata dividendo le altre passività degli Istituti di Credito Speciale (*Paic*) per i prestiti di quest'ultimi (*Apic*).
- qPii*: quota di passività finanziarie delle imprese verso gli Istituti di Credito Speciale 1963/89. La serie è calcolata dividendo le passività delle imprese verso gli Istituti di Credito Speciale (*Pii*) per le passività complessive delle imprese (*Pfi*).
- qpof*: quota delle donne sul totale della popolazione civile attiva 1970/90. Fonte: EUROSTAT.<sup>56</sup>
- qpop13*: quota di persone di età inferiore ai 13 anni 1951/90. La serie è calcolata, per il periodo 1970/90 dividendo la non forza lavoro al di sotto dei 14 anni (ISTAT (e) ed (f)<sup>57</sup> per la popolazione complessiva (*poptot*). Per il periodo 1951/69 sono invece utilizzati i tassi di crescita desunti da ONU.
- qpop65*: quota di persone di età superiore ai 65 anni 1951/90. La serie è calcolata, per il periodo 1970/90, come complemento ad uno della somma della quota di popolazione al di sotto dei 14 anni (*qpop13*), fra i 14 ed i 34 anni (*Py/poptot*), fra i 35 ed i 64 anni (*Po/poptot*). Per il periodo 1951/69 sono invece utilizzati i tassi di crescita desunti da ONU.
- qRob*: coefficiente di riserva obbligatoria 1970/90. La serie è calcolata dividendo le riserve obbligatorie delle banche (*Arob*) per i depositi bancari complessivi (*Pdb*).
- Ra*: rendimento delle abitazioni 1951/90. La serie è calcolata come rapporto fra i servizi abitativi a prezzi 1985 (SA85) e lo stock di abitazioni a prezzi 1985 (*Kh85*).
- Ratf*: rendimento medio netto delle obbligazioni d'impresa e degli Istituti di Credito Speciale 1964/90. La serie è calcolata come media ponderata del rendimento netto delle obbligazioni d'impresa (*Robi*) e di quello delle obbligazioni degli Istituti di Credito Speciale (*Rics*), utilizzando come pesi i corrispondenti stocks di inizio periodo (*Aobb(-1)*, *Aobi(-1)*) detenuti dalle famiglie.

<sup>56</sup> Il dato 1990 viene estrapolato.

<sup>57</sup> Vedasi nota 20.

- Raz*: rendimento medio netto delle azioni comprensivo dei guadagni e perdite in conto capitale 1957/90. La serie è calcolata sommando il rendimento medio netto dei valori azionari (*SYa*) con la variazione percentuale un anno in avanti dell'indice MIB medio (*SPa*).
- Rbfp*: rendimento medio netto dei depositi e buoni fruttiferi presso gli Istituti di Credito Speciale 1958/90. La serie è calcolata applicando al corrispondente rendimento medio netto (*Rbfp*) l'aliquota media d'imposta sui buoni fruttiferi postali (*bfpa*).
- RbfpL*: rendimento medio lordo dei depositi e buoni fruttiferi presso gli Istituti di Credito Speciale 1958/90. La serie considerata è quella del rendimento dei buoni fruttiferi postali a 12 mesi. Fonte: Banca d'Italia (a) e (b).<sup>58</sup>
- Rbot*: rendimento medio netto dei BOT 1960/90. La serie è calcolata applicando al corrispondente rendimento medio lordo (*RbotL*) l'aliquota media d'imposta sui BOT (*bota*).
- RbotL*: rendimento medio lordo dei BOT 1960/1990. Fonte: Banca d'Italia (a) e (b).<sup>59</sup>
- Rbtp*: rendimento medio netto dei BTP 1950/90. Fonte: Banca d'Italia (b).
- RbtpL*: rendimento medio lordo dei BTP 1950/1990. La serie è calcolata applicando al corrispondente rendimento medio netto (*Rbtp*) l'aliquota media d'imposta sui BTP (*btpa*).
- RC*: risultato di gestione (mld. di lire correnti) 1960/90. La serie è calcolata sottraendo al valore aggiunto allargato del settore privato al costo dei fattori (*QP*) il costo del lavoro (*wh<sup>\*</sup> hlp*), le importazioni di fonti energetiche (*Mfe*), le importazioni di inputs non energetici (*Mne*), i servizi bancari imputati (*SBi*) e gli ammortamenti dello stock di capitale del settore privato al netto delle abitazioni (*Amppn*).
- Rcct*: rendimento medio netto dei CCT 1950/90. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1980/90 (Banca d'Italia (b)) mentre, per gli anni 1977, 1978 e 1979, si utilizza il rendimento medio netto dei BTP (*Rbtp*).
- RcctL*: rendimento medio lordo dei CCT 1950/90. La serie è calcolata applicando al corrispondente rendimento medio netto (*Rcct*) l'aliquota media d'imposta sui CCT (*ccta*).
- Rd*: rendimento dello stock di beni durevoli 1964/90. La serie è calcolata mediante la formula  $(1 - ((1 + INFe) * (1 - deld)) / (1 + Rmaff))$ .
- Rdb*: rendimento medio netto dei depositi bancari 1962/90. La serie è calcolata applicando al corrispondente rendimento medio lordo dei depositi bancari (*RdbL*) l'aliquota media d'imposta sui depositi bancari (*dba*).
- RdbL*: rendimento medio netto dei depositi bancari 1962/90. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1972/90 (Banca d'Italia (a) e (b)) mentre, per gli anni precedenti, è calcolata tramite una regressione lineare avente, come variabili esplicative una costante, il rendimento medio lordo sui depositi bancari a vista ed il rendimento medio lordo sui depositi bancari a risparmio (Banca d'Italia (a) e (b)).
- Rdpbff*: rendimento medio netto dei depositi postali e presso gli Istituti di Credito Speciale detenuti dalle famiglie 1964/1990. La serie è costruita come media ponderata del rendimento medio netto dei depositi postali (*Rlt*) e dei depositi e buoni fruttiferi degli Istituti di Credito Speciale (*Rbfp*), utilizzando come pesi i corrispondenti stocks di inizio periodo (*Adpf(-1)*, *Abff(-1)*) detenuti dalle famiglie.
- RDv*: entrate correnti varie delle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
- Reboss*: imposte di registro, bollo e sostitutiva del registro e del bollo incassate dallo Stato (mld. di lire correnti) 1965/90. Fonte: Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica.<sup>60</sup>
- Reurodl*: rendimento medio lordo sui depositi in eurodollari a tre mesi 1960/90. Fonte: FMI.
- RG*: profitti lordi (mld. di lire correnti) 1964/89. La serie è calcolata aggiungendo al risultato di gestione (*RC*) i redditi netti derivanti dal possesso di attività e passività finanziarie ( $Rdb^* Adb(-1) + Rbfp^* Adpf(-1) + Rtp^* Atp(-1) + Rics^* Aobi(-1) + Rte^* Ate(-1) - Rlp^* Pbi(-1) - Rpics^* Pi(-1) - Rob^* Pnobbi(-1)$ ).
- rhoa*: differenziale salariale per classi di età relativo agli occupati autonomi 1970/90. La serie è calcolata come rapporto fra il salario medio degli occupati adulti e quello degli occupati giovani. I dati relativi a queste due grandezze sono immediatamente disponibili per gli anni dal 1977 al 1984 e 1986 (Banca d'Italia (a) e (c)), per

<sup>58</sup> Per gli anni 1989 e 1990 viene mantenuto il rendimento del 1988.

<sup>59</sup> Per il periodo 1960/73 è stato utilizzato il rendimento dei BOT a tre mesi.

<sup>60</sup> Per gli anni antecedenti al 1976 si ipotizza che la proporzione dell'imposta sostitutiva di registro e bollo sulla somma dell'imposta di registro e di bollo sia quella media del periodo 1977/82 (cioè il 13%).

l'anno 1985 vengono invece ottenuti mediante interpolazione lineare mentre, per i restanti anni, tramite estrapolazione, combinando una componente deterministica con una componente stocastica. La componente deterministica è data dall'extrapolazione all'indietro di una regressione dove la variabile dipendente è il logaritmo del salario medio degli occupati adulti (giovani) e le variabili esplicative sono la costante, un trend lineare ed un trend quadratico. La componente stocastica è ottenuta generando una serie di realizzazioni da una variabile normale di media zero e varianza pari alla varianza dei residui stimati della regressione di cui sopra. Sommando la componente stocastica alla componente deterministica e ripetendo dieci volte il tutto sono state ottenute dieci realizzazioni della variabile dipendente: la media di quest'ultime è la stima del salario medio degli occupati adulti (giovani) per gli anni mancanti.

- rhog:* differenziale salariale per classi di età relativo agli occupati della branca delle Amministrazioni Pubbliche 1970/90. La serie è calcolata come rapporto fra il salario medio degli occupati adulti e quello degli occupati giovani. I dati relativi a queste due grandezze sono immediatamente disponibili per gli anni dal 1977 al 1984 e 1986 (Banca d'Italia (a) e (c)), per l'anno 1985 vengono invece ottenuti mediante interpolazione lineare mentre, per i restanti anni, tramite estrapolazione, combinando una componente deterministica con una componente stocastica. La componente deterministica è data dall'extrapolazione all'indietro di una regressione dove la variabile dipendente è il logaritmo del salario medio degli occupati adulti (giovani) e le variabili esplicative sono la costante, un trend lineare ed un trend quadratico. La componente stocastica è ottenuta generando una serie di realizzazioni da una variabile normale di media zero e varianza pari alla varianza dei residui stimati della regressione di cui sopra. Sommando la componente stocastica alla componente deterministica e ripetendo dieci volte il tutto sono state ottenute dieci realizzazioni della variabile dipendente: la media di quest'ultime è la stima del salario medio degli occupati adulti (giovani) per gli anni mancanti.
- rhop:* differenziale salariale per classi di età relativo agli occupati dipendenti nel settore privato 1970/90. La serie è calcolata come rapporto fra il salario medio degli occupati adulti e quello degli occupati giovani. I dati relativi a queste due grandezze sono immediatamente disponibili per gli anni dal 1977 al 1984 e 1986 (Banca d'Italia (a) e (c)), per l'anno 1985 vengono invece ottenuti mediante interpolazione lineare mentre, per i restanti anni, tramite estrapolazione, combinando una componente deterministica con una componente stocastica. La componente deterministica è data dall'extrapolazione all'indietro di una regressione dove la variabile dipendente è il logaritmo del salario medio degli occupati adulti (giovani) e le variabili esplicative sono la costante, un trend lineare ed un trend quadratico. La componente stocastica è ottenuta generando una serie di realizzazioni da una variabile normale di media zero e varianza pari alla varianza dei residui stimati della regressione di cui sopra. Sommando la componente stocastica alla componente deterministica e ripetendo dieci volte il tutto sono state ottenute dieci realizzazioni della variabile dipendente: la media di quest'ultime è la stima del salario medio degli occupati adulti (giovani) per gli anni mancanti.
- Rics:* rendimento medio netto delle obbligazioni degli Istituti di Credito Speciale 1950/90. Fonte: Banca d'Italia (a) e (b).
- Ricsl:* rendimento medio lordo delle obbligazioni degli Istituti di Credito Speciale 1950/90. La serie è calcolata applicando al corrispondente rendimento medio netto (*Rics*) l'aliquota media d'imposta sulle obbligazioni degli Istituti di Credito Speciale (*icsa*).
- Rint:* Tasso interbancario lordo a tre mesi 1971/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- Ritrc:* ritenute sui redditi da capitale incassate dalle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1951/87 (PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (c) dal 1980 al 1987) mentre, per i restanti anni è calcolata applicando il tasso di crescita riportato nella Relazione Generale sulla Situazione Economica del Paese (Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica); i dati così computati sono ulteriormente riproporzionati per renderli coerenti con l'ultimo dato disponibile relativo al gettito totale di imposte dirette incassato dalle Amministrazioni Pubbliche (ISTAT (g)).
- Ritud:* ritenuta sugli utili distribuiti incassata dalle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1951/87 (PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (c) dal 1980 al 1987) mentre, per i restanti anni, è calcolata applicando il tasso di crescita riportato nella Relazione Generale sulla Situazione Economica del Paese (Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica); i dati così computati sono ulteriormente riproporzionati per renderli coerenti con l'ultimo dato disponibile relativo al gettito totale di imposte dirette incassato dalle Amministrazioni Pubbliche (ISTAT (g)).
- RLGg:* risultato lordo di gestione delle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.

- RLGgn:* risultato lordo di gestione delle Amministrazioni Pubbliche al netto degli ammortamenti delle Amministrazioni Pubbliche relativi ai beni strumentali utilizzati per la produzione di servizi non destinabili alla vendita (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è calcolata come differenza fra il risultato lordo di gestione delle Amministrazioni Pubbliche (*RLGg*) e gli ammortamenti di quest'ultime relativi ai beni strumentali utilizzati per la produzione di servizi non destinabili alla vendita (*Ampasn*).
- Rlpf:* Tasso d'interesse sui prestiti in lire 1962/90. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1974/90 (Banca d'Italia (b)) mentre, per gli anni antecedenti, è ottenuta tramite una regressione con errore autoregressivo del primo ordine avente come variabili esplicative la costante ed il tasso d'interesse sui prestiti bancari (Banca d'Italia (b)).
- Rlr:* rendimento medio netto dei depositi postali 1958/90. La serie è calcolata applicando al corrispondente rendimento medio netto (*Rlr*) l'aliquota media d'imposta sui depositi postali (Ira).
- Rlrl:* rendimento medio lordo dei depositi postali 1958/90. La serie considerata è quella del rendimento medio lordo dei libretti di risparmio postali. Fonte: Banca d'Italia (a) e (b).<sup>61</sup>
- Rmaff:* rendimento medio netto delle attività finanziarie detenute dalle famiglie 1964/90. La serie è calcolata come media ponderata del rendimento netto dei depositi bancari (*Rdb*), dei depositi postali e presso gli Istituti di Credito Speciale (*Rdpbf*), dei titoli di Stato (*Rtpf*), delle obbligazioni d'impresa e degli Istituti di Credito Speciale (*Ratf*), delle azioni (*Raz*) e dei titoli esteri (*Rte*) utilizzando come pesi i corrispondenti stock di inizio anno (*Adbf(-1)*, *Adpbf(-1)*, *Atpf(-1)*, *Aatf(-1)*, *Aazf(-1)*, *Atef(-1)*) detenuti dalle famiglie.
- Rmafi:* rendimento medio netto delle attività finanziarie detenute dalle imprese 1964/90. La serie è calcolata come media ponderata del rendimento netto dei depositi bancari (*Rdb*), dei depositi postali (*Rbfp*), dei titoli di Stato (*Rtp*), delle obbligazioni degli Istituti di Credito Speciale (*Rics*) e dei titoli esteri (*Rte*) utilizzando come pesi i corrispondenti stock di inizio anno (*Adbi(-1)*, *Adpi(-1)*, *Atpi(-1)*, *Aobii(-1)*, *Ate(-1)*) detenuti dalle imprese.
- Rmpfi:* Tasso di interesse medio delle passività finanziarie detenute dalle imprese 1964/90. La serie è calcolata come media ponderata del tasso di interesse sui prestiti in lire (*Rlpf*), del tasso d'interesse sui prestiti concessi dagli Istituti di Credito Speciale (*Rpics*) e del rendimento medio netto delle obbligazioni emesse dalle imprese (*Robi*) utilizzando come pesi i corrispondenti stock di inizio anno (*Pbi(-1)*, *Pii(-1)*, *Pnobbi(-1)*) detenuti dalle imprese.
- RMsk:* redditi netti da capitale dall'estero (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- Robi:* rendimento medio netto delle obbligazioni d'impresa 1950/90. Fonte: Banca d'Italia (a) e (b).<sup>62</sup>
- Robil:* rendimento medio lordo delle obbligazioni d'impresa 1950/90. La serie è calcolata applicando al corrispondente rendimento medio netto (*Robi*) l'aliquota media d'imposta sulle obbligazioni emesse dalle imprese (*robila*).
- Rpics:* Tasso di interesse sui prestiti concessi dagli Istituti di Credito Speciale 1960/1980. La serie è immediatamente disponibile per il periodo 1960/80 (Banca d'Italia (a) e (b)) mentre, per gli anni successivi, è calcolata tramite una regressione lineare avente, come variabili esplicative una costante ed il rendimento medio netto delle obbligazioni emesse dagli Istituti di Credito Speciale (*Rics*).
- Rpvb:* Tasso sui prestiti bancari in valuta 1970/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- Rte:* rendimento medio netto dei titoli esteri 1960/90. La serie è calcolata sommando il rendimento medio netto sui depositi in eurodollari a tre mesi (*Reurod\*(1-tea)*) con la variazione percentuale un anno in avanti del tasso di cambio lira-dollaro (*Exrld*).
- Rtpf:* rendimento medio netto dei titoli di Stato detenuti dalle famiglie 1964/90. La serie è costruita come media ponderata del rendimento medio netto dei BOT (*Rbot*), dei CCT (*Rcct*) e dei BTP (*Rbtp*), utilizzando come pesi i corrispondenti stocks di inizio periodo (*Abotf(-1)*, *Acctf(-1)*, *Abtpf(-1)*) detenuti dalle famiglie.
- Rtpi:* rendimento medio netto dei titoli di Stato detenuti dalle imprese 1964/90. La serie è costruita come media ponderata del rendimento medio netto dei BOT (*Rbot*), dei CCT (*Rcct*) e dei BTP (*Rbtp*), utilizzando come pesi i corrispondenti stocks di inizio periodo (*Aboti(-1)*, *Accti(-1)*, *Abtpi(-1)*) detenuti dalle imprese.
- Rtus:* Tasso ufficiale dei sconto 1970/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.

<sup>61</sup> Vedasi nota 59.

<sup>62</sup> Il dato 1990 è una media sui primi nove mesi.

<i>RUL:</i>	riserve ufficiali al netto dell'oro (stock in mld. di lire correnti) 1970/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
<i>SA:</i>	servizi abitativi (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
<i>SA85:</i>	servizi abitativi (mld. di lire 1985) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
<i>Saldo:</i>	saldo delle restanti voci del bilancio delle banche (stock in mld. di lire correnti) 1974/90. La serie è calcolata sommando i titoli di Stato a breve ed indicizzati ( <i>Atbib</i> ), le riserve obbligatorie ( <i>Arob</i> ) e libere ( <i>Allb</i> ), i prestiti bancari ( <i>Apb</i> ), i titoli a lungo termine ( <i>Atlb</i> ), i prestiti in sofferenza ( <i>Asofb</i> ), le passività nette sull'estero ( <i>Apneb</i> ) e sottraendo i depositi ( <i>Pdb</i> ), il rifinanziamento ( <i>Prifb</i> ) ed il patrimonio ( <i>Ppab</i> ) delle banche.
<i>Saldoics:</i>	saldo delle restanti voci del bilancio degli Istituti di Credito Speciale (stock in mld. di lire correnti) 1973/90. La serie è calcolata sommando le passività in obbligazioni ordinarie ( <i>Pobic</i> ) e per conto del Tesoro ( <i>Pobtic</i> ) e le altre passività ( <i>Paic</i> ) e sottraendo i prestiti ( <i>Apic</i> ), i titoli di Stato ( <i>Atsic</i> ) e le altre attività ( <i>Aaic</i> ).
<i>SBi:</i>	servizi bancari imputati (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
<i>SBi85:</i>	servizi bancari imputati (mld. di lire 1985) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
<i>SD:</i>	servizi resi dallo stock di beni durevoli (mld. di lire correnti) 1964/90. La serie è calcolata moltiplicando il prezzo dei beni durevoli ( <i>pka</i> ) per il corrispondente stock a prezzi 1985 ( <i>Kdf85</i> ).
<i>SD85:</i>	servizi resi dallo stock di beni durevoli (mld. di lire 1985) 1964/90. La serie è calcolata dividendo la serie a prezzi correnti ( <i>SD</i> ) per il deflatore dei consumi finali delle famiglie in beni durevoli ( <i>dCFId</i> ).
<i>Sf:</i>	risparmio delle famiglie (mld. di lire correnti) 1964/89. La serie è calcolata come differenza fra il reddito netto disponibile delle famiglie ( <i>YNDf</i> ) ed i consumi finali nazionali economici ( <i>CFNe</i> ).
<i>SM:</i>	servizi di liquidità (mld. di lire correnti) 1964/89. La serie è calcolata moltiplicando il prezzo del circolante ( <i>pkm</i> ) per il circolante ( <i>Acf</i> ) deflazionato mediante il deflatore dei consumi finali nazionali delle famiglie in beni non durevoli ( <i>dCFNnd</i> ).
<i>SM85:</i>	servizi di liquidità (mld. di lire 1985) 1964/89. La serie è calcolata dividendo la corrispondente serie a prezzi correnti ( <i>SM</i> ) per il deflatore dei consumi finali nazionali delle famiglie in beni non durevoli ( <i>dCFNnd</i> ).
<i>SPa:</i>	indice MIB medio 1957/91. Fonte: Banca d'Italia (a) e (b). <sup>63</sup>
<i>SYa:</i>	rendimento medio netto dei valori azionari 1950/90. Fonte: Banca d'Italia (a) e (b).
<i>Talo:</i>	imposte su monopoli e sul lotto incassate dallo Stato (mld. di lire correnti) 1965/90. Fonte: Ghessi fino al 1982, Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica dal 1983.
<i>Tea:</i>	aliquota media d'imposta sui titoli esteri 1950/90. Fonte: Banca d'Italia (d).
<i>Teo:</i>	variazione attesa nella banda del tasso di cambio lira-marco 1979/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
<i>Time:</i>	Trend 1950/1990.
<i>Tioil:</i>	imposta sugli oli minerali incassata dallo Stato (mld. di lire correnti) 1965/90. Fonte: Ghessi fino al 1982, Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica dal 1983.
<i>Tiq:</i>	altre imposte sulla produzione incassate dallo Stato (mld. di lire correnti) 1965/90. La serie è calcolata come differenza fra le imposte sulla produzione ( <i>Produ</i> ) e l'imposta sugli oli minerali ( <i>Tioil</i> ).
<i>RAxm:</i>	Trasferimenti e operazioni di assicurazione danni netti dall'estero (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
<i>RDe:</i>	Trasferimenti diversi in entrata alle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
<i>RDu:</i>	Trasferimenti diversi in uscita delle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
<i>Rips:</i>	Trasferimenti dalle Amministrazioni Pubbliche alle Istituzioni Sociali Private (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.

<sup>63</sup> Il dato 1991 è una media sui primi sette mesi.

- S:* Titoli di Stato complessivi (stock in mld. di lire correnti) 1967/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- Sbi:* Titoli di Stato detenuti da Banca d'Italia (stock in mld. di lire correnti) 1970/90. Fonte: elaborazioni CER su dati Banca d'Italia.
- Sm:* Titoli di Stato sul mercato (stock in mld. di lire correnti) 1970/90. La serie è calcolata sottraendo al totale dei titoli di Stato (*TS*) quelli detenuti da Banca d'Italia (*TSbi*).
- UC:* uscite correnti delle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
- UCNI:* uscite correnti delle Amministrazioni Pubbliche al netto degli interessi passivi (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
- UK:* uscite in conto capitale delle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
- Uld:* Tasso di disoccupazione degli adulti alle dipendenze nel settore privato 1970/90. La serie è calcolata dividendo i disoccupati adulti (*Do*) per la forza lavoro adulta alle dipendenze nel settore privato (*La*).
- Uro:* Tasso di disoccupazione degli adulti 1970/90. La serie è calcolata dividendo i disoccupati adulti (*Do*) per la forza lavoro adulta (*Fo*).
- Ury:* Tasso di disoccupazione dei giovani 1970/90. La serie è calcolata dividendo i disoccupati in senso stretto giovani (*Dy*) per la forza lavoro giovane (*Fy*).
- UT:* Totale delle uscite delle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (g) dal 1980.
- VAg:* valore aggiunto al costo dei fattori della branca delle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- VAg85:* valore aggiunto al costo dei fattori della branca delle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire 1985) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- vitae:* vita attesa al 65° anno di età 1951/90. Negli anni 1951, 1961, 1971 e 1981 la serie è costruita diminuendo di cinque unità la media ponderata delle "speranze" di vita al 60° anno di età, rilevate in occasione dei censimenti, dei maschi e femmine italiane, utilizzando come pesi, rispettivamente, il numero di maschi e di femmine presenti in Italia alla data dei censimenti; per gli anni mancanti è effettuata un'interpolazione lineare.
- Vrpsvap:* vendite residuali, produzione di servizi vendibili, retribuzioni di occupati delle Amministrazioni Pubbliche destinati alla produzione di servizi vendibili ed imposte relative a quest'ultimi (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è calcolata sottraendo ai consumi collettivi delle Amministrazioni Pubbliche i redditi lordi da lavoro dipendente percepiti dai lavoratori operanti all'interno della branca delle Amministrazioni Pubbliche (*YLDg*), i consumi intermedi (*CInt*) ed il risultato lordo di gestione delle Amministrazioni Pubbliche (*RLGg*).
- VS:* variazione delle scorte (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- VS85:* variazione delle scorte (mld. di lire 1985) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- WF:* ricchezza vendibile delle famiglie (stock in mld. di lire correnti) 1963/89. La serie è calcolata sommando lo stock di attività finanziarie delle famiglie al netto del circolante (*AffAcf*), lo stock di beni durevoli (*Kdf*) e lo stock di abitazioni (*Kh*).
- whao:* salario medio orario netto per occupato autonomo adulto (mgl. di lire correnti) 1970/90. La serie è calcolata moltiplicando il salario medio lordo per occupato autonomo adulto (*whaol*) per il termine  $((1-aCSla)*(1-aTDa))$
- whaol:* salario medio orario lordo per occupato autonomo adulto (mgl. di lire correnti) 1970/90. La serie è calcolata moltiplicando il differenziale salariale (*rhoa*) per il salario medio orario lordo per occupato autonomo giovane del settore privato (*whayl*).
- whay:* salario medio orario netto per occupato autonomo giovane (mgl. di lire correnti) 1970/90. La serie è calcolata moltiplicando il salario medio lordo per occupato autonomo giovane (*whayl*) per il termine  $((1-aCSla)*(1-aTDa))$

- whayl*: salario medio orario lordo per occupato autonomo giovane (mgl. di lire correnti) 1970/90. La serie è calcolata dividendo il reddito orario da lavoro autonomo per occupato espresso in migliaia di lire  $((1000 * YA) / (hap * OCAp))$  per un peso dato dal prodotto del differenziale salariale ( $\rho_{oa}$ ) per la quota di occupati adulti sul totale  $(Nao / (Nay + Nao))$  aumentato della quota degli occupati giovani sul totale  $(Nay / (Nay + Nao))$ .
- whdo*: salario medio orario netto per occupato dipendente adulto nel settore privato (mgl. di lire correnti) 1970/90. La serie è calcolata moltiplicando il salario medio lordo per occupato dipendente adulto (*whdol*) per il termine  $((1 - aCSgld - aCSald) * (1 - aTDd) / (1 + aOSDEgp + aOSDpr))$ .
- whdol*: salario medio orario lordo per occupato dipendente adulto nel settore privato (mgl. di lire correnti) 1970/90. La serie è calcolata moltiplicando il differenziale salariale (*rhop*) per il salario medio orario lordo per occupato dipendente giovane nel settore privato (*whdyl*).
- whdy*: salario medio orario netto per occupato dipendente giovane nel settore privato (mgl. di lire correnti) 1970/90. La serie è calcolata moltiplicando il salario medio lordo per occupato dipendente giovane (*whdyl*) per il termine  $((1 - aCSgld - aCSald) * (1 - aTDd) / (1 + aOSDEgp + aOSDpr))$
- whdyl*: salario medio orario lordo per occupato dipendente giovane nel settore privato (mgl. di lire correnti) 1970/90. La serie è calcolata dividendo il reddito orario da lavoro dipendente per occupato nel settore privato espresso in migliaia di lire  $((1000 * YDp * (1 + aOSDEgp + aOSDpr)) / (hdp * OCDp))$  per un peso dato dal prodotto del differenziale salariale (*rhop*) per la quota di occupati adulti sul totale  $(Ndo / (Ndy + Ndo))$  aumentato della quota degli occupati giovani sul totale  $(Ndy / (Ndy + Ndo))$ .
- whgl*: salario orario medio lordo percepito dai lavoratori operanti nella branca delle Amministrazioni Pubbliche (mgl. di lire correnti) 1960/90. La serie calcolata dividendo i redditi lordi da lavoro dipendente (*YLDg*) per il monte ore complessivo ( $hgt * OCDg / 1000$ ).
- whgo*: salario medio orario netto per occupato adulto operante nella branca delle Amministrazioni Pubbliche (mgl. di lire correnti) 1970/90. La serie è calcolata moltiplicando il differenziale salariale (*rhog*) per il salario medio orario netto per occupato giovane operante nella medesima branca.
- whgy*: salario medio orario netto per occupato giovane operante nella branca delle Amministrazioni Pubbliche (mgl. di lire correnti) 1970/90. La serie è calcolata dividendo il salario medio orario netto per occupato nelle Amministrazioni Pubbliche ( $whg * (1 - aCSgld) * (1 - aTDg) / (1 + aOSEg + aOSFg)$ ) per un peso dato dal prodotto del differenziale salariale (*rhog*) per la quota di occupati adulti sul totale  $(Ngo / (Ngy + Ngo))$  aumentato della quota degli occupati giovani sul totale  $(Ngy / (Ngy + Ngo))$ .
- whl*: salario medio orario lordo nel settore privato (mgl. di lire correnti) 1960/90. La serie è calcolata dividendo la somma dei redditi da lavoro autonomo (*YA*) e dipendente nel settore privato  $(YDp * (1 + aOSDEgp + aOSDpr))$  per le ore lavorate complessive (*hlp*).
- Wpe*: ricchezza non vendibile delle famiglie (mld. di lire correnti) 1960/90. La serie è calcolata sottraendo al prodotto della forza lavoro giovane ed adulta ( $Fy + Fo$ ) per la pensione media (*pensmed*) e per gli anni di vita attesa al 65° anno di età (*vitae*) la somma dei contributi sociali a carico dei datori di lavoro e dei lavoratori  $((aCSgld + aCSald) * (YDp + YDg) + aCSla * YA + (aOSDEgp + aOSDpr) * YDp + (aOSEg + aOSFg) * YDg)$  moltiplicata per 25, ipotizzando che tale numero indichi il periodo medio di contribuzione.
- Y*: retribuzioni lorde complessive (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è calcolata sommando le retribuzioni lorde da lavoro dipendente (*YD*) ed autonomo (*YA*).
- YA*: retribuzioni lorde da lavoro autonomo (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è calcolata, con metodologia analoga a quella utilizzata da Banca d'Italia fino al 1988, moltiplicando il rapporto fra le retribuzioni lorde da lavoro autonomo e dipendente (*coefred*) per il totale delle retribuzioni lorde da lavoro dipendente ( $YDg + YDp$ ) moltiplicato a sua volta per il rapporto fra occupati autonomi ed occupati dipendenti ( $OCA / OCD$ ).
- YD*: Totale delle retribuzioni lorde da lavoro dipendente 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- YDg*: retribuzioni lorde complessive da lavoro dipendente percepite dai lavoratori operanti nella branca delle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- YDp*: retribuzioni lorde complessive da lavoro dipendente percepite dai lavoratori operanti nel settore privato (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è calcolata sottraendo al totale delle retribuzioni lorde (*YD*) le retribuzioni lorde percepite dai lavoratori operanti nella branca delle Amministrazioni Pubbliche (*YDg*).

- Ykf*: redditi netti da capitale percepiti dalle famiglie (mld. di lire correnti) 1964/1989. La serie è calcolata sommando ai redditi netti derivanti dal possesso di attività e passività finanziarie ( $Rdb^*Adbf(-1) + Rdpbf^*Adpbf(-1) + Rtpf^*Atpf(-1) + Ratf^*Aatf(-1) + Raz^*Aazf(-1) + Rte^*Atef(-1) - Rlpf^*(Pbf(-1) + Paf(-1)) - Rpics^*Pif(-1)$ ), i redditi da capitale ( $Rd^*Kdf(-1) + Ra^*Kh(-1)$ ) ed i profitti distribuiti netti ( $(1 - aPRD)^*PRD$ ) diminuiti dei dividendi ( $SYa^*Aazf(-1)$ ) già compresi nella corrispondente parte di redditi derivanti dal possesso di attività finanziarie ( $Raz^*Aazf(-1)$ ).
- YLDg*: redditi lordi da lavoro dipendente percepiti dai lavoratori operanti nella branca delle Amministrazioni Pubbliche (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- YNDf*: reddito netto disponibile delle famiglie (mld. di lire correnti) 1964/89. La serie è calcolata sommando i redditi netti da lavoro ( $YA^*(1 - aCSla)^*(1 - aTDa) + YDp^*(1 - aCSgld - aCSald)^*(1 - aTDd) + YDg^*(1 - aCSgld - aCSald)^*(1 - aTDg)$ ), i redditi netti da lavoro dall'estero (*YNe*), i redditi netti da capitale dall'estero (*Rmsk*), i redditi da capitale (*YKf*), le prestazioni sociali erogate dalle Amministrazioni pubbliche (*PSg*) e dalle Istituzioni Sociali Private (*PSa*) e sottraendo l'imposta da inflazione (*IINF*), le altre imposte dirette a carico delle famiglie (*Ialtref*), e gli ammortamenti effettuati dalle famiglie (*Ammf*).
- YNe*: redditi netti da lavoro dall'estero (mld. di lire correnti) 1951/90. Fonte: PROMETEIA fino al 1979, ISTAT (d) dal 1980.
- Yp*: retribuzioni lorde nel settore privato (mld. di lire correnti) 1951/90. La serie è calcolata sommando le retribuzioni lorde da lavoro autonomo (*YA*) e dipendente (*YDp*) nel settore privato.

## FONTI STATISTICHE

Antonello P. *Investimenti in macchine e prodotto per ora lavorata nell'economia italiana, 1960-1982*, Quaderni LUISS n° 12 (1984).

Banca d'Italia (a) *Bollettino Statistico* (vari anni).

Banca d'Italia (b) *Relazione Annuale – Appendice* (vari anni).

Banca d'Italia (c) *Supplemento al Bollettino Statistico* (vari numeri).

Banca d'Italia (d) "La tassazione delle rendite finanziarie nella CEE alla luce della liberalizzazione valutaria", *Temi di discussione* n. 114 (1989).

Barca F., Magnani M. *L'industria fra capitale e lavoro*, ed. Il Mulino, Bologna (1989).

Barnett W.A. "The user cost of money", *Economics Letters*, vol. 1 (1978).

Baviera P. "Un modello econometrico del comportamento dei consumatori", *tesi di laurea*, Università di Padova (1990).

Deaton A., Muellbauer J. (1980) *Economics and Consumer Behavior* Cambridge University Press.

EUROSTAT *Employment and Unemployment* (vari anni).

FMI *International Financial Statistic* (vari anni).

Galeotti M. "Le scelte reali e finanziarie delle imprese: un'analisi empirica" *GRETA Working Paper* n. 92.06 (1992).

Ghessi G. *La finanza pubblica in cifre 1965-1987*, ed. Franco Angeli (1989).

ISCO (a) *Analisi dell'interscambio commerciale con l'estero (1952-1976)* (1978).

ISCO (b) *Quaderni analitici* (vari anni).

ISTAT (a) *Annuario di contabilità nazionale*, vol. III, Tomo 1 (1973).

ISTAT (b) *Annuario di contabilità nazionale* vol. 12 (1987).

ISTAT (c) *Conti delle Amministrazioni Pubbliche e della Protezione Sociale* (vari anni).

ISTAT (d) "Conti economici nazionali" *Collana d'Informazione* n. 38 (1991).

ISTAT (e) *Rilevazione delle forze di lavoro* (vari anni).

ISTAT (f) *Statistiche del lavoro* vol. 26 (1986).

ISTAT (g) dati pubblicati dal Ministero del bilancio e della Programmazione Economica sulla "*Relazione Generale sulla Situazione Economica del Paese (1990)*".

Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica "*Relazione Generale sulla Situazione Economica del Paese*" (vari anni).

ONU *Population Estimates and Projections: 1988 Revision* (1989).

Pagliano P., Rossi N. "The Italian Saving Rate: 1951 to 1990 Estimates" *Temi di Discussione* n. 169 Banca d'Italia (1992).

PROMETEIA "Un metodo di ricostruzione di serie storiche compatibili con la nuova contabilità nazionale (1951-1989)" di Golinelli R. e Monterastelli M. *Nota di lavoro* n. 9001 (1990).