

GRUPPI DI RICERCA ECONOMICA TEORICA E APPLICATA

Lavori di ricerca

Luglio 2018



1
2018

GRUPPI DI RICERCA ECONOMICA TEORICA E APPLICATA



Lavori di ricerca

Numero 1|2018 - Luglio

GRETA - Gruppi di Ricerca Economica Teorica e Applicata, 2018

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 2018 7

Lucia Trevisan e Francesca Volo

| | | |
|-----------------|---|----|
| <i>Gennaio</i> | 2018: occhi puntati sul petrolio | 9 |
| <i>Febbraio</i> | I mercati valutari influenzano le politiche monetarie | 27 |
| <i>Marzo</i> | Il rischio di una guerra commerciale e l'instabilità politica in Italia governano lo scenario | 45 |
| <i>Aprile</i> | In primo piano ancora guerra dei dazi e impasse politico italiano | 63 |
| <i>Maggio</i> | In USA fanno capolino le prime tensioni inflazionistiche | 81 |
| <i>Giugno</i> | La guerra commerciale si inasprisce e il dollaro si rafforza | 99 |

Archivio Ricerche 121

| | | |
|-------------|---|-----|
| <i>2018</i> | La nuova finanza per le imprese del Nord Est Fausto Corradin, Marcella Lucchetta, Domenico Sartore, Francesca Volo | 122 |
|-------------|---|-----|

MEFIM₁ - Scenari macroeconomici 2018

¹ 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 2018²

2018: occhi puntati sul petrolio

Lucia Trevisan^a e Francesca Volo^{a,b}

IL QUADRO GENERALE

Il petrolio sarà l'osservato speciale del 2018, perché, in base alla dinamica delle quotazioni, potrebbero delinearsi scenari ben diversi. Nel 2017 si è assistito all'intensificarsi della ripresa economica a livello globale, alla quale non ha però fatto seguito un aumento dell'inflazione, grazie anche a un prezzo del greggio contenuto. Quest'ultimo ha aggiustato verso l'alto in modo lento ma continuo, intensificando la dinamica al rialzo negli ultimi tre mesi dell'anno. **Lo scenario macroeconomico futuro dipenderà da quanto rapidamente il prezzo del petrolio aggiusterà verso l'alto perché questo detterà il passo delle politiche monetarie e, quindi, anche quello della crescita economica globale.** Attualmente, il Brent ha toccato i 67 dollari al barile e il WTI i 60 per la prima volta dal 2015. I contratti *future long* (acquisti) inoltre, prevalgono ampiamente su quelli *short* (vendite) a testimoniare che i mercati scommettono su una dinamica rialzista. Secondo i dati della Commissione di trading sui *future* su materie prime degli Stati Uniti riferiti alla settimana che si chiudeva il 26 dicembre, i contratti *long* sono aumentati di +5.3% e quelli *short* sono diminuiti di -11%.

Con una domanda globale di beni in rafforzamento, i produttori potrebbero essere indotti a scaricare sul consumatore finale l'aumento dei costi dell'energia, quindi **il 2018 potrebbe essere caratterizzato da una chiusura del divario tra inflazione e crescita economica. Per il momento riteniamo altamente probabile che il prezzo del petrolio non oltrepassi significativamente i 70 dollari al barile per il Brent e i 65 per il WTI (Scenario C – probabilità 60%)** perché l'aumento della produzione americana sta contrastando gli sforzi dell'OPEC di eliminare l'eccesso di offerta (i tagli alla produzione saranno attivi fino a fine 2018). La produzione statunitense di petrolio con le tecniche *shale oil* sta aumentando di pari passo con l'allargamento dei margini di profitto e il Congresso ha approvato una legge che estende i permessi di estrazione di petrolio e gas nell'*Arctic National Wildlife Refuge*, una vasta area dell'Alaska. **Siamo tuttavia consapevoli che il prezzo del petrolio potrebbe sfuggire di mano. Questo, ovviamente, implicherebbe politiche monetarie più restrittive di quanto preventivato finora dalle Banche Centrali (Scenario A – probabilità 30%).**

In USA, il 19 dicembre il Congresso ha approvato la tanto attesa riforma fiscale che prevede un taglio cospicuo delle aliquote per le imprese e una riduzione temporanea delle tasse per le persone fisiche, con una diminuzione complessiva degli introiti per il governo federale stimata intorno ai 1.500 miliardi di dollari per i prossimi 10 anni. L'ammontare è già stato stanziato. Il piano fiscale impone un tetto massimo del 21% all'aliquota per le aziende, contro l'attuale 35%, e una riduzione al 37% dal 39.6% dell'aliquota sulle persone fisiche, quest'ultima solo temporaneamente fino al 2025, perché non è consentito che determinate misure fiscali contribuiscano in modo permanente all'aumento del debito pubblico dopo dieci anni. La legge prevede diverse altre deduzioni, agevolazioni fiscali e una revisione della tassazione sulle proprietà immobiliari e sulle eredità. Dall'altro lato, tuttavia, essa elimina le multe per chi non è assicurato dal punto di vista sanitario, una decisione che secondo il *Congressional Budget Office* (l'ufficio del bilancio del Congresso) comporterà un aumento rilevante dei premi per tutte le altre persone che hanno regolarmente acquistato un'assicurazione sanitaria (tema sul quale gli americani sono particolarmente sensibili). Il forte aumento della fiducia dei produttori e il corrispondente calo di quella dei consumatori, registrati a dicembre, dicono chiaramente chi beneficerà di più della politica fiscale. **L'effetto espansivo sull'economia è incerto e difficile da quantificare, trattandosi di un intervento senza precedenti. È indubbio, però, che imporrà alla Fed un percorso di politica monetaria restrittiva, dato il livello di pieno impiego già raggiunto dal ciclo economico americano. Per il momento, assegniamo una maggiore probabilità all'eventualità che la Fed aumenti i tassi ufficiali tre volte durante il 2018 di 25 punti base in ciascun intervento, a marzo, giugno e settembre** (Scenario C - probabilità 60%) ma non escludiamo la possibilità che debba farne quattro (Scenario A – 30%). Alla riunione di dicembre la Fed, oltre ad aumentare i tassi sui *Fed funds* di 25 punti base, portandoli tra +1.25% e +1.50%, com'era nelle attese, ha aggiustato al rialzo anche le stime di crescita del PIL del 2018 da +2.1% a +2.5%. Il Presidente Janet Yellen, tuttavia, ha detto che "la nuova previsione non dovrebbe essere vista come una stima dell'effetto fiscale, che per il momento rimane incerto nell'entità e nel *timing*". Il rischio che la Fed si trovi di fronte a un'economia molto più forte di quanto previsto non è quindi trascurabile.

^a Università Ca' Foscari Venezia.

^b GRETA.

² **Dati aggiornati al 29/12/2017.**

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 ogni caso, i rendimenti sui titoli di Stato statunitensi sono destinati ad aumentare durante il 2018, sia per i rialzi attesi dei tassi di riferimento, sia per il rischio di un aggravio del bilancio federale. La scommessa dei Repubblicani che la riforma generi una crescita tale da compensare la riduzione delle entrate federali è tutta da verificare.

L'Eurozona è l'economia che cresce maggiormente rispetto alle altre macro-aree. In base ai dati del terzo trimestre del 2017, il PIL è aumentato in termini tendenziali di +2.6% a/a, contro il +2.3% degli Stati Uniti e il +2.1% del Giappone. I nuovi dati mensili a disposizione hanno evidenziato un miglioramento del mercato del lavoro e ancora una volta dell'ottimismo di produttori e consumatori. **La ripresa sopra il 2.5% non porta ancora con sé pressioni inflazionistiche: l'indice core in novembre è rimasto fermo a +0.9% a/a.**

Alla riunione di dicembre la Banca Centrale non ha modificato né i tassi né il programma di acquisto titoli sul mercato, attualmente in corso. Durante la conferenza stampa non sono stati forniti altri dettagli sulla scadenza del *Quantitative Easing*, che proseguirà almeno fino a fine settembre del 2018 (e oltre se necessario). Secondo alcuni membri del Consiglio Direttivo, la BCE dovrebbe adottare una strategia più equilibrata in merito all'uscita dal QE, ma **il Presidente Draghi ha giustificato la politica monetaria accomodante con i recenti dati sull'inflazione, che sono risultati deboli, nonostante una prospettiva di crescita molto forte.** Egli ha precisato che "il Consiglio Direttivo non ha discusso di un'eventuale improvvisa sospensione del programma di acquisto di titoli; non vede pericolose minacce di bolle finanziarie sui mercati, nonostante l'attuale politica di bassi tassi d'interesse possa fornire terreno fertile per questi rischi; un incremento dei tassi d'interesse in futuro sarà una buona notizia, in quanto confermerebbe che l'inflazione si sarà portata su un percorso di crescita auto-sostenuta e **l'andamento del mercato del lavoro resta una delle variabili da monitorare per stimare l'andamento dell'inflazione**".

Le nuove linee guida della BCE per il 2018 hanno rivisto al rialzo in modo consistente le previsioni di crescita del PIL a +2.3% da +1.8% delle precedenti proiezioni e più moderatamente quelle dell'inflazione a +1.4% da +1.2%.

Le elezioni politiche del 4 marzo in Italia potrebbero rappresentare un elemento destabilizzante per l'intera Area Euro per il riaffiorare di eventuali tendenze anti-europeiste e l'alta probabilità che l'esito delle urne non consenta la formazione in tempi ragionevoli di un nuovo esecutivo. L'attuale governo Gentiloni, tuttavia, non si è dimesso, pertanto non si creerà un vuoto politico e si potrà affrontare in ogni caso il primo importante appuntamento del Documento di Economia e Finanza (DEF) a metà aprile.

Riteniamo quindi che l'atteggiamento accomodante della BCE si protrarrà per gran parte del 2018 e, giocando con il linguaggio di comunicazione, la Banca Centrale manterrà aperta la data di fine del QE (Scenario C – probabilità 60%). Pur essendo vero che la Germania sta crescendo molto più degli altri Paesi, a +2.8% a/a rispetto al +2.3% della Francia e al +1.7% dell'Italia, tuttavia metà della variazione congiunturale del PIL tedesco nel terzo trimestre è dovuta ad accumulo di scorte e l'inflazione *core* tedesca è ancora a +1.3% a/a (in novembre). **Non escludiamo che lo stimolo monetario con l'acquisto di titoli sul mercato secondario possa finire a settembre del 2018, ma assegniamo a tale eventualità una probabilità più bassa del 30% (Scenario A).**

In Giappone, l'economia si sta espandendo moderatamente. La revisione del PIL del terzo trimestre ha portato la crescita sopra il 2% a/a e i dati mensili di novembre sono tutti positivi. Il canale estero rimane la principale componente trainante e i consumi restano deboli, ma il miglioramento del mercato del lavoro, la buona dinamica delle vendite al dettaglio in novembre e l'aumento della fiducia dei consumatori in dicembre dovrebbero superare la debolezza della domanda interna. **In sintonia con una ripresa più consistente, l'inflazione core si sta riprendendo (+0.9% a/a in novembre).**

Alla riunione del 21 dicembre, la Banca Centrale ha mantenuto invariata la politica monetaria, con il tasso d'interesse sui depositi a -0.1% e l'obiettivo per il rendimento dei titoli di Stato a 10 anni a zero. La decisione è stata raggiunta con il solo voto dissenziente di G. Kataoka. Quest'ultimo ha affermato che la probabilità di un raggiungimento dell'obiettivo d'inflazione del 2% è bassa e ci si dovrebbe impegnare in un nuovo allentamento, se i progressi dovessero tardare, ma si tratta di una voce fuori dal coro. Nel comunicato conclusivo della BoJ si legge che **l'inflazione è "destinata a continuare su una tendenza al rialzo"** sulla scia di un miglioramento del divario produttivo e di un aumento delle attese d'inflazione a medio-lungo termine. Anzi, **aumentano le preoccupazioni per la sostenibilità del mantenimento di una tale politica monetaria espansiva per un periodo prolungato, a causa degli effetti collaterali negativi:** i tassi d'interesse bassi possono deprimere i profitti bancari, indebolire i coefficienti patrimoniali delle banche (particolarmente a rischio sono quelle regionali) e ridurre i prestiti. **Pur nella consapevolezza che il dibattito sul tema si intensificherà alle prossime riunioni, assegniamo un'alta probabilità che la Banca Centrale lasci la politica monetaria invariata fino alla fine del 2019.** In parte dipenderà dal successore del Presidente Kuroda, il cui mandato scadrà ad aprile di quest'anno, anche se molti ritengono che sarà riconfermato.

GLI ULTIMI DATI

In USA, il dato finale sul PIL del terzo trimestre del 2017, pur apportando una leggera revisione verso il basso a +3.2% da +3.3% t/t annualizzato, conferma il buon passo di crescita del ciclo economico americano. L'aumento in termini tendenziali è stato di +2.3% a/a da +2.2% del trimestre precedente. La revisione ha interessato principalmente due voci: i consumi, cresciuti di +2.2% t/t anziché +2.3%, limando il contributo alla crescita a +1.5% t/t da +1.6% e le importazioni che sono diminuite di meno (-0.7% t/t rispetto a -1.1% delle precedenti rilevazioni) ridimensionando il contributo a +0.1% t/t da +0.2%. Gli altri aggiustamenti, come il minor calo degli investimenti residenziali a -4.7% t/t da -5.1% e la maggiore crescita della spesa pubblica a +0.7% t/t da +0.4%, non hanno modificato i rispettivi supporti alla crescita del PIL. Il terzo trimestre del 2017 resta pertanto caratterizzato dal traino dei consumi privati, nonostante un ridimensionamento del loro contributo rispetto al trimestre precedente (+1.5% t/t da +2.2%), da un forte apporto delle scorte (+0.8%) e da quello soddisfacente del canale estero (+0.4% t/t) che beneficia della debolezza del dollaro. Gli investimenti fissi non residenziali sono riusciti a più che compensare la debolezza di quelli residenziali. Va tenuto conto che le dinamiche di questi ultimi e delle scorte hanno risentito degli effetti della devastazione degli uragani che hanno colpito la costa orientale statunitense durante l'estate e, quindi, hanno carattere transitorio.

I dati mensili, prevalentemente relativi a novembre, confermano la forza del ciclo economico americano, in particolare nel mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione è rimasto saldo al 4.1% e l'occupazione ha battuto le attese, con un incremento consistente di +228.000 unità, a fronte di un'aspettativa di +200.000. Il dato relativo a ottobre è stato rivisto al ribasso a +244.000 unità da +261.000, ma si tratta comunque di un incremento importante. È da sottolineare, inoltre, che mentre quest'ultimo poteva risentire dell'effetto post-uragani, il dato di novembre riflette le condizioni normali del mercato del lavoro americano, avendo superato i fattori transitori. Ribadiamo quindi quanto detto il mese scorso sull'aumento del rischio di overshooting a causa del protrarsi di un livello di pieno impiego.

Dal lato dell'offerta, i dati mensili sembrano prendere fiato dopo i consistenti rialzi di ottobre, ma non mettono in discussione la forza del ciclo economico statunitense perché vanno letti in termini di una pausa fisiologica e non come un'inversione di tendenza. In novembre, la produzione industriale è aumentata limitatamente di +0.2% m/m rispetto al sorprendente +1.2% del mese precedente (rivisto al rialzo da +0.9%). Gli ordini di beni durevoli sono cresciuti di +1.3% m/m, ma se si depura la serie dalla componente dei trasporti, rimane un leggero calo di -0.1% m/m. Anche in questo caso, probabilmente il dato risente dell'ottimo risultato di ottobre (+1.3%, rivisto al rialzo da +0.8%). Va messo in evidenza, inoltre, l'ulteriore incremento, sia pur lieve, del tasso di utilizzo degli impianti a 77.1%, dopo il forte balzo registrato a ottobre a 77% da 76.4% di settembre. Per il settore edilizio, tutti gli indicatori sono ampiamente al rialzo: +17.5% m/m le vendite di nuove case, +5.6% quelle esistenti, +3.3% l'avvio di nuovi cantieri. Possiamo, quindi, affermare che la debolezza del settore emersa dai dati del terzo trimestre sembra aver avuto carattere transitorio, anche se le rilevazioni di novembre potrebbero incorporare ancora qualche effetto ricostruzione post-uragani, considerando i tempi di produzione più lunghi rispetto ad altri settori.

In dicembre, la fiducia dei produttori misurata dall'indice NAPM è volata a 67.6 da 63.9 di novembre. Dato che la rilevazione di questo indicatore avviene alla fine del mese, il risultato incorpora l'ottimismo scaturito dall'approvazione definitiva della riforma fiscale di Trump avvenuta il 19 dicembre.

Dal lato della domanda, sono giunti buoni segnali dai dati relativi a novembre, con una consistente crescita delle vendite al dettaglio di +0.8% m/m, dopo un +0.5% del mese precedente (rivisto al rialzo da +0.2%) e un incremento dei consumi privati di +0.4% m/m. La fiducia dei consumatori in dicembre tuttavia ha subito una forte contrazione: il Conference Board è sceso a 122.1 da 128.6 del mese precedente (quest'ultimo rivisto al ribasso da 129.5) deludendo ampiamente le attese che erano a favore di una sostanziale tenuta dell'indice (+128.1). Probabilmente, una causa va ricercata nella riforma fiscale appe-

USA

L'inflazione si sta lentamente riallineando al ciclo economico in espansione e a un mercato del lavoro al pieno impiego

na approvata che riduce le imposte sulle persone fisiche solo temporaneamente ed elimina le multe per chi non ha un'assicurazione sanitaria, comportando, quindi, un aumento dei premi per coloro che si sono assicurati.

L'inflazione si sta avvicinando all'obiettivo del 2%, complice il rincaro del prezzo del petrolio. In novembre, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi PCE (*Personal Consumption Expenditures*) è aumentata a +1.8% a/a da +1.6% del mese precedente. L'indice core, depurato dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, ha corretto al rialzo solo parzialmente a +1.5% a/a da +1.4% di ottobre e rimane lontano dall'obiettivo della Fed. **L'aumento dei prezzi alla produzione (+0.4% m/m, +3% a/a) e il riaccendersi della dinamica salariale (a +2.5% da +2.3% i salari orari) fanno tuttavia temere un riallineamento dell'inflazione a un ciclo economico in espansione e un mercato del lavoro al pieno impiego. Come sottolineato dalla Fed, l'inflazione dovrà essere "monitorata da vicino".**

A fronte di tale scenario macroeconomico, **assegniamo un'alta probabilità all'eventualità che nel 2018 la Fed mantenga la promessa di tre rialzi da 25 punti base ciascuno a marzo, giugno e settembre (Scenario C – probabilità 60%) ma non escludiamo che gli interventi possano essere quattro (Scenario A – probabilità 30%).**

In Giappone, la revisione sostanziale dei dati sul PIL del terzo trimestre del 2017 delinea uno scenario molto più positivo per il ciclo economico nipponico di quanto non fosse emerso dai dati preliminari. La crescita congiunturale è stata corretta al rialzo a +0.6% t/t da +0.3% del preliminare e quella tendenziale a +2.1% a/a da +1.6%. **Si tratta del settimo trimestre consecutivo di crescita positiva.** Da segnalare, inoltre, che la revisione ha interessato anche il trimestre precedente, con un +0.7% t/t, anziché +0.6%, e +1.7% a/a anziché +1.5%. **Per il terzo trimestre, l'aggiustamento ha riguardato principalmente gli investimenti fissi, a +0.1% t/t da -0.5% del preliminare, ridimensionando il contributo negativo alla crescita del PIL da -0.1% t/t a zero, e le scorte che hanno supportato il ciclo economico per un +0.4% t/t da +0.2%. Il canale estero rimane la principale componente trainante, con un apporto alla ripresa di +0.5% t/t, mentre la più debole è quella dei consumi con un contributo negativo di -0.3% t/t.** Il Giappone sta quindi crescendo essenzialmente grazie alla domanda estera in un contesto globale di accelerazione del ciclo economico.

I dati mensili, prevalentemente relativi a novembre, sono tutti positivi sia dal lato dell'offerta sia della domanda, rafforzando la ripresa nella parte finale del 2017. Migliora il mercato del lavoro, con una limatura verso il basso del tasso di disoccupazione al 2.7% dal 2.8% del mese precedente. La produzione industriale ha registrato un altro incremento consistente di +0.6% m/m, dopo il già importante aumento di +0.5% del mese precedente. Gli ordini di macchinari industriali sono ritornati a crescere a ottobre di +5% m/m, riprendendo la dinamica positiva di luglio e agosto (+8% e +3.4%, rispettivamente) interrotta a settembre dal forte calo di -8.1%. La ripresa nella parte finale del 2017 dovrebbe essere supportata anche dall'aumento della fiducia dei produttori: a dicembre, il PMI è salito a quota 54.2 da 53.6 del mese precedente. Dal lato della domanda, due dati particolarmente positivi inducono a credere che la debolezza dei consumi rilevata nei dati trimestrali sia superata: a novembre, le vendite al dettaglio hanno messo a segno un forte balzo di +1.9% m/m e così pure la serie mensile dei consumi privati con un +1.1% m/m. In aumento è risultata anche la fiducia dei consumatori di dicembre, che si è portata a quota 44.9 da 44.5 del mese precedente.

In sintonia con una ripresa più consistente, qualche segnale positivo di lotta alla deflazione è giunto dagli indicatori di prezzo: in novembre, la variazione tendenziale del CPI (*Consumer Price Index*) globale ha aggiustato verso l'alto a +0.6% a/a da +0.2% del mese precedente e quello core a +0.9% a/a da +0.8%.

GIAPPONE

La revisione del PIL del terzo trimestre ha portato la crescita sopra il 2% e i dati mensili di novembre sono tutti positivi

AREA EURO

La crescita sopra il 2.5% non porta ancora con sé pressioni inflazionistiche

Per la Zona Euro, i dati trimestrali del PIL del terzo trimestre del 2017, disponibili ora anche per le singole componenti, **consolidano la ripresa sopra il 2.5% a/a e portano l'area al primo posto in termini di crescita economica rispetto a USA (+2.3%) e Giappone (+2.1%)**. La domanda interna è equilibrata nelle due componenti dei consumi e degli investimenti fissi, che, pur con una dinamica in ridimensionamento rispetto al secondo trimestre (+0.3% t/t e +1.1% da +0.5% e +2.2%, rispettivamente) hanno contribuito alla crescita del PIL in modo paritetico per +0.2% t/t. Lieve è risultato l'accumulo di scorte (+0.1% t/t) mentre la spesa pubblica e il canale estero non hanno supportato la ripresa. In particolare quest'ultimo **ha dimostrato un perfetto bilanciamento tra esportazioni e importazioni, entrambe aumentate di poco più dell'1%**.

I dati mensili, prevalentemente relativi a ottobre, hanno evidenziato un miglioramento del mercato del lavoro e ancora una volta dell'ottimismo di produttori e consumatori. In ottobre, il tasso di disoccupazione è sceso a 8.8% da 8.9% del mese precedente e la produzione industriale è aumentata di +0.2% m/m, battendo le attese di -0.1%. Il dato precedente è stato rivisto al rialzo a -0.5% da -0.6%. **Qualche incertezza, invece, è giunta dal settore edilizio**, con una contrazione di -0.4% m/m delle costruzioni **e dalle vendite al dettaglio**, che sono diminuite di -1.1% m/m. Queste ultime, tuttavia, in settembre avevano registrato un importante incremento di +0.8% m/m (rivisto da +0.7%). La contrazione del dato di ottobre era attesa, anche se di minore entità (-0.5%).

Dall'altro lato, la fiducia di consumatori e imprenditori mantiene l'inarrestabile tendenza positiva: a novembre, l'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) ha registrato un ulteriore incremento a 114.6 da 114.1 del mese precedente, centrando le attese degli economisti, e il PMI (che testa la fiducia dei produttori) a dicembre è aumentato sia nel settore manifatturiero, raggiungendo il livello di 60.6 da 60.1 di novembre, sia in quello dei servizi, a quota 56.5 da 56.2, battendo, in entrambi i casi, le aspettative degli economisti che erano a favore di un ridimensionamento degli indici (59.8 e 56, rispettivamente).

L'inflazione rimane ancora debole, pur con un ciclo economico che intensifica la ripresa: in novembre, l'indice globale HCPI (*Harmonized Consumer Price Index*) è aumentato leggermente in termini tendenziali a +1.5% a/a da +1.4% del mese precedente, trovando la giustificazione nel recente rialzo del prezzo del petrolio, perché l'indice core, che esclude le componenti più volatili dell'energia e degli alimentari, è rimasto stabile in termini tendenziali a +0.9% a/a. Su base congiunturale è diminuito di -0.1% m/m.

L'inflazione contenuta lascia ancora margini alla BCE per un atteggiamento accomodante, com'è emerso alla riunione di dicembre, nella quale ha confermato le linee di politica monetaria annunciate a ottobre. **Assegniamo un'alta probabilità che tale atteggiamento sia mantenuto nel 2018 (Scenario C – probabilità 60%)**.

In Germania, non ci sono informazioni aggiuntive sui dati trimestrali rispetto al mese precedente. **L'economia tedesca funge da locomotore per l'intera Area Euro, con una crescita congiunturale del PIL nel terzo trimestre del 2017 particolarmente sostenuta di +0.8% t/t**, in rafforzamento da +0.6% dei tre mesi precedenti, **e una variazione tendenziale di +2.8% a/a** da +2.3%. Anche se il buon risultato è in parte dovuto all'accumulo di scorte che hanno contribuito per un +0.4% t/t, resta il fatto che la Germania ha potuto contare su di un pari supporto rilevante del canale estero.

Praticamente assenti sono risultate, invece, le componenti di domanda interna, consumi, investimenti e spesa pubblica.

Come affermato il mese scorso, **il fatto che la crescita non derivi dalla domanda interna lascia più margini alla BCE per un proseguimento sulla linea di una politica monetaria accomodante**, perché non rappresenta un rischio di surriscaldamento dell'economia tedesca, dando il tempo agli altri Paesi dell'Area Euro di ridurre il divario di crescita.

Questa conclusione trova riscontro anche nei dati mensili, che presentano un momento di pausa nella ripresa, sia dal lato della domanda sia dell'offerta. In ottobre, infatti, la produzione industriale è diminuita di -1.4% m/m, dopo il -0.9% del mese precedente (rivisto al rialzo da -1.6%) e contro un'aspettativa completamente diversa di +0.8%. Anche le costruzioni hanno subito una contrazione consistente di -1.3% m/m. Le vendite al dettaglio,

Germania

infine, sono diminuite di -1.2% m/m, contro un +0.5% del mese precedente, deludendo le attese di +0.3%. **I dati positivi sugli ordini e sulla fiducia dei produttori**, tuttavia, **ci dicono che la crescita sostenuta dovrebbe proseguire anche nell'ultima parte del 2017**: in ottobre gli ordini all'industria hanno registrato un incremento di +0.5% m/m che segue quello consistente di +1.2% di settembre (rivisto al rialzo da +1%); in dicembre, l'indice Ifo ha mantenuto più o meno il livello del mese precedente (117.2 da 117.6) e l'indice PMI ha continuato la sua corsa, sia nel settore manifatturiero (a 63.3 da 62.5 di novembre) sia in quello dei servizi (a 55.8 da 54.3).

Nonostante il buon passo di crescita del PIL, in dicembre l'inflazione globale è rimasta contenuta, ridimensionandosi a +1.6% a/a da +1.8% del mese precedente. Si registra solo un lieve aggiustamento verso l'alto dell'indice core a +1.3% a/a da +1.1%, che tuttavia si riferisce a novembre.

In Francia, l'ulteriore revisione dei dati del PIL relativi al terzo trimestre non ha portato modifiche significative, confermando la ripresa del ciclo economico d'oltralpe. La crescita in termini congiunturali si è attestata a +0.6% t/t (rivisto al rialzo da +0.5%) dopo il +0.6% del trimestre precedente, **determinando un progresso significativo in termini tendenziali a +2.3% a/a** (rivisto da +2.2%) da +1.8%. Come sottolineato il mese scorso, il corposo contributo delle scorte di +0.5% t/t non dovrebbe significare un eccesso di accumulo di magazzino, ma una sua semplice ricostituzione, visto che nel trimestre precedente questa componente aveva registrato un -0.4%. **La ripresa poggia su basi sane, grazie ad un bilanciamento tra consumi e investimenti**, con un contributo positivo di +0.3% t/t e +0.2% rispettivamente, **mentre il canale estero si è dimostrato debole**, sottraendo crescita per un -0.6% t/t. Dovrebbe tuttavia trattarsi di un fisiologico momento di pausa dopo il brillante secondo trimestre, nel quale questa componente aveva registrato un contributo della stessa entità, ma di segno positivo.

Francia

I dati mensili, in gran parte riferiti a ottobre, hanno registrato buoni segnali soprattutto dal lato dell'offerta. La produzione industriale, infatti, ha messo a segno un forte rialzo di +2.7% m/m, confermando e rafforzando la tendenza positiva di settembre (+0.6%) e spiazzando completamente le aspettative pessimiste di -0.1%. **Il settore edilizio rimane debole**, con un calo delle costruzioni di -0.3% m/m, dopo un -0.2% di settembre, tuttavia, va sottolineato che quest'ultimo dato è stato rivisto al rialzo da -0.6%. **In dicembre, la fiducia dei produttori è rimasta abbastanza stabile su valori elevati**: l'indice pubblicato dall'Insee si è attestato a 112 da 113 del mese precedente, il PMI nel settore dei servizi, dopo il forte incremento di novembre a 60.4 da 57.3, ha riaggiustato leggermente a 59.4, mentre quello del settore manifatturiero è aumentato a 59.3 da 57.7. **Meno buone sono le notizie dal lato della domanda: le vendite al dettaglio hanno subito un ampio ridimensionamento di -2.3% m/m, però** va tenuto conto che in settembre erano aumentate di +1.7%, riviste al rialzo da +1.2%, che **in novembre i consumi delle famiglie sono cresciuti di +1.4% m/m e la fiducia dei consumatori ha proseguito la sua tendenza positiva**, raggiungendo quota 102 da 100 di ottobre.

Il mercato del lavoro, infine, dovrebbe dare una mano alla domanda grazie a un tasso di disoccupazione sceso in ottobre a 9.4% da 9.5% del mese precedente.

La Francia resta uno dei Paesi dell'Area Euro a più bassa inflazione, assieme all'Italia. In novembre, la revisione dell'indice globale armonizzato dei prezzi al consumo a +1.2% a/a in termini tendenziali da +1.3%, lascia invariato il percorso dell'inflazione rispetto al mese precedente, anche se si considera **l'indice core, fermo a +0.6% a/a da sei mesi.**

In Italia, i dati trimestrali del PIL del terzo trimestre, disponibili ora anche per le singole componenti, hanno rafforzato la ripresa, pur con una lieve correzione al ribasso dell'aggregato rispetto al preliminare. **Il ciclo economico italiano ha trovato vigore con un aumento congiunturale di +0.4% t/t** (rivisto da +0.5%) **che ha consentito alla variazione tendenziale di portarsi a +1.7% a/a** (rivisto da +1.8%) da +1.5% del trimestre precedente. Pur rimanendo in coda rispetto agli altri Paesi dell'Area (Germania +2.8% e Francia +2.3%) ha accorciato le distanze. **La componente che ha maggiormente trainato**

Italia

la crescita è stata quella degli investimenti fissi, con un contributo di +0.5% t/t, **ma anche i consumi e il canale estero hanno partecipato in modo soddisfacente** con un +0.2% t/t ciascuno. Sia le esportazioni sia le importazioni, infatti, sono aumentate ma le prime hanno registrato una dinamica al rialzo più forte (+1.6% t/t rispetto a +1.2% delle importazioni).

L'ampio decumulo di scorte, che ha sottratto crescita per un -0.5% t/t, è di auspicio per un proseguimento della ripresa anche nell'ultimo trimestre del 2017 per effetto della ricostituzione del magazzino. Resta comunque chiaro che **l'evoluzione del ciclo economico italiano nel 2018 dipenderà dall'esito delle elezioni previste per il 4 marzo. Il clima preelettorale non gioverà alla ripresa e il rischio che dalle urne non emerga una maggioranza in grado di governare è elevato. Il fattore positivo è che l'attuale governo Gentiloni non si è dimesso, pertanto non si creerà un vuoto politico in mancanza di una maggioranza**. Ad aprile sarà in ogni caso possibile definire il DEF, le linee guida per il bilancio statale.

I nuovi dati mensili hanno dimostrato più forza dal lato dell'offerta che della domanda, ma la fiducia di produttori e consumatori rimane elevata. Dal lato dell'offerta, in ottobre, la produzione industriale, le costruzioni e gli ordini sono stati tutti molto positivi, compensando l'incertezza emersa nel mese precedente: gli aumenti sono stati rispettivamente di +0.5% m/m, +0.4% e +1.9%. Si ricorda che in settembre gli indicatori erano diminuiti rispettivamente di -1.3% m/m, -1% e -4%, ma in agosto avevano registrato importanti incrementi di +1.2% m/m, +2.2% e +5.3%, rispettivamente. Il saldo complessivo degli ultimi tre mesi risulta quindi positivo e la componente degli ordini lascia sperare in un proseguimento della ripresa. **In dicembre, inoltre, la fiducia dei produttori è rimasta ai massimi degli ultimi 11 anni:** il PMI per il settore manifatturiero si è attestato a 110.5 da 110.7 (rivisto da 110.8) del mese precedente e quello per i servizi è aumentato ulteriormente a 108.9 da 108.3 (rivisto da 108.2).

Dal lato della domanda, in ottobre le vendite al dettaglio sono diminuite di -1% m/m cancellando il vantaggio del dato del mese precedente (+0.8% m/m) **tuttavia, in dicembre la fiducia dei consumatori ha corretto in modo considerevole verso l'alto** a 116.6 da 114.4 di novembre, contro un'aspettativa di una sostanziale invarianza (114.3, si ricorda che in agosto era a quota 111.2) **e il tasso di disoccupazione è rimasto stabile** all'11.1% ad ottobre.

L'inflazione rimane ancora assente dal quadro macroeconomico italiano, con un HCPI a novembre stabile sia in termini di variazione tendenziale globale a +1.1% a/a, sia *core* a +0.5% a/a (rivisto da +0.4%).

Il clima preelettorale porterà inevitabili tensioni sui rendimenti dei titoli di Stato italiani, tuttavia, finché la BCE manterrà un atteggiamento accomodante (Scenario C – probabilità 60%) i rialzi saranno limitati.

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

GLI SCENARI

A (30%)

USA: la riforma fiscale ha un effetto molto espansivo, delineando una crescita del PIL tra +3% e +3.5% a/a. Il prezzo del petrolio aumenta alimentando rischi inflazionistici da materie prime che si vanno a sommare a quelli da salari. **La politica anticipata della Fed mantiene sotto controllo l'inflazione: la Banca Centrale effettua quattro rialzi dei tassi ufficiali di 25 punti base ciascuno, a gennaio, marzo, giugno e settembre.** Nel medio periodo, il dollaro ritorna verso quota 1.16-1.17 rispetto all'euro e i rendimenti del decennale americano si spingono anche sopra il 2.7%.

Area Euro: la crescita economica solida si rafforza verso il 3% e l'inflazione si porta verso il 2%.

Una volta superate le elezioni italiane di marzo del 2018, la BCE guida le aspettative di mercato verso una non-estensione del *Quantitative Easing* oltre la scadenza di settembre 2018. La dichiarazione definitiva della conclusione della politica monetaria espansiva comporta l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona. **L'Italia**, più fragile per l'elevato debito pubblico, è **particolarmente penalizzata**: nel medio periodo il rendimento decennale può superare il livello di 2.4% con uno *spread* superiore a 185 punti base rispetto al *Bund*.

B (10%)

USA: la riforma fiscale ha un effetto molto espansivo, delineando una crescita del PIL tra +3% e +3.5% a/a. Il prezzo del petrolio aumenta alimentando rischi inflazionistici da materie prime che si vanno a sommare a quelli da salari. **La Fed arriva in ritardo nel controllo dell'inflazione** che sale sopra il 2%: effettua quattro rialzi dei tassi ufficiali **25 punti base ciascuno, a marzo, giugno, settembre e dicembre.** Nel medio termine, i rendimenti decennali americani si spingono sopra il 2.8% e il dollaro resta debole, intorno a 1.19 nei confronti dell'euro.

Area Euro: la crescita economica solida si rafforza verso il 3% e l'inflazione si porta al 2%.

Una volta superate le elezioni italiane di marzo del 2018, la BCE guida le aspettative di mercato verso una non-estensione del *Quantitative Easing* oltre la scadenza di settembre 2018. La dichiarazione definitiva della conclusione della politica monetaria espansiva comporta l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona. **L'Italia**, più fragile per l'elevato debito pubblico, è **particolarmente penalizzata**: tenendo conto di un contesto globale di rendimenti più elevati rispetto allo scenario A, nel medio periodo il rendimento decennale può superare il livello di 2.5% con uno *spread* che potrebbe arrivare anche a 200 punti base rispetto al *Bund*.

C (60%)

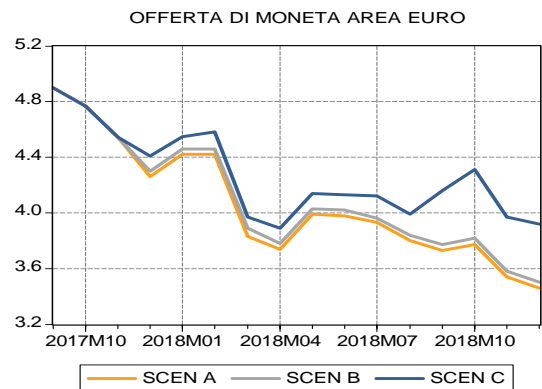
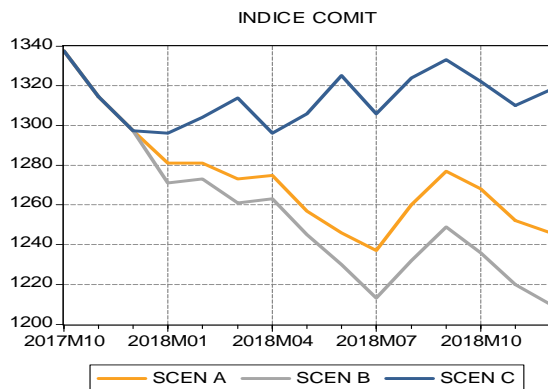
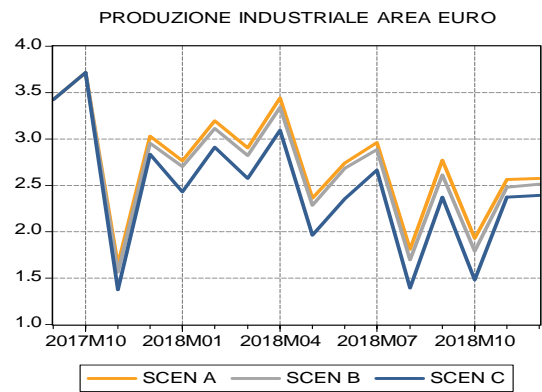
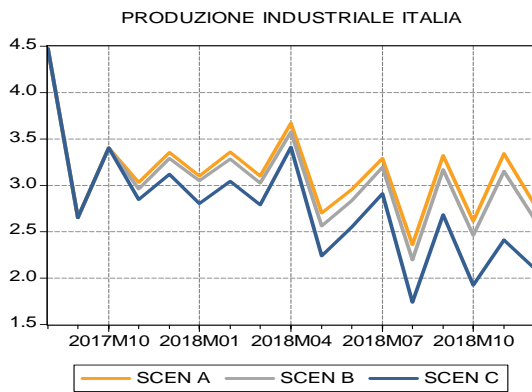
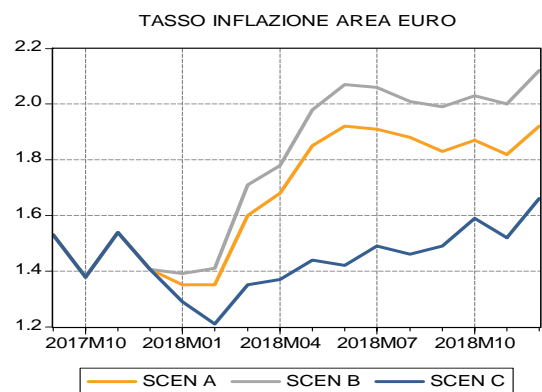
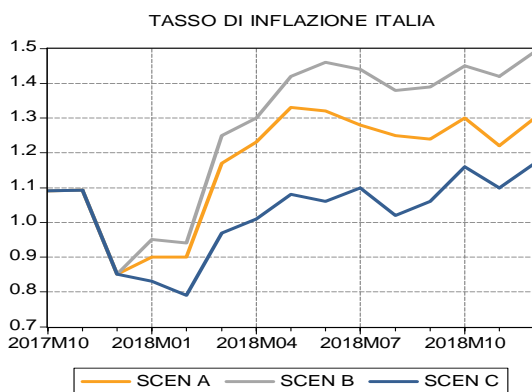
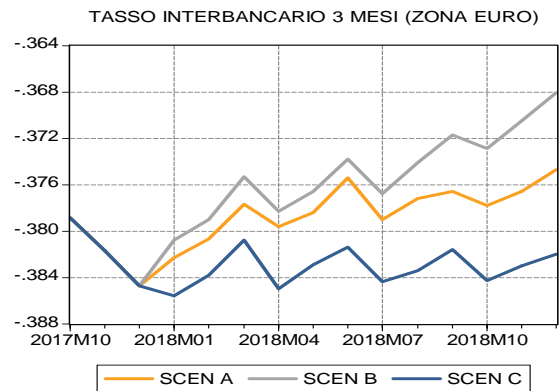
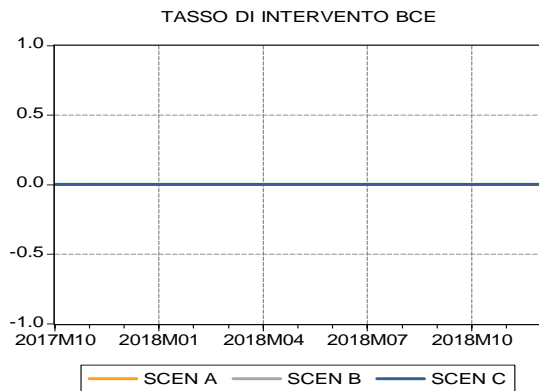
USA: la riforma fiscale ha un effetto più limitato di quanto ci si attende, delineando una crescita del PIL tra +2.5 e +3% a/a. Emergono rischi inflazionistici da salari, tuttavia il prezzo del petrolio aumenta solo moderatamente e **l'inflazione rimane contenuta sia pur vicino all'obiettivo della Fed. La Banca Centrale effettua tre rialzi dei tassi di riferimento di 25 punti base ciascuno nel 2018, a marzo, giugno e settembre.** Nel medio periodo, il dollaro si porta verso quota 1.17-1.18 rispetto all'euro e i rendimenti del decennale americano verso il 2.6-2.7%.

Area Euro: continua la crescita economica solida intorno al 2.5%, ma l'inflazione rimane moderata sotto il 2%.

Attraverso una buona gestione del linguaggio di comunicazione, la BCE mantiene aperta la data di fine del *Quantitative Easing*, guidando le aspettative dei mercati verso un'inversione di tendenza molto graduale della politica monetaria ed evitando che si generi un effetto restrittivo indiretto. I rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona risalgono in sintonia con quelli americani, ma molto moderatamente. **L'atteggiamento accomodante della BCE non risparmia il decennale italiano da un aggiustamento verso l'alto dei rendimenti per la tornata elettorale di marzo del 2018, ma contribuisce a mantenerli limitati**, portandoli verso il 2.3%-2.4% per fine anno e lo *spread* BTP/*Bund* verso i 185 punti base.

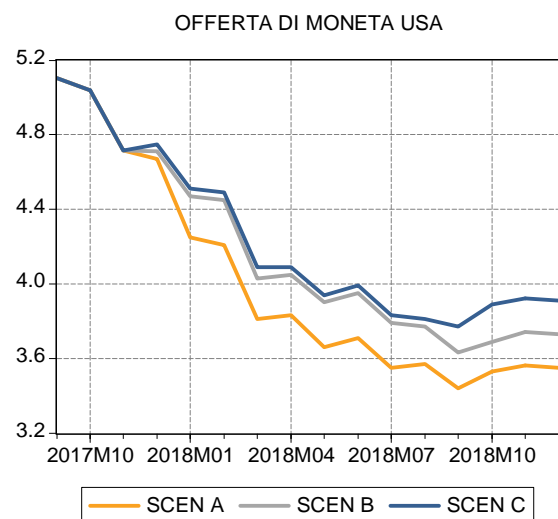
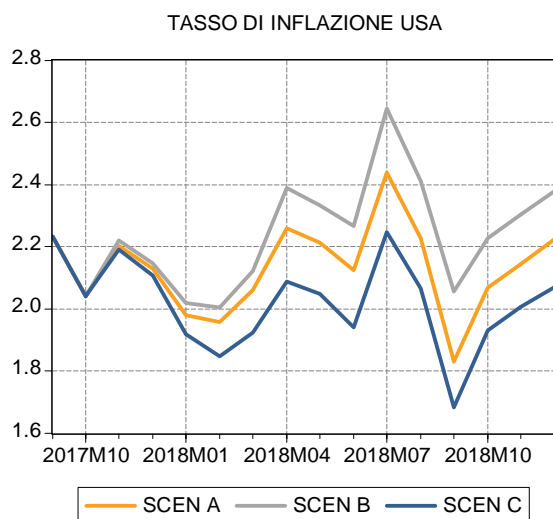
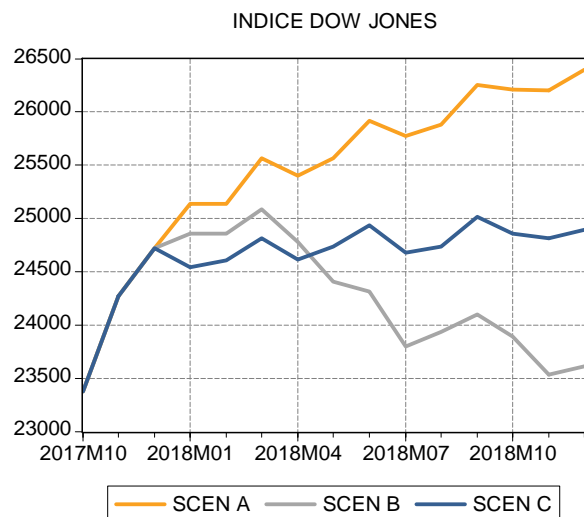
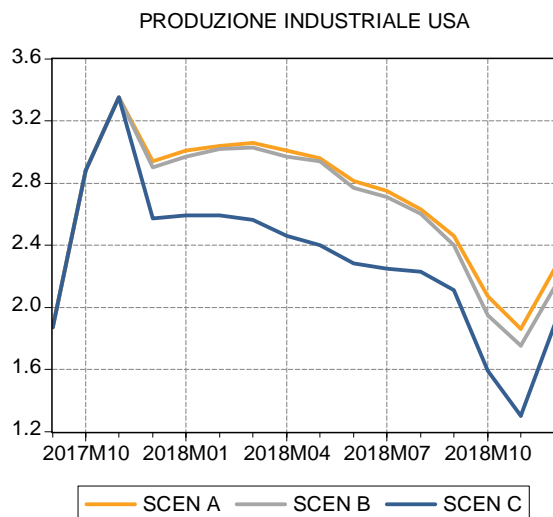
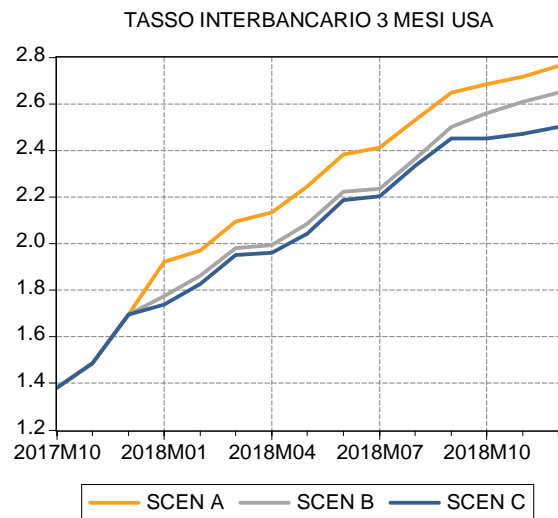
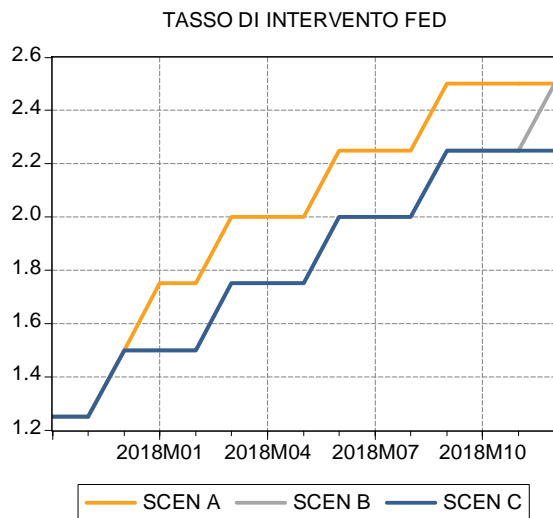
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

Il segmento dei tassi interbancari europei a breve termine rimane ancorato al *refi* sui depositi marginali della BCE: in dicembre -0.4% per la scadenza a 1 e 3 mesi e -0.3% a sei mesi. **Una crescita economica solida e l'inflazione sotto il target potrebbero consentire alla BCE, con una buona gestione del linguaggio di comunicazione, di mantenere aperta la data di fine del QE (Scen. C)** mentre, se le dinamiche dovessero accelerare, si potrebbe profilare la sua non estensione oltre settembre 2018 (Scen. A e B). **I saggi interbancari sono visti comunque stabili sui livelli attuali in tutti e tre gli scenari.**

TASSI INTERBANCARI

In Europa, i rendimenti dei titoli di Stato sono aumentati sulla scia dell'incremento dei tassi di riferimento negli USA. L'aumento è stato comunque calmierato dai buoni segnali derivanti dal contesto macroeconomico, con una crescita solida, ancora in assenza d'inflazione. In Italia, tuttavia, l'incertezza derivante dall'avvicinarsi delle prossime elezioni il 4 marzo, inizia a farsi sentire, come testimonia il leggero allargamento dello *spread* tra il decennale e il *Bund*. I rendimenti a tutte le scadenze hanno, infatti, completamente recuperato in dicembre il calo fatto segnare nel bimestre precedente (+2.13% da +1.86% il decennale, +1.49% da +1.22% il 7 anni, +0.86% da +0.59% il 5 anni e +0.24% da +0.02% il 3 anni). **Nello scenario C, se la riforma fiscale in USA avesse un effetto meno marcato di quanto auspicato dall'amministrazione Trump e il prezzo del petrolio aumentasse solo moderatamente nei prossimi mesi, la Fed potrebbe innalzare i tassi tre volte nel 2018, per contenere i rischi inflazionistici da salari. La BCE invece, grazie alla crescita solida con inflazione moderata, potrebbe, con una buona gestione del linguaggio di comunicazione, mantenere aperta la data di fine del QE, limitando il rialzo dei rendimenti europei, sospinti da quelli statunitensi. Quelli italiani potrebbero comunque risentire delle tensioni per le elezioni politiche** (+0.56%, +1.24%, +1.84% e +2.49% rispettivamente il 3, 5, 7, e 10 anni a dicembre 2018). Nello scenario A s'ipotizza che la riforma fiscale abbia un effetto espansivo consistente, accompagnato da pressioni inflazionistiche da salari e da materie prime, tanto da spingere la Fed a rialzare i tassi già a gennaio e poi a marzo, giugno e settembre. In Europa l'avvicinarsi del raggiungimento dell'obiettivo d'inflazione al 2% potrebbe indurre la BCE, dopo la tornata elettorale italiana, a guidare le attese di mercato verso la non estensione del QE oltre settembre 2018. Questo potrebbe sostenere i rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona e l'Italia, più fragile per l'elevato debito pubblico e per l'incertezza politica delle elezioni, potrebbe essere più penalizzata (+0.66% il 3 anni, +1.34% il 5 anni, +1.93% il 7 anni e +2.58% il 10 anni alla fine del periodo di previsione). A parità di crescita economica con lo scenario A, se la Fed ritardasse i propri interventi, non riuscendo a controllare l'inflazione (scenario B) i rendimenti italiani potrebbero subire incrementi più consistenti (+0.82% il 3 anni, +1.51% il 5 anni, +2.09% il 7 anni e +2.74% il 10 anni a dicembre 2018).

STRUTTURA A TERMINE

In ottobre i tassi medi sui depositi e sui prestiti sono rimasti pressoché invariati rispetto al mese precedente (+0.4% e +2.8% rispettivamente). **In tutti e tre gli scenari delineati, sono visti sostanzialmente stabili su questi livelli per tutto il periodo di previsione.**

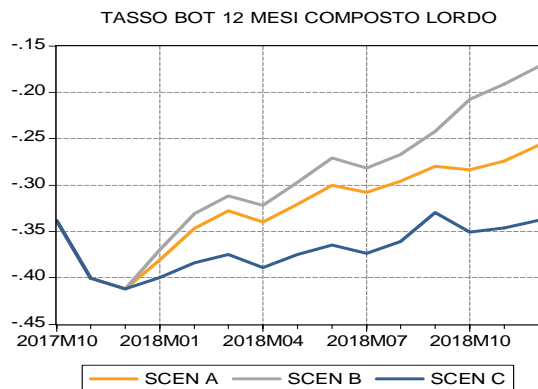
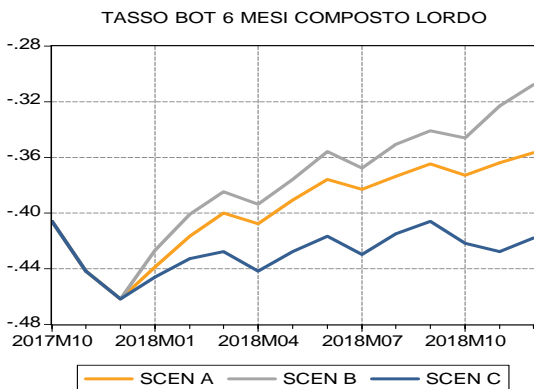
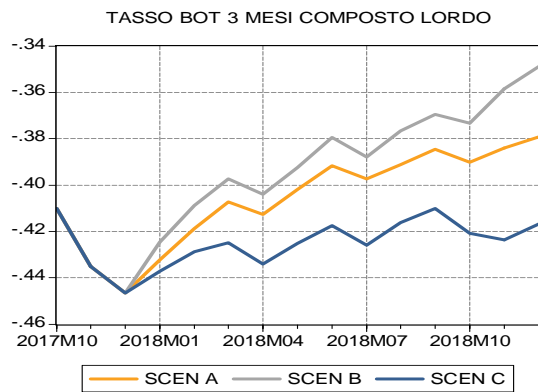
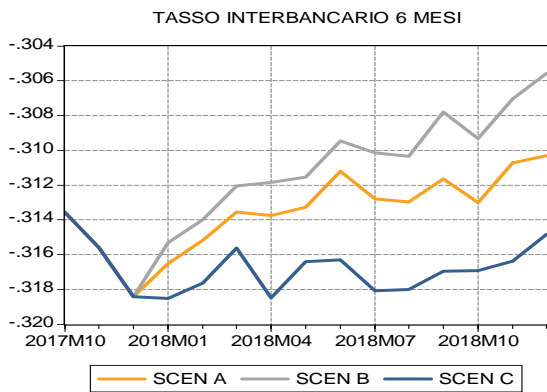
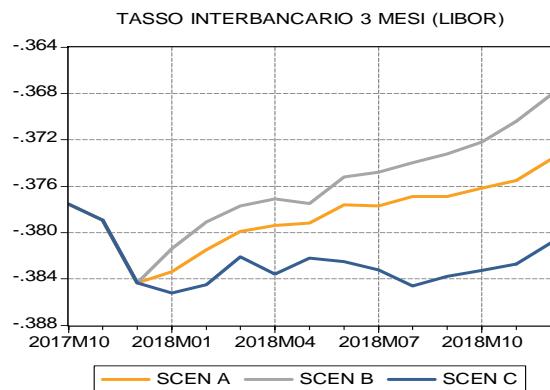
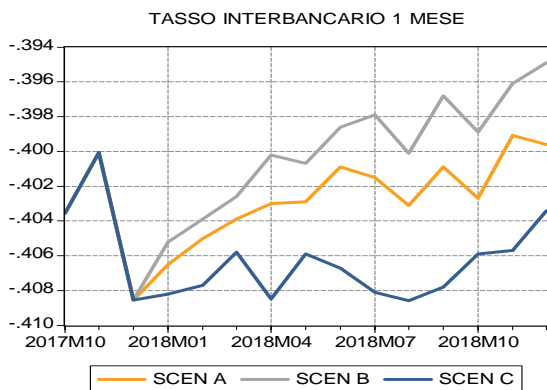
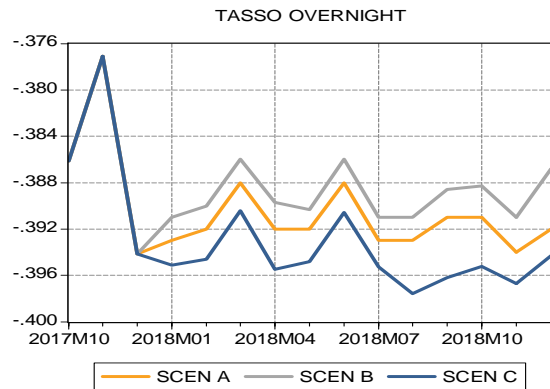
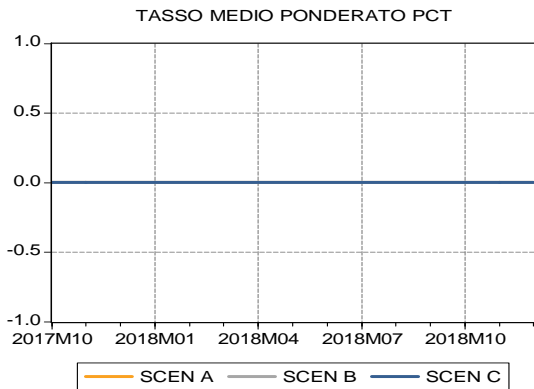
TASSI BANCARI

In ottobre è proseguita la crescita dei depositi totali con un nuovo rafforzamento della dinamica a +4.5% a/a da +3.7%, ma sono stati i prestiti totali a esibire un vero balzo del 3% a/a dopo il moderato +0.6% di settembre. **In base ai risultati delle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica degli impieghi** (+1.6% a/a in C, +2.3% in A e +2.1% in B, a dicembre 2018) **e dei depositi totali** (+4.5%, +5.1% e +4.9% rispettivamente) **dovrebbe rimanere sostenuta per l'intero periodo di previsione.**

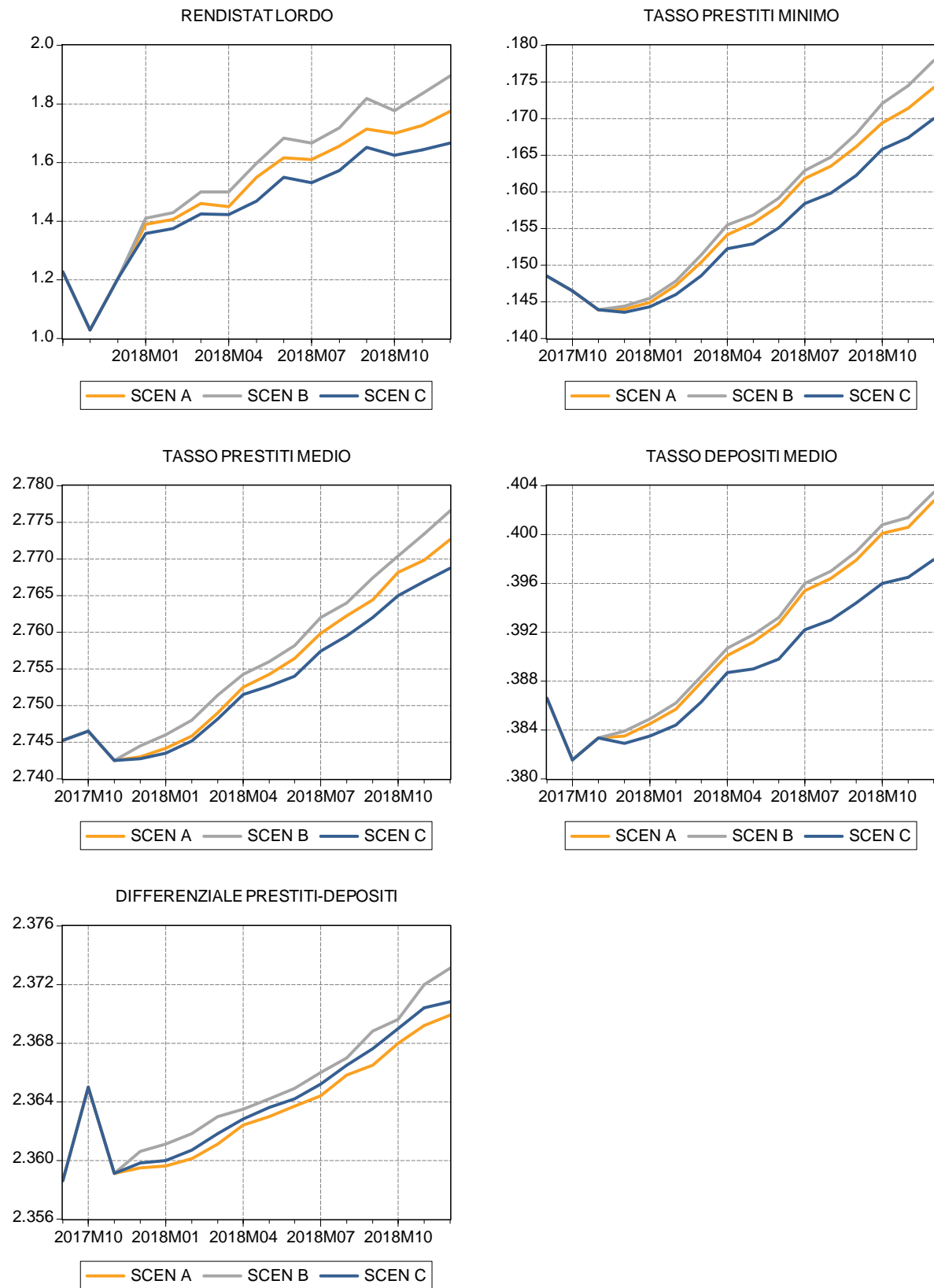
VOLUMI

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

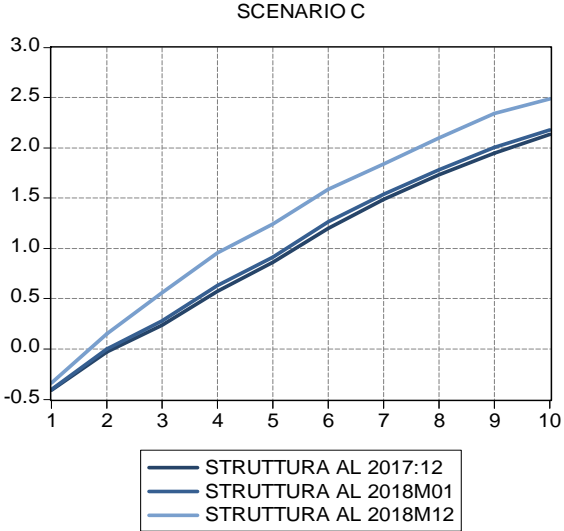
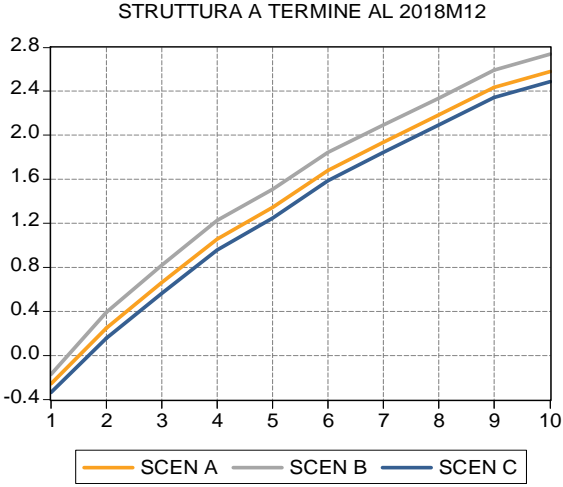
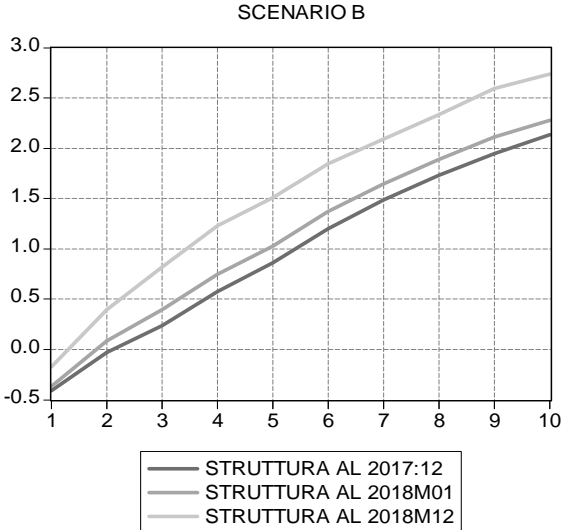
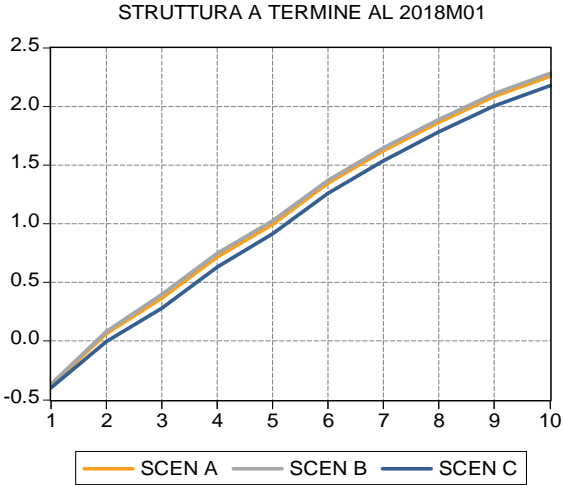
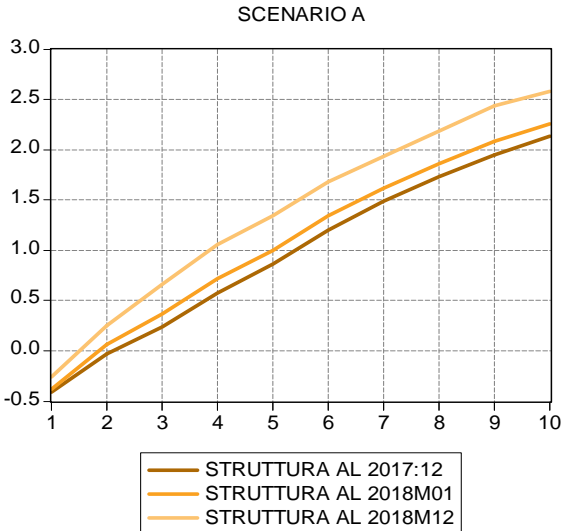
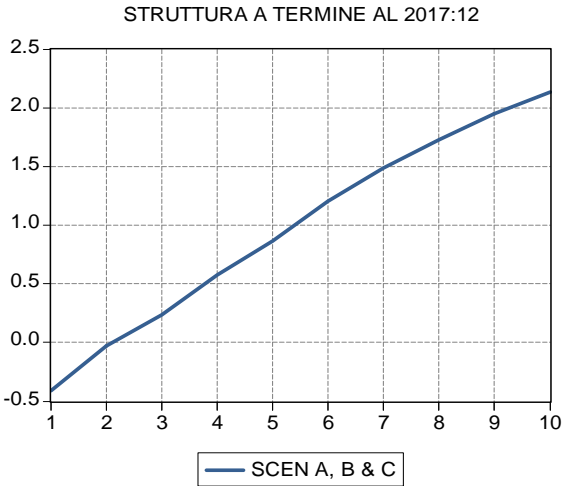
TASSI - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili

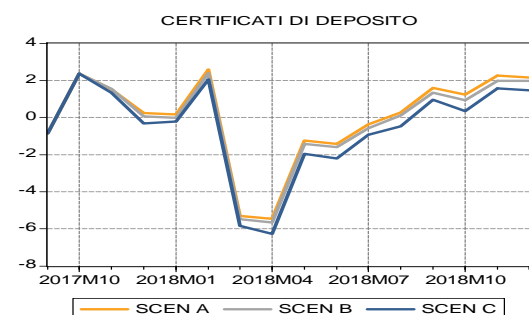
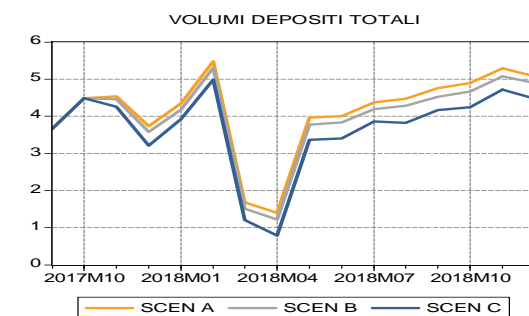
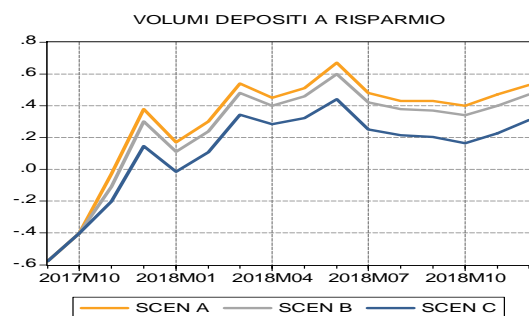
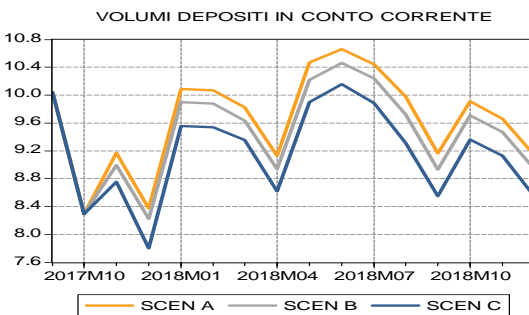
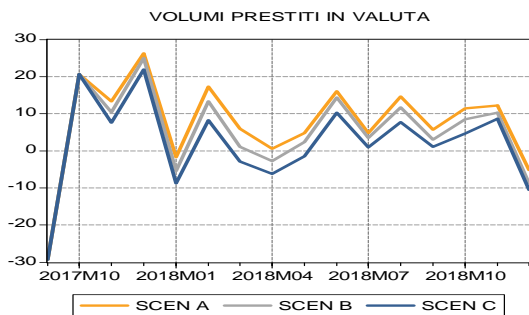
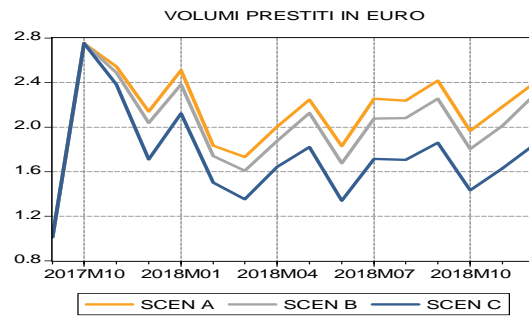
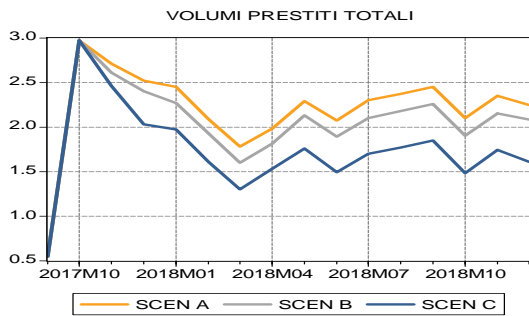
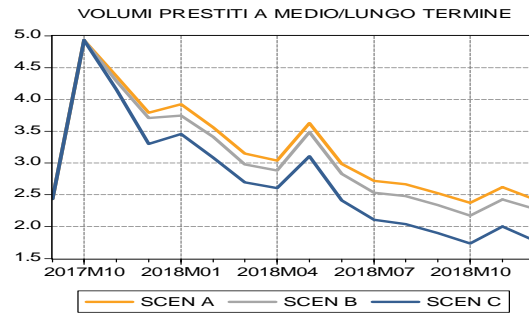
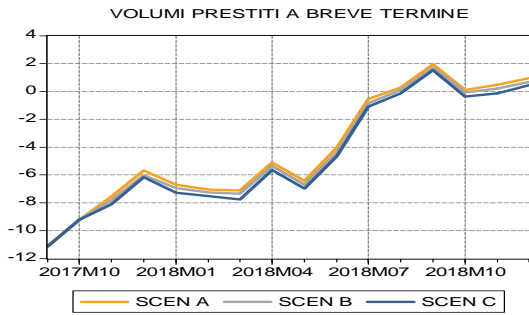


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



| SCENARIO A | 17 6 | 17 7 | 17 8 | 17 9 | 17 10 | 17 11 | 17 12 | 18 1 | 18 2 | 18 3 | 18 4 | 18 5 | 18 6 | 18 7 | 18 8 | 18 9 | 18 10 | 18 11 | 18 12 | |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| ESOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di intervento | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Indice COMIT (livello) | 1219 | 1264 | 1267 | 1319 | 1338 | 1314 | 1297 | 1281 | 1281 | 1273 | 1275 | 1257 | 1246 | 1237 | 1260 | 1277 | 1268 | 1252 | 1246 | 1246 |
| Produzione Industriale (Var. % a/a) | 5.2 | 4.5 | 4.5 | 2.7 | 3.4 | 3.0 | 3.4 | 3.1 | 3.4 | 3.1 | 3.7 | 2.7 | 3.0 | 3.3 | 2.4 | 3.3 | 2.6 | 3.3 | 2.8 | 2.8 |
| Tasso di Inflazione (Arm.) | 1.2 | 1.2 | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.3 | 1.2 | 1.3 | 1.3 |
| ENDOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| TASSI | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| T. P/T medio | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| T. Overnight media d/l | -0.39 | -0.39 | -0.40 | -0.39 | -0.39 | -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. 1m lett. | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -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. | -0.37 | -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 | -0.37 |
| T. Interb. 6m lett. | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.31 | -0.31 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.31 | -0.31 | -0.31 | -0.31 | -0.31 | -0.31 | -0.31 | -0.31 | -0.31 | -0.31 | -0.31 |
| T. Depositi medio | 0.40 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.38 | 0.38 | 0.38 | 0.38 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 |
| T. Prestiti medio | 2.80 | 2.78 | 2.77 | 2.75 | 2.75 | 2.74 | 2.74 | 2.74 | 2.75 | 2.75 | 2.75 | 2.75 | 2.76 | 2.76 | 2.76 | 2.76 | 2.77 | 2.77 | 2.77 | 2.77 |
| T.prest. medio - T.dep. medio | 2.40 | 2.38 | 2.38 | 2.36 | 2.36 | 2.36 | 2.36 | 2.36 | 2.36 | 2.36 | 2.36 | 2.36 | 2.36 | 2.36 | 2.37 | 2.37 | 2.37 | 2.37 | 2.37 | 2.37 |
| T. BOT comp. lordo 3m ^(*) | -0.39 | -0.38 | -0.38 | -0.40 | -0.41 | -0.44 | -0.45 | -0.43 | -0.42 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.39 | -0.40 | -0.39 | -0.38 | -0.39 | -0.38 | -0.38 | -0.38 |
| T. BOT comp. lordo 6m | -0.38 | -0.37 | -0.36 | -0.39 | -0.41 | -0.44 | -0.46 | -0.44 | -0.42 | -0.40 | -0.41 | -0.39 | -0.38 | -0.38 | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.36 | -0.36 | -0.36 |
| T. BOT comp. lordo 12m | -0.36 | -0.36 | -0.34 | -0.33 | -0.34 | -0.40 | -0.41 | -0.38 | -0.35 | -0.33 | -0.34 | -0.32 | -0.30 | -0.31 | -0.30 | -0.28 | -0.28 | -0.27 | -0.26 | -0.26 |
| Rendistat lordo | 1.25 | 1.34 | 1.27 | 1.25 | 1.23 | 1.03 | 1.20 | 1.39 | 1.41 | 1.46 | 1.45 | 1.55 | 1.62 | 1.61 | 1.66 | 1.71 | 1.70 | 1.73 | 1.77 | 1.77 |
| Rendistat netto | 1.09 | 1.17 | 1.11 | 1.10 | 1.07 | 0.90 | 1.05 | 1.21 | 1.23 | 1.28 | 1.27 | 1.36 | 1.41 | 1.41 | 1.45 | 1.50 | 1.49 | 1.51 | 1.55 | 1.55 |
| STRUTTURA A TERMINE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rend. BTP a 3 anni | 0.26 | 0.22 | 0.19 | 0.20 | 0.10 | 0.02 | 0.24 | 0.37 | 0.37 | 0.39 | 0.37 | 0.44 | 0.53 | 0.49 | 0.55 | 0.62 | 0.59 | 0.63 | 0.66 | 0.66 |
| Rend. BTP a 5 anni | 0.95 | 0.90 | 0.86 | 0.88 | 0.69 | 0.59 | 0.86 | 1.00 | 1.01 | 1.03 | 1.02 | 1.09 | 1.19 | 1.15 | 1.21 | 1.29 | 1.27 | 1.31 | 1.34 | 1.34 |
| Rend. BTP a 7 anni | 1.63 | 1.55 | 1.53 | 1.57 | 1.30 | 1.22 | 1.49 | 1.62 | 1.63 | 1.65 | 1.63 | 1.70 | 1.79 | 1.76 | 1.82 | 1.89 | 1.86 | 1.91 | 1.93 | 1.93 |
| Rend. BTP a 10 anni | 2.23 | 2.18 | 2.14 | 2.23 | 1.92 | 1.86 | 2.13 | 2.25 | 2.27 | 2.29 | 2.27 | 2.34 | 2.43 | 2.40 | 2.46 | 2.53 | 2.51 | 2.55 | 2.58 | 2.58 |
| VOLUMI (LIVELLI in mld) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2386.871 | 2348.502 | 2344.704 | 2347.621 | 2397.287 | 2387.173 | 2401.138 | 2371.304 | 2351.316 | 2418.868 | 2430.71 | 2414.89 | 2436.28 | 2402.52 | 2400.27 | 2405.14 | 2447.63 | 2443.27 | 2455.16 | 2455.16 |
| Prestiti in euro | 2346.092 | 2305.059 | 2319.404 | 2322.290 | 2362.809 | 2346.435 | 2354.410 | 2339.177 | 2306.652 | 2387.675 | 2396.919 | 2371.15 | 2388.955 | 2356.99 | 2371.27 | 2378.37 | 2409.21 | 2397.59 | 2410.82 | 2410.82 |
| Prestiti in valuta | 40.779 | 43.443 | 25.299 | 25.331 | 34.478 | 40.739 | 46.728 | 32.127 | 44.664 | 31.193 | 33.794 | 43.741 | 47.324 | 45.525 | 29.007 | 26.764 | 38.415 | 45.685 | 44.341 | 44.341 |
| Prestiti a breve | 310.772 | 299.331 | 292.100 | 288.341 | 292.103 | 297.381 | 296.091 | 298.961 | 297.099 | 294.516 | 294.617 | 293.654 | 298.185 | 297.655 | 292.918 | 293.906 | 292.395 | 298.749 | 298.963 | 298.963 |
| Prestiti a m / l | 2076.100 | 2049.170 | 2052.603 | 2059.280 | 2105.184 | 2089.793 | 2105.047 | 2072.343 | 2054.217 | 2124.352 | 2136.097 | 2121.239 | 2138.094 | 2104.862 | 2107.355 | 2111.232 | 2155.235 | 2144.523 | 2156.200 | 2156.200 |
| Depositi totali | 2334.866 | 2330.704 | 2333.245 | 2349.676 | 2362.835 | 2354.056 | 2392.954 | 2380.811 | 2385.610 | 2409.597 | 2422.536 | 2428.583 | 2428.260 | 2432.556 | 2437.541 | 2461.286 | 2478.613 | 2478.586 | 2514.277 | 2514.277 |
| Depositi in c / c | 996.725 | 999.402 | 1005.412 | 1027.501 | 1028.534 | 1036.758 | 1070.549 | 1058.398 | 1063.254 | 1075.770 | 1095.701 | 1097.898 | 1102.976 | 1103.740 | 1105.752 | 1121.620 | 1130.462 | 1136.909 | 1168.290 | 1168.290 |
| Depositi a risparmio | 294.928 | 295.909 | 297.201 | 297.368 | 296.910 | 297.234 | 299.052 | 299.281 | 299.178 | 298.638 | 297.667 | 297.188 | 296.904 | 297.329 | 298.479 | 298.646 | 298.097 | 298.631 | 300.637 | 300.637 |
| Certif. deposito | 1043.213 | 1035.393 | 1030.632 | 1024.808 | 1037.391 | 1020.064 | 1023.354 | 1023.132 | 1023.178 | 1035.189 | 1029.168 | 1033.497 | 1028.381 | 1031.486 | 1033.310 | 1041.020 | 1050.054 | 1043.046 | 1045.350 | 1045.350 |
| VOLUMI (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 1.92 | 1.28 | 1.00 | 0.55 | 2.97 | 2.71 | 2.52 | 2.45 | 2.09 | 1.78 | 1.98 | 2.29 | 2.07 | 2.30 | 2.37 | 2.45 | 2.10 | 2.35 | 2.25 | 2.25 |
| Prestiti in euro | 1.69 | 1.28 | 1.70 | 1.01 | 2.75 | 2.54 | 2.14 | 2.51 | 1.83 | 1.73 | 2.00 | 2.25 | 1.83 | 2.25 | 2.24 | 2.41 | 1.96 | 2.18 | 2.40 | 2.40 |
| Prestiti in valuta | 17.43 | 1.17 | -38.26 | -29.28 | 20.63 | 13.34 | 26.17 | -1.67 | 17.32 | 5.92 | 0.51 | 4.73 | 16.05 | 4.79 | 14.65 | 5.66 | 11.42 | 12.14 | -5.11 | -5.11 |
| Prestiti a breve | -7.53 | -8.71 | -10.04 | -11.14 | -9.23 | -7.56 | -5.70 | -6.70 | -7.04 | -7.13 | -5.10 | -6.44 | -4.05 | -0.56 | 0.28 | 1.93 | 0.10 | 0.46 | 0.97 | 0.97 |
| Prestiti a m / l | 3.51 | 2.92 | 2.79 | 2.43 | 4.93 | 4.36 | 3.79 | 3.92 | 3.56 | 3.15 | 3.04 | 3.63 | 2.99 | 2.72 | 2.67 | 2.52 | 2.38 | 2.62 | 2.43 | 2.43 |
| Depositi totali | 2.64 | 2.91 | 3.48 | 3.67 | 4.49 | 4.54 | 3.74 | 4.35 | 5.48 | 1.68 | 1.40 | 3.96 | 4.00 | 4.37 | 4.47 | 4.75 | 4.90 | 5.29 | 5.07 | 5.07 |
| Depositi in c / c | 8.68 | 6.67 | 8.29 | 10.04 | 8.29 | 9.17 | 8.37 | 10.09 | 10.07 | 9.82 | 9.13 | 10.47 | 10.66 | 10.44 | 9.98 | 9.16 | 9.91 | 9.66 | 9.13 | 9.13 |
| Depositi a risparmio | -1.84 | -1.36 | -0.91 | -0.58 | -0.40 | -0.03 | 0.38 | 0.17 | 0.30 | 0.54 | 0.45 | 0.51 | 0.67 | 0.48 | 0.43 | 0.43 | 0.40 | 0.47 | 0.53 | 0.53 |
| Certif. deposito | -1.32 | 0.73 | 0.41 | -0.85 | 2.36 | 1.52 | 0.24 | 0.17 | 2.58 | -5.30 | -5.47 | -1.25 | -1.42 | -0.38 | 0.26 | 1.58 | 1.22 | 2.25 | 2.15 | 2.15 |

| SCENARIO B | 17 6 | 17 7 | 17 8 | 17 9 | 17 10 | 17 11 | 17 12 | 18 1 | 18 2 | 18 3 | 18 4 | 18 5 | 18 6 | 18 7 | 18 8 | 18 9 | 18 10 | 18 11 | 18 12 |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| ESOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di intervento | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Indice COMIT (livello) | 1219 | 1264 | 1267 | 1319 | 1338 | 1314 | 1297 | 1271 | 1273 | 1261 | 1263 | 1245 | 1230 | 1213 | 1232 | 1249 | 1236 | 1220 | 1210 |
| Produzione Industriale (Var. % a/a) | 5.2 | 4.5 | 4.5 | 2.7 | 3.4 | 3.0 | 3.3 | 3.1 | 3.3 | 3.0 | 3.6 | 2.6 | 2.8 | 3.2 | 2.2 | 3.2 | 2.5 | 3.2 | 2.6 |
| Tasso di Inflazione (Arm.) | 1.2 | 1.2 | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 0.9 | 1.0 | 0.9 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.5 | 1.4 | 1.5 |
| ENDOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| TASSI | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| T. P/T medio | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| T. Overnight media d/l | -0.39 | -0.39 | -0.40 | -0.39 | -0.39 | -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. 1m lett. | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.39 |
| T. Interb. 3m lett. | -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 | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.37 |
| T. Interb. 6m lett. | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.31 | -0.31 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.31 | -0.31 | -0.31 | -0.31 | -0.31 | -0.31 | -0.31 | -0.31 | -0.31 | -0.31 | -0.31 |
| T. Depositi medio | 0.40 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.38 | 0.38 | 0.38 | 0.38 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 |
| T. Prestiti medio | 2.80 | 2.78 | 2.77 | 2.75 | 2.75 | 2.74 | 2.74 | 2.75 | 2.75 | 2.75 | 2.75 | 2.76 | 2.76 | 2.76 | 2.76 | 2.77 | 2.77 | 2.77 | 2.78 |
| T.prest. medio - T.dep. medio | 2.40 | 2.38 | 2.38 | 2.36 | 2.36 | 2.36 | 2.36 | 2.36 | 2.36 | 2.36 | 2.36 | 2.36 | 2.36 | 2.37 | 2.37 | 2.37 | 2.37 | 2.37 | 2.37 |
| T. BOT comp. lordo 3m ^(*) | -0.39 | -0.38 | -0.38 | -0.40 | -0.41 | -0.44 | -0.45 | -0.42 | -0.41 | -0.40 | -0.40 | -0.39 | -0.38 | -0.39 | -0.38 | -0.37 | -0.37 | -0.36 | -0.35 |
| T. BOT comp. lordo 6m | -0.38 | -0.37 | -0.36 | -0.39 | -0.41 | -0.44 | -0.46 | -0.43 | -0.40 | -0.39 | -0.39 | -0.38 | -0.36 | -0.37 | -0.35 | -0.34 | -0.35 | -0.32 | -0.31 |
| T. BOT comp. lordo 12m | -0.36 | -0.36 | -0.34 | -0.33 | -0.34 | -0.40 | -0.41 | -0.37 | -0.33 | -0.31 | -0.32 | -0.30 | -0.27 | -0.28 | -0.27 | -0.24 | -0.21 | -0.19 | -0.17 |
| Rendistat lordo | 1.25 | 1.34 | 1.27 | 1.25 | 1.23 | 1.03 | 1.20 | 1.41 | 1.43 | 1.50 | 1.50 | 1.60 | 1.68 | 1.67 | 1.72 | 1.82 | 1.78 | 1.84 | 1.89 |
| Rendistat netto | 1.09 | 1.17 | 1.11 | 1.10 | 1.07 | 0.90 | 1.05 | 1.23 | 1.25 | 1.31 | 1.31 | 1.40 | 1.47 | 1.46 | 1.50 | 1.59 | 1.55 | 1.61 | 1.66 |
| STRUTTURA A TERMINE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rend. BTP a 3 anni | 0.26 | 0.22 | 0.19 | 0.20 | 0.10 | 0.02 | 0.24 | 0.40 | 0.40 | 0.44 | 0.42 | 0.49 | 0.59 | 0.55 | 0.63 | 0.74 | 0.70 | 0.76 | 0.82 |
| Rend. BTP a 5 anni | 0.95 | 0.90 | 0.86 | 0.88 | 0.69 | 0.59 | 0.86 | 1.02 | 1.04 | 1.08 | 1.06 | 1.14 | 1.25 | 1.22 | 1.29 | 1.41 | 1.39 | 1.45 | 1.51 |
| Rend. BTP a 7 anni | 1.63 | 1.55 | 1.53 | 1.57 | 1.30 | 1.22 | 1.49 | 1.65 | 1.66 | 1.70 | 1.68 | 1.75 | 1.85 | 1.82 | 1.89 | 2.00 | 1.98 | 2.04 | 2.09 |
| Rend. BTP a 10 anni | 2.23 | 2.18 | 2.14 | 2.23 | 1.92 | 1.86 | 2.13 | 2.28 | 2.29 | 2.33 | 2.32 | 2.39 | 2.49 | 2.46 | 2.53 | 2.64 | 2.62 | 2.68 | 2.74 |
| VOLUMI (LIVELLI in mld) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2386.871 | 2348.502 | 2344.704 | 2347.621 | 2397.287 | 2384.849 | 2398.327 | 2367.137 | 2347.631 | 2414.590 | 2426.66 | 2411.12 | 2431.98 | 2397.82 | 2395.82 | 2400.68 | 2442.84 | 2436.12 | 2448.21 |
| Prestiti in euro | 2346.092 | 2305.059 | 2319.404 | 2322.290 | 2362.809 | 2345.153 | 2352.059 | 2336.256 | 2304.477 | 2384.835 | 2393.982 | 2368.35 | 2385.366 | 2352.87 | 2367.58 | 2374.59 | 2405.41 | 2392.34 | 2405.99 |
| Prestiti in valuta | 40.779 | 43.443 | 25.299 | 25.331 | 34.478 | 39.696 | 46.268 | 30.882 | 43.154 | 29.755 | 32.679 | 42.769 | 46.617 | 44.954 | 28.240 | 26.089 | 37.425 | 43.786 | 42.221 |
| Prestiti a breve | 310.772 | 299.331 | 292.100 | 288.341 | 292.103 | 296.512 | 295.023 | 298.224 | 296.396 | 293.786 | 293.841 | 292.869 | 297.160 | 296.787 | 292.392 | 293.243 | 291.869 | 297.164 | 297.000 |
| Prestiti a m / l | 2076.100 | 2049.170 | 2052.603 | 2059.280 | 2105.184 | 2088.337 | 2103.304 | 2068.914 | 2051.235 | 2120.804 | 2132.821 | 2118.246 | 2134.823 | 2101.033 | 2103.426 | 2107.435 | 2150.966 | 2138.959 | 2151.212 |
| Depositi totali | 2334.866 | 2330.704 | 2333.245 | 2349.676 | 2362.835 | 2352.255 | 2389.264 | 2376.933 | 2381.539 | 2405.568 | 2418.235 | 2424.144 | 2424.291 | 2428.360 | 2433.108 | 2456.116 | 2473.179 | 2471.514 | 2506.338 |
| Depositi in c / c | 996.725 | 999.402 | 1005.412 | 1027.501 | 1028.534 | 1035.049 | 1069.067 | 1056.572 | 1061.418 | 1073.909 | 1093.794 | 1095.413 | 1100.982 | 1101.741 | 1103.138 | 1119.256 | 1128.405 | 1133.068 | 1164.535 |
| Depositi a risparmio | 294.928 | 295.909 | 297.201 | 297.368 | 296.910 | 296.996 | 298.814 | 299.102 | 298.999 | 298.460 | 297.518 | 297.040 | 296.697 | 297.152 | 298.331 | 298.468 | 297.919 | 298.184 | 300.218 |
| Certif. deposito | 1043.213 | 1035.393 | 1030.632 | 1024.808 | 1037.391 | 1020.210 | 1021.383 | 1021.259 | 1021.122 | 1033.200 | 1026.923 | 1031.691 | 1026.611 | 1029.467 | 1031.639 | 1038.392 | 1046.855 | 1040.262 | 1041.585 |
| VOLUMI (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 1.92 | 1.28 | 1.00 | 0.55 | 2.97 | 2.61 | 2.40 | 2.27 | 1.93 | 1.60 | 1.81 | 2.13 | 1.89 | 2.10 | 2.18 | 2.26 | 1.90 | 2.15 | 2.08 |
| Prestiti in euro | 1.69 | 1.28 | 1.70 | 1.01 | 2.75 | 2.49 | 2.04 | 2.38 | 1.74 | 1.61 | 1.88 | 2.13 | 1.67 | 2.07 | 2.08 | 2.25 | 1.80 | 2.01 | 2.29 |
| Prestiti in valuta | 17.43 | 1.17 | -38.26 | -29.28 | 20.63 | 10.44 | 24.93 | -5.48 | 13.35 | 1.04 | -2.80 | 2.41 | 14.32 | 3.48 | 11.62 | 2.99 | 8.55 | 10.30 | -8.75 |
| Prestiti a breve | -7.53 | -8.71 | -10.04 | -11.14 | -9.23 | -7.83 | -6.04 | -6.93 | -7.26 | -7.36 | -5.35 | -6.69 | -4.38 | -0.85 | 0.10 | 1.70 | -0.08 | 0.22 | 0.67 |
| Prestiti a m / l | 3.51 | 2.92 | 2.79 | 2.43 | 4.93 | 4.29 | 3.71 | 3.75 | 3.41 | 2.98 | 2.88 | 3.48 | 2.83 | 2.53 | 2.48 | 2.34 | 2.17 | 2.42 | 2.28 |
| Depositi totali | 2.64 | 2.91 | 3.48 | 3.67 | 4.49 | 4.46 | 3.58 | 4.18 | 5.30 | 1.51 | 1.22 | 3.77 | 3.83 | 4.19 | 4.28 | 4.53 | 4.67 | 5.07 | 4.90 |
| Depositi in c / c | 8.68 | 6.67 | 8.29 | 10.04 | 8.29 | 8.99 | 8.22 | 9.90 | 9.88 | 9.63 | 8.94 | 10.22 | 10.46 | 10.24 | 9.72 | 8.93 | 9.71 | 9.47 | 8.93 |
| Depositi a risparmio | -1.84 | -1.36 | -0.91 | -0.58 | -0.40 | -0.11 | 0.30 | 0.11 | 0.24 | 0.48 | 0.40 | 0.46 | 0.60 | 0.42 | 0.38 | 0.37 | 0.34 | 0.40 | 0.47 |
| Certif. deposito | -1.32 | 0.73 | 0.41 | -0.85 | 2.36 | 1.53 | 0.05 | -0.01 | 2.38 | -5.49 | -5.68 | -1.42 | -1.59 | -0.57 | 0.10 | 1.33 | 0.91 | 1.97 | 1.98 |

| SCENARIO C | 17 6 | 17 7 | 17 8 | 17 9 | 17 10 | 17 11 | 17 12 | 18 1 | 18 2 | 18 3 | 18 4 | 18 5 | 18 6 | 18 7 | 18 8 | 18 9 | 18 10 | 18 11 | 18 12 |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| ESOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di intervento | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Indice COMIT (livello) | 1219 | 1264 | 1267 | 1319 | 1338 | 1314 | 1297 | 1296 | 1304 | 1314 | 1296 | 1306 | 1325 | 1306 | 1324 | 1333 | 1322 | 1310 | 1318 |
| Produzione Industriale (Var. % a/a) | 5.2 | 4.5 | 4.5 | 2.7 | 3.4 | 2.8 | 3.1 | 2.8 | 3.0 | 2.8 | 3.4 | 2.2 | 2.6 | 2.9 | 1.7 | 2.7 | 1.9 | 2.4 | 2.1 |
| Tasso di Inflazione (Arm.) | 1.2 | 1.2 | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 1.1 | 1.2 |
| ENDOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| TASSI | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| T. P/T medio | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| T. Overnight media d/l | -0.39 | -0.39 | -0.40 | -0.39 | -0.39 | -0.38 | -0.39 | -0.40 | -0.39 | -0.39 | -0.40 | -0.39 | -0.39 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.39 |
| T. Interb. 1m lett. | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.40 |
| T. Interb. 3m 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 |
| T. Interb. 6m lett. | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.31 | -0.31 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.31 |
| T. Depositi medio | 0.40 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.38 | 0.38 | 0.38 | 0.38 | 0.38 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.40 | 0.40 | 0.40 |
| T. Prestiti medio | 2.80 | 2.78 | 2.77 | 2.75 | 2.75 | 2.74 | 2.74 | 2.74 | 2.75 | 2.75 | 2.75 | 2.75 | 2.75 | 2.76 | 2.76 | 2.76 | 2.77 | 2.77 | 2.77 |
| T.prest. medio - T.dep. medio | 2.40 | 2.38 | 2.38 | 2.36 | 2.36 | 2.36 | 2.36 | 2.36 | 2.36 | 2.36 | 2.36 | 2.36 | 2.36 | 2.37 | 2.37 | 2.37 | 2.37 | 2.37 | 2.37 |
| T. BOT comp. lordo 3m ^(*) | -0.39 | -0.38 | -0.38 | -0.40 | -0.41 | -0.44 | -0.45 | -0.44 | -0.43 | -0.42 | -0.43 | -0.43 | -0.42 | -0.43 | -0.42 | -0.41 | -0.42 | -0.42 | -0.42 |
| T. BOT comp. lordo 6m | -0.38 | -0.37 | -0.36 | -0.39 | -0.41 | -0.44 | -0.46 | -0.45 | -0.43 | -0.43 | -0.44 | -0.43 | -0.42 | -0.43 | -0.42 | -0.41 | -0.42 | -0.43 | -0.42 |
| T. BOT comp. lordo 12m | -0.36 | -0.36 | -0.34 | -0.33 | -0.34 | -0.40 | -0.41 | -0.40 | -0.38 | -0.38 | -0.39 | -0.38 | -0.37 | -0.37 | -0.36 | -0.33 | -0.35 | -0.35 | -0.34 |
| Rendistat lordo | 1.25 | 1.34 | 1.27 | 1.25 | 1.23 | 1.03 | 1.20 | 1.36 | 1.37 | 1.42 | 1.42 | 1.47 | 1.55 | 1.53 | 1.57 | 1.65 | 1.62 | 1.64 | 1.67 |
| Rendistat netto | 1.09 | 1.17 | 1.11 | 1.10 | 1.07 | 0.90 | 1.05 | 1.19 | 1.20 | 1.25 | 1.24 | 1.28 | 1.36 | 1.34 | 1.37 | 1.44 | 1.42 | 1.44 | 1.46 |
| STRUTTURA A TERMINE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rend. BTP a 3 anni | 0.26 | 0.22 | 0.19 | 0.20 | 0.10 | 0.02 | 0.24 | 0.28 | 0.30 | 0.33 | 0.30 | 0.36 | 0.43 | 0.41 | 0.46 | 0.53 | 0.50 | 0.53 | 0.56 |
| Rend. BTP a 5 anni | 0.95 | 0.90 | 0.86 | 0.88 | 0.69 | 0.59 | 0.86 | 0.91 | 0.94 | 0.97 | 0.95 | 1.01 | 1.09 | 1.07 | 1.12 | 1.20 | 1.18 | 1.21 | 1.24 |
| Rend. BTP a 7 anni | 1.63 | 1.55 | 1.53 | 1.57 | 1.30 | 1.22 | 1.49 | 1.54 | 1.56 | 1.60 | 1.57 | 1.63 | 1.70 | 1.68 | 1.73 | 1.80 | 1.78 | 1.81 | 1.84 |
| Rend. BTP a 10 anni | 2.23 | 2.18 | 2.14 | 2.23 | 1.92 | 1.86 | 2.13 | 2.18 | 2.20 | 2.23 | 2.21 | 2.26 | 2.34 | 2.32 | 2.37 | 2.44 | 2.42 | 2.45 | 2.49 |
| VOLUMI (LIVELLI in mld) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2386.871 | 2348.502 | 2344.704 | 2347.621 | 2397.287 | 2381.363 | 2389.661 | 2360.193 | 2340.261 | 2407.460 | 2419.99 | 2402.38 | 2422.44 | 2388.43 | 2386.21 | 2391.05 | 2432.77 | 2422.80 | 2428.13 |
| Prestiti in euro | 2346.092 | 2305.059 | 2319.404 | 2322.290 | 2362.809 | 2342.705 | 2344.498 | 2330.368 | 2299.041 | 2378.873 | 2388.436 | 2361.23 | 2377.459 | 2344.54 | 2358.95 | 2365.44 | 2396.67 | 2380.80 | 2387.71 |
| Prestiti in valuta | 40.779 | 43.443 | 25.299 | 25.331 | 34.478 | 38.658 | 45.163 | 29.825 | 41.220 | 28.587 | 31.551 | 41.154 | 44.976 | 43.881 | 27.255 | 25.614 | 36.099 | 42.001 | 40.427 |
| Prestiti a breve | 310.772 | 299.331 | 292.100 | 288.341 | 292.103 | 295.611 | 294.646 | 297.100 | 295.513 | 292.552 | 292.894 | 291.911 | 296.300 | 296.098 | 291.658 | 292.752 | 290.997 | 295.199 | 295.917 |
| Prestiti a m / l | 2076.100 | 2049.170 | 2052.603 | 2059.280 | 2105.184 | 2085.752 | 2095.015 | 2063.093 | 2044.748 | 2114.908 | 2127.094 | 2110.470 | 2126.136 | 2092.328 | 2094.547 | 2098.300 | 2141.770 | 2127.599 | 2132.218 |
| Depositi totali | 2334.866 | 2330.704 | 2333.245 | 2349.676 | 2362.835 | 2347.686 | 2380.869 | 2371.173 | 2374.468 | 2398.504 | 2407.995 | 2414.753 | 2414.353 | 2420.566 | 2422.524 | 2447.742 | 2463.169 | 2458.432 | 2487.508 |
| Depositi in c / c | 996.725 | 999.402 | 1005.412 | 1027.501 | 1028.534 | 1032.776 | 1064.940 | 1053.272 | 1058.138 | 1071.224 | 1090.536 | 1092.186 | 1097.948 | 1098.182 | 1099.024 | 1115.336 | 1124.816 | 1127.038 | 1155.859 |
| Depositi a risparmio | 294.928 | 295.909 | 297.201 | 297.368 | 296.910 | 296.719 | 298.352 | 298.730 | 298.604 | 298.050 | 297.174 | 296.634 | 296.230 | 296.647 | 297.838 | 297.969 | 297.393 | 297.389 | 299.277 |
| Certif. deposito | 1043.213 | 1035.393 | 1030.632 | 1024.808 | 1037.391 | 1018.191 | 1017.577 | 1019.171 | 1017.726 | 1029.230 | 1020.285 | 1025.933 | 1020.175 | 1025.737 | 1025.662 | 1034.437 | 1040.960 | 1034.005 | 1032.372 |
| VOLUMI (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 1.92 | 1.28 | 1.00 | 0.55 | 2.97 | 2.46 | 2.03 | 1.97 | 1.61 | 1.30 | 1.53 | 1.76 | 1.49 | 1.70 | 1.77 | 1.85 | 1.48 | 1.74 | 1.61 |
| Prestiti in euro | 1.69 | 1.28 | 1.70 | 1.01 | 2.75 | 2.38 | 1.71 | 2.12 | 1.50 | 1.35 | 1.64 | 1.82 | 1.34 | 1.71 | 1.71 | 1.86 | 1.43 | 1.63 | 1.84 |
| Prestiti in valuta | 17.43 | 1.17 | -38.26 | -29.28 | 20.63 | 7.55 | 21.95 | -8.72 | 8.27 | -2.92 | -6.16 | -1.46 | 10.29 | 1.01 | 7.73 | 1.12 | 4.70 | 8.65 | -10.49 |
| Prestiti a breve | -7.53 | -8.71 | -10.04 | -11.14 | -9.23 | -8.11 | -6.16 | -7.28 | -7.54 | -7.75 | -5.66 | -7.00 | -4.66 | -1.08 | -0.15 | 1.53 | -0.38 | -0.14 | 0.43 |
| Prestiti a m / l | 3.51 | 2.92 | 2.79 | 2.43 | 4.93 | 4.16 | 3.30 | 3.46 | 3.08 | 2.69 | 2.61 | 3.10 | 2.41 | 2.11 | 2.04 | 1.89 | 1.74 | 2.01 | 1.78 |
| Depositi totali | 2.64 | 2.91 | 3.48 | 3.67 | 4.49 | 4.26 | 3.22 | 3.93 | 4.99 | 1.21 | 0.79 | 3.37 | 3.40 | 3.86 | 3.83 | 4.17 | 4.25 | 4.72 | 4.48 |
| Depositi in c / c | 8.68 | 6.67 | 8.29 | 10.04 | 8.29 | 8.75 | 7.80 | 9.56 | 9.54 | 9.36 | 8.62 | 9.90 | 10.16 | 9.88 | 9.31 | 8.55 | 9.36 | 9.13 | 8.54 |
| Depositi a risparmio | -1.84 | -1.36 | -0.91 | -0.58 | -0.40 | -0.20 | 0.14 | -0.01 | 0.11 | 0.34 | 0.28 | 0.32 | 0.44 | 0.25 | 0.21 | 0.20 | 0.16 | 0.23 | 0.31 |
| Certif. deposito | -1.32 | 0.73 | 0.41 | -0.85 | 2.36 | 1.33 | -0.33 | -0.22 | 2.04 | -5.85 | -6.29 | -1.97 | -2.21 | -0.93 | -0.48 | 0.94 | 0.34 | 1.55 | 1.45 |

Febbraio 2018³

I mercati valutari influenzano le politiche monetarie

Lucia Trevisan^a e Francesca Volo^{a,b}

IL QUADRO GENERALE

L'inizio del 2018 è stato caratterizzato da un aumento generalizzato dei rendimenti sui titoli di Stato e da un ulteriore indebolimento del dollaro. Il decennale americano ha raggiunto il 2.8%, con un incremento intorno ai 30 punti base rispetto a dicembre, quello tedesco ha superato la soglia psicologica dello 0.7%, e l'inglese è arrivato a 1.53%. Il dollaro ha perso contro tutte le principali valute e si è portato stabilmente sopra quota 1.24 contro l'euro. **In parte i due movimenti sono collegati ed è probabile che tale tendenza non s'inverterà nei prossimi mesi, perché le cause continueranno ad agire in questa direzione. Per quanto riguarda il primo aspetto, un fattore comune è la ripresa economica sincronizzata a livello globale.** Il Fondo Monetario Internazionale ha rivisto al rialzo la crescita mondiale sia nel 2018 (+3.9%) sia nel 2019. Come sottolineato il mese scorso, inoltre, **si sta facendo strada l'idea che il divario con l'inflazione, rimasta inusualmente bassa nel 2017, vada progressivamente chiudendosi nell'anno in corso. Tuttavia, alcuni fattori provengono specificatamente dagli USA e s'intrecciano con il secondo aspetto dei movimenti valutari. Il segretario del Tesoro americano, Steven Mnuchin, ha affermato che accoglierebbe con favore un dollaro debole perché ne beneficerebbe il commercio.** Tale dichiarazione è stata dettata, probabilmente, dai dati trimestrali del quarto trimestre che hanno registrato un'impennata delle importazioni (+13.9% t/t) sottraendo alla crescita due punti percentuali. Gli Stati Uniti sono però un paese che ha necessità di attrarre capitali per soddisfare i *twin deficit* (deficit gemelli) commerciale e di bilancio pubblico, pertanto **le parole di Mnuchin** hanno sorpreso gli investitori internazionali: **sono nocive per chiunque voglia comprare attività statunitensi perché perderebbero valore.** Questo è ancora più incalzante dopo l'approvazione della riforma fiscale che richiederà più debito pubblico, se la scommessa di un auto-finanziamento attraverso maggiore crescita economica non dovesse essere vinta da Trump. Oltre che per tale fattore, **i rendimenti americani sono diventati meno attraenti per l'aggiustamento verso l'alto delle aspettative d'inflazione: i rischi provengono sia dal mercato del lavoro al pieno impiego che spinge sui salari, sia dalle materie prime, in particolare dal rincaro del petrolio, per la crescita economica sincronizzata globale.**

A supporto delle precedenti considerazioni vanno i recenti sviluppi sulla politica monetaria americana. La pubblicazione delle minute della riunione della Fed di dicembre ha evidenziato una profonda spaccatura **all'interno del Board** in merito all'inflazione: **un gruppo sempre più numeroso è preoccupato che il ritmo di rialzi dei tassi ufficiali sia troppo lento per garantire la stabilità dei prezzi.** Alla riunione di gennaio, il Presidente uscente Janet Yellen (che sarà sostituita il 5 febbraio da Powell) ha fatto intendere che **i tre rialzi preventivati per il 2018 potrebbero non essere sufficienti.** Quest'aspettativa di una politica monetaria più restrittiva di quanto finora scontato, oltre che spingere sui rendimenti del mercato obbligazionario, avrebbe dovuto rafforzare il dollaro, ma il movimento sul mercato valutario non è avvenuto per le forze contrarie messe in evidenza con l'analisi precedente. Va sottolineato, inoltre, che tra tali forze vi è anche l'aumento del prezzo del greggio, per la correlazione storicamente positiva tra petrolio e dollaro (il cosiddetto effetto *petrodollaro*): quando il primo aumenta, il secondo s'indebolisce e viceversa.

La debolezza della valuta americana avrà un effetto espansivo attraverso il canale estero che si andrà a sommare a quello della politica fiscale senza precedenti di Trump, in un momento in cui l'economia a stelle e strisce viaggia già ai limiti di pieno impiego. Ciò lascia pochi margini per una politica monetaria graduale, finora seguita. Pur tenendo in considerazione l'effetto restrittivo dovuto alla maggiore inclinazione della curva dei rendimenti americani, **riteniamo che la Fed debba agire con più incisività sui tassi ufficiali, delineando uno scenario con quattro rialzi, anziché tre, di 25 punti base ciascuno, a marzo, giugno, settembre e dicembre (Scenario C – probabilità 60%).**

In Area Euro, i rendimenti sulla scadenza decennale sono aumentati nei Paesi core, come in Germania, dove è salito stabilmente sopra la soglia dello 0.70%, e in Francia (a +0.97%) probabilmente per il rafforzamento del ciclo economico, che nel quarto trimestre del 2017 ha messo a segno una crescita tendenziale del PIL di +2.7% a/a, e per l'effetto trascinalamento dagli Stati Uniti. Dall'altro lato, però, **sono diminuiti nei Paesi periferici,** come in Italia, Spagna e Grecia. **È presumibile che questi ultimi abbiano beneficiato del programma di acquisto di titoli sul mercato secondario da**

^a Università Ca' Foscari Venezia.

^b GRETA.

³ **Dati aggiornati al 31/01/2018.**

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.

parte della BCE, che potrebbe aver agito in vista di forze destabilizzanti per l'intera area provenienti dalle elezioni politiche italiane del 4 marzo. **L'effetto restrittivo nei Paesi core, dovuto all'aumento dell'inclinazione della curva dei rendimenti, va visto come un fattore positivo** perché dà più spazio ai Paesi periferici, come l'Italia, di adeguare il proprio passo di crescita economica al ritmo più rapido dei primi. **Resta, invece, molta più preoccupazione l'effetto restrittivo dovuto al recente rafforzamento dell'euro**, che potrebbe penalizzare le esportazioni dell'intera area. **Proprio questo aspetto è stato messo in evidenza alla riunione di gennaio della BCE**. La politica monetaria è rimasta invariata nei tassi e nel linguaggio di comunicazione. È stato ribadito il mantenimento del QE da 30 miliardi di euro al mese fino a settembre 2018 e oltre se necessario.

"I tassi resteranno agli attuali livelli, rimarranno tali molto a lungo e ben oltre il termine del programma di riacquisti del QE",

è stato riportato nel Comunicato conclusivo. La BCE esclude una chiusura repentina del QE e non è stato discusso il *Tapering*. È stato tuttavia sottolineato come

"la volatilità del cambio dell'euro crei incertezza e quindi sia da monitorare".

Tenendo conto che, secondo gli ultimi dati mensili disponibili, **l'inflazione è ancora assente** (in gennaio a +1.3% a/a per l'indice globale e +1% a/a per quello *core*) **manteniamo** pertanto **invariato lo scenario del mese scorso, con una più alta probabilità che l'atteggiamento accomodante della BCE si protragga per gran parte del 2018 e, giocando con il linguaggio di comunicazione, la Banca Centrale mantenga aperta la data di fine del QE (Scenario C – probabilità 60%)**. Un eventuale segnale opposto (restrittivo) porterebbe a un poco auspicabile ulteriore rafforzamento della valuta.

In Giappone, il fatto che la politica monetaria sia basata sul mantenimento del rendimento decennale a zero, garantisce che l'economia nipponica non sia penalizzata dall'aumento dei rendimenti a medio-lungo termine come accade nelle altre aree e non veda stroncata sul nascere la ripresa economica che, nel terzo trimestre, ha superato la soglia del 2% in termini di crescita tendenziale del PIL. **Anche in questo caso come per l'Area Euro, tuttavia, si dovrà far fronte all'effetto restrittivo dovuto al rafforzamento dello yen**. Fatto ancora più cruciale per il Giappone, visto che finora il ciclo economico è stato supportato quasi esclusivamente dal canale estero.

La riconferma del governatore della Banca del Giappone, Haruhiko Kuroda, giunta a fine gennaio, per un altro mandato di cinque anni da aprile di quest'anno, **è stata considerata un segnale rassicurante di continuità per la politica monetaria. Alla riunione di gennaio, la Banca Centrale ha mantenuto invariato il massiccio programma di stimolo monetario e le sue previsioni economiche** (nell'anno fiscale che inizierà ad aprile dell'anno in corso, si attende un incremento di +1.4% sia per il PIL sia per l'inflazione). Con la ripresa economica e l'inflazione in lento ma costante aumento avrebbe potuto aumentare le sue proiezioni di crescita ma non l'ha fatto per **timore di alimentare la speculazione sulla normalizzazione della politica monetaria**. La BoJ è apparsa più fiduciosa di avere successo nel porre definitivamente fine alla deflazione e un piccolo segnale di progresso è giunto dal fatto che **le aspettative d'inflazione hanno smesso di diminuire**.

Assegniamo un'alta probabilità che il Giappone lasci la politica monetaria invariata fino alla fine del 2019.

Come sottolineato il mese scorso, **il prezzo del petrolio resta una delle variabili chiave dello scenario del 2018. In gennaio, ha raggiunto i massimi degli ultimi tre anni**. Il Brent ha viaggiato a ridosso dei 70 dollari al barile e il WTI sopra i 65, spinti al rialzo dalla contrazione delle scorte statunitensi, nonostante a novembre la produzione degli USA sia aumentata di oltre 10 milioni di barili al giorno per la prima volta in più di quattro decenni, come ha riferito l'Energy Information Administration.

Dato lo slancio dell'economia mondiale, i rischi sono asimmetrici al rialzo per la domanda di petrolio. Nel braccio di ferro tra una maggiore quantità domandata e una maggiore produzione americana con le nuove tecniche *shale oil*, sempre più convenienti con l'aumentare delle quotazioni, **temiamo pertanto che prevalga la prima e non escludiamo nuovi rincari nei prossimi mesi, con il Brent che potrebbe raggiungere i 75 dollari al barile e il WTI i 70.**

GLI ULTIMI DATI

In USA, il dato preliminare sul PIL del quarto trimestre del 2017 ha segnato un **ridimensionamento della crescita a +2.6% t/t annualizzato** dal +3.2% t/t dei tre mesi precedenti, deludendo le aspettative di +3%. **Nonostante ciò, la variazione tendenziale ha aggiustato verso l'alto attestandosi a +2.5% a/a**, da +2.3% del terzo trimestre. Se i preliminari fossero confermati, nell'intero 2017 gli Stati Uniti sarebbero cresciuti di +2.3%, in progresso di quasi un punto percentuale rispetto al 2016 (+1.5%), ma sotto le attese (+3%). **Va sottolineato che il ridimensionamento su base congiunturale non mette in discussione la forza dell'economia americana, perché è attribuibile in gran parte al decumulo delle scorte**, che hanno sottratto crescita per un -0.7% t/t, dopo il forte contributo positivo del trimestre precedente (+0.8%) **e dall'impennata delle importazioni di +13.9% t/t**, che ha portato ad un contributo negativo di -1.1% t/t delle esportazioni nette. Il flusso delle merci in uscita ha mantenuto e rafforzato la dinamica positiva (+6.9% t/t) ma non è stato sufficiente a neutralizzare quello in entrata. **Il forte incremento delle importazioni testimonia la crescente domanda interna**, che si è concretizzata con un importante contributo dei consumi di +2.6% t/t alla crescita del PIL, rendendo questa componente la forza trainante. **L'incremento della ricchezza delle famiglie, derivante dal rally del mercato azionario nell'intero 2017 e dai prezzi crescenti delle case, ha dato slancio ai consumi. L'offerta interna non è stata evidentemente in grado di soddisfare tale impulso, nonostante gli investimenti fissi abbiano registrato una dinamica più che positiva di +7.9% t/t e un contributo considerevole di +1.3% t/t**, grazie sia ai residenziali (+11.7% t/t) sia ai non residenziali (+6.8% t/t). La spesa pubblica ha supportato la crescita per un +0.5% t/t.

I dati mensili, prevalentemente relativi a dicembre, sono positivi sia dal lato dell'offerta sia della domanda, in molti casi superiori alle aspettative, ed il mercato del lavoro si è consolidato sui livelli di pieno impiego. Il tasso di disoccupazione è rimasto saldo al 4.1% e l'occupazione è aumentata di +148.000 unità. In verità, il dato ha deluso le attese di +190.000, ma quello di novembre è stato rivisto al rialzo in modo consistente a +252.000 da +228.000.

Per quanto riguarda l'offerta, in dicembre, **la produzione industriale ha messo a segno un balzo di +0.9% m/m**, battendo le aspettative di +0.5%, **così come gli ordini di beni durevoli** che sono aumentati di +2.9% m/m. L'incremento rimane solido anche se viene depurato dalle componenti più volatili di trasporti e difesa (+0.6%). **Ha continuato ad aumentare il tasso di utilizzo degli impianti**, che ha raggiunto quota 77.9% da 77.2% di novembre (rivisto da 77.1%) ormai vicino alla media degli ultimi 50 anni (80.1). Gli indicatori del settore edilizio sono risultati negativi (-9.3% m/m le vendite di nuove case, -3.6% quelle esistenti, -8.2% l'avvio di nuovi cantieri) ma si deve tener conto che hanno seguito i forti rialzi di novembre, sia pur rivisti al ribasso (+15%, +5.1% e +3%, rispettivamente) e che i prezzi delle case continuano ad aumentare, sintomo del buon andamento della domanda in questo settore. A gennaio dell'anno in corso, la fiducia dei produttori, misurata dall'indice NAPM, è scesa a 65.7 da 67.8 del mese precedente. Il dato è stato comunque superiore alle aspettative di un ridimensionamento (64) che appare fisiologico dopo il forte rialzo dell'indice a dicembre in concomitanza con l'approvazione della riforma fiscale di Trump.

Come messo in evidenza nell'analisi dei dati trimestrali, il ritmo della domanda di beni è sostenuto. In dicembre, le vendite al dettaglio hanno proseguito la dinamica positiva con un incremento di +0.4% m/m, dopo il brillante risultato del mese precedente di +0.9% (rivisto al rialzo da +0.8%) i consumi privati in termini reali sono cresciuti di +0.3% m/m e il reddito personale di +0.2%. **L'ottimismo dei consumatori viene confermato a gennaio** anche dall'aumento del *Conference Board* a 125.4 da 123.1 del mese precedente (corretto verso l'alto da 122.1) sorprendendo le attese che erano a favore di una invarianza.

Nonostante, in dicembre, l'inflazione abbia corretto leggermente verso il basso in termini di variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi PCE (*Personal Consumption Expenditures*) a +1.7% a/a da +1.8% del mese precedente **e l'indice core**, depurato dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, **sia rimasto fermo a +1.5% a/a, il recente rialzo dei rendimenti sui titoli di Stato decennali americani incorpora, tra i vari fattori, un aggiustamento verso l'alto delle aspettative sull'inflazione futura.**

USA

L'offerta non riesce a tenere il passo della domanda ed esplodono le importazioni

Questo trova giustificazione: 1) nella dinamica salariale che resta sostenuta (+2.5% a/a da +2.4% di novembre) spinta dalle condizioni di pieno impiego del mercato del lavoro; 2) nello slancio dimostrato dalla domanda interna; 3) nell'aumento del deflatore del PIL nel quarto trimestre del 2017 a +2.4% t/t da +2.1% dei tre mesi precedenti; 4) nelle dichiarazioni della Fed all'ultima riunione di gennaio secondo la quale **l'inflazione dovrà essere "monitorata da vicino"**.

A fronte dell'analisi precedente, assegniamo un'alta probabilità all'eventualità che nel 2018 la Fed debba intervenire sui tassi ufficiali con quattro rialzi da 25 punti base ciascuno, a marzo, giugno, settembre e dicembre (Scenario C – probabilità 60%).

In Giappone, non ci sono nuove informazioni rispetto al mese scorso in merito ai dati trimestrali sul PIL. Possiamo pertanto solo ribadire che, **nel terzo trimestre del 2017, il ciclo economico nipponico si è portato sopra il 2%, dopo sette trimestri di crescita consecutiva, riducendo finalmente il divario rispetto alle altre macro-aree, USA e Area Euro. Il canale estero rimane la principale componente trainante**, con un apporto alla ripresa di +0.5% t/t, **mentre quella più debole è quella dei consumi** con un contributo negativo di -0.3% t/t. Il Giappone sta crescendo essenzialmente grazie alla domanda estera in un contesto globale di accelerazione del ciclo economico.

I dati mensili, prevalentemente relativi a dicembre, sono positivi soprattutto dal lato dell'offerta, confermando l'analisi sui trimestrali di un'economia nipponica trainata dalla crescita sincronizzata a livello internazionale. La produzione industriale ha registrato un altro incremento consistente di +2.7% m/m, proseguendo la dinamica positiva dei mesi precedenti (+0.5% sia in ottobre sia in novembre). Il dato ha battuto ampiamente le attese, nonostante fossero ottimiste (+1.5%). **Gli ordini di macchinari industriali hanno seguito un profilo simile**. A parte il brutto dato di settembre (-8.1% m/m) la serie ha continuato ad inanellare rialzi consistenti: +8% m/m a luglio, +3.4% ad agosto, +5% a ottobre e, l'ultimo disponibile, +5.7% m/m a novembre. Anche in questo caso il risultato ha spiazzato in positivo gli economisti che avevano previsto un -1.4%. **In sintonia con un ricco portafoglio ordini, la fiducia dei produttori a gennaio rimane alta**: il PMI del settore manifatturiero è salito a quota 54.8 da 54 del mese precedente (quest'ultimo rivisto da 54.2).

Dal lato della domanda sono giunti buoni risultati, non privi di ombre. A dicembre, le vendite al dettaglio hanno registrato un +0.9% m/m, dopo il forte rialzo di +1.8% del mese precedente, in controtendenza rispetto alle stime (-0.4%). **I consumi privati e il reddito disponibile sono tuttavia diminuiti in modo consistente** di -2.6% m/m e -1%, rispettivamente, e il tasso di disoccupazione è ritornato al 2.8% dal 2.7% di novembre. A gennaio, la fiducia dei consumatori è rimasta ferma a quota 44.7.

In sintonia con una ripresa più consistente, nuovi risultati incoraggianti circa la lotta alla deflazione sono giunti dagli indicatori di prezzo: in dicembre, la variazione tendenziale del CPI (*Consumer Price Index*) globale si è portata a +1% a/a da +0.6% del mese precedente, anche se quello *core* è rimasto stabile a +0.9% a/a.

Nonostante la crescita dell'economia, l'inflazione in lento ma costante aumento e alcuni investitori abbiano iniziato a scommettere che la Banca Centrale del Giappone si stia avvicinando al momento della normalizzazione della politica monetaria ultra espansiva, riteniamo che non ci sarà, nel breve-medio termine, nessuna modifica, confortati dalle dichiarazioni in tal senso del Governatore Kuroda.

L'Area Euro, con i dati preliminari trimestrali del PIL relativi al quarto trimestre del 2017, disponibili per il momento solo in forma aggregata, si conferma al primo posto in termini di crescita economica rispetto a USA e Giappone. Il PIL è aumentato, in linea con le attese, di +0.6% t/t su base congiunturale e +2.7% a/a in termini tendenziali. Sono state riviste al rialzo anche le stime del trimestre precedente a +0.7% t/t e +2.8% a/a (da +0.6% t/t e +2.6% a/a, rispettivamente). Se i dati preliminari fossero confermati, l'Eurozona sarebbe cresciuta di +2.5% nell'intero 2017 a fronte di un +2.3% degli Stati Uniti.

GIAPPONE

Si riduce il divario di crescita con le altre macro-aree. L'offerta è sostenuta dalla domanda estera

AREA EURO

Il ciclo economico si rafforza e mancano segnali inflazionistici, ma attenzione agli effetti restrittivi del super-euro

I dati mensili, prevalentemente relativi a novembre, confermano la crescita robusta sia dal lato dell'offerta sia della domanda emersa dai preliminari su base trimestrale. La produzione industriale ha registrato un forte incremento di +1% m/m, superando le aspettative (+0.8%) ed è stato rivisto al rialzo il dato di ottobre a +0.4% m/m (da +0.2%). Anche l'importante settore delle costruzioni ha messo a segno un risultato positivo soddisfacente con un +0.5% m/m, dopo l'arretramento di ottobre di -0.3% (rivisto da -0.4%). Ancora più intenso è stato l'incremento delle vendite al dettaglio a testimonianza di un buon bilanciamento tra domanda e offerta: la serie è aumentata di +1.5% m/m, più che recuperando dal mese di ottobre, nel quale aveva registrato un pesante -1.1%, e andando oltre le rosee attese di +1.3%. La domanda interna è stata sostenuta dal costante miglioramento del mercato del lavoro: dall'8.8% di ottobre del 2017 (ultimo dato disponibile nelle precedenti rilevazioni) il tasso di disoccupazione si è portato stabilmente all'8.7% negli ultimi due mesi dell'anno.

Il forte apprezzamento dell'euro in atto da novembre del 2017, intensificatosi all'inizio dell'anno in corso, rende il canale estero osservato speciale. I dati disponibili a oggi relativi a novembre sono ancora molto buoni, con una dinamica positiva delle esportazioni (+3.4% m/m) superiore a quella delle importazioni (+1.6%), ma sarà da monitorare nei prossimi mesi.

A gennaio, la fiducia di consumatori e imprenditori ha registrato un momento di pausa nella sua corsa verso l'alto: l'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) è tornato ai livelli di novembre (114.7) dopo aver raggiunto quota 115.3 nell'ultimo mese del 2017. In effetti, ha deluso gli economisti che prevedevano un 116.2, ma rimane a livelli storicamente molto elevati.

Nonostante la forza del ciclo economico dell'Eurozona, non emergono ancora segnali inflazionistici dai dati più recenti, complice, probabilmente, un mercato del lavoro ben al di sotto del suo potenziale: in gennaio, l'indice globale HCPI (*Harmonized Consumer Price Index*) in termini tendenziali si è ridimensionato a +1.3% a/a da +1.4% del mese precedente. Si è registrato solo un lieve aggiustamento verso l'alto dell'indice core a +1% a/a da +0.9% di dicembre, ma si tratta di un livello dimezzato rispetto all'obiettivo della Banca Centrale Europea.

L'assenza di rischi inflazionistici e l'effetto restrittivo derivante dal super-euro lasciano ancora margini alla BCE per un atteggiamento accomodante, com'è emerso alla riunione di gennaio. Assegniamo pertanto un'alta probabilità allo scenario C nel quale tale atteggiamento è mantenuto nel 2018 (probabilità 60%).

In Germania, non ci sono informazioni aggiuntive sui dati trimestrali rispetto al mese precedente. Nel terzo trimestre del 2017, l'economia tedesca è stata il locomotore per l'intera Area Euro, con una crescita congiunturale del PIL particolarmente sostenuta di +0.8% t/t e una variazione tendenziale di +2.8% a/a. Tuttavia, poiché le componenti di domanda interna, consumi, investimenti e spesa pubblica, sono risultate praticamente assenti e il buon dato è derivato, oltre che da un accumulo di scorte, da un contributo rilevante del canale estero, sarà importante verificare quanto questa componente abbia risentito del forte apprezzamento dell'euro in atto da novembre del 2017.

Germania

Dai dati mensili, relativi principalmente a novembre, per il momento non emergono incertezze dal canale estero e positivi sono i risultati registrati dal lato dell'offerta, dopo la pausa di ottobre nella tendenza al rialzo degli indicatori. Le esportazioni sono aumentate di +4.1% m/m, a fronte di una crescita delle importazioni di +2.3%. La produzione industriale ha messo a segno un brillante incremento di +3.4% m/m, sorpendendo in positivo le aspettative degli analisti (+1.8%). Il dato di ottobre è stato rivisto al rialzo a -1.2% m/m da -1.4%. In recupero è risultato anche il settore delle costruzioni, con un aumento di +1.5% m/m, rispetto a -1.1% di ottobre (rivisto da -1.3%).

L'unica incertezza proviene dagli ordini all'industria nel settore manifatturiero che sono diminuiti di -0.4% m/m dopo il +0.7% di ottobre. È, comunque, prematuro attribuire il calo al rafforzamento dell'euro, anche perché **gli indicatori di fiducia dei produttori di gennaio dimostrano ancora molto ottimismo**, superando le attese dei mercati: l'indice Ifo è tornato

a quota 117.6 da 117.2 di dicembre, contro un'aspettativa di 117, e l'indice PMI ha continuato la sua corsa nel settore dei servizi (a 57 da 55.8; atteso 55.5). È vero che il PMI nel settore manifatturiero è sceso a 61.2 da 63.3, ma si tratta di un livello storicamente molto elevato.

In sintonia con quanto rilevato nei dati trimestrali, la domanda interna rimane debole, nonostante il tasso di disoccupazione continui a ridimensionarsi (in gennaio al 5.4% dal 5.5% del mese precedente): **in dicembre, le vendite al dettaglio sono diminuite di -1.9% m/m**, azzerando completamente il progresso di pari entità ma di segno opposto registrato in novembre. Si tratta del più importante calo da maggio del 2011 (in ottobre erano scese di -1.2%, l'ultimo dato disponibile nell'analisi del mese scorso).

Sul fronte dell'inflazione, in gennaio, l'indice dei prezzi al consumo globale ha continuato a ridimensionarsi a +1.4% a/a da +1.6% del mese precedente. Si registra solo un lieve aggiustamento verso l'alto dell'indice *core* a +1.4% a/a da +1.3%, ma si riferisce a dicembre del 2017.

In Francia, i dati preliminari del PIL relativi al quarto trimestre hanno consolidato la fase positiva del ciclo economico. La crescita in termini congiunturali si è attestata a +0.6% t/t, dopo il +0.5% del terzo trimestre (rivisto da +0.6%) determinando un aumento di +2.4% in termini tendenziali da +2.3% a/a dei tre mesi precedenti. **La componente che ha maggiormente contribuito alla crescita è stata quella del canale estero** con un +0.6% t/t, grazie a una dinamica positiva delle esportazioni (+2.6% t/t) ben al di sopra di quella delle importazioni (+0.7%). La debolezza di questo settore dimostrata nel trimestre precedente, nel quale aveva registrato un pesante contributo negativo (-0.5% t/t, rivisto da -0.6%) è stata pertanto completamente superata. Resta, tuttavia, da verificare nel prossimo futuro, come per l'intera area, la tenuta di questa componente al forte apprezzamento dell'euro. **Sul fronte interno, le rivelazioni mostrano un buon equilibrio tra consumi e investimenti**, che hanno contribuito alla crescita del PIL per un +0.2% t/t e +0.3%, rispettivamente. **Da segnalare, infine, il forte decumulo di scorte** che ha sottratto alla ripresa un -0.5% t/t, in parte giustificato dal risultato di segno opposto del trimestre precedente (+0.3%, rivisto da +0.5%) e che comunque va visto come fonte di crescita nei trimestri futuri per la fisiologica ricostituzione del magazzino.

Francia

I dati mensili, in gran parte riferiti a novembre, e quindi meno rilevanti perché già inclusi nei trimestrali analizzati in precedenza, **hanno evidenziato qualche incertezza soprattutto dal lato dell'offerta, che però aveva registrato buoni risultati in ottobre**. La produzione industriale è diminuita di -0.5% m/m, anche se va tenuto presente che nel mese precedente aveva messo a segno un +1.7% (rivisto al ribasso da +2.7%) e così pure le costruzioni (-0.5%). **Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio hanno ampiamente recuperato da ottobre** con un +1.2% m/m rispetto -2.3% del mese precedente, complice il mercato del lavoro che ha evidenziato un'ulteriore discesa del tasso di disoccupazione al 9.3% in novembre e dicembre, dal 9.4% di ottobre, ultimo dato disponibile nel mese scorso.

Più significativi sono i dati relativi alla fiducia dei produttori e consumatori, perché, essendo riferiti a gennaio, danno informazioni su come l'economia francese abbia iniziato l'anno in corso. **Dagli indici pubblicati dall'Insee emerge una sostanziale tenuta dell'ottimismo di entrambi**: per i produttori, la fiducia si è attestata a 113 da 112 del mese precedente e per i consumatori, a 104 da 105.

Sul fronte dell'inflazione, **a gennaio l'indice globale dei prezzi al consumo armonizzato ha sorpreso gli analisti correggendo verso l'alto in termini tendenziali a +1.5% a/a** da +1.2% del mese precedente. **L'indice core, riferito a dicembre, è fermo a +0.6% a/a da sette mesi**. A nostro avviso, tali segnali vanno interpretati come un fisiologico allineamento dell'inflazione francese, rimasta finora particolarmente bassa, agli altri Paesi dell'Area Euro.

In Italia non ci sono nuove informazioni dai dati trimestrali rispetto al mese scorso. La crescita del PIL nel terzo trimestre, pur rimanendo fanalino di coda, ha accorciato la distanza rispetto agli altri Paesi dell'Area Euro, grazie ad un aumento congiunturale di +0.4% t/t e una variazione tendenziale di +1.7% a/a.

Italia

Gli investimenti fissi sono risultati la componente trainante della crescita, ma anche i consumi e il canale estero hanno contribuito in modo soddisfacente. Il forte decumulo di scorte è di auspicio per un proseguimento della ripresa anche nell'ultimo trimestre del 2017 per effetto della ricostituzione del magazzino. Resta comunque chiaro che **l'evoluzione del ciclo economico italiano nel 2018 dipenderà dall'esito delle elezioni previste per il 4 marzo**. Il clima preelettorale non gioverà alla ripresa e **il rischio che dalle urne non emerga una maggioranza in grado di governare è elevato. Il fatto che l'attuale governo Gentiloni non si sia dimesso rappresenta un aspetto positivo**, perché non creerà un vuoto politico in mancanza di una maggioranza: ad aprile sarà in ogni caso possibile definire il DEF, le linee guida per il bilancio statale.

I dati mensili, relativi prevalentemente a novembre-dicembre, hanno dimostrato una sostanziale tenuta. Dal lato dell'offerta, in novembre, la produzione industriale è rimasta invariata, dopo il brillante +0.6% m/m del mese precedente. **Progressi sono stati registrati nel settore edilizio**, con un aumento di +0.4% m/m delle costruzioni. **Gli ordini all'industria sono saliti** di +0.3% m/m, mantenendo una dinamica positiva, anche se in ridimensionamento rispetto a ottobre quando avevano messo a segno un forte incremento di +1.9%. **Dal lato della domanda, l'aumento consistente di +1.1% m/m delle vendite al dettaglio è riuscito a compensare il calo del mese precedente (-1%). Il buon andamento del mercato del lavoro**, con l'ulteriore limatura del tasso di disoccupazione in dicembre al 10.8% dal 10.9% di novembre e dall'11.1% di ottobre (ultimo dato disponibile nel mese scorso) **dovrebbe sostenere i consumi nei prossimi mesi.**

Qualche ombra tuttavia emerge dal canale estero: sono, infatti, diminuite le esportazioni sia verso i Paesi dell'UE (-1.4% m/m in novembre) sia verso quelli Extra-UE (-1.8% in dicembre). Anche **gli indici di fiducia, pur rimanendo a livelli storici molto elevati, sembrano risentire del clima pre-elettorale: in gennaio si è leggermente ridimensionata sia la fiducia dei produttori** (a 109.9 da 110.3 di dicembre nel settore manifatturiero; a 105.7 da 108.7 in quello dei servizi) **sia quella dei consumatori** (a 115.5 da 116.5).

Coerentemente con la crescita più lenta, l'inflazione italiana è più bassa rispetto agli altri principali Paesi dell'Area. L'HCPI globale in termini di variazione tendenziale a dicembre si è indebolito a +1% a/a da +1.1% del mese precedente e l'indice *core* è rimasto stabile a +0.5% a/a.

Il clima preelettorale porterà inevitabili tensioni sui rendimenti dei titoli di Stato italiani, tuttavia finché la BCE manterrà un atteggiamento accomodante (Scenario C – probabilità 60%) i rialzi saranno limitati.

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

GLI SCENARI

A (30%)

USA: la riforma fiscale ha un effetto più limitato di quanto ci si attende, delineando una crescita del PIL tra il 2.5% e il 3% a/a. Emergono rischi inflazionistici da salari, tuttavia il prezzo del petrolio aumenta solo moderatamente e **l'inflazione rimane contenuta sia pur vicino all'obiettivo della Fed. La Banca Centrale effettua tre rialzi dei tassi di riferimento di 25 punti base ciascuno nel 2018, a marzo, giugno e settembre.** Nel medio periodo, il dollaro si porta verso quota 1.26 nei confronti dell'euro e i rendimenti del decennale americano restano intorno al 2.8%.

Area Euro: la crescita economica solida si rafforza verso il 3% e l'inflazione si porta verso il 2%.

Una volta superate le elezioni italiane di marzo del 2018, la BCE guida le aspettative di mercato verso una non-estensione del *Quantitative Easing* oltre la scadenza di settembre 2018. La dichiarazione definitiva della conclusione della politica monetaria espansiva comporta l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona. **L'Italia**, più fragile per l'elevato debito pubblico, **è particolarmente penalizzata:** nel medio periodo il rendimento decennale può superare il 2.4% per fine anno, con uno *spread* intorno ai 155-160 punti base rispetto al *Bund*.

B (10%)

USA: la riforma fiscale ha un effetto molto espansivo, che si va a sommare a quello del deprezzamento del dollaro, delineando una crescita del PIL tra il 3% e il 3.5% a/a. Il prezzo del petrolio aumenta alimentando rischi inflazionistici da materie prime che s'intrecciano con quelli da salari. **La Fed è costretta ad aumentare i tassi ufficiali quattro volte durante il 2018, di 25 punti base ciascuna, a marzo, giugno, settembre e dicembre, ma i mercati hanno la sensazione che sia in ritardo nel controllo dell'inflazione.** Nel medio termine, i rendimenti decennali americani si spingono ben sopra il 3% e il dollaro resta debole intorno a quota 1.24-1.25 nei confronti dell'euro.

Area Euro: la crescita economica solida si rafforza verso il 3% e l'inflazione si porta al 2%.

Una volta superate le elezioni italiane di marzo del 2018, la BCE guida le aspettative di mercato verso una non-estensione del *Quantitative Easing* oltre la scadenza di settembre 2018. La dichiarazione definitiva della conclusione della politica monetaria espansiva comporta l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona. **L'Italia**, più fragile per l'elevato debito pubblico, **è particolarmente penalizzata:** tenendo conto di un contesto globale di rendimenti più elevati rispetto allo scenario A, nel medio periodo il rendimento decennale può superare il 2.5% a fine anno, con uno *spread* intorno ai 155-160 punti base rispetto al *Bund*.

C (60%)

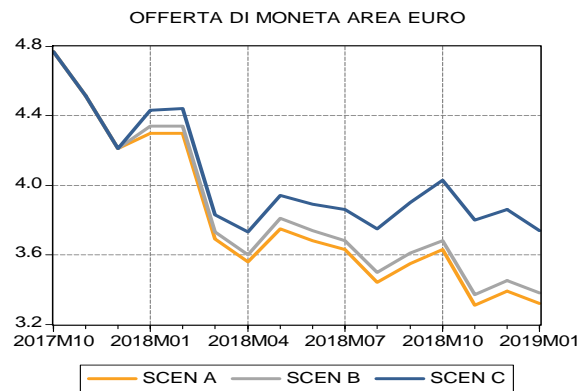
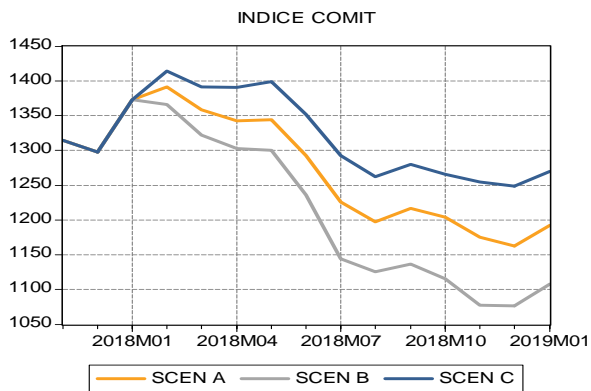
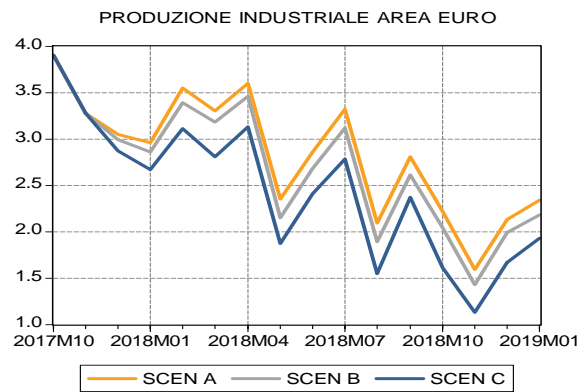
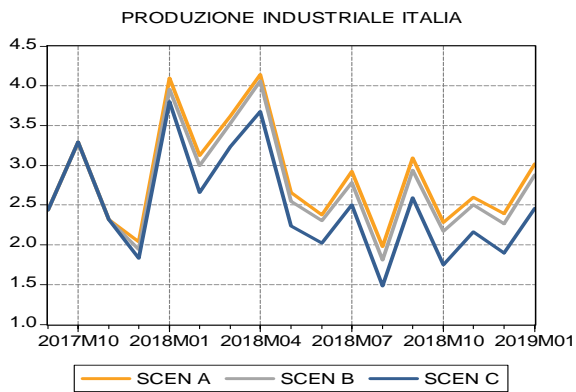
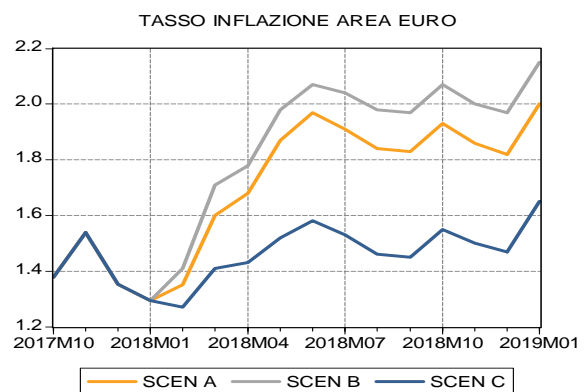
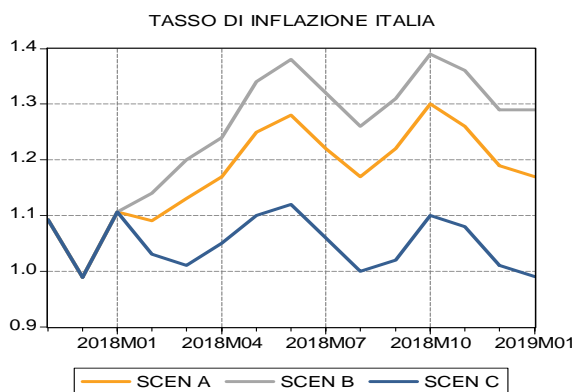
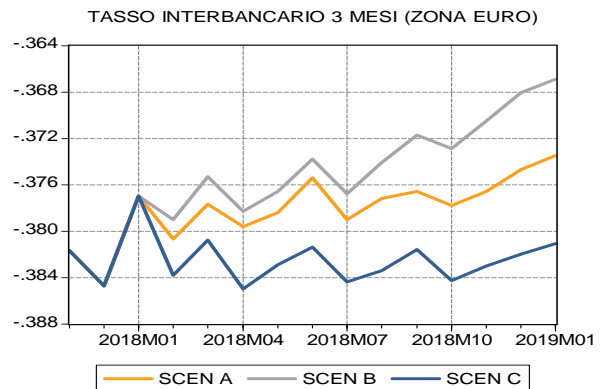
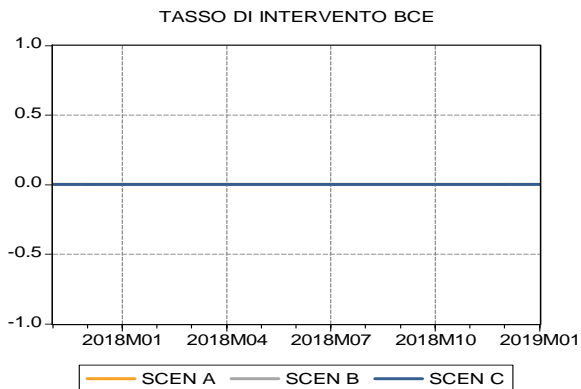
USA: la riforma fiscale ha un effetto molto espansivo, che si va a sommare a quello del deprezzamento del dollaro, delineando una crescita del PIL tra il 3% e il 3.5% a/a. Il prezzo del petrolio aumenta alimentando rischi inflazionistici da materie prime che s'intrecciano con quelli da salari. Per evitare il surriscaldamento del sistema, **la Fed è costretta ad aumentare i tassi ufficiali quattro volte durante il 2018, di 25 punti base ciascuna, a marzo, giugno, settembre e dicembre.** Nel medio termine, i rendimenti decennali americani si spingono sopra il 3% e il dollaro si rafforza leggermente, intorno a quota 1.22 nei confronti dell'euro.

Area Euro: continua la crescita economica solida intorno al 2.5%, ma l'inflazione rimane moderata sotto il 2%.

Attraverso una buona gestione del linguaggio di comunicazione, la BCE mantiene aperta la data di fine del *Quantitative Easing*, guidando le aspettative dei mercati verso un'inversione di tendenza molto graduale della politica monetaria ed evitando che si generi un effetto restrittivo indiretto. I rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona risalgono in sintonia con quelli americani, ma molto moderatamente. **L'atteggiamento accomodante della BCE non risparmia il decennale italiano da un aggiustamento verso l'alto dei rendimenti per la tornata elettorale di marzo del 2018, ma contribuisce a mantenerli limitati** portandoli verso il 2.3%-2.4% per fine anno e lo *spread* BTP/*Bund* verso i 150-155 punti base.

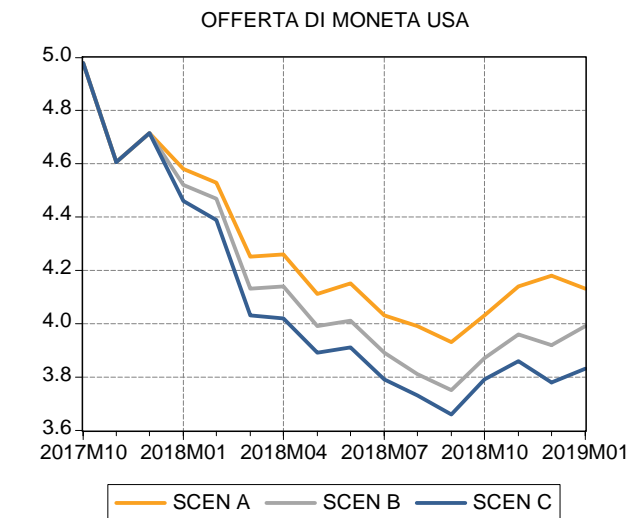
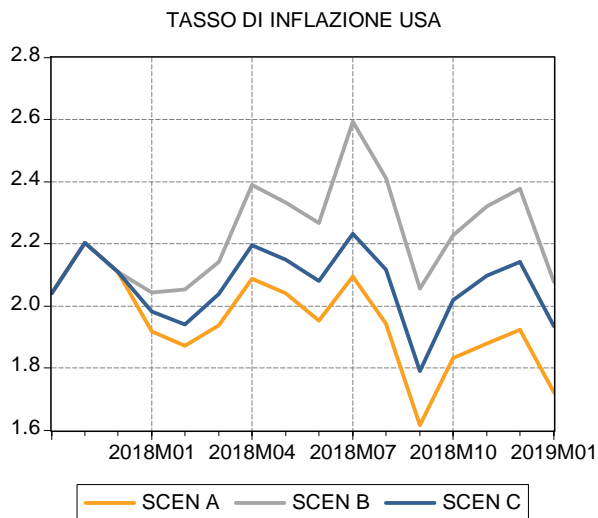
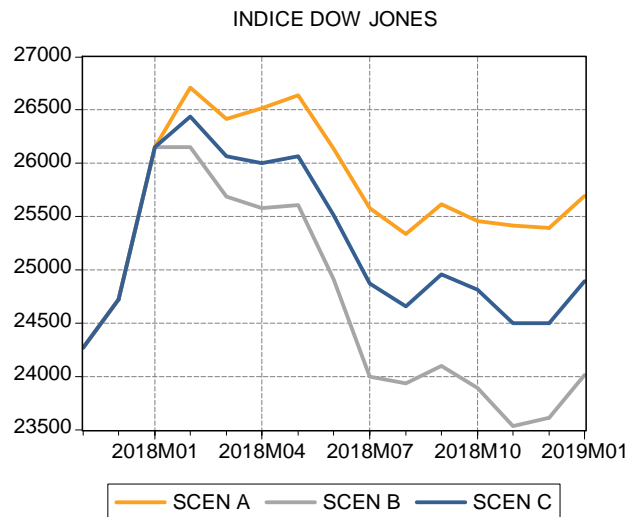
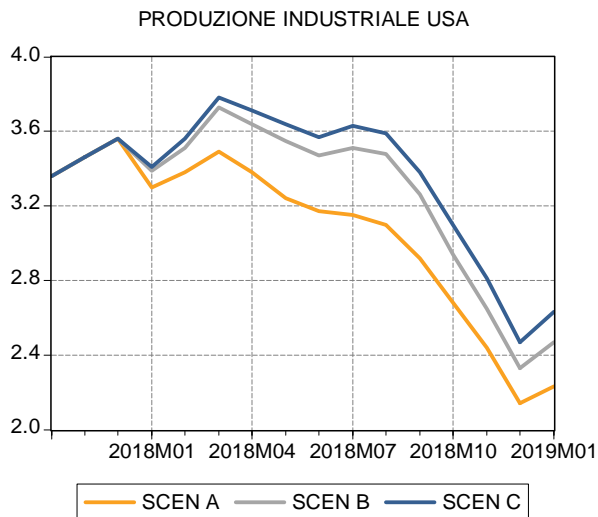
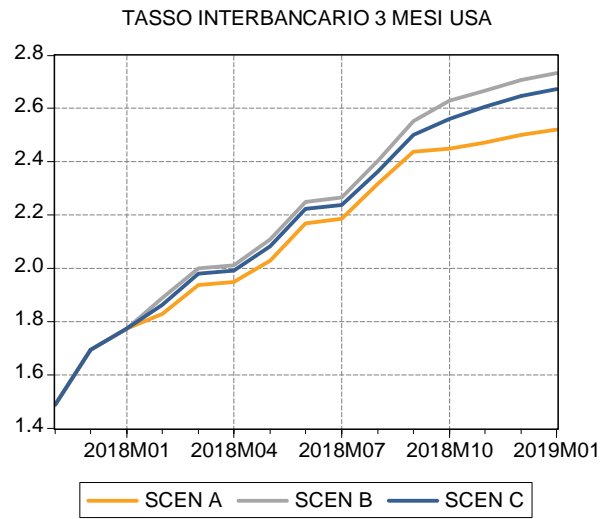
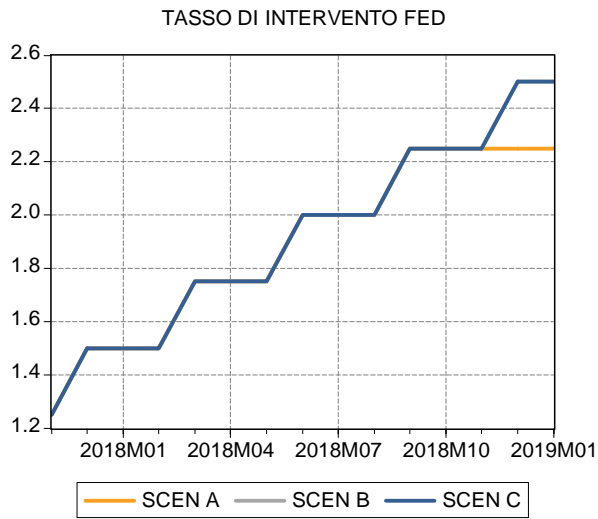
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

Il segmento dei tassi interbancari europei a breve termine rimane immobile: in gennaio -0.4% per la scadenza a 1 e 3 mesi e -0.3% a sei mesi. **Una crescita economica solida e l'inflazione sotto il target potrebbero consentire alla BCE, con una buona gestione del linguaggio di comunicazione, di mantenere aperta la data di fine del QE (Scen. C)** mentre, se le dinamiche dovessero accelerare, si potrebbe profilare la sua non estensione oltre settembre 2018 (Scen. A e B). **I saggi interbancari sono visti comunque stabili sui livelli attuali in tutti e tre gli scenari.**

TASSI
INTERBANCARI

In gennaio, nei Paesi core dell'Area Euro i rendimenti dei titoli di Stato sono aumentati sulla scia di quelli statunitensi. La dinamica al rialzo, alimentata dalla ripresa economica globale e dalla convinzione che il divario crescita-inflazione si stia esaurendo, non è stata omogenea tra gli stati membri. Nei Paesi periferici i rendimenti sono rimasti pressoché costanti o in calo, presumibilmente calmierati da acquisti di titoli sul mercato secondario da parte della BCE, per prevenire i possibili effetti destabilizzanti delle elezioni italiane. Qui, in gennaio, i rendimenti a tutte le scadenze hanno subito solo una lieve limatura al rialzo, dopo l'importante balzo del mese precedente: il decennale si è portato a +2.16% da +2.13%, il 7 anni a +1.54% da +1.49%, il 5 anni a +0.9% da +0.86% e il 3 anni a +0.25% da +0.24%.

STRUTTURA A
TERMINE

Nello scenario C, se la riforma fiscale avesse un effetto molto espansivo, alimentato anche dal deprezzamento del dollaro, e vi fossero forti rischi inflazionistici, la Fed potrebbe aumentare i tassi ufficiali quattro volte durante il 2018. La BCE, invece, se la crescita rimanesse solida e l'inflazione moderata, potrebbe mantenere aperta la data di fine del QE, limitando il rialzo dei rendimenti europei. Quelli italiani potrebbero comunque risentire delle tensioni per le elezioni politiche (+0.50%, +1.18%, +1.80% e +2.45% rispettivamente il 3, 5, 7, e 10 anni a gennaio 2019). Nello scenario A, se negli USA l'effetto della politica fiscale fosse più contenuto e le pressioni inflazionistiche moderate, la Fed potrebbe limitare il proprio intervento a tre rialzi. In Europa il ciclo potrebbe invece prendere più vigore e avvicinarsi al raggiungimento dell'obiettivo d'inflazione. In tal caso la BCE, dopo la tornata elettorale italiana, potrebbe guidare le attese di mercato verso la non estensione del QE oltre settembre 2018. Questo potrebbe sostenere i rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona e l'Italia, più fragile per l'elevato debito pubblico e per l'incertezza politica delle elezioni, potrebbe essere più penalizzata (+0.6% il 3 anni, +1.3% il 5 anni, +1.91% il 7 anni e +2.55% il 10 anni alla fine del periodo di previsione). Ferme restando queste ipotesi per l'Area Euro, ma a parità di crescita economica e politica monetaria con lo scenario C per gli USA, se i mercati considerassero la Fed incapace di controllare l'inflazione (scenario B) i rendimenti italiani potrebbero subire incrementi più consistenti (+0.67% il 3 anni, +1.37% il 5 anni, +1.97% il 7 anni e +2.62% il 10 anni a gennaio 2019).

In novembre i tassi medi sui depositi e sui prestiti sono rimasti pressoché invariati rispetto al mese precedente (+0.4% e +2.7% rispettivamente). **In tutti e tre gli scenari delineati, sono visti sostanzialmente stabili su questi livelli per tutto il periodo di previsione.**

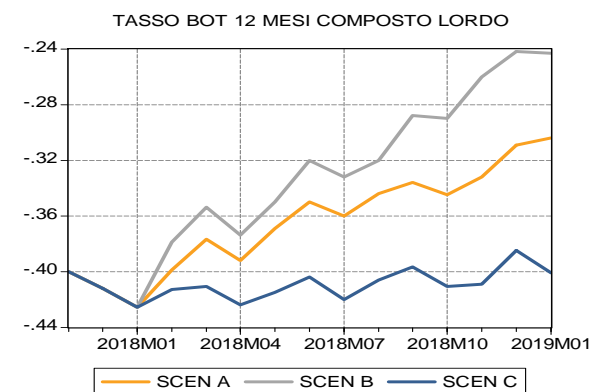
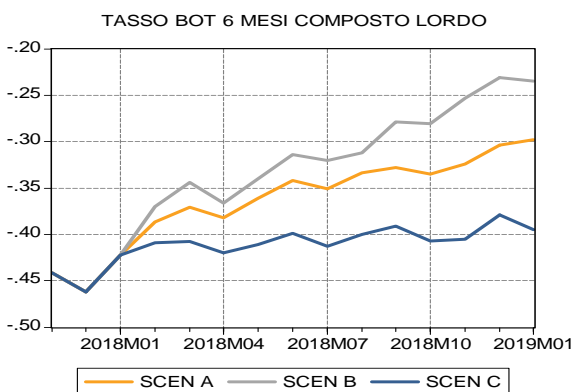
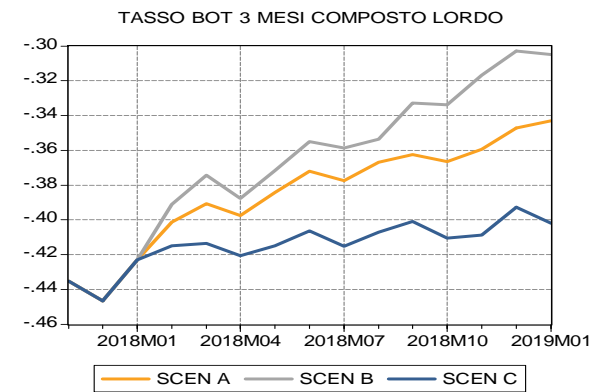
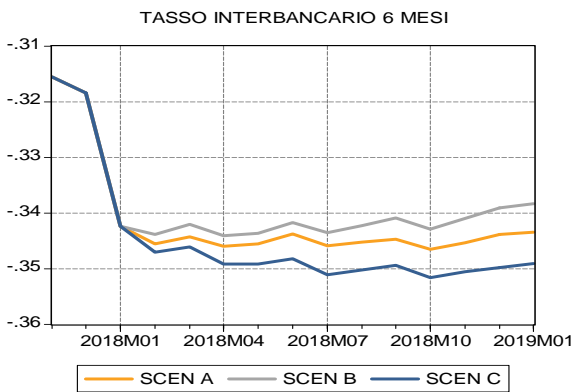
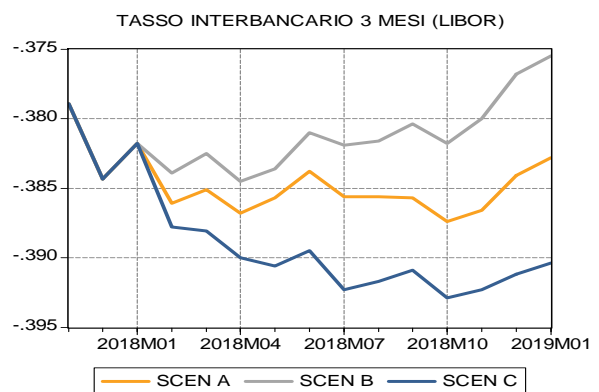
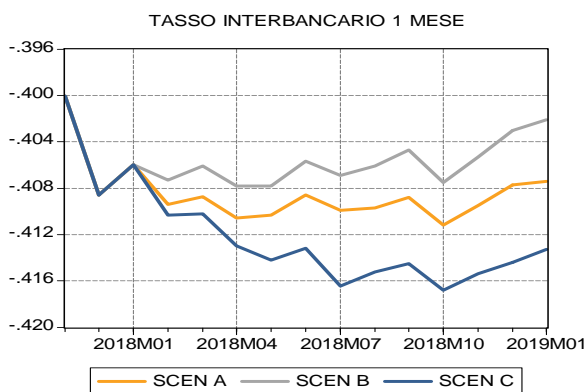
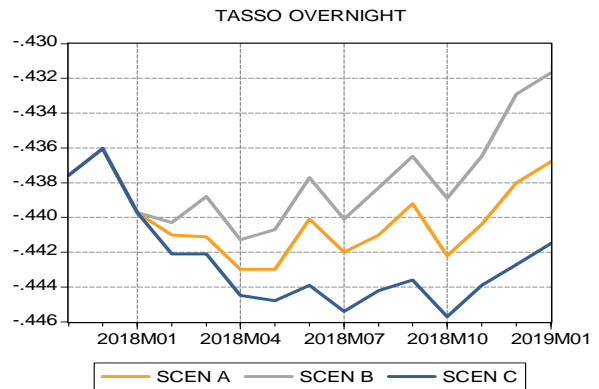
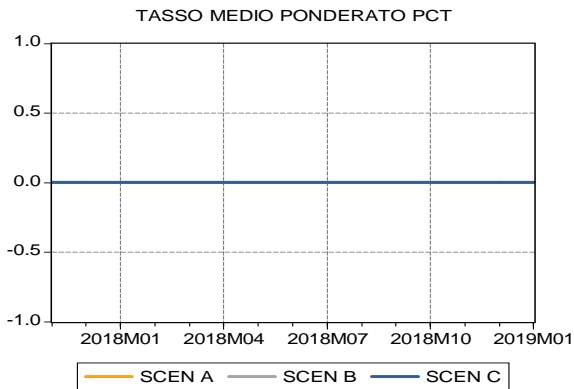
TASSI BANCARI

In novembre i depositi totali sono nuovamente aumentati in modo consistente (+4.7% a/a) mantenendo un ritmo in linea con quello del mese precedente (+4.5%). I prestiti totali hanno invece accelerato (+4.2% a/a) dopo il già ottimo risultato di ottobre (+3%). **In base alle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica degli impieghi (+3.7% a/a in C, +4.3% in A e +4.1% in B, a gennaio 2019) e dei depositi totali (+4.2%, +4.8% e +4.6% rispettivamente) dovrebbe rimanere sostenuta per l'intero periodo di previsione.**

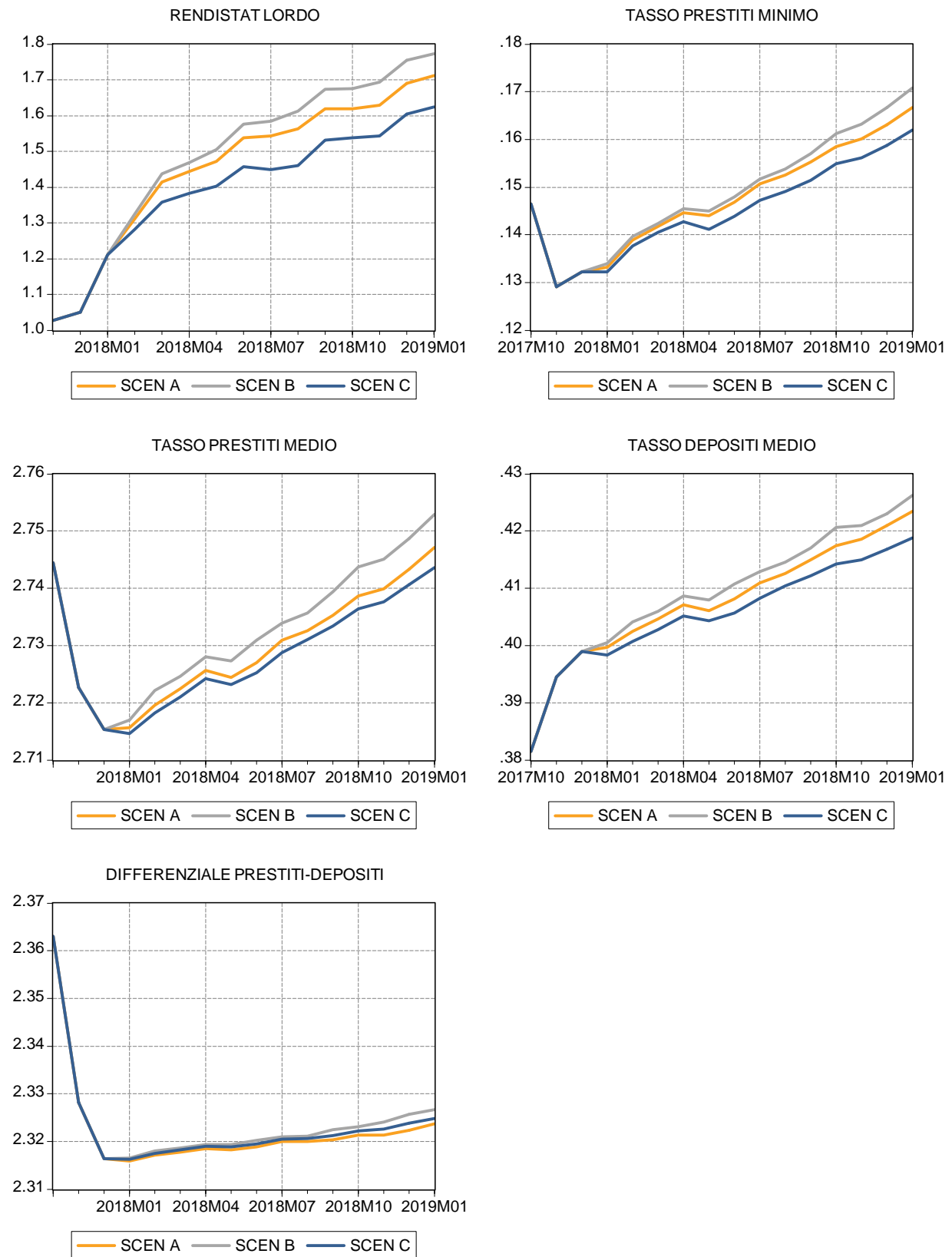
VOLUMI

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

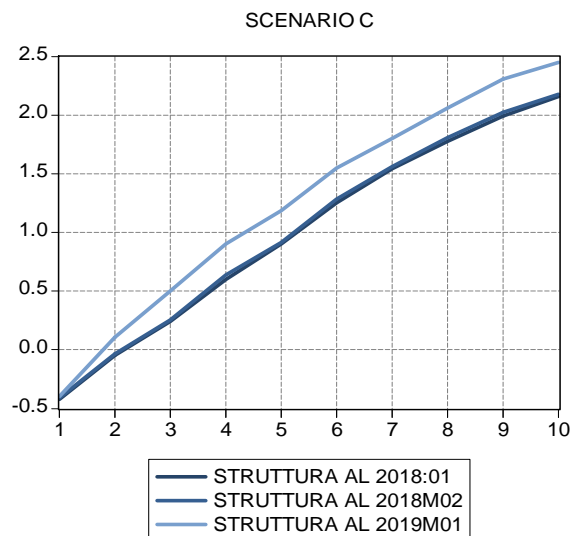
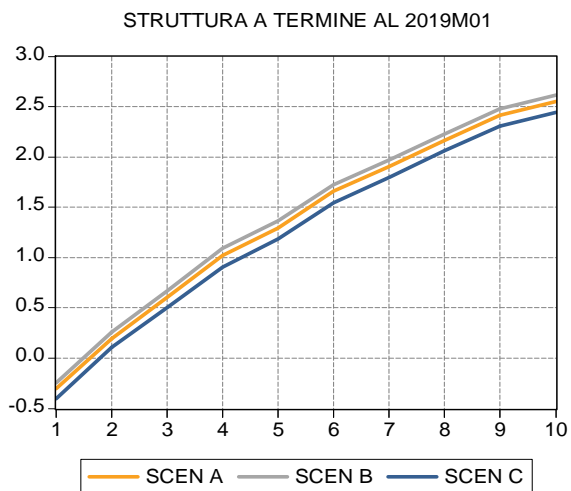
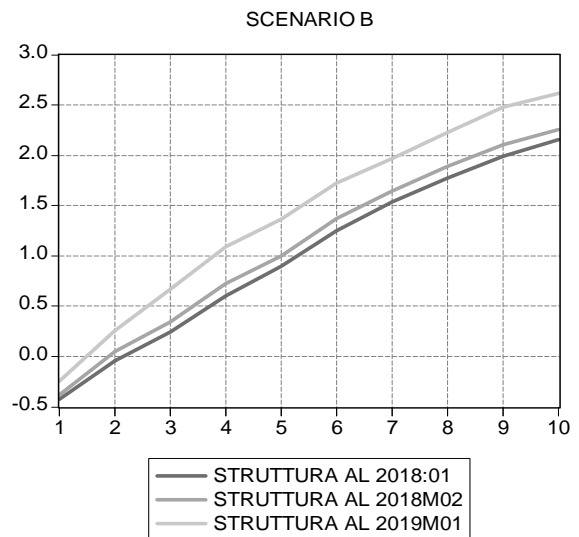
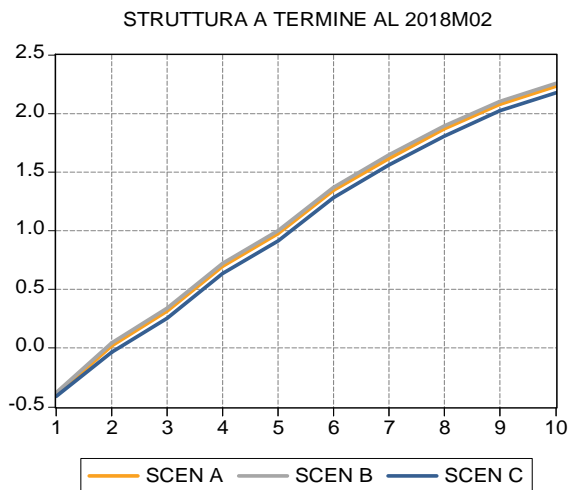
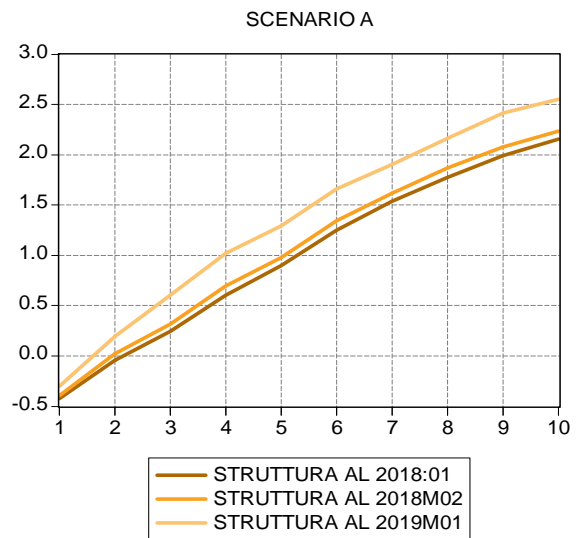
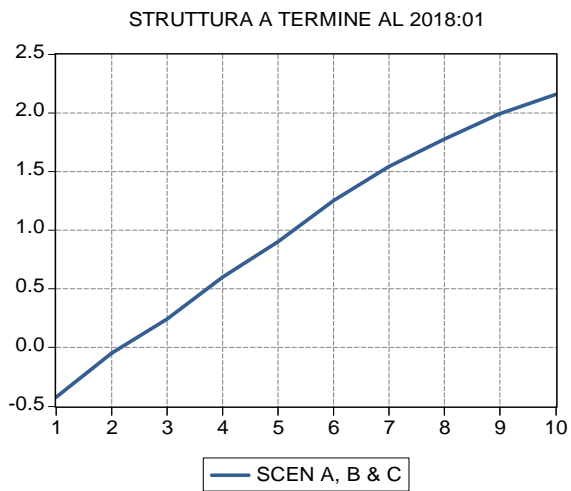
TASSI - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili

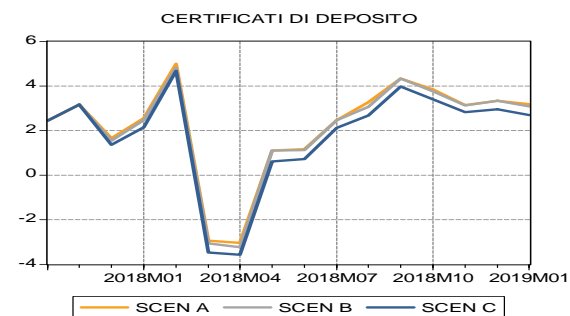
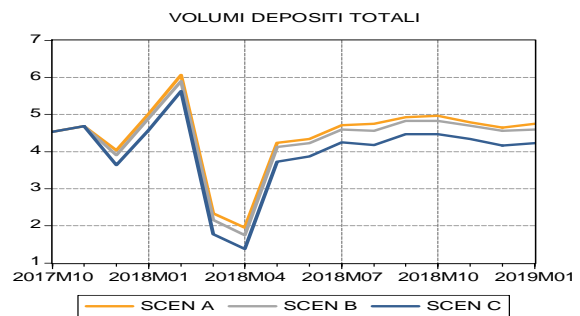
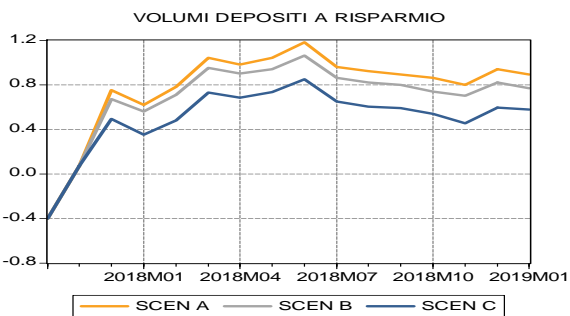
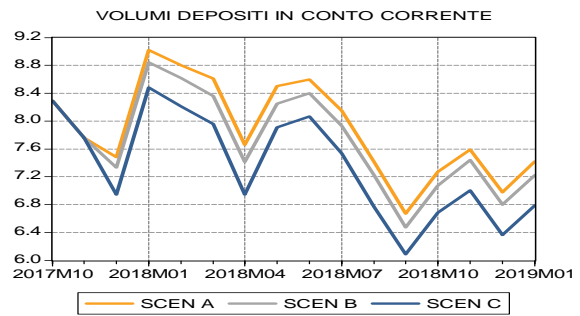
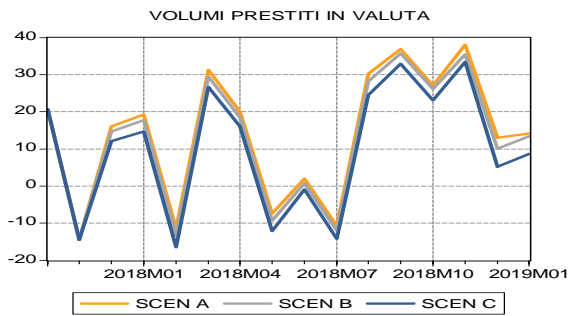
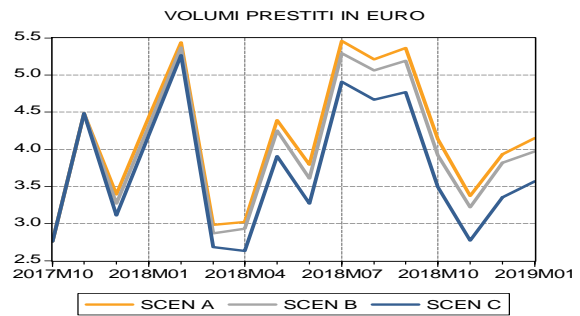
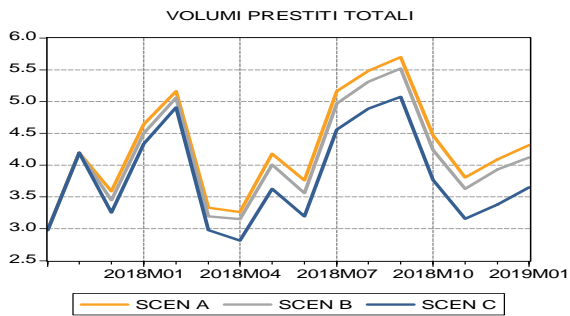
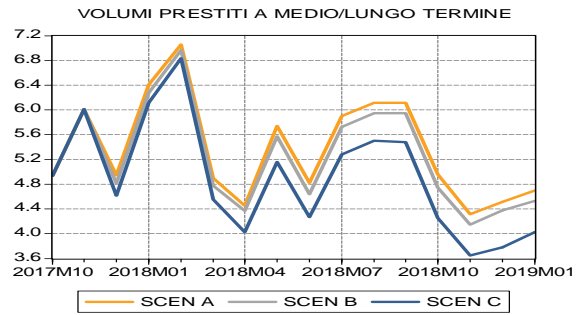
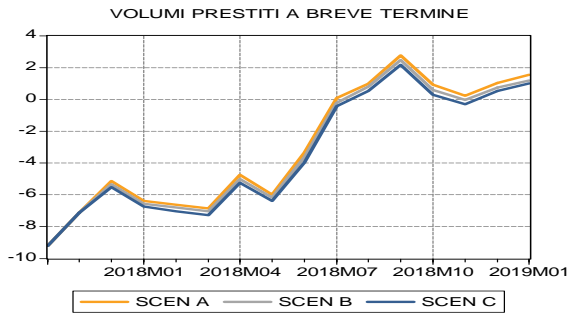


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



| SCENARIO A | 17 7 | 17 8 | 17 9 | 17 10 | 17 11 | 17 12 | 18 1 | 18 2 | 18 3 | 18 4 | 18 5 | 18 6 | 18 7 | 18 8 | 18 9 | 18 10 | 18 11 | 18 12 | 19 1 | |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| ESOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di intervento | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Indice COMIT (livello) | 1264 | 1267 | 1319 | 1338 | 1314 | 1297 | 1373 | 1391 | 1358 | 1342 | 1344 | 1292 | 1226 | 1197 | 1217 | 1204 | 1175 | 1163 | 1192 | 1192 |
| Produzione Industriale (Var. % a/a) | 4.4 | 4.4 | 2.4 | 3.3 | 2.3 | 2.0 | 4.1 | 3.1 | 3.6 | 4.1 | 2.7 | 2.4 | 2.9 | 2.0 | 3.1 | 2.3 | 2.6 | 2.4 | 3.0 | 3.0 |
| Tasso di Inflazione (Arm.) | 1.2 | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| ENDOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| TASSI | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| T. P/T medio | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| T. Overnight media d/l | -0.43 | -0.43 | -0.43 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 |
| T. Interb. 1m lett. | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 |
| T. Interb. 3m lett. | -0.37 | -0.37 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.38 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.38 | -0.38 |
| T. Interb. 6m lett. | -0.30 | -0.30 | -0.31 | -0.31 | -0.32 | -0.32 | -0.34 | -0.35 | -0.34 | -0.35 | -0.35 | -0.34 | -0.35 | -0.35 | -0.34 | -0.35 | -0.35 | -0.35 | -0.34 | -0.34 |
| T. Depositi medio | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.38 | 0.39 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.42 | 0.42 | 0.42 | 0.42 | 0.42 | 0.42 |
| T. Prestiti medio | 2.78 | 2.77 | 2.75 | 2.74 | 2.72 | 2.72 | 2.72 | 2.72 | 2.72 | 2.73 | 2.72 | 2.73 | 2.73 | 2.73 | 2.74 | 2.74 | 2.74 | 2.74 | 2.74 | 2.75 |
| T.prest. medio - T.dep. medio | 2.38 | 2.38 | 2.36 | 2.36 | 2.33 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 |
| T. BOT comp. lordo 3m ^(*) | -0.38 | -0.38 | -0.40 | -0.41 | -0.44 | -0.45 | -0.42 | -0.40 | -0.39 | -0.40 | -0.38 | -0.37 | -0.38 | -0.37 | -0.36 | -0.37 | -0.36 | -0.35 | -0.34 | -0.34 |
| T. BOT comp. lordo 6m | -0.37 | -0.36 | -0.39 | -0.41 | -0.44 | -0.46 | -0.42 | -0.39 | -0.37 | -0.38 | -0.36 | -0.34 | -0.35 | -0.33 | -0.33 | -0.34 | -0.32 | -0.30 | -0.30 | -0.30 |
| T. BOT comp. lordo 12m | -0.36 | -0.34 | -0.33 | -0.34 | -0.40 | -0.41 | -0.43 | -0.40 | -0.38 | -0.39 | -0.37 | -0.35 | -0.36 | -0.34 | -0.34 | -0.35 | -0.33 | -0.31 | -0.30 | -0.30 |
| Rendistat lordo | 1.34 | 1.27 | 1.25 | 1.23 | 1.03 | 1.05 | 1.21 | 1.31 | 1.41 | 1.44 | 1.47 | 1.54 | 1.54 | 1.56 | 1.62 | 1.62 | 1.63 | 1.69 | 1.71 | 1.71 |
| Rendistat netto | 1.17 | 1.11 | 1.10 | 1.07 | 0.90 | 0.92 | 1.06 | 1.15 | 1.24 | 1.26 | 1.29 | 1.35 | 1.35 | 1.37 | 1.42 | 1.42 | 1.43 | 1.48 | 1.50 | 1.50 |
| STRUTTURA A TERMINE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rend. BTP a 3 anni | 0.22 | 0.19 | 0.20 | 0.10 | 0.02 | 0.24 | 0.25 | 0.31 | 0.38 | 0.32 | 0.39 | 0.45 | 0.39 | 0.48 | 0.54 | 0.48 | 0.56 | 0.63 | 0.60 | 0.60 |
| Rend. BTP a 5 anni | 0.90 | 0.86 | 0.88 | 0.69 | 0.59 | 0.86 | 0.90 | 0.97 | 1.04 | 0.99 | 1.06 | 1.13 | 1.07 | 1.16 | 1.21 | 1.16 | 1.25 | 1.32 | 1.30 | 1.30 |
| Rend. BTP a 7 anni | 1.55 | 1.53 | 1.57 | 1.30 | 1.22 | 1.49 | 1.54 | 1.62 | 1.68 | 1.63 | 1.70 | 1.76 | 1.70 | 1.78 | 1.83 | 1.78 | 1.86 | 1.93 | 1.91 | 1.91 |
| Rend. BTP a 10 anni | 2.18 | 2.14 | 2.23 | 1.92 | 1.86 | 2.13 | 2.16 | 2.23 | 2.30 | 2.26 | 2.32 | 2.39 | 2.34 | 2.42 | 2.47 | 2.43 | 2.50 | 2.57 | 2.55 | 2.55 |
| VOLUMI (LIVELLI in mld) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2348.502 | 2344.704 | 2347.621 | 2397.446 | 2421.582 | 2426.198 | 2421.993 | 2422.024 | 2455.705 | 2461.222 | 2459.51 | 2476.62 | 2469.68 | 2473.19 | 2481.44 | 2504.61 | 2513.84 | 2525.43 | 2526.38 | 2526.38 |
| Prestiti in euro | 2305.059 | 2319.404 | 2322.290 | 2362.965 | 2390.819 | 2383.224 | 2383.012 | 2388.331 | 2417.061 | 2420.865 | 2420.873 | 2435.01 | 2430.915 | 2440.25 | 2446.76 | 2460.79 | 2471.39 | 2476.88 | 2481.91 | 2481.91 |
| Prestiti in valuta | 43.443 | 25.299 | 25.331 | 34.480 | 30.762 | 42.975 | 38.981 | 33.692 | 38.644 | 40.357 | 38.640 | 41.609 | 38.769 | 32.948 | 34.671 | 43.819 | 42.454 | 48.546 | 44.474 | 44.474 |
| Prestiti a breve | 299.331 | 292.100 | 288.341 | 292.130 | 298.809 | 297.849 | 300.018 | 298.473 | 295.340 | 295.765 | 295.098 | 300.423 | 299.571 | 294.992 | 296.270 | 294.847 | 299.466 | 300.977 | 304.668 | 304.668 |
| Prestiti a m / l | 2049.170 | 2052.603 | 2059.280 | 2105.315 | 2122.773 | 2128.349 | 2121.975 | 2123.550 | 2160.364 | 2165.457 | 2164.415 | 2176.195 | 2170.113 | 2178.201 | 2185.165 | 2209.764 | 2214.378 | 2224.453 | 2221.713 | 2221.713 |
| Depositi totali | 2330.704 | 2333.245 | 2349.676 | 2363.714 | 2357.419 | 2399.644 | 2396.098 | 2398.728 | 2425.001 | 2435.676 | 2435.124 | 2436.199 | 2440.480 | 2444.075 | 2465.280 | 2480.954 | 2470.104 | 2511.227 | 2509.912 | 2509.912 |
| Depositi in c / c | 999.402 | 1005.412 | 1027.501 | 1028.534 | 1023.391 | 1061.757 | 1048.111 | 1050.986 | 1063.917 | 1080.942 | 1078.319 | 1082.443 | 1080.854 | 1079.913 | 1096.035 | 1103.309 | 1101.066 | 1135.867 | 1125.881 | 1125.881 |
| Depositi a risparmio | 295.909 | 297.201 | 297.368 | 296.910 | 297.532 | 300.154 | 300.625 | 300.610 | 300.123 | 299.237 | 298.755 | 298.408 | 298.750 | 299.936 | 300.014 | 299.463 | 299.913 | 302.976 | 303.301 | 303.301 |
| Certif. deposito | 1035.393 | 1030.632 | 1024.808 | 1038.270 | 1036.496 | 1037.733 | 1047.361 | 1047.132 | 1060.960 | 1055.496 | 1058.050 | 1055.348 | 1060.877 | 1064.226 | 1069.231 | 1078.182 | 1069.125 | 1072.384 | 1080.730 | 1080.730 |
| VOLUMI (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 1.28 | 1.00 | 0.55 | 2.98 | 4.19 | 3.59 | 4.64 | 5.16 | 3.33 | 3.26 | 4.18 | 3.76 | 5.16 | 5.48 | 5.70 | 4.47 | 3.81 | 4.09 | 4.31 | 4.31 |
| Prestiti in euro | 1.28 | 1.70 | 1.01 | 2.76 | 4.48 | 3.39 | 4.43 | 5.44 | 2.98 | 3.02 | 4.39 | 3.79 | 5.46 | 5.21 | 5.36 | 4.14 | 3.37 | 3.93 | 4.15 | 4.15 |
| Prestiti in valuta | 1.17 | -38.26 | -29.28 | 20.63 | -14.41 | 16.04 | 19.31 | -11.50 | 31.23 | 20.03 | -7.48 | 2.03 | -10.76 | 30.23 | 36.87 | 27.09 | 38.01 | 12.96 | 14.09 | 14.09 |
| Prestiti a breve | -8.71 | -10.04 | -11.14 | -9.22 | -7.12 | -5.14 | -6.37 | -6.61 | -6.87 | -4.73 | -5.98 | -3.33 | 0.08 | 0.99 | 2.75 | 0.93 | 0.22 | 1.05 | 1.55 | 1.55 |
| Prestiti a m / l | 2.92 | 2.79 | 2.43 | 4.93 | 6.01 | 4.94 | 6.41 | 7.06 | 4.90 | 4.46 | 5.74 | 4.82 | 5.90 | 6.12 | 6.11 | 4.96 | 4.32 | 4.52 | 4.70 | 4.70 |
| Depositi totali | 2.91 | 3.48 | 3.67 | 4.53 | 4.69 | 4.03 | 5.02 | 6.06 | 2.33 | 1.95 | 4.24 | 4.34 | 4.71 | 4.75 | 4.92 | 4.96 | 4.78 | 4.65 | 4.75 | 4.75 |
| Depositi in c / c | 6.67 | 8.29 | 10.04 | 8.29 | 7.76 | 7.48 | 9.02 | 8.80 | 8.61 | 7.66 | 8.50 | 8.60 | 8.15 | 7.41 | 6.67 | 7.27 | 7.59 | 6.98 | 7.42 | 7.42 |
| Depositi a risparmio | -1.36 | -0.91 | -0.58 | -0.40 | 0.07 | 0.75 | 0.62 | 0.78 | 1.04 | 0.98 | 1.04 | 1.18 | 0.96 | 0.92 | 0.89 | 0.86 | 0.80 | 0.94 | 0.89 | 0.89 |
| Certif. deposito | 0.73 | 0.41 | -0.85 | 2.44 | 3.15 | 1.65 | 2.54 | 4.99 | -2.95 | -3.05 | 1.10 | 1.16 | 2.46 | 3.26 | 4.33 | 3.84 | 3.15 | 3.34 | 3.19 | 3.19 |

| SCENARIO B | 17 7 | 17 8 | 17 9 | 17 10 | 17 11 | 17 12 | 18 1 | 18 2 | 18 3 | 18 4 | 18 5 | 18 6 | 18 7 | 18 8 | 18 9 | 18 10 | 18 11 | 18 12 | 19 1 | |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| ESOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di intervento | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Indice COMIT (livello) | 1264 | 1267 | 1319 | 1338 | 1314 | 1297 | 1373 | 1366 | 1322 | 1302 | 1301 | 1236 | 1144 | 1126 | 1137 | 1116 | 1077 | 1076 | 1108 | |
| Produzione Industriale (Var. % a/a) | 4.4 | 4.4 | 2.4 | 3.3 | 2.3 | 1.9 | 4.0 | 3.0 | 3.5 | 4.1 | 2.6 | 2.3 | 2.8 | 1.8 | 2.9 | 2.2 | 2.5 | 2.3 | 2.9 | |
| Tasso di Inflazione (Arm.) | 1.2 | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | |
| ENDOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| TASSI | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| T. P/T medio | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| T. Overnight media d/l | -0.43 | -0.43 | -0.43 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.43 | -0.43 |
| T. Interb. 1m lett. | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.40 |
| T. Interb. 3m lett. | -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 | -0.38 | -0.38 |
| T. Interb. 6m lett. | -0.30 | -0.30 | -0.31 | -0.31 | -0.32 | -0.32 | -0.34 | -0.34 | -0.34 | -0.34 | -0.34 | -0.34 | -0.34 | -0.34 | -0.34 | -0.34 | -0.34 | -0.34 | -0.34 | -0.34 |
| T. Depositi medio | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.38 | 0.39 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.42 | 0.42 | 0.42 | 0.42 | 0.42 | 0.43 |
| T. Prestiti medio | 2.78 | 2.77 | 2.75 | 2.74 | 2.72 | 2.72 | 2.72 | 2.72 | 2.72 | 2.73 | 2.73 | 2.73 | 2.73 | 2.74 | 2.74 | 2.74 | 2.75 | 2.75 | 2.75 | 2.75 |
| T.prest. medio - T.dep. medio | 2.38 | 2.38 | 2.36 | 2.36 | 2.33 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.33 | 2.33 |
| T. BOT comp. lordo 3m ^(*) | -0.38 | -0.38 | -0.40 | -0.41 | -0.44 | -0.45 | -0.42 | -0.39 | -0.37 | -0.39 | -0.37 | -0.35 | -0.36 | -0.35 | -0.33 | -0.33 | -0.32 | -0.30 | -0.30 | -0.30 |
| T. BOT comp. lordo 6m | -0.37 | -0.36 | -0.39 | -0.41 | -0.44 | -0.46 | -0.42 | -0.37 | -0.34 | -0.37 | -0.34 | -0.31 | -0.32 | -0.31 | -0.28 | -0.28 | -0.25 | -0.23 | -0.24 | -0.24 |
| T. BOT comp. lordo 12m | -0.36 | -0.34 | -0.33 | -0.34 | -0.40 | -0.41 | -0.43 | -0.38 | -0.35 | -0.37 | -0.35 | -0.32 | -0.33 | -0.32 | -0.29 | -0.29 | -0.26 | -0.24 | -0.24 | -0.24 |
| Rendistat lordo | 1.34 | 1.27 | 1.25 | 1.23 | 1.03 | 1.05 | 1.21 | 1.33 | 1.44 | 1.47 | 1.51 | 1.58 | 1.58 | 1.61 | 1.67 | 1.67 | 1.69 | 1.75 | 1.77 | 1.77 |
| Rendistat netto | 1.17 | 1.11 | 1.10 | 1.07 | 0.90 | 0.92 | 1.06 | 1.16 | 1.26 | 1.29 | 1.32 | 1.38 | 1.39 | 1.41 | 1.46 | 1.47 | 1.48 | 1.54 | 1.55 | 1.55 |
| STRUTTURA A TERMINE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rend. BTP a 3 anni | 0.22 | 0.19 | 0.20 | 0.10 | 0.02 | 0.24 | 0.25 | 0.34 | 0.40 | 0.35 | 0.43 | 0.50 | 0.45 | 0.56 | 0.60 | 0.54 | 0.64 | 0.69 | 0.67 | 0.67 |
| Rend. BTP a 5 anni | 0.90 | 0.86 | 0.88 | 0.69 | 0.59 | 0.86 | 0.90 | 1.00 | 1.06 | 1.02 | 1.10 | 1.17 | 1.12 | 1.23 | 1.27 | 1.23 | 1.33 | 1.38 | 1.37 | 1.37 |
| Rend. BTP a 7 anni | 1.55 | 1.53 | 1.57 | 1.30 | 1.22 | 1.49 | 1.54 | 1.64 | 1.70 | 1.66 | 1.74 | 1.80 | 1.75 | 1.85 | 1.89 | 1.84 | 1.94 | 1.99 | 1.97 | 1.97 |
| Rend. BTP a 10 anni | 2.18 | 2.14 | 2.23 | 1.92 | 1.86 | 2.13 | 2.16 | 2.26 | 2.32 | 2.29 | 2.36 | 2.43 | 2.39 | 2.49 | 2.53 | 2.49 | 2.58 | 2.63 | 2.62 | 2.62 |
| VOLUMI (LIVELLI in mld) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2348.502 | 2344.704 | 2347.621 | 2397.446 | 2421.582 | 2422.919 | 2418.753 | 2419.720 | 2452.615 | 2458.600 | 2455.50 | 2471.84 | 2465.22 | 2469.21 | 2477.21 | 2499.10 | 2509.49 | 2518.14 | 2518.41 | 2518.41 |
| Prestiti in euro | 2305.059 | 2319.404 | 2322.290 | 2362.965 | 2390.819 | 2380.458 | 2380.274 | 2386.746 | 2414.479 | 2418.750 | 2417.626 | 2430.79 | 2426.997 | 2436.77 | 2442.82 | 2455.59 | 2467.80 | 2471.39 | 2474.77 | 2474.77 |
| Prestiti in valuta | 43.443 | 25.299 | 25.331 | 34.480 | 30.762 | 42.462 | 38.479 | 32.974 | 38.136 | 39.850 | 37.873 | 41.058 | 38.225 | 32.441 | 34.393 | 43.504 | 41.681 | 46.749 | 43.634 | 43.634 |
| Prestiti a breve | 299.331 | 292.100 | 288.341 | 292.130 | 298.809 | 297.190 | 299.441 | 297.898 | 294.770 | 294.927 | 294.501 | 299.428 | 298.733 | 294.466 | 295.492 | 293.825 | 298.659 | 299.419 | 303.035 | 303.035 |
| Prestiti a m / l | 2049.170 | 2052.603 | 2059.280 | 2105.315 | 2122.773 | 2125.729 | 2119.311 | 2121.822 | 2157.845 | 2163.673 | 2160.998 | 2172.415 | 2166.489 | 2174.741 | 2181.718 | 2205.273 | 2210.826 | 2218.721 | 2215.371 | 2215.371 |
| Depositi totali | 2330.704 | 2333.245 | 2349.676 | 2363.714 | 2357.419 | 2396.876 | 2393.360 | 2395.109 | 2420.972 | 2430.897 | 2432.321 | 2433.397 | 2437.916 | 2439.641 | 2462.931 | 2477.645 | 2467.982 | 2505.934 | 2503.454 | 2503.454 |
| Depositi in c / c | 999.402 | 1005.412 | 1027.501 | 1028.534 | 1023.391 | 1060.275 | 1046.381 | 1049.247 | 1061.468 | 1078.432 | 1075.834 | 1080.450 | 1078.655 | 1078.003 | 1093.980 | 1101.251 | 1099.531 | 1132.374 | 1121.930 | 1121.930 |
| Depositi a risparmio | 295.909 | 297.201 | 297.368 | 296.910 | 297.532 | 299.916 | 300.446 | 300.401 | 299.856 | 299.000 | 298.459 | 298.054 | 298.454 | 299.638 | 299.746 | 299.107 | 299.615 | 302.375 | 302.760 | 302.760 |
| Certif. deposito | 1035.393 | 1030.632 | 1024.808 | 1038.270 | 1036.496 | 1036.685 | 1046.533 | 1045.461 | 1059.648 | 1053.465 | 1058.027 | 1054.893 | 1060.807 | 1062.000 | 1069.204 | 1077.286 | 1068.836 | 1071.185 | 1078.765 | 1078.765 |
| VOLUMI (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 1.28 | 1.00 | 0.55 | 2.98 | 4.19 | 3.45 | 4.50 | 5.06 | 3.20 | 3.15 | 4.01 | 3.56 | 4.97 | 5.31 | 5.52 | 4.24 | 3.63 | 3.93 | 4.12 | 4.12 |
| Prestiti in euro | 1.28 | 1.70 | 1.01 | 2.76 | 4.48 | 3.27 | 4.31 | 5.37 | 2.87 | 2.93 | 4.25 | 3.61 | 5.29 | 5.06 | 5.19 | 3.92 | 3.22 | 3.82 | 3.97 | 3.97 |
| Prestiti in valuta | 1.17 | -38.26 | -29.28 | 20.63 | -14.41 | 14.65 | 17.77 | -13.38 | 29.50 | 18.53 | -9.32 | 0.68 | -12.01 | 28.23 | 35.77 | 26.17 | 35.50 | 10.10 | 13.40 | 13.40 |
| Prestiti a breve | -8.71 | -10.04 | -11.14 | -9.22 | -7.12 | -5.35 | -6.55 | -6.79 | -7.05 | -5.00 | -6.17 | -3.65 | -0.20 | 0.81 | 2.48 | 0.58 | -0.05 | 0.75 | 1.20 | 1.20 |
| Prestiti a m / l | 2.92 | 2.79 | 2.43 | 4.93 | 6.01 | 4.81 | 6.28 | 6.97 | 4.78 | 4.37 | 5.57 | 4.64 | 5.73 | 5.95 | 5.95 | 4.75 | 4.15 | 4.37 | 4.53 | 4.53 |
| Depositi totali | 2.91 | 3.48 | 3.67 | 4.53 | 4.69 | 3.91 | 4.90 | 5.90 | 2.16 | 1.75 | 4.12 | 4.22 | 4.60 | 4.56 | 4.82 | 4.82 | 4.69 | 4.55 | 4.60 | 4.60 |
| Depositi in c / c | 6.67 | 8.29 | 10.04 | 8.29 | 7.76 | 7.33 | 8.84 | 8.62 | 8.36 | 7.41 | 8.25 | 8.40 | 7.93 | 7.22 | 6.47 | 7.07 | 7.44 | 6.80 | 7.22 | 7.22 |
| Depositi a risparmio | -1.36 | -0.91 | -0.58 | -0.40 | 0.07 | 0.67 | 0.56 | 0.71 | 0.95 | 0.90 | 0.94 | 1.06 | 0.86 | 0.82 | 0.80 | 0.74 | 0.70 | 0.82 | 0.77 | 0.77 |
| Certif. deposito | 0.73 | 0.41 | -0.85 | 2.44 | 3.15 | 1.55 | 2.46 | 4.82 | -3.07 | -3.24 | 1.10 | 1.12 | 2.45 | 3.04 | 4.33 | 3.76 | 3.12 | 3.33 | 3.08 | 3.08 |

| SCENARIO C | 17 7 | 17 8 | 17 9 | 17 10 | 17 11 | 17 12 | 18 1 | 18 2 | 18 3 | 18 4 | 18 5 | 18 6 | 18 7 | 18 8 | 18 9 | 18 10 | 18 11 | 18 12 | 19 1 | |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| ESOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di intervento | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Indice COMIT (livello) | 1264 | 1267 | 1319 | 1338 | 1314 | 1297 | 1373 | 1414 | 1392 | 1390 | 1399 | 1351 | 1292 | 1262 | 1280 | 1265 | 1255 | 1249 | 1270 | 1270 |
| Produzione Industriale (Var. % a/a) | 4.4 | 4.4 | 2.4 | 3.3 | 2.3 | 1.8 | 3.8 | 2.7 | 3.2 | 3.7 | 2.2 | 2.0 | 2.5 | 1.5 | 2.6 | 1.8 | 2.2 | 1.9 | 2.5 | 2.5 |
| Tasso di Inflazione (Arm.) | 1.2 | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| ENDOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| TASSI | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| T. P/T medio | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| T. Overnight media d/l | -0.43 | -0.43 | -0.43 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.45 | -0.44 | -0.44 | -0.45 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 |
| T. Interb. 1m lett. | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.42 | -0.42 | -0.41 | -0.42 | -0.42 | -0.41 | -0.41 | -0.41 |
| T. Interb. 3m lett. | -0.37 | -0.37 | -0.38 | -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 |
| T. Interb. 6m lett. | -0.30 | -0.30 | -0.31 | -0.31 | -0.32 | -0.32 | -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. Depositi medio | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.38 | 0.39 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.41 | 0.40 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.42 | 0.42 | 0.42 |
| T. Prestiti medio | 2.78 | 2.77 | 2.75 | 2.74 | 2.72 | 2.72 | 2.71 | 2.72 | 2.72 | 2.72 | 2.72 | 2.73 | 2.73 | 2.73 | 2.73 | 2.74 | 2.74 | 2.74 | 2.74 | 2.74 |
| T.prest. medio - T.dep. medio | 2.38 | 2.38 | 2.36 | 2.36 | 2.33 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 | 2.32 |
| T. BOT comp. lordo 3m ^(*) | -0.38 | -0.38 | -0.40 | -0.41 | -0.44 | -0.45 | -0.42 | -0.41 | -0.41 | -0.42 | -0.41 | -0.41 | -0.42 | -0.41 | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.39 | -0.40 |
| T. BOT comp. lordo 6m | -0.37 | -0.36 | -0.39 | -0.41 | -0.44 | -0.46 | -0.42 | -0.41 | -0.41 | -0.42 | -0.41 | -0.40 | -0.41 | -0.40 | -0.39 | -0.41 | -0.41 | -0.38 | -0.40 | -0.40 |
| T. BOT comp. lordo 12m | -0.36 | -0.34 | -0.33 | -0.34 | -0.40 | -0.41 | -0.43 | -0.41 | -0.41 | -0.42 | -0.42 | -0.40 | -0.42 | -0.41 | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.39 | -0.40 | -0.40 |
| Rendistat lordo | 1.34 | 1.27 | 1.25 | 1.23 | 1.03 | 1.05 | 1.21 | 1.28 | 1.36 | 1.38 | 1.40 | 1.46 | 1.45 | 1.46 | 1.53 | 1.54 | 1.54 | 1.60 | 1.62 | 1.62 |
| Rendistat netto | 1.17 | 1.11 | 1.10 | 1.07 | 0.90 | 0.92 | 1.06 | 1.12 | 1.19 | 1.21 | 1.23 | 1.27 | 1.27 | 1.28 | 1.34 | 1.35 | 1.35 | 1.40 | 1.42 | 1.42 |
| STRUTTURA A TERMINE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rend. BTP a 3 anni | 0.22 | 0.19 | 0.20 | 0.10 | 0.02 | 0.24 | 0.25 | 0.25 | 0.31 | 0.24 | 0.31 | 0.35 | 0.28 | 0.36 | 0.45 | 0.38 | 0.46 | 0.54 | 0.50 | 0.50 |
| Rend. BTP a 5 anni | 0.90 | 0.86 | 0.88 | 0.69 | 0.59 | 0.86 | 0.90 | 0.91 | 0.98 | 0.91 | 0.98 | 1.02 | 0.95 | 1.03 | 1.12 | 1.06 | 1.14 | 1.22 | 1.18 | 1.18 |
| Rend. BTP a 7 anni | 1.55 | 1.53 | 1.57 | 1.30 | 1.22 | 1.49 | 1.54 | 1.56 | 1.62 | 1.55 | 1.62 | 1.65 | 1.58 | 1.66 | 1.75 | 1.68 | 1.76 | 1.84 | 1.80 | 1.80 |
| Rend. BTP a 10 anni | 2.18 | 2.14 | 2.23 | 1.92 | 1.86 | 2.13 | 2.16 | 2.18 | 2.24 | 2.18 | 2.25 | 2.28 | 2.22 | 2.30 | 2.38 | 2.33 | 2.40 | 2.48 | 2.45 | 2.45 |
| VOLUMI (LIVELLI in mld) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2348.502 | 2344.704 | 2347.621 | 2397.446 | 2421.582 | 2418.296 | 2415.000 | 2416.284 | 2447.316 | 2450.719 | 2446.44 | 2463.24 | 2455.49 | 2459.23 | 2466.74 | 2487.87 | 2498.10 | 2500.06 | 2503.14 | 2503.14 |
| Prestiti in euro | 2305.059 | 2319.404 | 2322.290 | 2362.965 | 2390.819 | 2376.769 | 2377.536 | 2384.481 | 2410.020 | 2411.700 | 2409.741 | 2422.81 | 2418.237 | 2427.72 | 2433.06 | 2445.43 | 2457.05 | 2456.39 | 2462.41 | 2462.41 |
| Prestiti in valuta | 43.443 | 25.299 | 25.331 | 34.480 | 30.762 | 41.527 | 37.464 | 31.803 | 37.296 | 39.019 | 36.695 | 40.427 | 37.253 | 31.504 | 33.675 | 42.439 | 41.058 | 43.667 | 40.727 | 40.727 |
| Prestiti a breve | 299.331 | 292.100 | 288.341 | 292.130 | 298.809 | 296.639 | 298.872 | 297.131 | 294.097 | 294.186 | 293.832 | 298.440 | 298.077 | 293.675 | 294.565 | 293.007 | 297.885 | 298.188 | 301.905 | 301.905 |
| Prestiti a m / l | 2049.170 | 2052.603 | 2059.280 | 2105.315 | 2122.773 | 2121.657 | 2116.128 | 2119.153 | 2153.219 | 2156.533 | 2152.604 | 2164.796 | 2157.413 | 2165.550 | 2172.173 | 2194.865 | 2200.218 | 2201.870 | 2201.236 | 2201.236 |
| Depositi totali | 2330.704 | 2333.245 | 2349.676 | 2363.714 | 2357.419 | 2390.514 | 2386.013 | 2389.021 | 2411.889 | 2421.842 | 2423.087 | 2425.265 | 2429.795 | 2430.696 | 2454.684 | 2469.328 | 2459.583 | 2490.099 | 2486.665 | 2486.665 |
| Depositi in c / c | 999.402 | 1005.412 | 1027.501 | 1028.534 | 1023.391 | 1056.427 | 1042.907 | 1045.251 | 1057.504 | 1073.777 | 1072.421 | 1077.135 | 1074.721 | 1073.470 | 1090.030 | 1097.315 | 1095.088 | 1123.686 | 1113.660 | 1113.660 |
| Depositi a risparmio | 295.909 | 297.201 | 297.368 | 296.910 | 297.532 | 299.387 | 299.819 | 299.707 | 299.199 | 298.363 | 297.846 | 297.428 | 297.834 | 298.986 | 299.115 | 298.510 | 298.878 | 301.167 | 301.554 | 301.554 |
| Certif. deposito | 1035.393 | 1030.632 | 1024.808 | 1038.270 | 1036.496 | 1034.700 | 1043.287 | 1044.063 | 1055.186 | 1049.702 | 1052.820 | 1050.703 | 1057.240 | 1058.241 | 1065.539 | 1073.503 | 1065.617 | 1065.247 | 1071.451 | 1071.451 |
| VOLUMI (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 1.28 | 1.00 | 0.55 | 2.98 | 4.19 | 3.25 | 4.34 | 4.91 | 2.98 | 2.82 | 3.63 | 3.20 | 4.56 | 4.88 | 5.07 | 3.77 | 3.16 | 3.38 | 3.65 | 3.65 |
| Prestiti in euro | 1.28 | 1.70 | 1.01 | 2.76 | 4.48 | 3.11 | 4.19 | 5.27 | 2.68 | 2.63 | 3.91 | 3.27 | 4.91 | 4.67 | 4.77 | 3.49 | 2.77 | 3.35 | 3.57 | 3.57 |
| Prestiti in valuta | 1.17 | -38.26 | -29.28 | 20.63 | -14.41 | 12.13 | 14.67 | -16.46 | 26.65 | 16.05 | -12.14 | -0.86 | -14.25 | 24.53 | 32.94 | 23.08 | 33.47 | 5.15 | 8.71 | 8.71 |
| Prestiti a breve | -8.71 | -10.04 | -11.14 | -9.22 | -7.12 | -5.53 | -6.73 | -7.03 | -7.26 | -5.24 | -6.38 | -3.97 | -0.42 | 0.54 | 2.16 | 0.30 | -0.31 | 0.52 | 1.01 | 1.01 |
| Prestiti a m / l | 2.92 | 2.79 | 2.43 | 4.93 | 6.01 | 4.61 | 6.12 | 6.83 | 4.55 | 4.03 | 5.16 | 4.27 | 5.28 | 5.50 | 5.48 | 4.25 | 3.65 | 3.78 | 4.02 | 4.02 |
| Depositi totali | 2.91 | 3.48 | 3.67 | 4.53 | 4.69 | 3.63 | 4.58 | 5.63 | 1.78 | 1.37 | 3.72 | 3.87 | 4.25 | 4.18 | 4.47 | 4.47 | 4.33 | 4.17 | 4.22 | 4.22 |
| Depositi in c / c | 6.67 | 8.29 | 10.04 | 8.29 | 7.76 | 6.94 | 8.48 | 8.21 | 7.96 | 6.95 | 7.91 | 8.07 | 7.54 | 6.77 | 6.09 | 6.69 | 7.01 | 6.37 | 6.78 | 6.78 |
| Depositi a risparmio | -1.36 | -0.91 | -0.58 | -0.40 | 0.07 | 0.49 | 0.35 | 0.48 | 0.73 | 0.69 | 0.73 | 0.85 | 0.65 | 0.60 | 0.59 | 0.54 | 0.45 | 0.59 | 0.58 | 0.58 |
| Certif. deposito | 0.73 | 0.41 | -0.85 | 2.44 | 3.15 | 1.35 | 2.14 | 4.68 | -3.48 | -3.58 | 0.60 | 0.72 | 2.11 | 2.68 | 3.97 | 3.39 | 2.81 | 2.95 | 2.70 | 2.70 |

Marzo 2018⁴

Il rischio di una guerra commerciale e l'instabilità politica in Italia governano lo scenario

Lucia Trevisan^a e Francesca Volo^{a,b}

IL QUADRO GENERALE

Sullo scenario internazionale dei prossimi mesi peseranno principalmente due fattori: 1) il rischio di una guerra protezionistica ingaggiata dal Presidente degli Stati Uniti e 2) il rischio d'instabilità politica dell'Italia dopo le elezioni del 4 marzo che avrebbe effetti sull'intera Area Euro.

In USA, Trump dopo il raggiungimento dell'obiettivo della riforma fiscale, **ha promesso l'imposizione di dazi che non lascerà il resto del mondo indifferente, alimentando inevitabili ritorsioni.** Se, quindi, nel 2017 si è assistito al consolidamento e alla sincronizzazione della ripresa a livello globale, **l'anno in corso potrebbe essere caratterizzato da un effetto restrittivo** non solo dovuto al processo di normalizzazione delle politiche monetarie che hanno terminato (o stanno terminando) il loro ruolo di supporto alle economie, ma anche da quello **innescato da una guerra commerciale.** In una situazione come quella che si è venuta a creare negli Stati Uniti, di pieno impiego, politica fiscale espansiva senza precedenti ed eccesso di domanda, che ha generato un'esplosione delle importazioni (+14% t/t nel quarto trimestre dell'anno scorso) tale effetto restrittivo potrebbe essere visto in termini positivi di contro-bilanciamento. Non va tuttavia dimenticato che il protezionismo è sempre controproducente perché aumenta l'inefficienza nell'allocazione delle risorse produttive (non acquisto da partner stranieri di prodotti a più basso costo) e una sua degenerazione verso un'implosione del commercio internazionale è molto probabile, perché una volta accesa la miccia è arduo tornare indietro. Infine, proprio per l'ultima considerazione sull'inefficienza, **il protezionismo potrebbe forse risolvere il problema del deficit commerciale, ma alimentare ulteriori spinte inflazionistiche** (i prodotti nazionali potrebbero essere più costosi di quelli esteri) dopo quelle già in atto dal mercato del lavoro (in febbraio la crescita tendenziale dei salari orari si è portata vicina al 3%). Se da un lato tali rischi non sono per il momento ancora emersi dai dati effettivi degli indicatori dei prezzi (il *core PCE price index* è fermo a +1.5% a/a in termini tendenziali) dall'altro, **da inizio anno i mercati finanziari hanno corretto al rialzo le loro aspettative inflazionistiche** e, come messo in evidenza il mese scorso, questo si è tradotto in un aumento consistente dei rendimenti sui titoli di Stato decennali americani. In febbraio, sono arrivati a lambire la soglia critica del 3%. **Pertanto,** nonostante i dati mensili di gennaio sulla crescita economica abbiano dimostrato qualche incertezza, **non abbiamo modificato gli scenari rispetto al mese scorso, continuando ad assegnare un'alta probabilità che la Fed debba aumentare quattro volte i tassi ufficiali nel 2018, con rialzi di 25 centesimi ciascuno a marzo, giugno, settembre e dicembre (Scenario C – probabilità 60%).** Ciò deriva dal fatto che **la debolezza dei dati di gennaio è attribuibile a fattori meteorologici temporanei** e dalle parole del nuovo Presidente della Fed, Jerome Powell, che ha sostituito Janet Yellen dal 5 febbraio, espresse durante il suo primo intervento ufficiale davanti al Congresso. **Powell non ha nascosto il pericolo di un'economia che continuerà a crescere sempre di più e quindi si è espresso in favore di maggiori rialzi rispetto a quanto si aspettavano in precedenza i mercati.**

Nell'Area Euro, il ciclo economico ha consolidato la crescita del PIL sopra il 2.5% in modo duraturo senza l'evidenza di tensioni sui prezzi (l'indice *core* in febbraio è all'1% a/a in termini di variazione tendenziale). **Il fatto che la Germania cresca di più all'interno dell'area** e abbia un tasso di disoccupazione molto basso (nel quarto trimestre del 2017 il PIL tedesco ha registrato un incremento particolarmente robusto di +2.9% a/a a fronte di un +1.6% di quello italiano) **non toglie spazio a Draghi nel continuare l'espansione monetaria e rinviare il momento della normalizzazione (Scenario C – Probabilità 60%). Questo perché: 1)** nonostante la contrattazione salariale nel settore metalmeccanico tedesco si sia conclusa con una concessione generosa d'incrementi in busta paga di +4.3% (a fronte delle richieste del sindacato IG-Metal di +6%) e quindi vadano monitorati gli effetti sui prezzi nei prossimi mesi, **per il momento l'inflazione in Germania si è ridimensionata** (a 1.3% a/a il *core* in gennaio) e rimane ben al di sotto dell'obiettivo del 2%; **2) l'effetto restrittivo della forza dell'euro si è fatto sentire sul flusso delle esportazioni; 3) e quello del protezionismo promesso da Trump penalizzerà l'Europa nei prossimi mesi se venisse messo in atto in**

^a Università Ca' Foscari Venezia.

^b GRETA.

⁴ **Dati aggiornati al 28/02/2018.**

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.

modo concreto. In ogni caso, la politica monetaria dipenderà soprattutto dall'esito delle elezioni in Italia del 4 marzo. La probabilità che non emerga una maggioranza in grado di governare, imporrà alla BCE molta cautela nello stabilire l'avvio del processo di normalizzazione, perché l'instabilità politica in un Paese con elevato debito pubblico potrebbe avere ripercussione sull'intera area.

Va, infine, sottolineato che **Weidmann**, attuale Presidente della Deutsche Bundesbank e aspirante sostituto di Draghi nel 2019 alla presidenza della BCE, ha dichiarato che non vede motivi per continuare il *Quantitative Easing* oltre dicembre dell'anno in corso e non è escluso che nel 2019 s'inizi a rialzare i tassi. Quest'affermazione **ammorbisce leggermente la posizione da "falco"**, tipica di Weidmann, visto che ha parlato di dicembre e non di settembre, data dell'estensione del QE finora decisa dalla BCE.

In Giappone, mentre prosegue la lotta alla deflazione, l'apprezzamento dello yen ha penalizzato il canale estero, sottraendo alla ripresa questa componente particolarmente importante per il ciclo economico nipponico. La crescita del PIL nel quarto trimestre del 2017, limitata a +1.6% in termini tendenziali, ha allontanato il traguardo di una ripresa più solida sopra il 2% **e le recenti inattese dichiarazioni del Presidente della Banca del Giappone, Kuroda, sulle future intenzioni di politica monetaria non hanno aiutato,** perché hanno dato ancora più forza allo yen. Dopo che, in gennaio, il governo di Shinto Abe aveva riconfermato Kuroda alla guida della Banca Centrale del Giappone per un suo secondo mandato di altri cinque anni, in febbraio il Parlamento ha dato il suo via libera definitivo. Oltre a Kuroda, sono stati nominati come vice-presidenti Amamiya e Wakatabe. Il primo ha progettato le politiche ultra-espansive di Kuroda e il secondo ha spesso sostenuto uno stimolo più aggressivo da parte della BoJ. Pertanto, **nelle prime tre posizioni più importanti dell'Istituto Centrale sono state nominate tre "colombe" che difficilmente cambieranno gli equilibri di potere all'interno del Consiglio. Tuttavia,** con la Fed che sta già aumentando i tassi e la BCE che sta discutendo sulla normalizzazione, probabilmente Kuroda ha ricevuto pressioni crescenti per fornire dettagli su quando potrebbe seguirne l'esempio e **ha affermato che comincerà a pensare a come uscire dal massiccio programma di stimolo monetario intorno all'inizio dell'anno fiscale del 2019** (cioè aprile). **A nostro avviso, tale dichiarazione aveva semplicemente l'intento di fornire chiarezza sui tempi della normalizzazione della politica monetaria, che rimane ben lontana, e non, com'è stata interpretata dai mercati, di rappresentare un'inversione di tendenza vera e propria.**

Dopo aver raggiunto a inizio dell'anno in corso i 70 dollari al barile per il Brent e i 66 per il WTI, ai massimi da dicembre del 2014, il prezzo del petrolio in febbraio ha corretto verso il basso, rispettivamente a 63 e 60. Resta, pertanto, da chiedersi se si tratti di un aggiustamento temporaneo o se i livelli di gennaio rappresentino un tetto massimo. I fattori a favore della prima ipotesi sono: 1) dal lato dell'offerta si è verificato un crollo vertiginoso delle scorte negli USA in un periodo dell'anno nel quale generalmente si accumulano perché le raffinerie tendono a sospendere la produzione per manutenzione. La causa della riduzione dello stoccaggio è da attribuire principalmente a una combinazione d'importazioni più basse e maggiori esportazioni. **L'indice Comparative Inventory (CI) che confronta i livelli attuali di scorte con la media quinquennale, mostra che l'eccesso di offerta di petrolio degli Stati Uniti è terminata.** Il calo delle scorte è particolarmente pronunciato presso il principale *hub* petrolifero di Cushing, in Oklahoma, sede del regolamento del *benchmark* WTI. A novembre del 2017, Cushing deteneva ancora oltre 60 milioni di barili. Nelle ultime sei settimane è sceso a 16 milioni. **2) Sul mercato dei future, le posizioni long che scommettono al rialzo superano ancora le posizioni short (che scommettono al ribasso) di 11 a 1, anche se si sono ridimensionate rispetto a gennaio. 3) I paesi OPEC si preparano all'exit strategy sui tagli alla produzione a fine 2018. Dall'altro lato i fattori a favore di un assestamento del prezzo del petrolio sotto quota 70 dollari per il Brent e 65 per il WTI sono i seguenti: 1) a produzione statunitense shale oil è aumentata a oltre 10 milioni di barili al giorno e secondo l'EIA (Energy Information Administration) nel 2018-2019 potrà superare la soglia degli 11 milioni, trasformando gli USA nel principale produttore mondiale di petrolio. A prezzi correnti, il mercato sta incentivando le società statunitensi di shale a produrre di più; 2) prezzi troppo alti smorzerebbero la domanda; 3) le preoccupazioni sull'inflazione e i tassi d'interesse più elevati agiranno in termini restrittivi sull'economia; 4) la rivoluzione digitale e la ricerca di una maggiore efficienza, dopo la politica dei prezzi bassi attuata dai Paesi OPEC nel 2014-15 per far uscire dal mercato i concorrenti statunitensi, hanno spinto gli operatori ad adottare le nuove tecnologie blockchain, che consentono l'elaborazione e la registrazione online diretta delle transazioni tra le parti, senza la necessità di un intermediario. La maggiore velocità nelle transazioni e i minori costi di elaborazione dei documenti rispetto a quelli cartacei hanno aumentato i margini di profitto nel mercato petrolifero. Sulla base della precedente analisi, riteniamo che le forze rialziste prevarranno nei prossimi mesi, ma molto dipenderà dal protezionismo annunciato da Trump. Se intende fare sul serio, i prezzi del petrolio rimarranno sotto i 70 dollari per il Brent e sotto i 65 per il WTI.**

GLI ULTIMI DATI

In USA, la revisione dei dati sul PIL del quarto trimestre del 2017 non ha portato a sostanziali modifiche. La variazione trimestrale annualizzata ha aggiustato leggermente verso il basso a +2.5% t/t dal preliminare di +2.6%, mentre quella tendenziale è rimasta ferma a +2.5%. Pertanto, viene ribadito il quadro macroeconomico messo in evidenza il mese scorso: **nella parte finale del 2017 il ciclo economico americano, pur segnando un ridimensionamento rispetto al terzo trimestre, nel quale aveva registrato un +3.2% t/t, rimane solido. Appare tuttavia evidente un disequilibrio a favore dei consumi**, che sono cresciuti di +3.8% t/t contribuendo alla crescita del PIL con un importante +2.6% t/t, a fronte di una dinamica degli investimenti non sufficiente a soddisfare la domanda interna. **Questo emerge dall'ampio decumulo di scorte**, che ha pesato per un -0.7% t/t, **e dall'impennata delle importazioni di +14% t/t** (rivisto da +13.9% del preliminare) che hanno sottratto crescita per un -2% t/t. La revisione al rialzo degli investimenti fissi a +8.1% t/t da +7.9% del dato preliminare, grazie a un migliore andamento di quelli residenziali (+13.1% t/t rispetto alla stima provvisoria di +11.7%) non è stata sufficiente a riequilibrare le forze interne di domanda e offerta, nonostante l'apporto degli investimenti fissi alla crescita del PIL sia stato soddisfacente (+1.3% t/t). Anche le esportazioni sono state riviste al rialzo a +7.1% t/t da +6.9% del dato preliminare, ma non hanno impedito che il canale estero complessivamente sottraesse un -1.1% t/t alla ripresa. **Questi dati fanno comprendere, ma non giustificare, la linea protezionistica che Trump intende seguire.**

I dati mensili, prevalentemente relativi a gennaio e quindi rilevanti per comprendere come il ciclo economico americano abbia iniziato l'anno in corso, **sono risultati piuttosto deboli, sia dal lato dell'offerta sia della domanda.** In gennaio, la maggior parte delle rilevazioni ha sorpreso in negativo: la produzione industriale, gli ordini di beni durevoli e le vendite al dettaglio hanno registrato rispettivamente -0.1% m/m, -3.7% e -0.3%, contro aspettative degli economisti di +0.2%, -2% e +0.2%. Il pesante calo degli ordini si attenua a -0.3% m/m se si depura la serie dalla componente più volatile dei trasporti, ma resta negativo, soprattutto se confrontato con l'atteso +0.4%. In febbraio la fiducia dei produttori, letta attraverso l'indice NAPM, pur rimanendo a livelli storicamente elevati, ha subito un forte ridimensionamento a 61.9 da 65.7. **Va tuttavia sottolineato che i dati risentono delle rigide condizioni meteorologiche che hanno colpito gli USA a inizio anno, pertanto la loro debolezza va interpretata come un effetto temporaneo. Ci si aspetta che l'economia riacceleri nel resto del 2018.**

Due sono i dati sui quali è necessario porre l'attenzione perché confermano il rischio di un eccesso di consumi già emerso dalle rilevazioni trimestrali e potrebbero rappresentare sintomi d'inflazione futura: 1) l'esplosione della fiducia dei consumatori (in febbraio, il *Conference Board* è balzato a 130.8 da 124.3 del mese precedente) e **2) l'incremento consistente dei salari orari** (in gennaio, sono aumentati di +0.3% m/m insieme a un +0.4% del mese precedente rivisto da +0.3%, portando la variazione tendenziale a un preoccupante +2.9% a/a) spinti dalle condizioni di pieno impiego del mercato del lavoro. In gennaio, è stato confermato il basso livello del tasso di disoccupazione al 4.1% e l'occupazione è aumentata in modo rilevante di +200.000 unità, dopo il +160.000 del mese precedente (rivisto al rialzo da +148.000). Le aspettative degli economisti erano più caute (+180.000).

Per il momento l'inflazione resta contenuta: in dicembre, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi PCE (*Personal Consumption Expenditures*) l'indicatore preferito dalla Fed, si è portato a +1.7% a/a da +1.8% del mese precedente e **l'indice core**, depurato dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, **è rimasto fermo a +1.5% a/a. Pertanto, se da un lato i dati mensili ad oggi disponibili non evidenziano ancora inflazione, i rischi di un suo incremento potrebbero essere alle porte.**

Quanto è stato evidenziato finora, è stato recepito dai mercati finanziari che hanno corretto verso l'alto le loro aspettative sull'inflazione futura. L'impatto di tale correzione emerge con evidenza dall'aumento dei rendimenti sui titoli di Stato decennali americani, che in febbraio hanno lambito la soglia del 3%.

USA

La fiducia dei consumatori esplose e i salari si avvicinano al 3%

A fronte dell'analisi precedente, **manteniamo invariati gli scenari rispetto al mese scorso, assegnando un'alta probabilità all'eventualità che nel 2018 la Fed debba intervenire sui tassi ufficiali con quattro rialzi da 25 punti base ciascuno a marzo, giugno, settembre e dicembre (Scenario C – probabilità 60%)** anziché tre, come prospettato dalla Fed alla riunione di dicembre del 2017.

GIAPPONE

I dati mensili deludono sia dal lato della domanda sia dell'offerta

In Giappone, i dati preliminari del PIL del quarto trimestre del 2017 hanno parzialmente deluso, evidenziando un ridimensionamento del ciclo economico: la crescita congiunturale si è limitata a un +0.1% t/t, contro un atteso +0.2%, e quella tendenziale a +1.6% a/a. Nel trimestre precedente i risultati si erano dimostrati più brillanti con un +0.6% t/t e un +1.9% a/a, rivisto al ribasso da +2.1%. **Si è pertanto allontanata la speranza di un ritmo di crescita sopra il 2%.** Tuttavia, dall'analisi delle singole componenti, **si può notare come la debolezza dei consumi, registrata nel terzo trimestre, sia stata superata:** questi ultimi, infatti, hanno trainato la ripresa con un +0.3% t/t, ribaltando la situazione del trimestre precedente, nel quale avevano contribuito negativamente con un pesante -0.4% (rivisto da -0.3%). La domanda interna, inoltre, ha determinato un incremento delle importazioni (+2.9% t/t) che, essendo sostanzialmente in linea con la dinamica delle esportazioni (+2.4%) ha azzerato il contributo del canale estero. Si ricorda che quest'ultimo aveva rappresentato la componente trainante nel terzo trimestre (+0.5%) a causa di un calo delle importazioni conseguente alla limitatezza dei consumi. **Completamente in stallo risultano gli investimenti fissi e ininfluenti sulla ripresa la spesa pubblica.** Il lieve decumulo di scorte, che hanno contribuito negativamente con un -0.1% t/t, potrebbe rappresentare maggiore crescita nei prossimi trimestri per l'effetto ricostituzione del magazzino.

I dati mensili, prevalentemente relativi a gennaio, hanno deluso sia dal lato dell'offerta sia della domanda, confermando l'analisi sui trimestrali di un'economia nipponica meno reattiva rispetto alle altre macro-aree. In gennaio, la produzione industriale ha registrato un calo importante di -6.6% m/m, dopo l'incremento di +2.9% del mese precedente. Gli economisti si attendevano un pesante risultato negativo (-4%) ma non così rilevante. Stesso discorso va fatto per le vendite al dettaglio, che hanno evidenziato una contrazione di -1.8% m/m a fronte di un atteso -0.6%. Tuttavia, tenendo in considerazione che a dicembre e novembre era stato registrato un +0.9% e +1.8%, il saldo complessivo degli ultimi tre mesi rimane ancora positivo e la fiducia dei consumatori è rimasta stabile a 44.7, un livello sul quale staziona da due mesi.

Gli ordini di macchinari industriali, dopo una serie di rialzi consistenti che durava da luglio (ad eccezione di settembre) hanno subito a dicembre un crollo di quasi il 12% m/m, quando invece era atteso un decremento limitato a -2%. Tiepida è risultata anche la fiducia dei produttori, che in febbraio si è ridimensionata a 54 da 54.8 del mese precedente.

Progressi sono stati registrati invece sul fronte della lotta alla deflazione: in gennaio, la variazione tendenziale del CPI (*Consumer Price Index*) globale si è portata a +1.3% a/a da +1% del mese precedente, anche se quello *core* ha corretto leggermente verso il basso a +0.8% a/a da +0.9%. Le tariffe dell'elettricità e i prezzi della benzina sono state le voci di spesa che hanno contribuito al rialzo dell'inflazione, mentre le tariffe telefoniche hanno pesato in negativo.

Pur ritenendo che non ci sia all'orizzonte di breve-medio termine nessuna modifica di politica monetaria, va sottolineato che il Governatore Kuroda, probabilmente messo sotto pressione per fornire indicazioni sulla normalizzazione, ha dichiarato che la Banca del Giappone comincerà a pensare a come uscire dal suo massiccio programma di stimolo monetario intorno all'inizio dell'anno fiscale 2019 (aprile). Questa affermazione ha pesato sullo yen che si è rafforzato e questo penalizzerà le esportazioni nipponiche.

In Area Euro, i dati preliminari trimestrali del PIL relativi al quarto trimestre del 2017, disponibili per il momento ancora solo in forma aggregata, sono stati confermati con la seconda stima pubblicata in febbraio. **Il PIL è aumentato di +0.6% su base congiunturale e +2.7% in termini tendenziali**, in linea con le attese. **Pertanto, la crescita consolida i risultati già registrati nel trimestre precedente** di +0.7% t/t e +2.8% a/a, con un ritmo oramai stabile sopra il 2.5%.

I dati mensili, prevalentemente relativi a dicembre, confermano la crescita robusta soprattutto dal lato dell'offerta. La produzione industriale ha registrato un incremento di +0.4% m/m, superando le aspettative (+0.1%) ed è stato rivisto al rialzo il dato di novembre a +1.3% m/m (da +1%). Anche l'importante settore delle costruzioni ha mantenuto una dinamica positiva, sia pur limitata, con un +0.1%, anche se il dato del mese precedente è stato rivisto al ribasso a +0.2% da +0.5%. **Il canale estero ha risentito della forza dell'euro, con un ridimensionamento delle esportazioni** a +1.7% m/m da +4.1% del mese precedente (rivisto da +3.4%) **ma il saldo della bilancia commerciale è migliorato** a quasi 24 miliardi di euro dai 22 di novembre, **perché anche le importazioni hanno rallentato** a +0.9% da +2.8% (rivisto da +1.6%). **I dati su quest'ultima componente sono in sintonia con un raffreddamento delle vendite al dettaglio**, che sono diminuite di -1.1% m/m, in linea con le attese. Va comunque sottolineato che il dato di novembre è stato rivisto al rialzo a +2% m/m da +1.5% e che il buon andamento del mercato del lavoro, con un tasso di disoccupazione stabile all'8.7%, dovrebbe garantire la forza dei consumi nei prossimi mesi.

In febbraio, la fiducia di consumatori e imprenditori ha segnato qualche arretramento, ma, dopo la serie di aumenti inanellati durante il 2017, rimane ancora a livelli storicamente elevati: l'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) si è portato a quota 114.1 da 114.9 del mese precedente (rivisto da 114.7) incontrando le attese degli operatori; il PMI, che interpreta specificatamente la fiducia dei produttori, è sceso sia nel settore manifatturiero (a 58.5 da 59.6 di gennaio) sia in quello dei servizi (a 56.7 da 58).

Nonostante la forza del ciclo economico dell'Eurozona, dai dati più recenti non emergono ancora segnali inflazionistici, complice, probabilmente, un mercato del lavoro in buona salute ma ben al di sotto del suo potenziale: in febbraio, l'indice globale HCPI (*Harmonized Consumer Price Index*) in termini tendenziali si è ridimensionato a +1.2% a/a da +1.3% del mese precedente e l'indice *core* è rimasto stabile a +1% a/a.

L'assenza di rischi inflazionistici e l'effetto restrittivo derivante dal super-euro lasciano ancora margini alla BCE per un atteggiamento accomodante, com'è emerso alla riunione di gennaio. Assegniamo un'alta probabilità che tale atteggiamento sia mantenuto nel 2018 (Scenario C – probabilità 60%).

In Germania, i dati trimestrali sul PIL del quarto trimestre del 2017, confermano e amplificano il ruolo di locomotore dell'economia tedesca all'interno dell'Area Euro. La crescita congiunturale si è attestata a +0.6%, portando quella tendenziale a +2.9%. Nel trimestre precedente erano state rispettivamente di +0.7% t/t e +2.7% a/a (riviste da +0.8% t/t e +2.8% a/a). **Il buon risultato deriva ancora una volta dal canale estero, con un contributo rilevante alla crescita di +0.5% t/t.** Sia le esportazioni sia le importazioni hanno mantenuto una dinamica positiva, ma le prime si sono rafforzate di più con un incremento consistente di +2.7% t/t (da +1.8% del terzo trimestre) rispetto a +2% delle seconde (da +1.1%). **Per il momento, quindi, sembra che l'economia tedesca non abbia risentito del forte apprezzamento dell'euro in atto da novembre del 2017, ma questa componente sarà da monitorare nei prossimi trimestri**, anche perché i dati mensili sulle esportazioni disponibili solo per dicembre testimoniano un inizio di sofferenza, con una loro invarianza, da +4.1% m/m del mese precedente. A parte un limitato contributo di +0.1% t/t della spesa pubblica, tutte le altre componenti dei consumi, investimenti e scorte non hanno supportato la crescita.

Dai dati mensili, relativi principalmente a dicembre, quindi meno rilevanti perché già incorporati nelle rilevazioni trimestrali sopra analizzate, sembra che l'economia tedesca a fine 2017 si sia presa un momento di riflessione dopo tanta corsa durante l'anno. La produzione industriale, le costruzioni e le vendite al dettaglio hanno registrato

AREA EURO

Ancora assenti segnali inflazionistici, il super-euro penalizza le esportazioni, ma non il saldo commerciale perché calano anche le importazioni

Germania

rispettivamente cali dell'ordine di -0.6% m/m, -1.7% e -1.3%, dopo i brillanti risultati di novembre di +3.1%, +0.9% e +2%. Il dato molto positivo degli ordini all'industria nel settore manifatturiero di +3.8% m/m ci fa capire che **la debolezza degli indicatori precedenti è solo temporanea e che la crescita si manterrà robusta nel 2018**. In febbraio, il tasso di disoccupazione è rimasto stabile al 5.4%.

La fiducia dei produttori probabilmente ha risentito 1) della forza dell'euro, 2) dell'esito della contrattazione salariale nel settore metalmeccanico che ha ottenuto un incremento di +4.3% delle buste paga e 3) dell'impasse politica, con la fissazione per il 4 marzo di un referendum interno all'SPD sulla grande coalizione Merkel-Schulz. In febbraio, l'indice Ifo si è portato a 115.4 da 117.6 di gennaio e l'indice PMI a quota 60.3 (da 61.1) nel settore manifatturiero e a 55.3 (da 57.3) in quello dei servizi.

Il fatto che il ciclo economico tedesco basi la sua forza sul canale estero a fronte di una domanda interna stazionaria, come è emerso dalle rilevazioni trimestrali, spiega il perché ad inizio dell'anno in corso l'inflazione si sia ulteriormente ridimensionata: in febbraio, l'indice dei prezzi al consumo globale armonizzato ha rallentato a +1.2% a/a da +1.4% del mese precedente e il core a +1.3% a/a da +1.4%, anche se quest'ultimo si riferisce a gennaio. **Tuttavia, l'incremento salariale ottenuto dal sindacato Ig-Metal, riducendo la competitività delle imprese tedesche, potrebbe invertire la tendenza nei prossimi mesi.**

Anche in Francia, una seconda stima dei dati sul PIL relativi al quarto trimestre ha confermato la fase positiva del ciclo economico. La crescita congiunturale si è attestata a +0.6%, dopo il +0.5% del terzo trimestre **e quella tendenziale a +2.5%** (rivisto da +2.4%) da +2.3% a/a dei tre mesi precedenti. **La componente che ha maggiormente contribuito alla crescita è stata quella del canale estero** con un +0.6% t/t, grazie a una dinamica positiva delle esportazioni (+2.4% t/t, rivisto da +2.6%) ben sopra quella delle importazioni (+0.3%, rivisto da +0.7%). Pertanto, è stata superata la debolezza di questo settore, dimostrata nel trimestre precedente, nel quale aveva registrato un pesante contributo negativo (-0.4% t/t, rivisto da -0.5%). Resta, tuttavia, da verificare nel prossimo futuro, come per l'intera area, la tenuta di questa componente all'apprezzamento dell'euro. **È da segnalare il forte decumulo di scorte.** Queste hanno sottratto crescita per un -0.4% t/t (rivisto da -0.5%) in parte giustificato dal risultato di segno opposto del trimestre precedente (+0.3%). Comunque il decumulo va visto come fonte di crescita nei trimestri futuri per la fisiologica ricostituzione del magazzino.

Francia

Sul fronte interno, la revisione dei dati ha portato a un maggiore forza degli investimenti con un contributo di +0.3% t/t **rispetto ai consumi** che hanno supportato la crescita solo per un +0.1% (rivisto da +0.2%). Ciò limita l'emergere di rischi inflazionistici.

I dati mensili hanno dimostrato la forza del ciclo economico francese già emersa dalle rilevazioni trimestrali, dal lato dell'offerta, della domanda e del mercato del lavoro. In dicembre, il tasso di disoccupazione ha segnato un'ulteriore limatura verso il basso al 9.2% dal 9.3% del mese precedente. Progressi sono stati registrati dall'attività produttiva: la produzione industriale è aumentata di +0.5% m/m e le costruzioni di +4.1%. In gennaio, le vendite al dettaglio sono cresciute di +0.6% m/m.

Come in Germania, a febbraio la fiducia di produttori e consumatori francesi si è ridimensionata, forse a causa delle preoccupazioni sul rafforzamento dell'euro e per l'avvicinarsi della normalizzazione della politica monetaria: gli indici Insee hanno corretto verso il basso sia per i produttori (a 112 da 114 di gennaio) sia per i consumatori (a 100 da 104). Entrambi hanno deluso le attese.

Nessun segnale di pressioni inflazionistiche emerge dai dati di febbraio, nonostante la crescita robusta: la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi al consumo armonizzato è tornata a +1.3% a/a da +1.5% del mese precedente e quella relativa al core a +0.8% a/a da +1% (rivisto al rialzo da +0.6%).

In Italia, i dati preliminari sul PIL relativi al quarto trimestre del 2017, disponibili per il momento solo in forma aggregata, **dimostrano un sentiero di ripresa più contenuto rispetto agli altri principali Paesi dell'Area Euro. La crescita è stata pari a +0.3% in termini congiunturali e +1.6% in termini tendenziali.** Quest'ultima rimane inferiore di oltre un punto percentuale rispetto alla media europea (+2.9% in Germania, +2.5% in Francia, +3.1% in Spagna). Va sottolineato, comunque, che si tratta di un risultato positivo perché, se tali dati preliminari dovessero essere confermati, nell'intero 2017 la crescita di attesterebbe a +1.5% in progresso rispetto al +1% del 2016. Resta chiaro che **l'evoluzione del ciclo economico italiano nel 2018 dipenderà dall'esito delle elezioni del 4 marzo.**

I dati mensili hanno dimostrato un buon ritmo di crescita dal lato dell'offerta, un ottimismo diffuso tra i produttori e miglioramenti nel mercato del lavoro. In dicembre, la produzione industriale, le costruzioni e gli ordini all'industria hanno registrato incrementi rilevanti rispettivamente di +1.6% m/m (doppio rispetto alle attese) +2.1% e +6.5%. Il brillante dato sugli ordinativi lascia sperare in una crescita positiva dell'attività produttiva anche nei prossimi mesi. **Questo trova riscontro nell'andamento della fiducia dei produttori che in febbraio ha segnato un balzo sia nel settore manifatturiero**, raggiungendo quota 110.6 da 109.9 del mese precedente (in controtendenza rispetto alle aspettative degli economisti che prevedevano in aggiustamento verso il basso a 109.2) **sia nel settore dei servizi**, per il quale si è attestata a 109.9 da 105.8. **Il tasso di disoccupazione continua la sua lenta discesa:** in dicembre è stato pari al 10.8% dal 10.9% del mese precedente (in ottobre era all'11.1%). Di ciò, però, non ha beneficiato la domanda, dal momento che le vendite al dettaglio sono diminuite di -0.3% m/m e il dato del mese precedente (novembre) è stato rivisto al ribasso a +0.9% dalla prima stima di +1.1%. La fiducia dei consumatori a febbraio è risultata pressoché stabile a 115.6 da 115.5 di gennaio.

Infine, permangono le preoccupazioni dal canale estero: in gennaio, le esportazioni verso i Paesi extra-UE sono diminuite di -3.7% m/m, dopo il -1.9% del mese precedente (rivisto da -1.8%). Tuttavia il saldo commerciale non è stato compromesso perché anche le importazioni hanno registrato una dinamica fortemente negativa di -4.1% m/m.

Coerentemente con la crescita più lenta, l'inflazione italiana risulta essere più bassa rispetto agli altri principali Paesi dell'Area e in ridimensionamento con gli ultimi dati. In febbraio, l'HCPI globale in termini di variazione tendenziale a gennaio si è indebolito a +0.7% a/a da +1.2% del mese precedente e l'indice *core* è rimasto stabile a +0.8% a/a.

I rendimenti dei titoli di Stato italiani non hanno risentito del clima preelettorale, mantenendosi sotto la soglia del 2% con uno spread intorno a 130 punti base, probabilmente grazie all'intervento della BCE attraverso il suo programma di acquisti. Tuttavia l'esito delle elezioni del 4 marzo detterà la tendenza nei prossimi mesi.

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

GLI SCENARI

A (30%)

USA: la riforma fiscale ha un effetto più limitato di quanto ci si attende, delineando una crescita del PIL tra il 2.5% e il 3% a/a. Emergono rischi inflazionistici da salari, tuttavia il prezzo del petrolio aumenta solo moderatamente e **l'inflazione rimane contenuta sia pur vicino all'obiettivo della Fed. La Banca Centrale effettua tre rialzi dei tassi di riferimento di 25 punti base ciascuno nel 2018, a marzo, giugno e settembre.** Nel medio periodo, il dollaro si porta verso quota 1.26 nei confronti dell'euro e i rendimenti del decennale americano restano intorno al 2.8%.

Area Euro: la crescita economica solida si rafforza verso il 3% e l'inflazione si porta verso il 2%.

Una volta superate le elezioni italiane di marzo del 2018, la BCE guida le aspettative di mercato verso una non-estensione del *Quantitative Easing* oltre la scadenza di settembre 2018. La dichiarazione definitiva della conclusione della politica monetaria espansiva comporta l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona. **In Italia, dalle elezioni emerge una grande coalizione in grado di governare senza populismi e senza mettere a rischio i conti pubblici.** I rendimenti salgono in sintonia con il resto dell'area, ma restano poco sopra il 2%. Lo *spread* rimane stabile intorno a 135 punti base nei confronti del *Bund* tedesco.

B (10%)

USA: la riforma fiscale ha un effetto molto espansivo, delineando una crescita del PIL tra il 3% e il 3.5% a/a. Il prezzo del petrolio aumenta alimentando rischi inflazionistici da materie prime che s'intrecciano con quelli da salari. **La Fed è costretta ad aumentare i tassi ufficiali quattro volte durante il 2018, di 25 punti base ciascuna, a marzo, giugno, settembre e dicembre, ma i mercati hanno la sensazione che sia in ritardo nel controllo dell'inflazione.** Nel medio termine, i rendimenti decennali americani si spingono ben sopra il 3% e il dollaro resta debole intorno a quota 1.24 nei confronti dell'euro.

Area Euro: continua la crescita economica solida intorno al 2.5%, ma l'inflazione rimane moderata sotto il 2%.

Attraverso una buona gestione del linguaggio di comunicazione, la BCE mantiene aperta la data di fine del *Quantitative Easing*, guidando le aspettative dei mercati verso un'inversione di tendenza molto graduale della politica monetaria ed evitando che si generi un effetto restrittivo indiretto. I rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona risalgono in sintonia con quelli americani, ma molto moderatamente. **In Italia, invece, la mancanza di una maggioranza e l'emergere di populismi penalizzano in particolar modo i rendimenti dei titoli di stato** che possono raggiungere anche il 2.35%-2.40%, con un allargamento dello *spread* a 160 punti base rispetto al *Bund*.

C (60%)

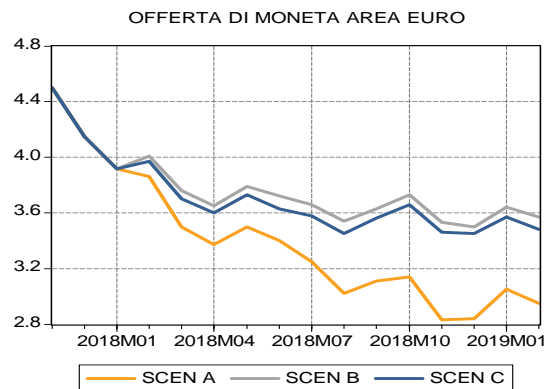
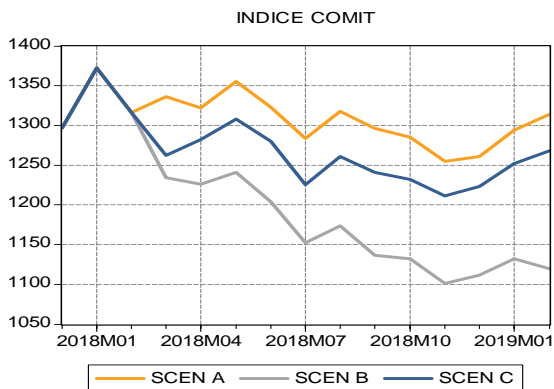
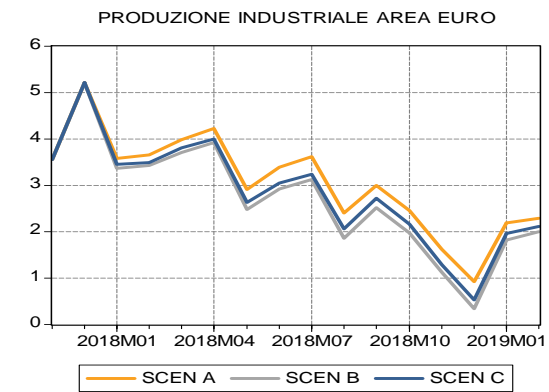
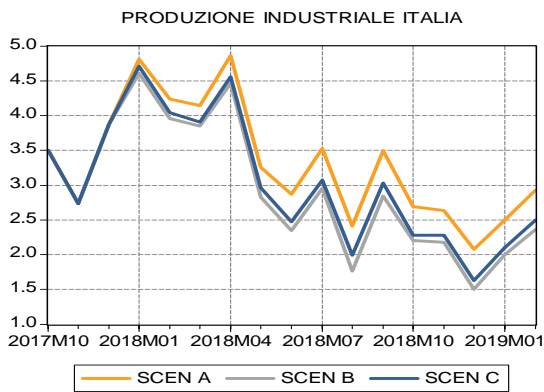
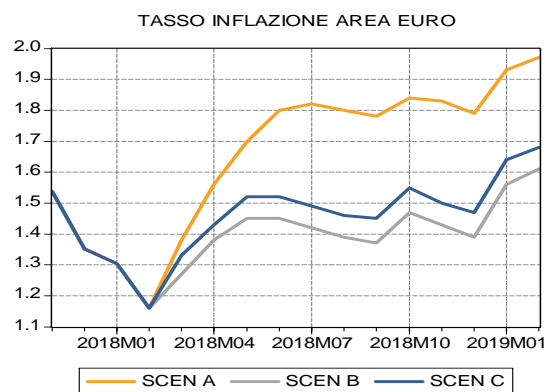
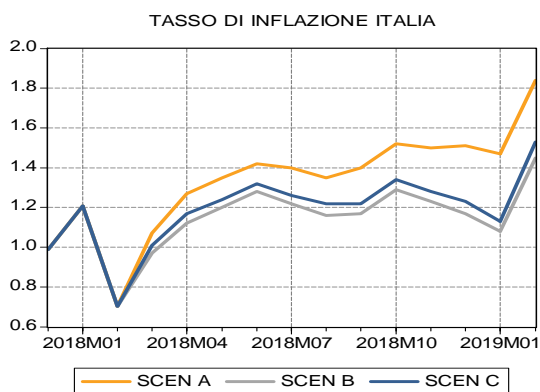
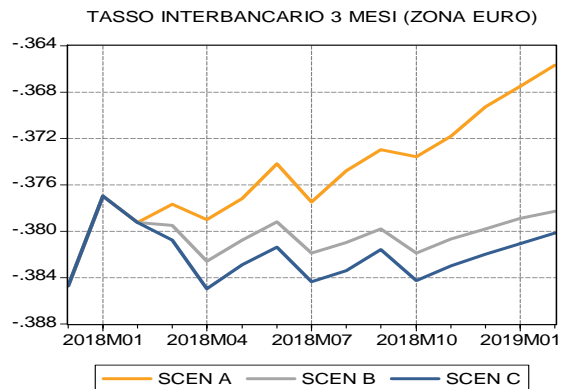
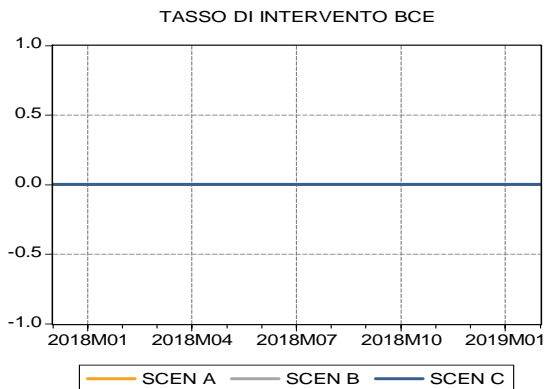
USA: la riforma fiscale ha un effetto molto espansivo, delineando una crescita del PIL tra il 3% e il 3.5% a/a. Il prezzo del petrolio aumenta alimentando rischi inflazionistici da materie prime che s'intrecciano con quelli da salari. Per evitare il surriscaldamento del sistema, **la Fed è costretta ad aumentare i tassi ufficiali quattro volte durante il 2018, di 25 punti base ciascuna, a marzo, giugno, settembre e dicembre.** Nel medio termine, i rendimenti decennali americani si spingono sopra il 3% e il dollaro si rafforza leggermente, intorno a quota 1.21 nei confronti dell'euro.

Area Euro: continua la crescita economica solida intorno al 2.5%, ma l'inflazione rimane moderata sotto il 2%.

Attraverso una buona gestione del linguaggio di comunicazione, la BCE mantiene aperta la data di fine del *Quantitative Easing*, guidando le aspettative dei mercati verso un'inversione di tendenza molto graduale della politica monetaria ed evitando che si generi un effetto restrittivo indiretto. I rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona risalgono in sintonia con quelli americani, ma molto moderatamente. **In Italia, dalle elezioni emerge una coalizione che, pur senza populismi, allenta il rigore sui conti pubblici penalizzando i rendimenti sui titoli di stato,** portandoli verso il 2.2% e lo *spread* BTP/*Bund* verso i 140-150 punti base.

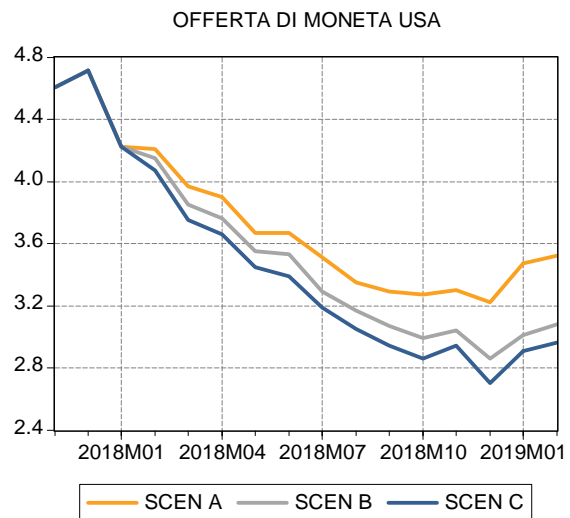
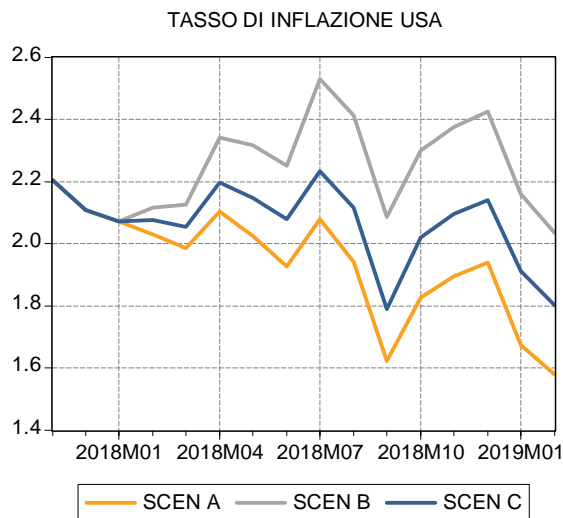
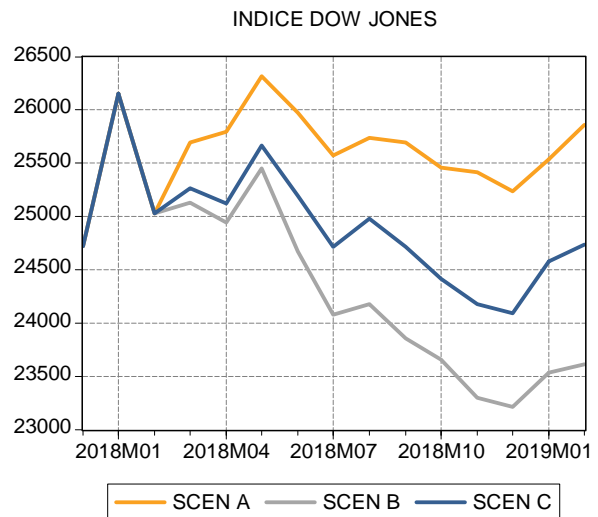
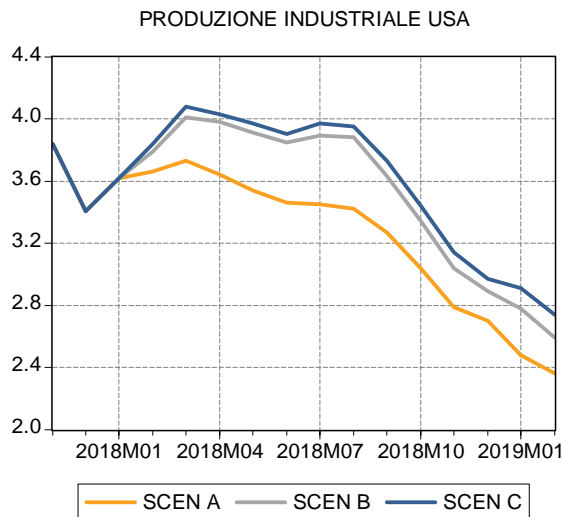
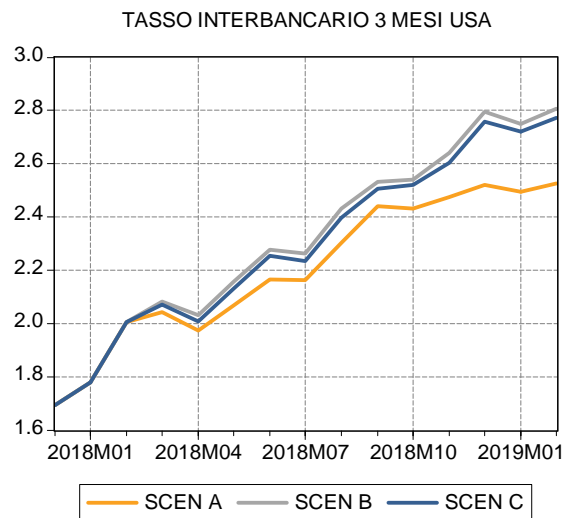
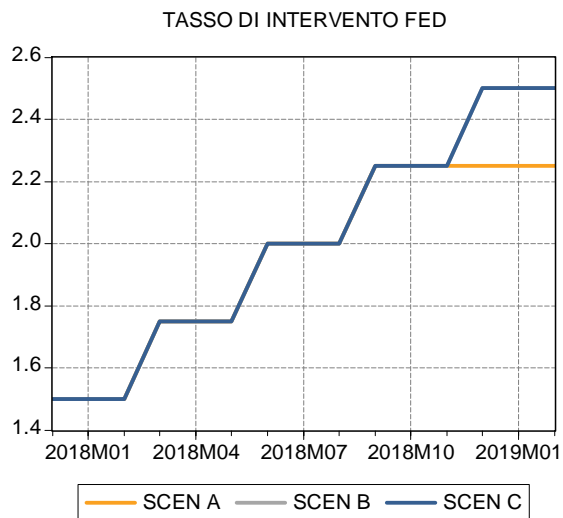
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

Il segmento dei tassi interbancari europei a breve termine rimane immobile: in febbraio -0.4% per la scadenza a 1 e 3 mesi e -0.3% a sei mesi. **Una crescita economica solida e l'inflazione sotto il target potrebbero consentire alla BCE, con una buona gestione del linguaggio di comunicazione, di mantenere aperta la data di fine del QE (Scen. C e B)** mentre, se le dinamiche dovessero accelerare, si potrebbe profilare la sua non estensione oltre settembre 2018 (Scen. A). **I saggi interbancari sono visti comunque stabili sui livelli attuali in tutti e tre gli scenari.**

TASSI
INTERBANCARI

In febbraio, per effetto della correzione al rialzo delle attese dei mercati circa l'inflazione futura, è proseguita la crescita dei rendimenti statunitensi. Anche in Area Euro ci si attendeva un aumento dei rendimenti, trascinati da quelli statunitensi, dall'instabilità politica generata dalle elezioni italiane e per la convinzione che il divario crescita-inflazione si stia esaurendo. Così però non è stato e i rendimenti sono rimasti costanti o in calo, presumibilmente calmierati da acquisti di titoli sul mercato secondario da parte della BCE. In Italia, infatti, nonostante il clima preelettorale, in febbraio il decennale si è portato al 2.12% dal 2.16%, il 7 anni all'1.52% dall'1.54%, il 5 anni è rimasto allo 0.9% e il 3 anni è passato allo 0.22% dallo 0.25%.

STRUTTURA A
TERMINE

Nello scenario C, se la riforma fiscale avesse un effetto molto espansivo e vi fossero forti rischi inflazionistici, la Fed potrebbe aumentare i tassi ufficiali quattro volte durante il 2018. La BCE, invece, se la crescita rimanesse solida e l'inflazione moderata, potrebbe mantenere aperta la data di fine del QE, limitando il rialzo dei rendimenti europei. In Italia i rendimenti potrebbero però essere penalizzati del prevalere, alle elezioni, di una coalizione meno ligia alle regole europee sui conti pubblici (+0.39%, +1.13%, +1.76% e +2.29% rispettivamente il 3, 5, 7, e 10 anni a febbraio 2019). Ferme restando queste ipotesi, se dalle elezioni italiane non scaturisse una maggioranza in grado di governare ed emergessero forze populiste (scenario B) i rendimenti dei titoli di Stato europei ne risentirebbero, in particolar modo quelli italiani (+0.60% il 3 anni, +1.33% il 5 anni, +1.99% il 7 anni e +2.50% il 10 anni alla fine del periodo di previsione). Nello scenario A, se negli USA l'effetto della politica fiscale fosse più contenuto e le pressioni inflazionistiche moderate, la Fed potrebbe limitare il proprio intervento a tre rialzi. In Europa il ciclo potrebbe invece prendere più vigore e avvicinarsi il raggiungimento dell'obiettivo d'inflazione. In tal caso la BCE, dopo la tornata elettorale italiana, potrebbe guidare le attese di mercato verso la non estensione del QE oltre settembre 2018. Questo potrebbe sostenere i rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona e dell'Italia. Tale tendenza potrebbe tuttavia essere limitata dall'emergere, alle elezioni, di una grande coalizione in grado di governare senza mettere a repentaglio la stabilità economica (+0.27% il 3 anni, +1.01% il 5 anni, +1.63% il 7 anni e +2.18% il 10 anni a febbraio 2019).

In dicembre i tassi medi sui depositi e sui prestiti sono rimasti invariati rispetto al mese precedente (+0.4% e +2.7% rispettivamente). **In tutti e tre gli scenari delineati, sono visti lievemente in aumento i primi e in calo i secondi (+0.5% e +2.6% rispettivamente).**

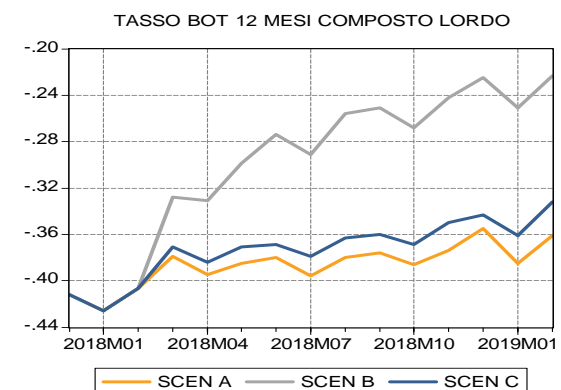
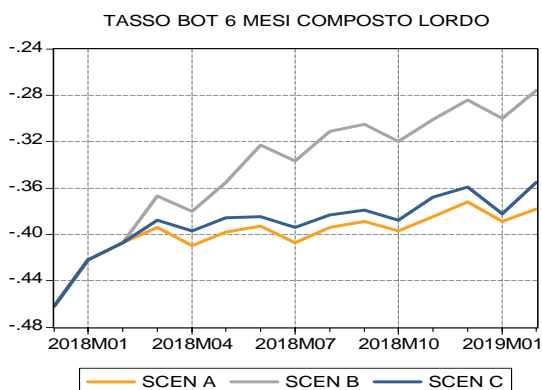
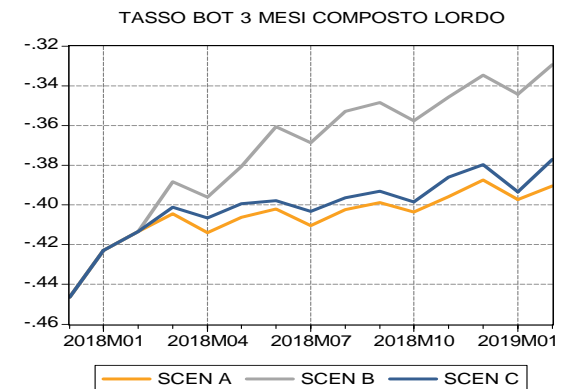
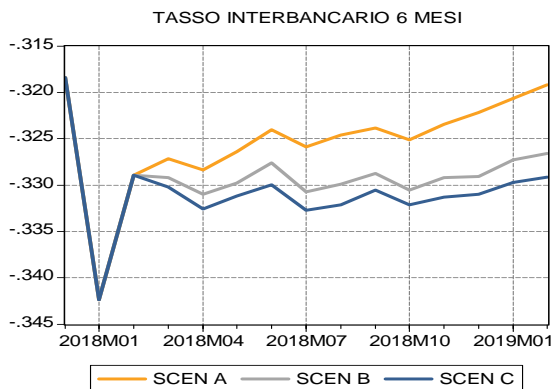
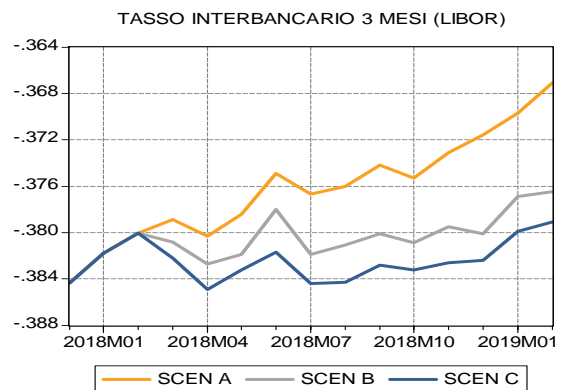
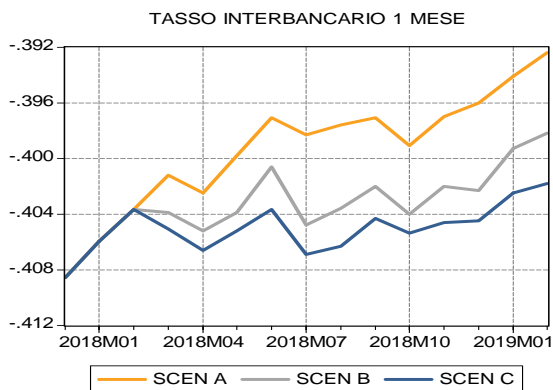
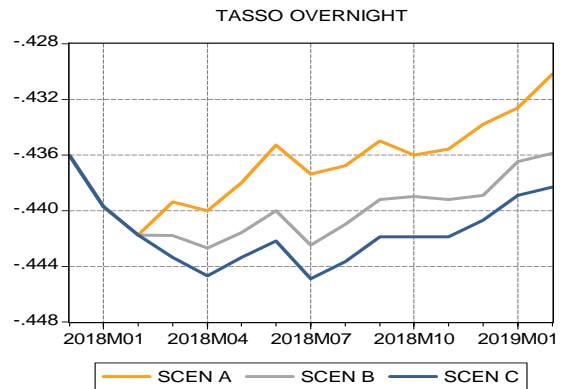
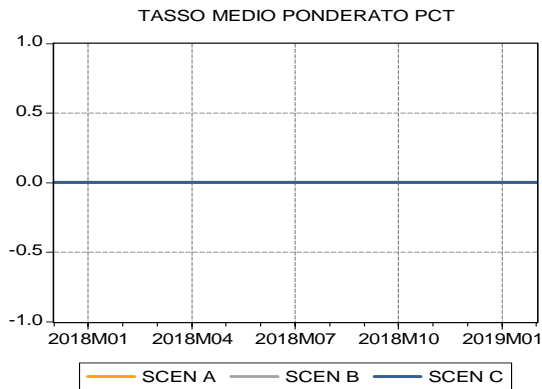
TASSI BANCARI

In dicembre, i prestiti totali hanno continuato ad aumentare (+1.3% a/a) anche se meno rispetto al mese precedente (+4.2%) per effetto della politica accomodante della BCE che continua a sostenere l'economia reale. Simile la dinamica dei depositi totali che, dopo un bimestre di crescita sopra il 4.5% a/a, hanno rallentato (+2.9%). **In base alle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica degli impieghi (+4.1% a/a in C, +4% in B e +4.5% in A, a febbraio 2019) e dei depositi totali (+4.6%, +4.4% e +5% rispettivamente) dovrebbe rimanere sostenuta per l'intero periodo di previsione.**

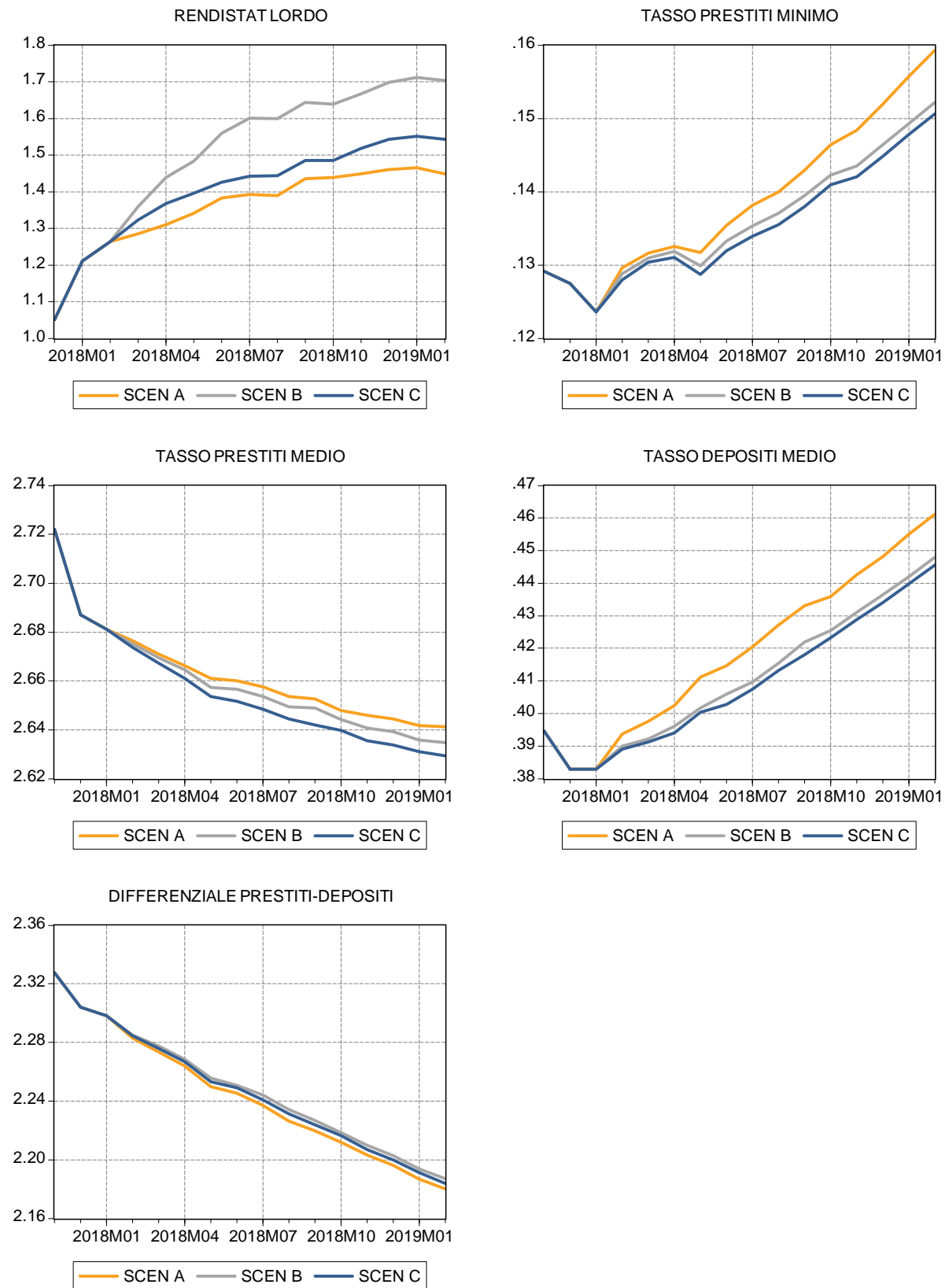
VOLUMI

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

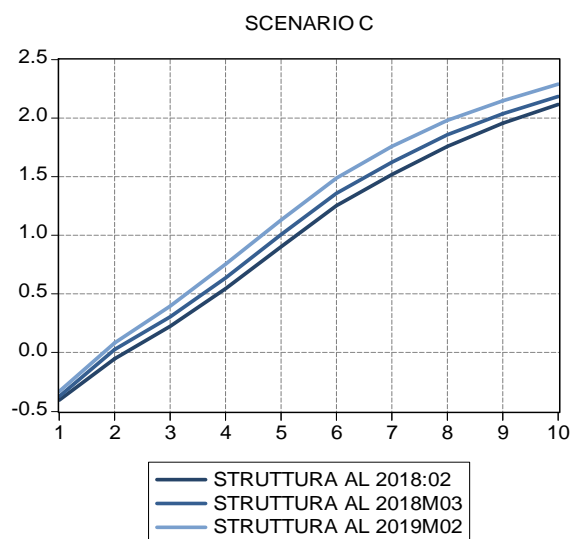
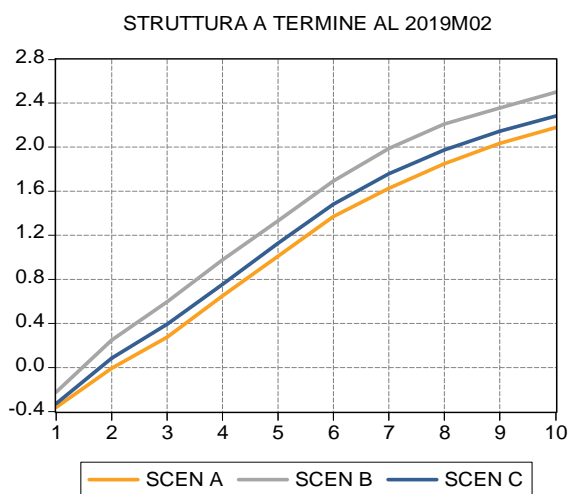
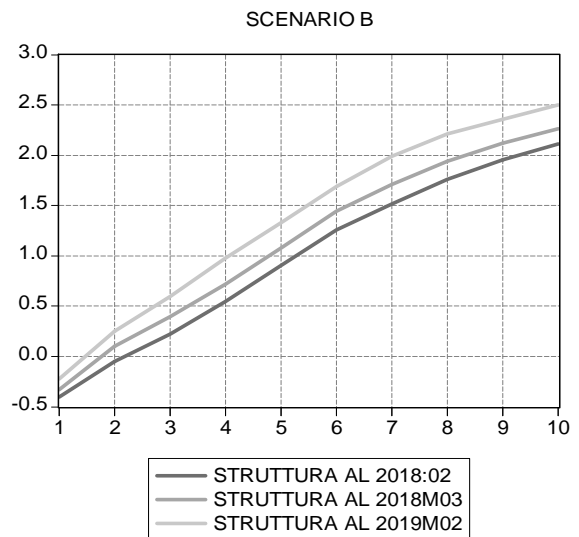
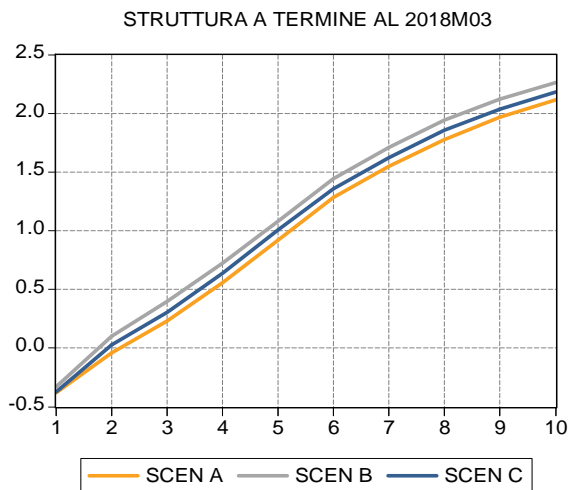
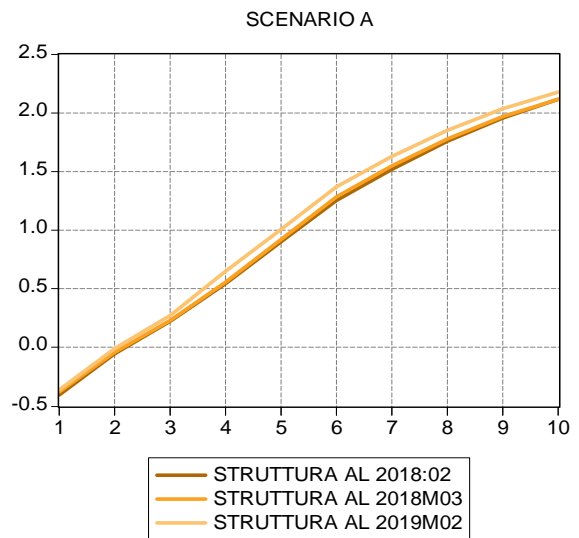
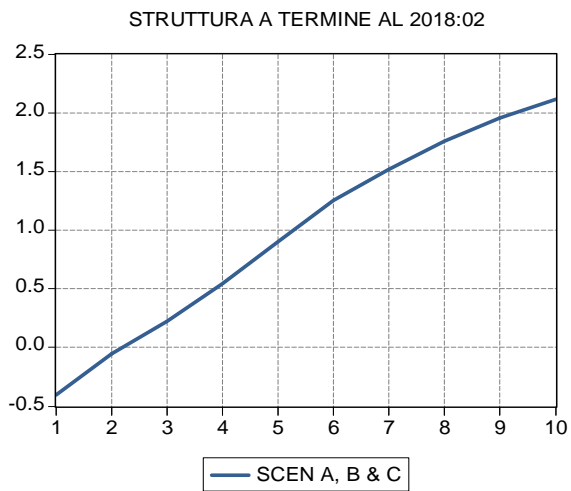
TASSI - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili

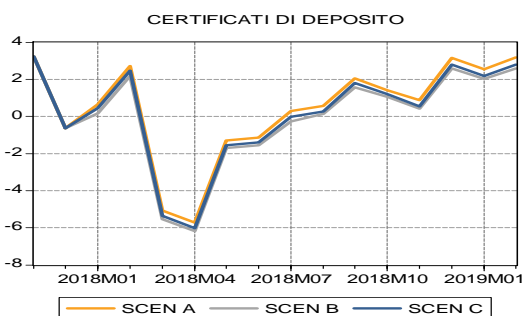
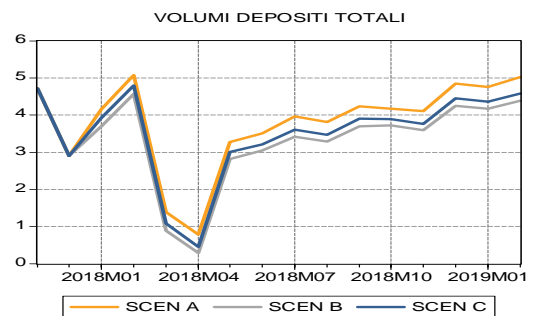
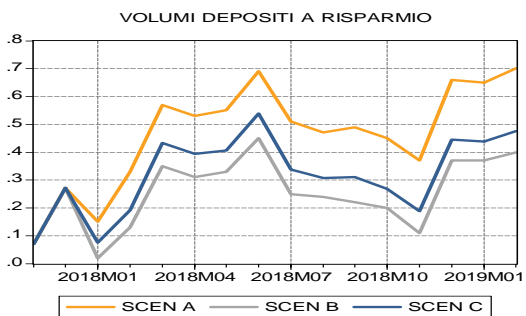
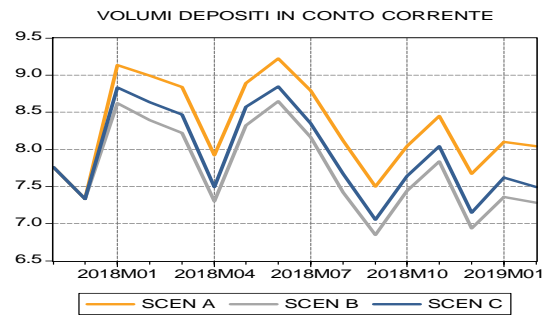
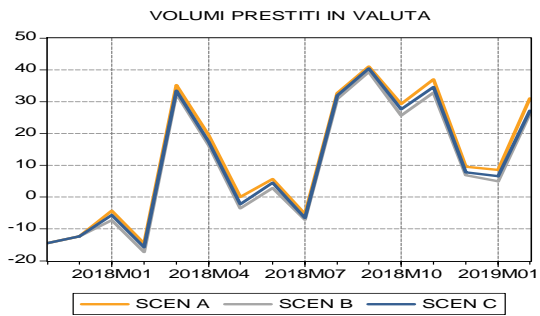
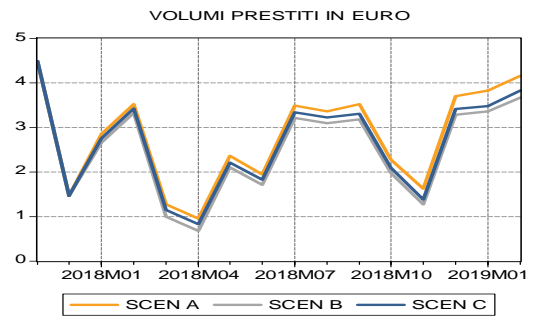
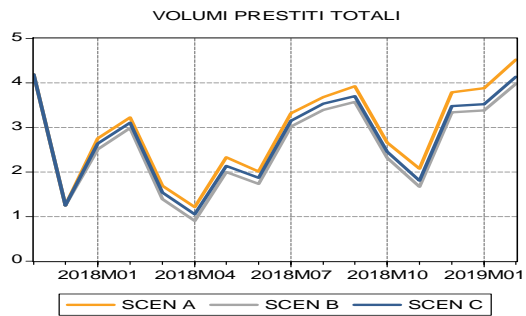
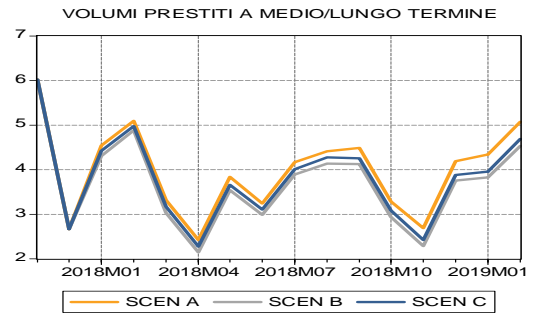
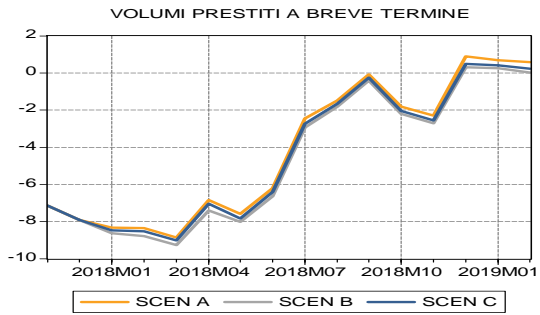


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



| SCENARIO A | 17 8 | 17 9 | 17 10 | 17 11 | 17 12 | 18 1 | 18 2 | 18 3 | 18 4 | 18 5 | 18 6 | 18 7 | 18 8 | 18 9 | 18 10 | 18 11 | 18 12 | 19 1 | 19 2 |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| ESOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di intervento | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Indice COMIT (livello) | 1267 | 1319 | 1338 | 1314 | 1297 | 1373 | 1316 | 1336 | 1322 | 1355 | 1323 | 1284 | 1318 | 1296 | 1285 | 1255 | 1261 | 1294 | 1314 |
| Produzione Industriale (Var. % a/a) | 4.5 | 2.6 | 3.5 | 2.7 | 3.9 | 4.8 | 4.2 | 4.1 | 4.9 | 3.3 | 2.9 | 3.5 | 2.4 | 3.5 | 2.7 | 2.6 | 2.1 | 2.5 | 2.9 |
| Tasso di Inflazione (Arm.) | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.2 | 0.7 | 1.1 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.8 |
| ENDOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| TASSI | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| T. P/T medio | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| T. Overnight media d/l | -0.43 | -0.43 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.43 | -0.43 | -0.43 |
| T. Interb. 1m lett. | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.39 | -0.39 |
| T. Interb. 3m lett. | -0.37 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.37 | -0.38 | -0.38 | -0.37 | -0.38 | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.37 |
| T. Interb. 6m lett. | -0.30 | -0.31 | -0.31 | -0.32 | -0.32 | -0.34 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.32 | -0.33 | -0.32 | -0.32 | -0.33 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.32 |
| T. Depositi medio | 0.39 | 0.39 | 0.38 | 0.39 | 0.38 | 0.38 | 0.39 | 0.40 | 0.40 | 0.41 | 0.41 | 0.42 | 0.43 | 0.43 | 0.44 | 0.44 | 0.45 | 0.46 | 0.46 |
| T. Prestiti medio | 2.77 | 2.75 | 2.74 | 2.72 | 2.69 | 2.68 | 2.68 | 2.67 | 2.67 | 2.66 | 2.66 | 2.66 | 2.65 | 2.65 | 2.65 | 2.64 | 2.64 | 2.64 | 2.64 |
| T.prest. medio - T.dep. medio | 2.38 | 2.36 | 2.36 | 2.33 | 2.30 | 2.30 | 2.28 | 2.27 | 2.26 | 2.25 | 2.25 | 2.24 | 2.23 | 2.22 | 2.21 | 2.20 | 2.20 | 2.19 | 2.18 |
| T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾ | -0.38 | -0.40 | -0.41 | -0.44 | -0.45 | -0.42 | -0.41 | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.41 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.39 | -0.40 | -0.39 |
| T. BOT comp. lordo 6m | -0.36 | -0.39 | -0.41 | -0.44 | -0.46 | -0.42 | -0.41 | -0.39 | -0.41 | -0.40 | -0.39 | -0.41 | -0.39 | -0.39 | -0.40 | -0.39 | -0.37 | -0.39 | -0.38 |
| T. BOT comp. lordo 12m | -0.34 | -0.33 | -0.34 | -0.40 | -0.41 | -0.43 | -0.41 | -0.38 | -0.40 | -0.39 | -0.38 | -0.40 | -0.38 | -0.38 | -0.39 | -0.37 | -0.36 | -0.39 | -0.36 |
| Rendistat lordo | 1.27 | 1.25 | 1.23 | 1.03 | 1.05 | 1.21 | 1.26 | 1.29 | 1.31 | 1.34 | 1.38 | 1.39 | 1.39 | 1.44 | 1.44 | 1.45 | 1.46 | 1.47 | 1.45 |
| Rendistat netto | 1.11 | 1.10 | 1.07 | 0.90 | 0.92 | 1.06 | 1.11 | 1.12 | 1.15 | 1.17 | 1.21 | 1.22 | 1.22 | 1.26 | 1.26 | 1.27 | 1.28 | 1.28 | 1.27 |
| STRUTTURA A TERMINE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rend. BTP a 3 anni | 0.19 | 0.20 | 0.10 | 0.02 | 0.24 | 0.25 | 0.22 | 0.23 | 0.20 | 0.23 | 0.26 | 0.21 | 0.25 | 0.29 | 0.26 | 0.25 | 0.28 | 0.25 | 0.27 |
| Rend. BTP a 5 anni | 0.86 | 0.88 | 0.69 | 0.59 | 0.86 | 0.90 | 0.90 | 0.92 | 0.90 | 0.95 | 0.99 | 0.95 | 0.99 | 1.02 | 0.99 | 1.00 | 1.03 | 0.99 | 1.01 |
| Rend. BTP a 7 anni | 1.53 | 1.57 | 1.30 | 1.22 | 1.49 | 1.54 | 1.52 | 1.55 | 1.51 | 1.56 | 1.59 | 1.55 | 1.60 | 1.65 | 1.61 | 1.61 | 1.63 | 1.61 | 1.63 |
| Rend. BTP a 10 anni | 2.14 | 2.23 | 1.92 | 1.86 | 2.13 | 2.16 | 2.12 | 2.11 | 2.08 | 2.11 | 2.14 | 2.10 | 2.14 | 2.18 | 2.15 | 2.15 | 2.18 | 2.15 | 2.18 |
| VOLUMI (LIVELLI in mld) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2344.704 | 2347.621 | 2397.446 | 2421.582 | 2371.318 | 2378.247 | 2377.342 | 2416.729 | 2412.360 | 2415.601 | 2434.70 | 2426.43 | 2430.91 | 2439.74 | 2461.18 | 2471.69 | 2460.96 | 2470.57 | 2484.75 |
| Prestiti in euro | 2319.404 | 2322.290 | 2362.965 | 2390.819 | 2338.829 | 2346.958 | 2344.841 | 2376.925 | 2372.222 | 2373.796 | 2391.606 | 2385.28 | 2397.336 | 2404.03 | 2416.60 | 2429.55 | 2425.37 | 2436.61 | 2442.15 |
| Prestiti in valuta | 25.299 | 25.331 | 34.480 | 30.762 | 32.489 | 31.289 | 32.501 | 39.804 | 40.138 | 41.805 | 43.097 | 41.151 | 33.569 | 35.707 | 44.579 | 42.142 | 35.594 | 33.955 | 42.599 |
| Prestiti a breve | 292.000 | 288.222 | 291.994 | 298.697 | 289.112 | 293.706 | 292.880 | 289.030 | 289.197 | 290.009 | 291.389 | 291.893 | 287.679 | 288.020 | 286.680 | 291.827 | 291.656 | 295.703 | 294.579 |
| Prestiti a m / l | 2052.703 | 2059.399 | 2105.452 | 2122.885 | 2082.206 | 2084.542 | 2084.461 | 2127.699 | 2123.163 | 2125.592 | 2143.314 | 2134.533 | 2143.226 | 2151.722 | 2174.504 | 2179.866 | 2169.303 | 2174.864 | 2190.173 |
| Depositi totali | 2333.245 | 2349.676 | 2363.714 | 2357.993 | 2373.544 | 2376.476 | 2376.564 | 2402.488 | 2407.962 | 2412.464 | 2416.819 | 2423.000 | 2422.142 | 2449.067 | 2462.281 | 2454.671 | 2488.661 | 2489.359 | 2495.867 |
| Depositi in c / c | 1005.412 | 1027.501 | 1028.534 | 1023.392 | 1060.296 | 1049.169 | 1052.821 | 1066.170 | 1083.553 | 1082.195 | 1088.623 | 1087.250 | 1087.052 | 1104.563 | 1111.228 | 1109.868 | 1141.621 | 1134.152 | 1137.468 |
| Depositi a risparmio | 297.201 | 297.368 | 296.910 | 297.532 | 298.726 | 299.221 | 299.268 | 298.727 | 297.904 | 297.306 | 296.963 | 297.418 | 298.598 | 298.825 | 298.246 | 298.633 | 300.698 | 301.166 | 301.363 |
| Certif. deposito | 1030.632 | 1024.808 | 1038.270 | 1037.069 | 1014.522 | 1028.086 | 1024.475 | 1037.590 | 1026.506 | 1032.963 | 1031.234 | 1038.332 | 1036.492 | 1045.680 | 1052.807 | 1046.169 | 1046.342 | 1054.041 | 1057.036 |
| VOLUMI (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 1.00 | 0.55 | 2.98 | 4.19 | 1.25 | 2.75 | 3.22 | 1.69 | 1.21 | 2.32 | 2.00 | 3.32 | 3.68 | 3.92 | 2.66 | 2.07 | 3.78 | 3.88 | 4.52 |
| Prestiti in euro | 1.70 | 1.01 | 2.76 | 4.48 | 1.46 | 2.85 | 3.52 | 1.27 | 0.95 | 2.36 | 1.94 | 3.48 | 3.36 | 3.52 | 2.27 | 1.62 | 3.70 | 3.82 | 4.15 |
| Prestiti in valuta | -38.26 | -29.28 | 20.63 | -14.41 | -12.27 | -4.23 | -14.63 | 35.17 | 19.38 | 0.10 | 5.68 | -5.27 | 32.69 | 40.96 | 29.29 | 36.99 | 9.56 | 8.52 | 31.07 |
| Prestiti a breve | -10.07 | -11.18 | -9.26 | -7.15 | -7.92 | -8.34 | -8.36 | -8.86 | -6.84 | -7.59 | -6.22 | -2.46 | -1.48 | -0.07 | -1.82 | -2.30 | 0.88 | 0.68 | 0.58 |
| Prestiti a m / l | 2.80 | 2.44 | 4.94 | 6.01 | 2.67 | 4.53 | 5.09 | 3.31 | 2.42 | 3.84 | 3.23 | 4.16 | 4.41 | 4.48 | 3.28 | 2.68 | 4.18 | 4.33 | 5.07 |
| Depositi totali | 3.48 | 3.67 | 4.53 | 4.71 | 2.90 | 4.16 | 5.08 | 1.38 | 0.79 | 3.27 | 3.51 | 3.96 | 3.81 | 4.23 | 4.17 | 4.10 | 4.85 | 4.75 | 5.02 |
| Depositi in c / c | 8.29 | 10.04 | 8.29 | 7.76 | 7.33 | 9.13 | 8.99 | 8.84 | 7.92 | 8.89 | 9.22 | 8.79 | 8.12 | 7.50 | 8.04 | 8.45 | 7.67 | 8.10 | 8.04 |
| Depositi a risparmio | -0.91 | -0.58 | -0.40 | 0.07 | 0.27 | 0.15 | 0.33 | 0.57 | 0.53 | 0.55 | 0.69 | 0.51 | 0.47 | 0.49 | 0.45 | 0.37 | 0.66 | 0.65 | 0.70 |
| Certif. deposito | 0.41 | -0.85 | 2.44 | 3.21 | -0.62 | 0.65 | 2.71 | -5.08 | -5.71 | -1.30 | -1.15 | 0.28 | 0.57 | 2.04 | 1.40 | 0.88 | 3.14 | 2.52 | 3.18 |

| SCENARIO B | 17 8 | 17 9 | 17 10 | 17 11 | 17 12 | 18 1 | 18 2 | 18 3 | 18 4 | 18 5 | 18 6 | 18 7 | 18 8 | 18 9 | 18 10 | 18 11 | 18 12 | 19 1 | 19 2 |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| ESOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di intervento | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Indice COMIT (livello) | 1267 | 1319 | 1338 | 1314 | 1297 | 1373 | 1316 | 1234 | 1226 | 1241 | 1204 | 1152 | 1174 | 1137 | 1132 | 1101 | 1112 | 1132 | 1120 |
| Produzione Industriale (Var. % a/a) | 4.5 | 2.6 | 3.5 | 2.7 | 3.9 | 4.6 | 4.0 | 3.9 | 4.5 | 2.8 | 2.4 | 3.0 | 1.8 | 2.8 | 2.2 | 2.2 | 1.5 | 2.0 | 2.4 |
| Tasso di Inflazione (Arm.) | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.2 | 0.7 | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.5 |
| ENDOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| TASSI | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| T. P/T medio | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| T. Overnight media d/l | -0.43 | -0.43 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 |
| T. Interb. 1m lett. | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.40 | -0.41 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 |
| T. Interb. 3m lett. | -0.37 | -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 | -0.38 | -0.38 |
| T. Interb. 6m lett. | -0.30 | -0.31 | -0.31 | -0.32 | -0.32 | -0.34 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 |
| T. Depositi medio | 0.39 | 0.39 | 0.38 | 0.39 | 0.38 | 0.38 | 0.39 | 0.39 | 0.40 | 0.40 | 0.41 | 0.41 | 0.42 | 0.42 | 0.43 | 0.43 | 0.44 | 0.44 | 0.45 |
| T. Prestiti medio | 2.77 | 2.75 | 2.74 | 2.72 | 2.69 | 2.68 | 2.68 | 2.67 | 2.66 | 2.66 | 2.66 | 2.65 | 2.65 | 2.65 | 2.64 | 2.64 | 2.64 | 2.64 | 2.63 |
| T.prest. medio - T.dep. medio | 2.38 | 2.36 | 2.36 | 2.33 | 2.30 | 2.30 | 2.29 | 2.28 | 2.27 | 2.26 | 2.25 | 2.24 | 2.23 | 2.23 | 2.22 | 2.21 | 2.20 | 2.19 | 2.19 |
| T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾ | -0.38 | -0.40 | -0.41 | -0.44 | -0.45 | -0.42 | -0.41 | -0.39 | -0.40 | -0.38 | -0.36 | -0.37 | -0.35 | -0.35 | -0.36 | -0.35 | -0.33 | -0.34 | -0.33 |
| T. BOT comp. lordo 6m | -0.36 | -0.39 | -0.41 | -0.44 | -0.46 | -0.42 | -0.41 | -0.37 | -0.38 | -0.36 | -0.32 | -0.34 | -0.31 | -0.31 | -0.32 | -0.30 | -0.28 | -0.30 | -0.28 |
| T. BOT comp. lordo 12m | -0.34 | -0.33 | -0.34 | -0.40 | -0.41 | -0.43 | -0.41 | -0.33 | -0.33 | -0.30 | -0.27 | -0.29 | -0.26 | -0.25 | -0.27 | -0.24 | -0.23 | -0.25 | -0.22 |
| Rendistat lordo | 1.27 | 1.25 | 1.23 | 1.03 | 1.05 | 1.21 | 1.26 | 1.36 | 1.44 | 1.48 | 1.56 | 1.60 | 1.60 | 1.64 | 1.64 | 1.67 | 1.70 | 1.71 | 1.70 |
| Rendistat netto | 1.11 | 1.10 | 1.07 | 0.90 | 0.92 | 1.06 | 1.11 | 1.19 | 1.26 | 1.30 | 1.36 | 1.40 | 1.40 | 1.44 | 1.43 | 1.46 | 1.49 | 1.50 | 1.49 |
| STRUTTURA A TERMINE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rend. BTP a 3 anni | 0.19 | 0.20 | 0.10 | 0.02 | 0.24 | 0.25 | 0.22 | 0.40 | 0.36 | 0.42 | 0.51 | 0.48 | 0.51 | 0.55 | 0.50 | 0.55 | 0.59 | 0.56 | 0.60 |
| Rend. BTP a 5 anni | 0.86 | 0.88 | 0.69 | 0.59 | 0.86 | 0.90 | 0.90 | 1.08 | 1.06 | 1.11 | 1.22 | 1.21 | 1.24 | 1.29 | 1.24 | 1.28 | 1.33 | 1.29 | 1.33 |
| Rend. BTP a 7 anni | 1.53 | 1.57 | 1.30 | 1.22 | 1.49 | 1.54 | 1.52 | 1.71 | 1.69 | 1.75 | 1.85 | 1.84 | 1.87 | 1.92 | 1.87 | 1.92 | 1.97 | 1.95 | 1.99 |
| Rend. BTP a 10 anni | 2.14 | 2.23 | 1.92 | 1.86 | 2.13 | 2.16 | 2.12 | 2.27 | 2.23 | 2.29 | 2.38 | 2.36 | 2.39 | 2.43 | 2.40 | 2.45 | 2.49 | 2.46 | 2.50 |
| VOLUMI (LIVELLI in mld) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2344.704 | 2347.621 | 2397.446 | 2421.582 | 2371.318 | 2372.692 | 2371.814 | 2409.599 | 2404.971 | 2408.047 | 2428.16 | 2419.43 | 2424.19 | 2431.43 | 2452.83 | 2462.02 | 2450.28 | 2452.89 | 2465.98 |
| Prestiti in euro | 2319.404 | 2322.290 | 2362.965 | 2390.819 | 2338.829 | 2342.394 | 2340.311 | 2370.588 | 2365.877 | 2367.766 | 2386.210 | 2379.05 | 2391.074 | 2396.14 | 2409.52 | 2421.18 | 2415.54 | 2421.10 | 2426.20 |
| Prestiti in valuta | 25.299 | 25.331 | 34.480 | 30.762 | 32.489 | 30.298 | 31.503 | 39.011 | 39.094 | 40.280 | 41.954 | 40.375 | 33.115 | 35.292 | 43.311 | 40.839 | 34.740 | 31.791 | 39.775 |
| Prestiti a breve | 292.000 | 288.222 | 291.994 | 298.697 | 289.112 | 292.744 | 291.538 | 287.729 | 287.427 | 288.691 | 290.115 | 290.486 | 286.686 | 287.040 | 285.570 | 290.632 | 289.950 | 293.476 | 291.626 |
| Prestiti a m / l | 2052.703 | 2059.399 | 2105.452 | 2122.885 | 2082.206 | 2079.948 | 2080.276 | 2121.870 | 2117.544 | 2119.355 | 2138.049 | 2128.940 | 2137.503 | 2144.391 | 2167.257 | 2171.390 | 2160.332 | 2159.413 | 2174.350 |
| Depositi totali | 2333.245 | 2349.676 | 2363.714 | 2357.993 | 2373.544 | 2365.981 | 2364.803 | 2390.876 | 2396.017 | 2401.952 | 2406.079 | 2410.181 | 2410.009 | 2436.614 | 2451.644 | 2442.881 | 2474.420 | 2464.642 | 2468.618 |
| Depositi in c / c | 1005.412 | 1027.501 | 1028.534 | 1023.392 | 1060.296 | 1044.266 | 1047.025 | 1060.097 | 1077.328 | 1076.530 | 1082.942 | 1080.954 | 1080.014 | 1097.884 | 1105.057 | 1103.625 | 1133.881 | 1121.124 | 1123.249 |
| Depositi a risparmio | 297.201 | 297.368 | 296.910 | 297.532 | 298.726 | 298.833 | 298.671 | 298.074 | 297.252 | 296.656 | 296.255 | 296.649 | 297.915 | 298.022 | 297.504 | 297.860 | 299.832 | 299.938 | 299.866 |
| Certif. deposito | 1030.632 | 1024.808 | 1038.270 | 1037.069 | 1014.522 | 1022.882 | 1019.106 | 1032.705 | 1021.438 | 1028.766 | 1026.882 | 1032.579 | 1032.081 | 1040.708 | 1049.083 | 1041.396 | 1040.707 | 1043.580 | 1045.503 |
| VOLUMI (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 1.00 | 0.55 | 2.98 | 4.19 | 1.25 | 2.51 | 2.98 | 1.39 | 0.90 | 2.00 | 1.73 | 3.02 | 3.39 | 3.57 | 2.31 | 1.67 | 3.33 | 3.38 | 3.97 |
| Prestiti in euro | 1.70 | 1.01 | 2.76 | 4.48 | 1.46 | 2.65 | 3.32 | 1.00 | 0.68 | 2.10 | 1.71 | 3.21 | 3.09 | 3.18 | 1.97 | 1.27 | 3.28 | 3.36 | 3.67 |
| Prestiti in valuta | -38.26 | -29.28 | 20.63 | -14.41 | -12.27 | -7.27 | -17.25 | 32.47 | 16.28 | -3.55 | 2.88 | -7.06 | 30.89 | 39.32 | 25.61 | 32.76 | 6.93 | 4.93 | 26.26 |
| Prestiti a breve | -10.07 | -11.18 | -9.26 | -7.15 | -7.92 | -8.64 | -8.78 | -9.27 | -7.41 | -8.01 | -6.63 | -2.93 | -1.82 | -0.41 | -2.20 | -2.70 | 0.29 | 0.25 | 0.03 |
| Prestiti a m / l | 2.80 | 2.44 | 4.94 | 6.01 | 2.67 | 4.30 | 4.87 | 3.03 | 2.14 | 3.53 | 2.98 | 3.89 | 4.13 | 4.13 | 2.94 | 2.28 | 3.75 | 3.82 | 4.52 |
| Depositi totali | 3.48 | 3.67 | 4.53 | 4.71 | 2.90 | 3.70 | 4.56 | 0.89 | 0.29 | 2.82 | 3.05 | 3.41 | 3.29 | 3.70 | 3.72 | 3.60 | 4.25 | 4.17 | 4.39 |
| Depositi in c / c | 8.29 | 10.04 | 8.29 | 7.76 | 7.33 | 8.62 | 8.39 | 8.22 | 7.30 | 8.32 | 8.65 | 8.16 | 7.42 | 6.85 | 7.44 | 7.84 | 6.94 | 7.36 | 7.28 |
| Depositi a risparmio | -0.91 | -0.58 | -0.40 | 0.07 | 0.27 | 0.02 | 0.13 | 0.35 | 0.31 | 0.33 | 0.45 | 0.25 | 0.24 | 0.22 | 0.20 | 0.11 | 0.37 | 0.37 | 0.40 |
| Certif. deposito | 0.41 | -0.85 | 2.44 | 3.21 | -0.62 | 0.15 | 2.18 | -5.53 | -6.18 | -1.70 | -1.57 | -0.27 | 0.14 | 1.55 | 1.04 | 0.42 | 2.58 | 2.02 | 2.59 |

| SCENARIO C | 17 8 | 17 9 | 17 10 | 17 11 | 17 12 | 18 1 | 18 2 | 18 3 | 18 4 | 18 5 | 18 6 | 18 7 | 18 8 | 18 9 | 18 10 | 18 11 | 18 12 | 19 1 | 19 2 |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| ESOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di intervento | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Indice COMIT (livello) | 1267 | 1319 | 1338 | 1314 | 1297 | 1373 | 1316 | 1262 | 1282 | 1308 | 1280 | 1226 | 1261 | 1241 | 1232 | 1211 | 1223 | 1252 | 1268 |
| Produzione Industriale (Var. % a/a) | 4.5 | 2.6 | 3.5 | 2.7 | 3.9 | 4.7 | 4.0 | 3.9 | 4.6 | 3.0 | 2.5 | 3.1 | 2.0 | 3.0 | 2.3 | 2.3 | 1.6 | 2.1 | 2.5 |
| Tasso di Inflazione (Arm.) | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.2 | 0.7 | 1.0 | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.5 |
| ENDOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| TASSI | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| T. P/T medio | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| T. Overnight media d/l | -0.43 | -0.43 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 |
| T. Interb. 1m lett. | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.41 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 |
| T. Interb. 3m lett. | -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 | -0.38 | -0.38 |
| T. Interb. 6m lett. | -0.30 | -0.31 | -0.31 | -0.32 | -0.32 | -0.34 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 |
| T. Depositi medio | 0.39 | 0.39 | 0.38 | 0.39 | 0.38 | 0.38 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.40 | 0.40 | 0.41 | 0.41 | 0.42 | 0.42 | 0.43 | 0.43 | 0.44 | 0.45 |
| T. Prestiti medio | 2.77 | 2.75 | 2.74 | 2.72 | 2.69 | 2.68 | 2.67 | 2.67 | 2.66 | 2.65 | 2.65 | 2.65 | 2.64 | 2.64 | 2.64 | 2.64 | 2.63 | 2.63 | 2.63 |
| T.prest. medio - T.dep. medio | 2.38 | 2.36 | 2.36 | 2.33 | 2.30 | 2.30 | 2.28 | 2.28 | 2.27 | 2.25 | 2.25 | 2.24 | 2.23 | 2.22 | 2.22 | 2.21 | 2.20 | 2.19 | 2.18 |
| T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾ | -0.38 | -0.40 | -0.41 | -0.44 | -0.45 | -0.42 | -0.41 | -0.40 | -0.41 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.39 | -0.40 | -0.39 | -0.38 | -0.39 | -0.38 |
| T. BOT comp. lordo 6m | -0.36 | -0.39 | -0.41 | -0.44 | -0.46 | -0.42 | -0.41 | -0.39 | -0.40 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.38 | -0.38 | -0.39 | -0.37 | -0.36 | -0.38 | -0.36 |
| T. BOT comp. lordo 12m | -0.34 | -0.33 | -0.34 | -0.40 | -0.41 | -0.43 | -0.41 | -0.37 | -0.38 | -0.37 | -0.37 | -0.38 | -0.36 | -0.36 | -0.37 | -0.35 | -0.34 | -0.36 | -0.33 |
| Rendistat lordo | 1.27 | 1.25 | 1.23 | 1.03 | 1.05 | 1.21 | 1.26 | 1.32 | 1.37 | 1.40 | 1.43 | 1.44 | 1.44 | 1.48 | 1.48 | 1.52 | 1.54 | 1.55 | 1.54 |
| Rendistat netto | 1.11 | 1.10 | 1.07 | 0.90 | 0.92 | 1.06 | 1.11 | 1.16 | 1.20 | 1.22 | 1.25 | 1.26 | 1.26 | 1.30 | 1.30 | 1.33 | 1.35 | 1.36 | 1.35 |
| STRUTTURA A TERMINE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rend. BTP a 3 anni | 0.19 | 0.20 | 0.10 | 0.02 | 0.24 | 0.25 | 0.22 | 0.30 | 0.26 | 0.28 | 0.30 | 0.28 | 0.31 | 0.34 | 0.31 | 0.36 | 0.39 | 0.36 | 0.39 |
| Rend. BTP a 5 anni | 0.86 | 0.88 | 0.69 | 0.59 | 0.86 | 0.90 | 0.90 | 1.01 | 0.96 | 0.99 | 1.02 | 0.99 | 1.03 | 1.06 | 1.03 | 1.09 | 1.11 | 1.09 | 1.13 |
| Rend. BTP a 7 anni | 1.53 | 1.57 | 1.30 | 1.22 | 1.49 | 1.54 | 1.52 | 1.62 | 1.59 | 1.62 | 1.64 | 1.61 | 1.65 | 1.68 | 1.66 | 1.72 | 1.74 | 1.72 | 1.76 |
| Rend. BTP a 10 anni | 2.14 | 2.23 | 1.92 | 1.86 | 2.13 | 2.16 | 2.12 | 2.18 | 2.15 | 2.16 | 2.18 | 2.16 | 2.19 | 2.22 | 2.20 | 2.25 | 2.27 | 2.25 | 2.29 |
| VOLUMI (LIVELLI in mld) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2344.704 | 2347.621 | 2397.446 | 2421.582 | 2371.318 | 2375.514 | 2374.622 | 2413.152 | 2408.619 | 2411.156 | 2431.38 | 2422.44 | 2427.47 | 2434.47 | 2456.34 | 2465.22 | 2453.59 | 2458.92 | 2472.81 |
| Prestiti in euro | 2319.404 | 2322.290 | 2362.965 | 2390.819 | 2338.829 | 2344.676 | 2342.576 | 2373.874 | 2369.167 | 2370.317 | 2388.791 | 2381.82 | 2394.089 | 2398.93 | 2412.35 | 2423.81 | 2418.58 | 2426.04 | 2432.06 |
| Prestiti in valuta | 25.299 | 25.331 | 34.480 | 30.762 | 32.489 | 30.838 | 32.046 | 39.278 | 39.452 | 40.839 | 42.591 | 40.627 | 33.380 | 35.547 | 43.987 | 41.406 | 35.003 | 32.881 | 40.751 |
| Prestiti a breve | 292.000 | 288.222 | 291.994 | 298.697 | 289.112 | 293.222 | 292.295 | 288.550 | 288.531 | 289.250 | 290.782 | 291.101 | 287.159 | 287.484 | 286.040 | 291.042 | 290.533 | 294.391 | 292.981 |
| Prestiti a m / l | 2052.703 | 2059.399 | 2105.452 | 2122.885 | 2082.206 | 2082.292 | 2082.327 | 2124.602 | 2120.088 | 2121.906 | 2140.600 | 2131.344 | 2140.311 | 2146.989 | 2170.298 | 2174.177 | 2163.054 | 2164.526 | 2179.833 |
| Depositi totali | 2333.245 | 2349.676 | 2363.714 | 2357.993 | 2373.544 | 2371.085 | 2370.155 | 2395.460 | 2400.004 | 2406.202 | 2409.950 | 2414.871 | 2414.070 | 2441.426 | 2455.483 | 2446.582 | 2479.011 | 2474.546 | 2478.728 |
| Depositi in c / c | 1005.412 | 1027.501 | 1028.534 | 1023.392 | 1060.296 | 1046.299 | 1049.367 | 1062.546 | 1079.236 | 1079.011 | 1084.891 | 1082.859 | 1082.567 | 1099.952 | 1107.081 | 1105.715 | 1136.061 | 1126.051 | 1127.967 |
| Depositi a risparmio | 297.201 | 297.368 | 296.910 | 297.532 | 298.726 | 298.998 | 298.852 | 298.321 | 297.503 | 296.883 | 296.517 | 296.906 | 298.114 | 298.292 | 297.706 | 298.090 | 300.056 | 300.309 | 300.272 |
| Certif. deposito | 1030.632 | 1024.808 | 1038.270 | 1037.069 | 1014.522 | 1025.789 | 1021.936 | 1034.593 | 1023.265 | 1030.308 | 1028.542 | 1035.106 | 1033.389 | 1043.183 | 1050.696 | 1042.777 | 1042.894 | 1048.186 | 1050.489 |
| VOLUMI (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 1.00 | 0.55 | 2.98 | 4.19 | 1.25 | 2.63 | 3.10 | 1.54 | 1.05 | 2.13 | 1.86 | 3.15 | 3.53 | 3.70 | 2.46 | 1.80 | 3.47 | 3.51 | 4.14 |
| Prestiti in euro | 1.70 | 1.01 | 2.76 | 4.48 | 1.46 | 2.75 | 3.42 | 1.14 | 0.82 | 2.21 | 1.82 | 3.33 | 3.22 | 3.30 | 2.09 | 1.38 | 3.41 | 3.47 | 3.82 |
| Prestiti in valuta | -38.26 | -29.28 | 20.63 | -14.41 | -12.27 | -5.62 | -15.82 | 33.38 | 17.34 | -2.22 | 4.44 | -6.48 | 31.94 | 40.33 | 27.57 | 34.60 | 7.74 | 6.62 | 27.17 |
| Prestiti a breve | -10.07 | -11.18 | -9.26 | -7.15 | -7.92 | -8.49 | -8.54 | -9.01 | -7.05 | -7.83 | -6.42 | -2.72 | -1.66 | -0.26 | -2.04 | -2.56 | 0.49 | 0.40 | 0.23 |
| Prestiti a m / l | 2.80 | 2.44 | 4.94 | 6.01 | 2.67 | 4.42 | 4.98 | 3.16 | 2.27 | 3.66 | 3.10 | 4.01 | 4.27 | 4.25 | 3.08 | 2.42 | 3.88 | 3.95 | 4.68 |
| Depositi totali | 3.48 | 3.67 | 4.53 | 4.71 | 2.90 | 3.92 | 4.80 | 1.08 | 0.46 | 3.00 | 3.22 | 3.61 | 3.46 | 3.90 | 3.88 | 3.76 | 4.44 | 4.36 | 4.58 |
| Depositi in c / c | 8.29 | 10.04 | 8.29 | 7.76 | 7.33 | 8.83 | 8.63 | 8.47 | 7.49 | 8.57 | 8.85 | 8.35 | 7.67 | 7.05 | 7.64 | 8.04 | 7.15 | 7.62 | 7.49 |
| Depositi a risparmio | -0.91 | -0.58 | -0.40 | 0.07 | 0.27 | 0.08 | 0.19 | 0.43 | 0.39 | 0.41 | 0.54 | 0.34 | 0.31 | 0.31 | 0.27 | 0.19 | 0.45 | 0.44 | 0.47 |
| Certif. deposito | 0.41 | -0.85 | 2.44 | 3.21 | -0.62 | 0.43 | 2.46 | -5.36 | -6.01 | -1.55 | -1.41 | -0.03 | 0.27 | 1.79 | 1.20 | 0.55 | 2.80 | 2.18 | 2.79 |

Aprile 2018⁵

In primo piano ancora guerra dei dazi e impasse politico italiano

Lucia Trevisan^a e Francesca Volo^{a,b}

IL QUADRO GENERALE

Come messo in evidenza il mese scorso, **sullo scenario internazionale permangono i due fattori critici rappresentati dal protezionismo di Trump e dall'incertezza politica in Italia** che potrebbe destabilizzare l'Area Euro.

Per quanto riguarda il primo fattore, il Presidente degli Stati Uniti ha proseguito sulla strada indicata a fine febbraio. Dopo l'annuncio di un dazio del 25% su tutte le importazioni americane di acciaio e del 10% su quelle dell'alluminio, **l'attenzione si è rivolta in particolar modo alla Cina.** Oltre a restrizioni sui visti e investimenti cinesi in USA, **la manovra protezionistica annunciata riguarderebbe 1300 prodotti importati dalla Cina per un valore di 60 miliardi di dollari.** Per il momento, **la controparte ha risposto solo timidamente** con dazi su 128 prodotti d'importazione dagli USA per un valore di 3 miliardi di dollari, escludendo i due settori nei quali i cinesi più importano dagli Stati Uniti, cioè i prodotti agricoli e le componenti per l'aeronautica, ma ha fatto intendere che **si tratterebbe solo dell'inizio di una guerra commerciale qualora alle parole di Trump seguissero i fatti.** Va sottolineato che all'interno del WTO vi è una clausola di reciprocità che permette a un Paese colpito da un dazio di rispondere con uno di pari entità anche in un altro settore. Ora spetta al Tesoro americano decidere se implementare o meno le misure protezionistiche. Molti sono contrari anche all'interno dello stesso partito del Presidente.

A livello globale, gli effetti temuti di tale politica sono, da un lato, una minore crescita perché le tariffe scoraggiano gli scambi internazionali e, dall'altro, un'inflazione più elevata per i probabili maggiori costi di una produzione autoctona. Questo vale per qualsiasi Paese. Difficile capire quale sarà l'impatto sulle politiche monetarie perché il primo effetto imporrebbe una minore restrizione monetaria, mentre il secondo la dovrebbe inasprire. Nei prossimi mesi quindi sarà rilevante verificare l'andamento degli indicatori di crescita e d'inflazione. **Per il momento, dopo la chiusura del 2017 con risultati brillanti dal punto di vista della crescita economica, i dati mensili dimostrano un avvio dell'anno in corso più in sordina in tutte e tre le macro-aree, USA, Giappone e Area Euro.** Finché si rimarrà a livello di semplici annunci, **nel brevissimo termine, il timore è che il protezionismo agisca sulla fiducia dei produttori** spingendo a un atteggiamento di *wait and see* e quindi **influisca di più sulla crescita.** Tuttavia, **nel medio termine, soprattutto negli Stati Uniti che hanno un mercato del lavoro al pieno impiego, i rischi di pressioni inflazionistiche potrebbero diventare più pressanti.**

Gli scenari non sono pertanto stati modificati rispetto al mese scorso, e si continua ad assegnare un'alta probabilità all'ipotesi nella quale la Fed, dopo il rialzo di marzo di 25 punti base già ampiamente scontato dai mercati, debba aumentare altre tre volte i tassi ufficiali nel 2018, a giugno, settembre e dicembre con incrementi di 25 centesimi ciascuno (Scenario C – probabilità 60%). Alla riunione di marzo, il Consiglio ha modificato le proiezioni sui *Fed fund* nel 2019 e nel 2020 da due a tre rialzi in ciascun anno, ma non per il 2018, per il quale quindi rimangono a tre i rialzi totali (due ancora da attuare). Queste indicazioni, tuttavia, si sono affermate per un solo voto, altrimenti avrebbero prevalso quattro rialzi totali nel 2018 (ancora tre da compiere) come ipotizzato nello scenario C, a testimonianza di un'ampia divisione anche all'interno dello stesso Board. **Non si esclude una politica monetaria più cauta con solo altri due rialzi, ma a questa eventualità è assegnata una probabilità del 30% (Scenario A).**

Se s'inserisce l'analisi precedente nel contesto dell'Area Euro, il discorso è ben diverso. Nel mercato del lavoro, pur in continuo miglioramento, il tasso di disoccupazione è ancora molto elevato (+8.6%) doppio rispetto a quello statunitense (+4.1%). Un'inflazione intorno all'1%, ben lontana dall'obiettivo del 2%, ha ampi margini al rialzo prima di imporre alla Banca Centrale una svolta più rapida nel processo di normalizzazione della politica monetaria, qualora prevalessero i rischi di rincari per effetto dei dazi. Infine, l'impatto restrittivo dovuto alla forza dell'euro è già in atto. I dati macroeconomici d'inizio anno non sono stati così brillanti come quelli di fine 2017. È probabile che un

^a Università Ca' Foscari Venezia.

^b GRETA.

⁵ **Dati aggiornati al 30/03/2018.**

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.

ruolo sia stato giocato da fattori meteorologici temporanei di un inverno particolarmente rigido che ha colpito l'intera Europa, ma l'analisi dei flussi commerciali indica che anche l'euro forte ha avuto il suo peso sulle esportazioni dell'area.

Da quanto è emerso alla riunione di marzo, la BCE continua a ritenere che i tassi ufficiali rimarranno sui livelli attuali "per un prolungato periodo di tempo e ben oltre l'orizzonte del Quantitative Easing". Ha ribadito che gli acquisti di titoli sul mercato secondario per 30 miliardi di euro mensili saranno mantenuti fino a settembre 2018 e "oltre se necessario e in ogni caso finché non si verificheranno progressi duraturi sull'inflazione". È stata tolta la frase introdotta nel 2016 quando si erano ridotti gli acquisti da 80 a 60 miliardi: "se la previsione diventa meno favorevole siamo pronti ad aumentare gli acquisti in termini di dimensione e di durata". **È stata quindi tolta la possibilità di un aumento di QE nella quantità, ma non quella di una sua estensione temporale. Draghi, comunque, durante la conferenza stampa, ha tenuto a precisare che, di fatto, l'omissione non rappresenta un nuovo segnale di politica monetaria, ma semplicemente un adeguamento alle condizioni attuali,** poiché quella frase era stata inserita ancora nel 2016, quando vi era deflazione. **Ha sottolineato, inoltre, che la politica rimane espansiva anche attraverso i reinvestimenti dei titoli già in portafoglio oltre la scadenza del QE e "per quanto sarà necessario".** Tra i rischi al ribasso sulla crescita sono stati menzionati fattori globali, come il protezionismo e l'andamento dei tassi di cambio. **Riteniamo pertanto che Draghi continuerà a mantenere un atteggiamento accomodante in termini di politica monetaria per tutto l'anno in corso (Scenario C – Probabilità 60%). Tanto più che, come sottolineato all'inizio di quest'analisi, il fattore critico dell'incertezza politica italiana non si è risolto con le elezioni del 4 marzo scorso.** La difficoltà di trovare una maggioranza o una coalizione in grado di governare potrebbe lasciare il nostro Paese in uno stallo politico ancora a lungo, non escludendo l'ipotesi di nuove elezioni.

In Giappone, la revisione dei dati trimestrali ha riportato la crescita tendenziale del PIL nipponico nel quarto trimestre del 2017 sopra il 2% (+2.1% a/a) e quelli mensili hanno dimostrato che l'incertezza del ciclo economico d'inizio anno era solo temporanea. Tutti gli indicatori riferiti prevalentemente a febbraio sono risultati molto positivi. Per il momento, la crescita ha trovato la forza trainante nei consumi, ma **resta l'incognita dell'apprezzamento dello yen e del protezionismo di Trump sulla componente del canale estero, già in affanno a fine dello scorso anno.**

Alla riunione di marzo, la Banca Centrale del Giappone ha sottolineato che sebbene gli aumenti dei rendimenti a livello internazionale non abbiano influito sull'economia giapponese, ne vanno monitorati gli effetti sulla fiducia di produttori e consumatori. **All'avvio del nuovo anno fiscale (aprile) sarà necessario seguire le trattative salariali di primavera per verificare se la crescita dei salari reali sarà sufficientemente positiva, perché ci vorrà ancora del tempo per dissipare la mentalità deflazionistica.** Poiché i profitti del sistema bancario hanno un impatto cumulativo sulla sua forza finanziaria, ci sarà il rischio di un ridimensionamento del credito, se il contesto di rendimenti bassissimi sarà molto prolungato. C'è tuttavia ancora molta strada da percorrere per raggiungere l'obiettivo di stabilità dei prezzi del 2% e **non è ancora il momento di prendere in considerazione la normalizzazione della politica monetaria,** anche se il Presidente Kuroda ha ribadito che è importante far comprendere agli individui che *normalizzazione* non significa *stretta monetaria*.

In marzo, il prezzo del petrolio ha ritrovato una fase di forza. Il Brent è ritornato a salire verso i 68 dollari al barile e il WTI verso i 63 **senza però raggiungere le quotazioni di gennaio (70 e 66, rispettivamente).** **Si devono però tenere presenti tre punti importanti: 1) il fattore stagionale** che tende in questo periodo dell'anno a mantenere basse le quotazioni per la manutenzione delle raffinerie; quindi se il prezzo cresce ora, significa che ha molta forza da sprigionare a maggio e giugno, una volta superata la bassa stagionalità; **2) l'Arabia Saudita ha dichiarato di voler estendere i tagli alla produzione anche al 2019; 3) la produzione venezuelana comincia a mancare.**

Queste forze rialziste dovrebbero prevalere nei prossimi mesi e quindi riteniamo che il prezzo del petrolio possa superare i 70 dollari per il Brent e i 65 per il WTI nel medio termine, a meno che la guerra commerciale non si realizzi con toni aspri tali da intaccare seriamente la crescita globale.

GLI ULTIMI DATI

In USA, i dati definitivi sul PIL del quarto trimestre del 2017 hanno portato la variazione trimestrale annualizzata a +2.9% t/t da +2.5% delle precedenti rilevazioni e quella tendenziale a +2.6% a/a da +2.5%, sorprendendo in positivo gli economisti che si aspettavano una crescita congiunturale più cauta a +2.7% t/t. In definitiva, nella parte finale del 2017 il ciclo economico americano, pur con un leggero aggiustamento verso il basso rispetto al terzo trimestre in cui aveva registrato un +3.2% t/t, ha mantenuto la sua forza. La revisione al rialzo relativa agli ultimi tre mesi dello scorso anno ha riguardato in particolare: i consumi, che hanno rafforzato il già importante contributo positivo alla crescita del PIL a +2.8% t/t, rispetto alle precedenti rilevazioni di +2.6%; le esportazioni nette che hanno amplificato ulteriormente il loro apporto negativo a -1.2% t/t da -1.1%, dovuto all'esplosione delle importazioni; le scorte che hanno sottratto crescita per un -0.5% t/t anziché -0.7%, mantenendo in ogni caso un decumulo importante. I dati finali non hanno quindi fatto altro che enfatizzare le dinamiche già emerse in sede dei preliminari: la crescita americana rimane robusta, ma con un forte disequilibrio a favore dei consumi che sono stati soddisfatti da prodotti importati e dalle scorte. A fronte di un'economia vicina al pieno impiego, l'offerta non è stata in grado di soddisfare la domanda interna, costringendo da un lato a un'erosione del magazzino e dall'altro a importare prodotti dall'estero.

I dati mensili, prevalentemente relativi a febbraio, sono rilevanti per verificare se l'incertezza dimostrata, sia dal lato dell'offerta sia della domanda, a inizio 2018, fosse dovuta all'effetto negativo temporaneo delle condizioni meteorologiche particolarmente rigide di gennaio o fosse un segnale d'indebolimento del ciclo economico. Il quadro che emerge va a favore della prima ipotesi. In febbraio, infatti, soprattutto dal lato dell'offerta, le rilevazioni hanno messo a segno forti incrementi, battendo le attese degli economisti: la produzione industriale, gli ordini di beni durevoli totali ed esclusi i trasporti sono aumentati rispetto al mese precedente rispettivamente di +0.9% m/m, +3.1% e +1.2%, contro aspettative di +0.4%, +1.6% e +0.5%. Il tasso di utilizzo degli impianti si è portato al 77.7% dal 77% di gennaio (rivisto da 77.5%). Dal lato della domanda, i dati sono meno brillanti, ma ciò va interpretato in senso positivo, visto lo squilibrio a favore di un eccesso dei consumi rilevato nei dati trimestrali di fine 2017 sopra menzionati: in febbraio, le vendite al dettaglio sono leggermente diminuite di -0.1% m/m rispetto al mese precedente; in termini reali, i consumi privati sono rimasti invariati e i redditi personali hanno registrato un incremento limitato di +0.2% m/m, dopo il rialzo di +0.6% di gennaio. Il mercato del lavoro ha continuato a rafforzarsi: in febbraio, pur con un tasso di disoccupazione fermo da sei mesi al livello minimo del 4.1%, l'occupazione ha registrato un forte incremento di +313 mila unità, dopo quello altrettanto consistente di gennaio di +239 mila (rivisto al rialzo da +200 mila) e contro le aspettative più caute di +205 mila.

Dall'altro lato, tuttavia, in marzo la fiducia di produttori e consumatori si è ridimensionata, forse per le preoccupazioni sul protezionismo annunciato da Trump che sta entrando nel vivo della discussione: l'NAPM si è portato a quota 57.4 da 61.9 del mese precedente e il Conference Board si è sgonfiato a quota 127.7 da 130. Entrambi gli indici erano previsti in lieve rialzo. Le preoccupazioni espresse da più parti sul fatto che il protezionismo potrebbe intaccare la fiducia degli individui rendono questi indicatori fattori chiave da seguire nella loro dinamica.

Nel contempo, i salari orari, osservati speciali per individuare tensioni inflazionistiche, hanno mantenuto una dinamica consistente, ma in ridimensionamento: in febbraio hanno registrato un incremento tendenziale di +2.6% da +2.8% del mese precedente.

Gli altri indicatori d'inflazione hanno registrato solo lievi incrementi, pur avvicinandosi lentamente all'obiettivo della Fed del 2%: in febbraio, la variazione tendenziale dello indice globale dei prezzi PCE (Personal Consumption Expenditures) si è portato a +1.8% a/a da +1.7% del mese precedente e quello core, depurato dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, ha raggiunto +1.6% a/a da +1.5%.

USA

Il mercato del lavoro si mantiene molto forte, ma la dinamica dei salari si ridimensiona. Attenzione all'effetto del protezionismo annunciato

Tutto ciò si è riflesso sui rendimenti dei titoli di Stato: dopo la fiammata registrata in febbraio per un aggiustamento verso l'alto delle aspettative inflazionistiche, si sono ridimensionati, incorporando l'incertezza dovuta al doppio eventuale effetto contraddittorio del protezionismo di Trump: alimentare pressioni inflazionistiche, da un lato, ma allo stesso tempo scoraggiare la crescita economica, dall'altro.

A fronte dell'analisi precedente, **gli scenari rimangono invariati rispetto al mese scorso e si assegna maggiore probabilità a quello nel quale, nel 2018, la Fed interviene sui tassi ufficiali con altri tre rialzi da 25 punti base ciascuno a giugno, settembre e dicembre (Scenario C – probabilità 60%)** anziché con altri due, dopo quello già deciso a marzo, come prospettato dalla Fed alla riunione di dicembre del 2017.

In Giappone, la revisione al rialzo dei dati del PIL relativi al quarto trimestre del 2017, ha riportato la fiducia sulla ripresa economica, dopo la parziale delusione in occasione della pubblicazione di quelli preliminari: la crescita congiunturale, infatti, è stata pari a +0.4% t/t (rivisto da +0.1%) e quella tendenziale a +2.1% a/a (rivisto da +1.6%) mantenendosi tutto sommato in linea con i brillanti risultati del trimestre precedente di +0.6% t/t e +1.9% a/a. **La revisione ha interessato principalmente gli investimenti fissi e le scorte.** I primi hanno supportato positivamente la crescita, anche se in modo limitato, con +0.1% t/t rispetto al contributo nullo dei dati preliminari. Le scorte sono riuscite a invertire il risultato da un contributo negativo di -0.1% t/t a uno positivo di +0.1%. **Resta, in ogni caso, confermata la forza trainante dei consumi, che hanno supportato la crescita con un +0.3%, superando la debolezza che questa componente aveva registrato nel terzo trimestre (-0.4%).** La domanda interna ha determinato un incremento delle importazioni (+2.9% t/t) che, essendo sostanzialmente in linea con la dinamica delle esportazioni (+2.4%) ha azzerato il contributo del canale estero. Si ricorda che quest'ultimo aveva rappresentato la componente trainante nel terzo trimestre (+0.5%) a causa di un calo delle importazioni conseguente alla limitatezza dei consumi.

I dati mensili, prevalentemente relativi a febbraio, hanno registrato buoni risultati lasciando intendere che la crescita economica nipponica potrebbe proseguire anche nell'anno in corso e che le incertezze emerse dai dati di gennaio avevano carattere temporaneo. In febbraio, la produzione industriale ha messo a segno un importante incremento di +4.1% m/m, riuscendo ad annullare almeno parzialmente il pessimo risultato di gennaio (-6.8% m/m, rivisto da -6.6%). Non ha battuto le attese degli economisti (+5%) ma rappresenta, comunque, un risultato importante. Tanto più che gli ordini di macchinari, riferiti però a gennaio, hanno registrato un corposo +8.2% m/m a fronte di un crollo di -9.3% del mese precedente (rivisto da -11.9%). Tiepida, invece, è risultata la fiducia dei produttori, che in marzo si è ridimensionata a 53.2 da 54.1 del mese precedente.

Dal lato della domanda, in febbraio anche le vendite al dettaglio hanno recuperato con un +0.4% m/m, leggermente sotto le attese di +0.6%. Se si tiene conto che nei tre mesi precedenti i dati erano stati di -1.6% m/m nel mese precedente, +1% a dicembre e novembre, si può concludere che il dato di gennaio ha rappresentato una semplice pausa lungo una dinamica positiva. Da segnalare che la fiducia dei consumatori ha corretto verso il basso, ma solo limitatamente a 44.3 da 44.7 di gennaio.

Progressi sono infine stati registrati sul fronte della lotta alla deflazione: in febbraio, la variazione tendenziale del CPI (*Consumer Price Index*) globale si è portata a +1.5% a/a da +1.3% del mese precedente e quella *core* a +0.9% a/a da +0.8%.

Anche questo mese, si ritiene importante sottolineare che alla riunione della Banca Centrale del Giappone **si è enfatizzata l'importanza di far comprendere ai mercati che un'eventuale normalizzazione dello stimolo monetario non significherebbe una politica restrittiva.**

GIAPPONE

I dati trimestrali riportano la crescita sopra il 2% e quelli mensili sono positivi sia dal lato della domanda sia da quello dell'offerta

AREA EURO

Avvio del 2018 più incerto sul fronte della crescita, forse per fattori meteorologici, ma non tale da intaccarne la solidità

In Area Euro, la revisione dei dati del PIL relativi al quarto trimestre del 2017, disponibili ora anche per le singole componenti, conferma la solidità del ciclo economico. **Il PIL è aumentato di +0.6% su base congiunturale e +2.7% in termini tendenziali**, in linea con le attese. Il ritmo di crescita è oramai stabile sopra il 2.5% (nel trimestre precedente era stato di +0.7% t/t e +2.7% a/a). **È stato soprattutto il canale estero a trainare la crescita** con un contributo di +0.4% t/t. Questo è il risultato di una dinamica positiva sia delle esportazioni (+1.9% t/t) sia delle importazioni (+1.1% t/t) ma con la prevalsa delle prime nonostante il rafforzamento dell'euro. Naturalmente, **nei prossimi mesi sarà da verificare con attenzione l'andamento del canale estero, dal momento che potrebbe essere influenzato negativamente dalla forza della valuta nazionale e dal protezionismo di Trump**. Sul fronte della domanda interna, a differenza degli USA, la crescita è stata più equilibrata tra consumi, investimenti fissi e spesa pubblica, con contributi rispettivamente di +0.1% t/t, +0.2% e +0.1%. Il decumulo di scorte di -0.2% t/t dovrebbe aiutare il buon passo di crescita per la ricostituzione del magazzino.

I dati mensili, prevalentemente relativi a gennaio, si sono dimostrati un po' deboli, sia dal lato dell'offerta sia della domanda. Tuttavia, anche se l'anno in corso non è iniziato bene, l'incertezza delle prime rilevazioni del 2018 non dovrebbe mettere in dubbio la crescita robusta in atto, anche perché attribuibile in parte a fattori temporanei di un inverno particolarmente rigido. La produzione industriale ha registrato una diminuzione di -1% m/m, dopo l'aumento di +0.4% m/m di dicembre, sorpendendo in negativo le aspettative (-0.5%); così pure le costruzioni che sono diminuite di -2.2% m/m, anche se si deve tenere conto che il dato del mese precedente è stato rivisto al rialzo a +0.7% m/m da +0.1%. **Il canale estero ha risentito della forza dell'euro, con un calo delle esportazioni di -0.7%.** Già a dicembre avevano dimostrato una certa sofferenza con un ridimensionamento a +1.7% m/m da +4.1% del mese precedente. **Infine, anche le vendite al dettaglio non hanno brillato, registrando una lieve diminuzione di -0.1% m/m.** Queste ultime, tuttavia, dovrebbero beneficiare nei prossimi mesi del buon andamento del mercato del lavoro: il tasso di disoccupazione è rimasto stabile all'8.6%, tenendo conto che il dato di dicembre è stato rivisto al ribasso dall'8.7%.

In marzo, la fiducia di consumatori e imprenditori si è ulteriormente ridimensionata: l'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) si è portato a quota 112.6 da 114.2 di febbraio; il PMI, che interpreta specificatamente la fiducia dei produttori, è sceso sia nel settore manifatturiero (a 56.6 da 58.6 del mese precedente) sia in quello dei servizi (a 55 da 56.2).

Rimangono ancora assenti i rischi inflazionistici: in febbraio, l'indice globale HCPI (*Harmonized Consumer Price Index*) in termini tendenziali si è ridimensionato a +1.1% a/a da +1.3% del mese precedente e l'indice *core* è rimasto stabile a +1% a/a.

I dati deboli sulla crescita economica, l'assenza di rischi inflazionistici, l'effetto restrittivo derivante da un euro forte e i timori del protezionismo di Trump lasciano ancora margini alla BCE per un atteggiamento accomodante. Pertanto, si assegna un'alta probabilità allo scenario nel quale tale comportamento è mantenuto per tutto il 2018 (Scenario C – probabilità 60%).

In Germania, non sono disponibili nuove informazioni sui dati trimestrali del PIL rispetto al mese scorso. Pertanto, possiamo solo ribadire che **nel quarto trimestre del 2017, l'economia tedesca ha registrato il passo di crescita più robusto dell'intera Area Euro con un incremento congiunturale di +0.6% t/t e tendenziale di +2.9% a/a.**

Dato che l'unica componente ad aver contribuito in modo rilevante alla crescita è stata il canale estero, con un apporto di +0.5% t/t, **sarà importante verificare nei prossimi mesi quanto la forza dell'euro e i dazi alle importazioni che il Presidente Trump vuole imporre impatteranno sull'economia tedesca. Di certo se l'attenzione si spostasse dalla Cina all'Area Euro, la Germania sarebbe la più colpita, vista la sua ampia propensione all'esportazione.**

I dati mensili, relativi principalmente a gennaio, sono risultati in linea con quelli dell'intera Area Euro, evidenziando un'incertezza sia dal lato dell'offerta sia della domanda.

Germania

La produzione industriale, le costruzioni, gli ordini all'industria e le vendite al dettaglio sono tutti diminuiti rispettivamente di -0.1% m/m, -2.2%, -3.9% e -0.3%, disattendendo in negativo le aspettative degli economisti. A parte la serie degli ordini, tutti gli altri indicatori hanno proseguito la tendenza al ribasso iniziata a dicembre del 2017. Sul fronte del canale estero, osservato speciale per le motivazioni sopra menzionate, in gennaio **le esportazioni sono diminuite di -0.4% m/m, senza però per il momento intaccare la solidità del surplus commerciale, grazie ad un calo delle importazioni della stessa entità.** Anche **la fiducia dei produttori si è ridimensionata:** in marzo, l'indice Ifo è sceso a 114.7 da 115.4 del mese precedente e l'indice PMI a 58.4 (da 60.6) nel settore manifatturiero, a 54.2 (da 55.3) in quello dei servizi.

Nonostante la debolezza degli indicatori precedenti, l'ottima situazione del mercato del lavoro, con un tasso di disoccupazione che a marzo si è ulteriormente ridimensionato al 5.3% dal 5.4% del mese precedente, **dovrebbe garantire un buon andamento della domanda interna in futuro, tanto più che l'impasse politica è stata superata con il referendum interno all'SPD del 4 marzo e la formazione di un governo basato sulla grande coalizione Merkel-Schulz.**

I prezzi hanno registrato qualche aggiustamento verso l'alto, senza per questo generare per il momento preoccupazioni inflazionistiche visto che gli indicatori sono ancora lontani dall'obiettivo della BCE (2%): in marzo, l'indice dei prezzi al consumo globale armonizzato si è portato a +1.6% a/a da +1.2% del mese precedente e il *core* a +1.4% a/a da +1.3%, anche se quest'ultimo si riferisce a febbraio. **Tuttavia, questi dati saranno da monitorare nei prossimi mesi per verificare quanto degli incrementi salariali ottenuti a marzo nel settore metalmeccanico (+4.3%) verranno trasferiti ai prezzi al consumo.**

In Francia, la revisione dei dati sul PIL relativi al quarto trimestre ha confermato la fase positiva del ciclo economico, correggendo al rialzo la crescita congiunturale a +0.7% t/t da +0.6% t/t della precedente stima. La variazione tendenziale è rimasta a +2.5% a/a, comunque in progresso rispetto a +2.3% a/a del terzo trimestre. **La revisione ha semplicemente enfatizzato la forza del canale estero già emersa in sede delle rilevazioni provvisorie, con un contributo rilevante di +0.7% t/t** (rivisto da +0.6%). Questo risultato è stato ottenuto grazie a una dinamica positiva delle esportazioni di +2.5% t/t a fronte di una timida crescita delle importazioni, limitata a +0.3% t/t. **Dall'altro lato, viene confermato l'ampio decumulo di scorte** che ha sottratto crescita per un -0.4% t/t. Questo dovrebbe essere visto positivamente in termini prospettici per la fisiologica ricostituzione del magazzino e quindi come spinta all'attività produttiva futura. Infine, la revisione non ha comportato modifiche a consumi e investimenti che hanno contribuito alla crescita del PIL per +0.1% t/t e +0.3%, rispettivamente.

Francia

I dati mensili hanno dimostrato una certa debolezza dal lato dell'offerta. In gennaio, la produzione industriale è diminuita di -2% m/m e le costruzioni di -7.6%. La negatività di quest'ultimo dato viene mitigata da una revisione al rialzo a +5.2% del dato precedente (da +4.1%). **Dal lato della domanda, invece la tendenza rimane positiva, con un aumento delle vendite a dettaglio di +0.6%, supportata anche da un buon andamento del mercato del lavoro** che ha registrato un tasso di disoccupazione invariato al 9%, ma tenendo conto che il dato di dicembre è stato rivisto da +9.2%.

A marzo la fiducia di produttori e consumatori francesi non ha subito variazioni di rilievo: l'indice Insee per i produttori si è attestato a quota 111 da 112 del mese precedente e quello dei consumatori è rimasto fermo a 100.

Sul fronte inflazionistico, a marzo qualche tensione si è rilevata in termini di indice globale armonizzato dei prezzi al consumo, la cui variazione tendenziale è aumentata a +1.7% a/a da +1.3% a/a del mese precedente. Per il momento non è possibile valutare se si tratti di un aumento dovuto al prezzo del petrolio o sia generalizzato, perché l'indice *core* è disponibile solo per febbraio (+0.8% a/a).

In Italia, i dati preliminari sul PIL relativi al quarto trimestre del 2017, ora disponibili anche per le singole componenti, dimostrano un probabile atteggiamento preventivo di attesa in vista dell'incertezza politica per il clima preelettorale. Il risultato complessivo è stato comunque incoraggiante, visto che la crescita è stata pari a +0.3% in termini congiunturali e +1.6% in termini tendenziali, ma da un'analisi delle componenti **si può notare una tendenza al decumulo di scorte:** dopo un contributo negativo alla crescita del PIL di -0.5% t/t del terzo trimestre del 2017, anche nel quarto questa componente ha registrato un altro -0.4%. **Tale prudenza dovrebbe emergere anche dai dati dei primi trimestri dell'anno in corso, dal momento che il superamento delle elezioni politiche del 4 marzo non ha risolto il problema della formazione di un nuovo governo.** Le due componenti che hanno trainato la ripresa sono state le esportazioni nette e gli investimenti fissi con un +0.3% ciascuno, mentre i consumi e la spesa pubblica non hanno dato nessun apporto. Come per la Germania, **anche per l'Italia la politica dei dazi di Trump potrebbe avere ripercussioni rilevanti, vista la propensione all'esportazione del nostro Paese.**

I dati mensili si sono dimostrati deboli, sia dal lato dell'offerta sia della domanda. In gennaio, quasi tutti gli indicatori hanno registrato variazioni mensili negative. La produzione industriale, le costruzioni, gli ordini all'industria e le vendite al dettaglio sono tutti diminuiti di -1.9% m/m, -0.1%, -4.5% e -0.5%, rispettivamente, annullando gli incrementi registrati a dicembre. **Probabilmente all'incertezza politica si sono aggiunti anche fattori meteorologici temporanei di un inverno particolarmente rigido. In febbraio, il canale estero ha risentito della forza dell'euro, indebolendosi nei confronti dei Paesi extra-EU:** le esportazioni sono scese di -2.5% m/m a fronte di un incremento di +1.1% m/m delle importazioni. A marzo, la fiducia dei produttori dopo i grandi progressi registrati nel mese precedente, ha invertito la tendenza ridimensionandosi sia nel settore manifatturiero (a 109.1 da 110.4 del mese precedente) sia in quello dei servizi (a 107.2 da 109.8 di febbraio). **L'unico dato positivo è rappresentato dalla fiducia dei consumatori** che in marzo ha corretto al rialzo a quota 117.7 da 115.7 del mese precedente, battendo le attese degli economisti (115). Le promesse in campagna elettorale hanno giocato un loro ruolo, ma saranno difficilmente attuabili e quindi questo ottimismo potrebbe essere destinato a ridimensionarsi.

Infine, in sintonia con gli altri Paesi dell'Area Euro, a marzo si sono verificati aggiustamenti verso l'alto degli indicatori inflazionistici, senza però generare preoccupazioni dal momento che la distanza dall'obiettivo del 2% della BCE è ancora molto ampia, in particolar modo per il nostro Paese. In marzo, l'HCPI globale in termini di variazione tendenziale si è portato a +1.1% da +0.5% del mese precedente (rivisto da +0.7%) e l'indice *core* a 0.9% da 0.6% di febbraio (rivisto da +0.8%).

I rendimenti dei titoli di Stato italiani non hanno risentito per il momento dell'esito incerto delle elezioni del 4 marzo, mantenendosi ampiamente sotto la soglia del 2%. Il risultato incorpora un atteggiamento di attesa da parte degli investitori istituzionali e un probabile intervento della BCE attraverso il suo programma di acquisti. Tuttavia, un governo che non tenga in considerazione il controllo della finanza pubblica potrebbe sovvertire in breve tempo lo scenario.

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

GLI SCENARI

A (30%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sul ciclo economico, attraverso un ridimensionamento della fiducia di produttori e consumatori, **prevale su quello dell'inflazione**, delineando una crescita del PIL intorno al 2.5%. Il prezzo del petrolio e i salari aumentano ma non in modo consistente. L'inflazione rimane contenuta sia pur vicino all'obiettivo della Fed. **Un passo di crescita più limitato del previsto e il parziale rientro dei rischi inflazionistici ridimensionano a solo due gli interventi della Fed sui tassi ufficiali nel resto del 2018, ciascuno di 25 punti base, a giugno e settembre.** Nel medio periodo, il dollaro si porta verso quota 1.26 nei confronti dell'euro e i rendimenti del decennale americano restano intorno al 2.8%.

Area Euro: il protezionismo di Trump, più focalizzato nei confronti della Cina, ha ripercussioni limitate sulla crescita economica europea che si porta verso il 3% e l'inflazione verso il 2%.

La BCE guida le aspettative di mercato verso una non-estensione del *Quantitative Easing* oltre la scadenza di settembre 2018. La dichiarazione definitiva della conclusione della politica monetaria espansiva comporta l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona. **In Italia, dalle elezioni emerge una grande coalizione in grado di governare senza populismi e senza mettere a rischio i conti pubblici.** I rendimenti salgono in sintonia con il resto dell'area, ma restano sotto il 2%. Lo *spread* rimane stabile intorno a 135 punti base nei confronti del *Bund* tedesco.

B (10%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sulla crescita viene più che compensato dall'effetto molto espansivo della riforma fiscale già approvata, delineando una crescita del PIL intorno al 3%. **In presenza di una buona domanda interna, i produttori scaricano sui prezzi al consumo i rincari** dovuti ai dazi, quelli delle materie prime dovuti all'aumento del prezzo del petrolio e quelli dei salari per un mercato del lavoro al pieno impiego. **La Fed aumenta i tassi ufficiali ancora tre volte nel resto del 2018, di 25 punti base ciascuna, a giugno, settembre e dicembre, ma i mercati hanno la sensazione che sia in ritardo nel controllo dell'inflazione.** Nel medio termine, i rendimenti decennali americani si spingono ben sopra il 3% e il dollaro resta debole intorno a quota 1.24 nei confronti dell'euro.

Area Euro: continua la crescita economica solida intorno al 2.5%, ma l'inflazione rimane moderata sotto il 2%.

Attraverso una buona gestione del linguaggio di comunicazione, la BCE mantiene aperta la data di fine del *Quantitative Easing*, guidando le aspettative dei mercati verso un'inversione di tendenza molto graduale della politica monetaria ed evitando che si generi un effetto restrittivo indiretto. I rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona risalgono in sintonia con quelli americani, ma molto moderatamente. **In Italia, invece, la mancanza di una maggioranza e l'emergere di populismi penalizzano in particolar modo i rendimenti dei titoli di Stato** si portano ben sopra il 2%, con un allargamento dello *spread* a 150 punti base rispetto al *Bund*.

C (60%)

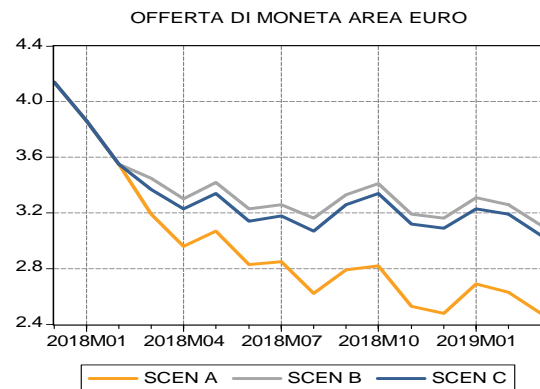
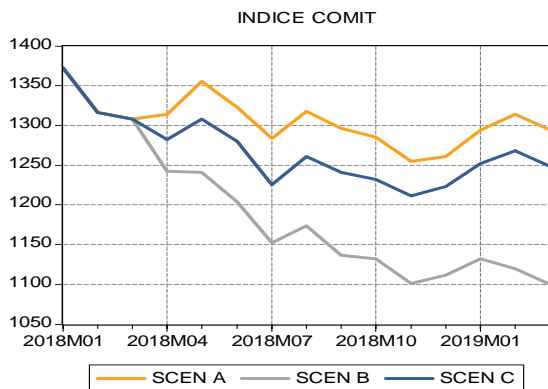
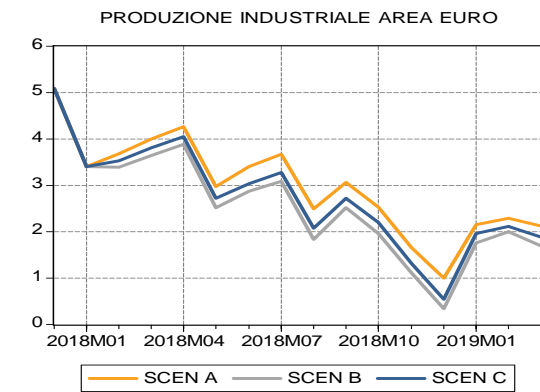
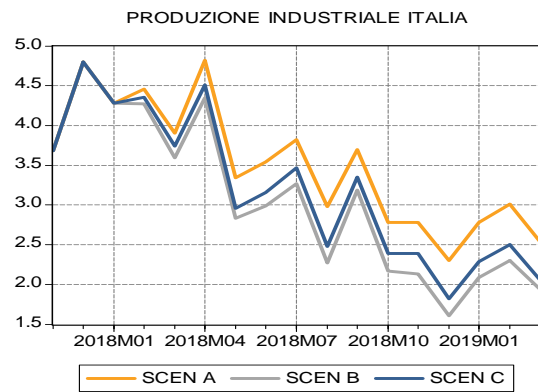
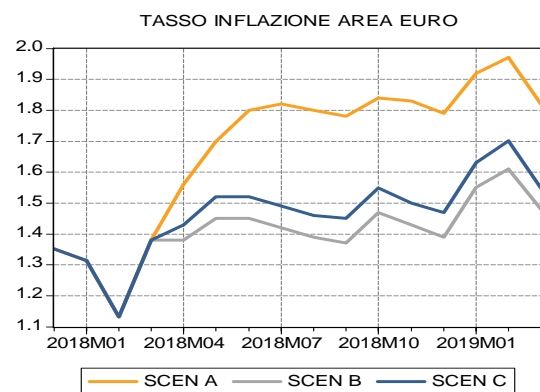
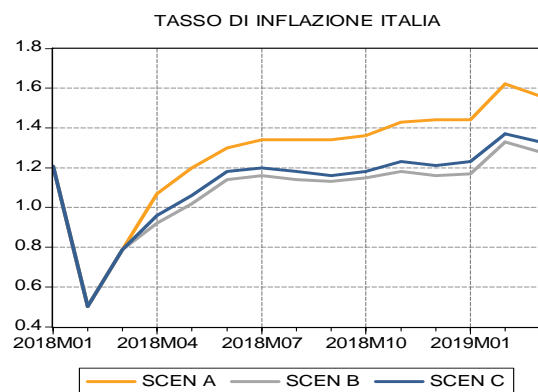
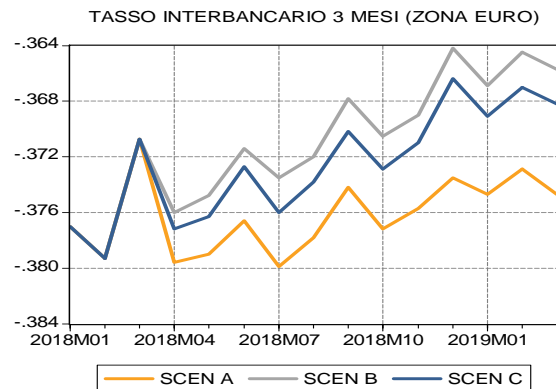
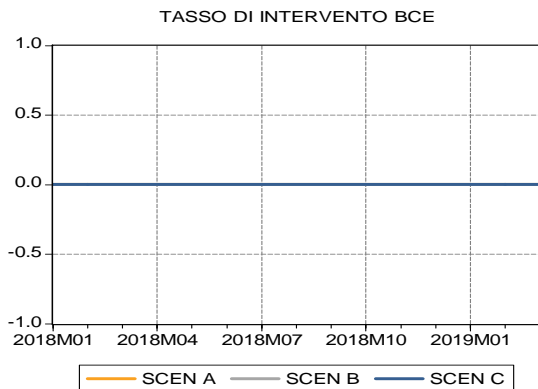
USA: l'effetto negativo del protezionismo sulla crescita viene più che compensato dall'effetto molto espansivo della riforma fiscale già approvata, delineando una crescita del PIL intorno al 3%. **In presenza di una buona domanda interna, i produttori scaricano sui prezzi al consumo i rincari** dovuti ai dazi, quelli delle materie prime dovuti all'aumento del prezzo del petrolio e quelli dei salari per un mercato del lavoro al pieno impiego. Per controllare l'inflazione, **la Fed aumenta i tassi ufficiali ancora tre volte nel resto del 2018, di 25 punti base ciascuna, a giugno, settembre e dicembre.** Nel medio termine, i rendimenti decennali americani si spingono sopra il 3% e il dollaro si rafforza leggermente, intorno a quota 1.21 nei confronti dell'euro.

Area Euro: continua la crescita economica solida intorno al 2.5%, ma l'inflazione rimane moderata sotto il 2%.

Attraverso una buona gestione del linguaggio di comunicazione, la BCE mantiene aperta la data di fine del *Quantitative Easing*, guidando le aspettative dei mercati verso un'inversione di tendenza molto graduale della politica monetaria ed evitando che si generi un effetto restrittivo indiretto. I rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona risalgono in sintonia con quelli americani, ma molto moderatamente. **In Italia, dalle elezioni emerge una coalizione che, pur senza populismi, allenta il rigore sui conti pubblici penalizzando i rendimenti sui titoli di Stato,** portandoli sopra il 2% e lo *spread* BTP/*Bund* verso i 140-145 punti base.

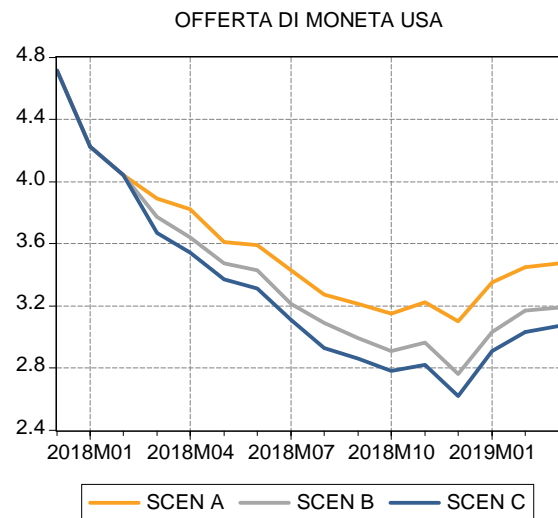
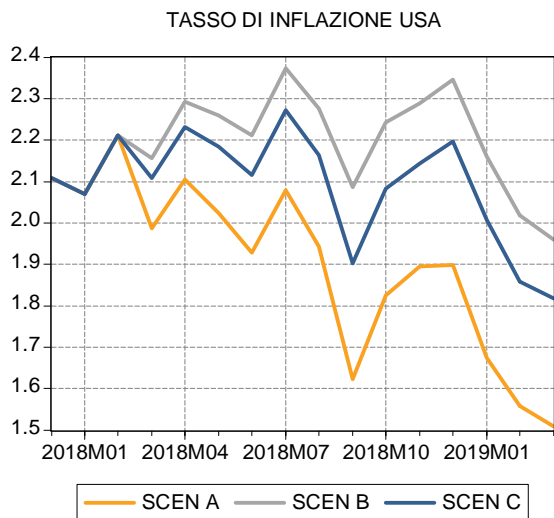
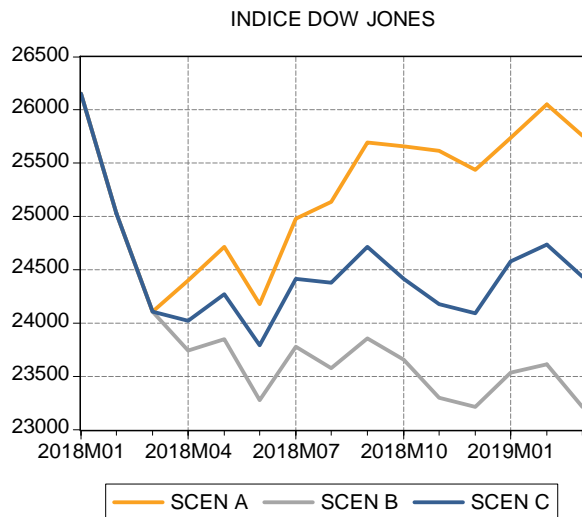
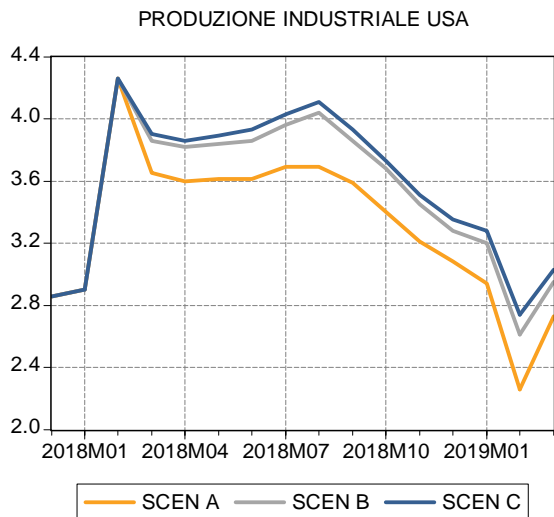
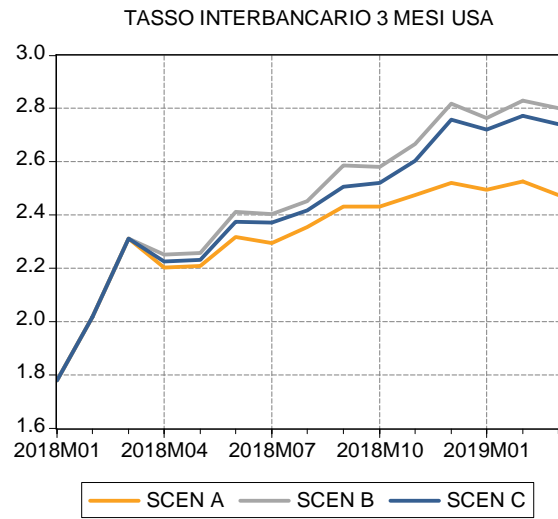
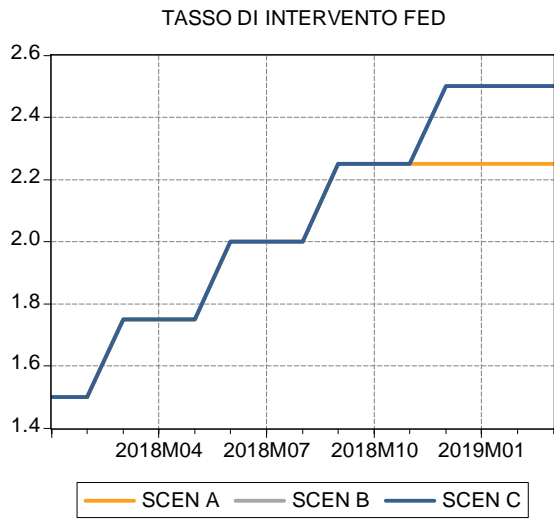
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

Il segmento dei tassi interbancari europei a breve termine è immobile: in marzo -0.4% per la scadenza a 1 e 3 mesi e -0.3% a sei mesi. **Una crescita economica solida e l'inflazione moderata potrebbero consentire alla BCE, con una buona gestione del linguaggio di comunicazione, di mantenere aperta la data di fine del QE (Scen. C e B)** mentre, se le dinamiche dovessero accelerare, si potrebbe profilare la sua non-estensione oltre settembre 2018 (Scen. A). **I saggi interbancari sono visti comunque stabili sui livelli attuali in tutti e tre gli scenari.**

TASSI
INTERBANCARI

In marzo, negli USA, dopo il balzo di febbraio dovuto all'aggiustamento delle attese d'inflazione, i rendimenti dei titoli di Stato si sono ridimensionati, incorporando le incertezze dei mercati sui possibili effetti del protezionismo. Anche in Italia, nonostante l'esito incerto delle elezioni, i rendimenti si sono ridimensionati, trainati in parte da quelli statunitensi, ma anche per l'atteggiamento attendista degli investitori istituzionali e per il probabile intervento della BCE attraverso il suo programma di acquisti. Il decennale si è portato all'1.86% dal 2.12%, il 7 anni all'1.26% dall'1.52%, il 5 anni allo 0.67% dallo 0.9% e il 3 anni allo 0.03% dallo 0.22%. **Nello scenario C, se l'effetto negativo del protezionismo fosse più che compensato da quello molto espansivo della riforma fiscale già approvata, la Fed potrebbe aumentare i tassi ufficiali altre tre volte nel 2018. La BCE, invece, se la crescita rimanesse solida e l'inflazione moderata, potrebbe mantenere aperta la data di fine del QE, limitando il rialzo dei rendimenti europei. In Italia i rendimenti potrebbero però essere penalizzati dal prevalere di una coalizione politica meno ligia alle regole europee sui conti pubblici** (+0.28%, +0.93%, +1.57% e +2.14% rispettivamente il 3, 5, 7, e 10 anni a marzo 2019). Ferme restando queste ipotesi, se dalle elezioni italiane non scaturisse una maggioranza in grado di governare ed emergessero forze populiste (scenario B) i rendimenti dei titoli di Stato europei ne risentirebbero, in particolar modo quelli italiani (+0.40% il 3 anni, +1.07% il 5 anni, +1.68% il 7 anni e +2.26% il 10 anni alla fine del periodo di previsione). Nello scenario A, se negli USA l'effetto negativo del protezionismo sul ciclo economico prevalesse su quello dell'inflazione, la Fed potrebbe limitare il proprio intervento ad altri due rialzi nel 2018. In Europa il protezionismo potrebbe avere effetti limitati sulla crescita e la BCE potrebbe guidare le attese di mercato verso la non-estensione del QE oltre settembre 2018. Questo potrebbe sostenere i rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona e dell'Italia. Tale tendenza potrebbe tuttavia essere limitata dall'emergere di una grande coalizione in grado di governare senza mettere a repentaglio la stabilità economica (+0.13% il 3 anni, +0.83% il 5 anni, +1.42% il 7 anni e +1.99% il 10 anni a marzo 2019).

STRUTTURA A
TERMINE

In gennaio i tassi medi sui depositi e sui prestiti sono rimasti invariati rispetto al mese precedente (+0.4% e +2.7% rispettivamente). **In tutti e tre gli scenari delineati, sono visti stabili sui livelli attuali.**

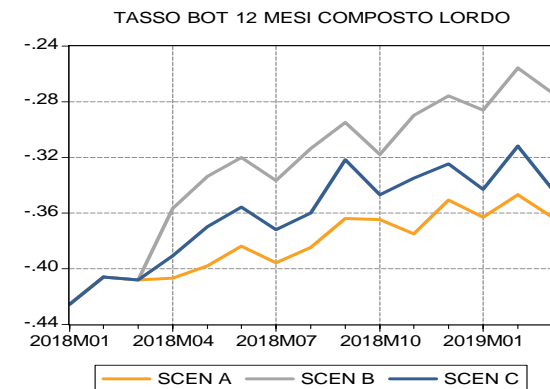
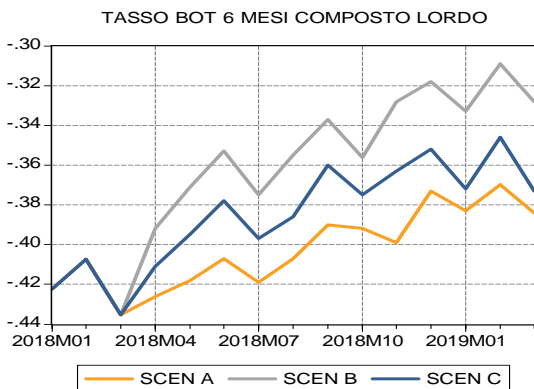
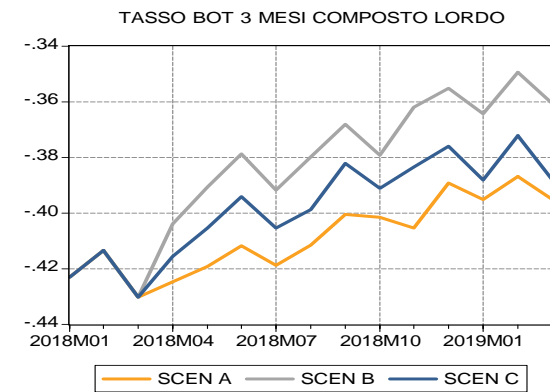
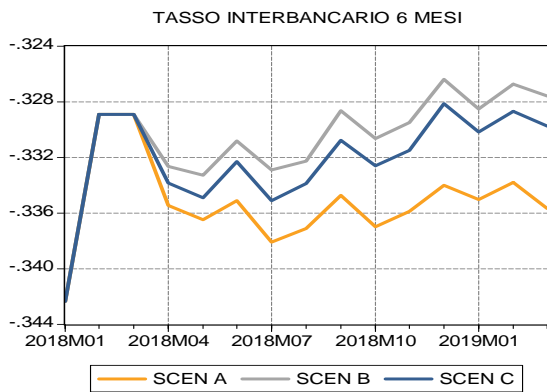
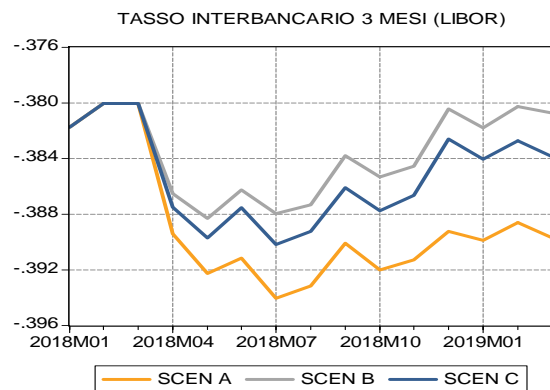
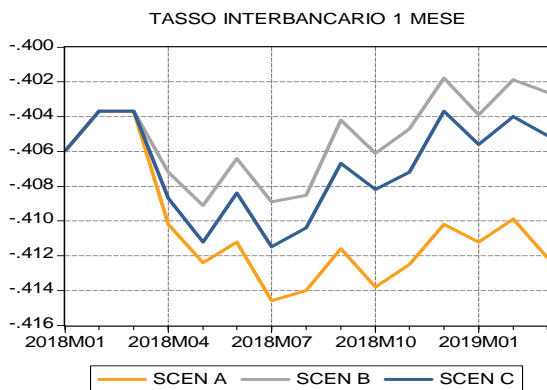
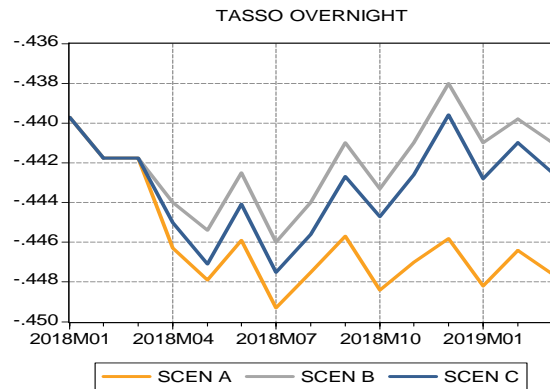
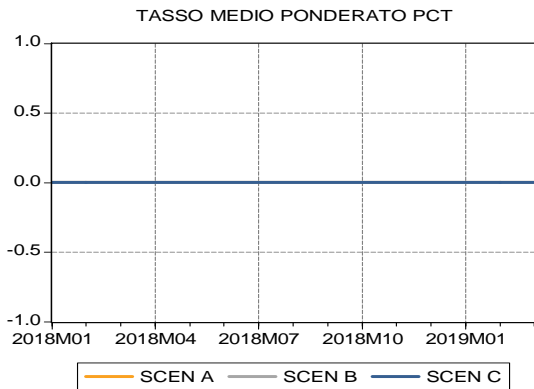
TASSI BANCARI

In gennaio, i prestiti totali sono nuovamente aumentati in modo vigoroso (+2.8% a/a) accelerando rispetto al mese precedente (+1.2%) per effetto della politica accomodante della BCE che continua a sostenere l'economia reale. Simile la dinamica dei depositi totali che, dopo un mese di crescita più moderata (+2.9%) sono tornati sul passo sostenuto osservato tra settembre e ottobre del 2017 (+4.1% in gennaio). **In base alle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica degli impieghi** (+3.1% a/a in C, +2.9% in B e +3.4% in A, a marzo 2019) **e dei depositi totali** (+4.6%, +4.4% e +5.1% rispettivamente) **dovrebbe rimanere sostenuta per l'intero periodo di previsione.**

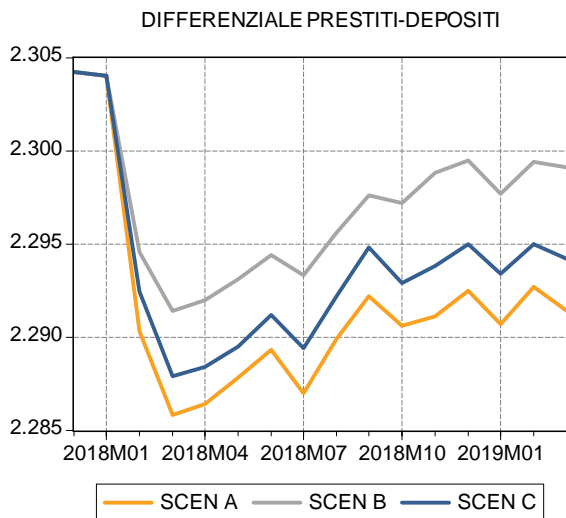
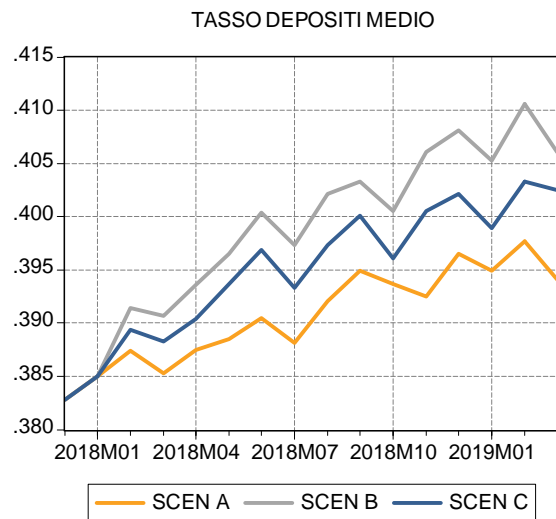
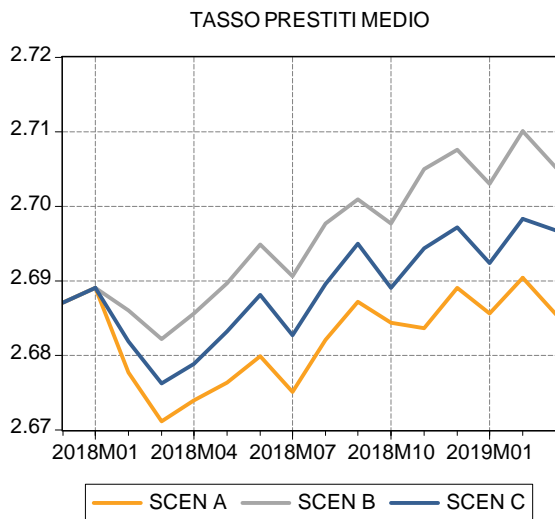
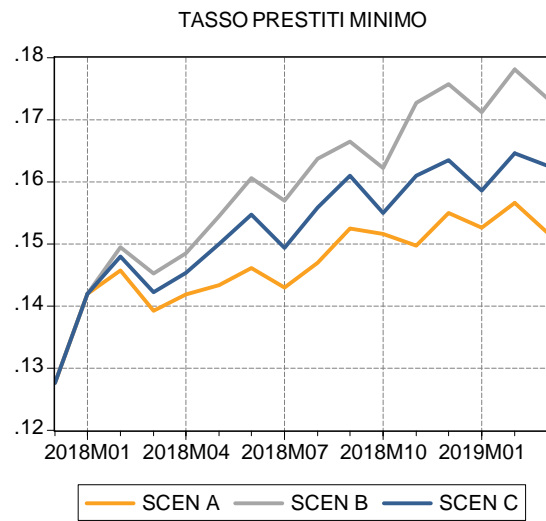
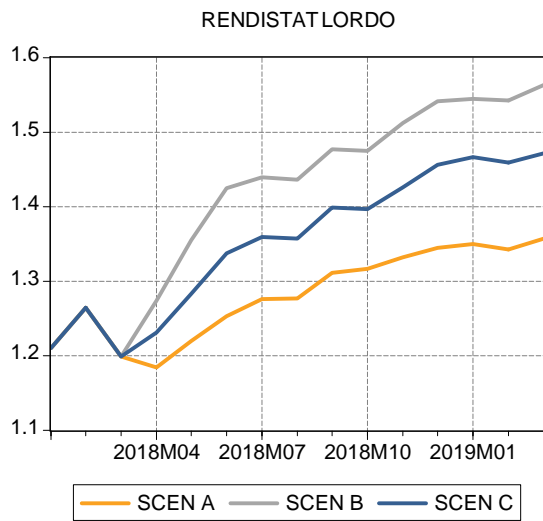
VOLUMI

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

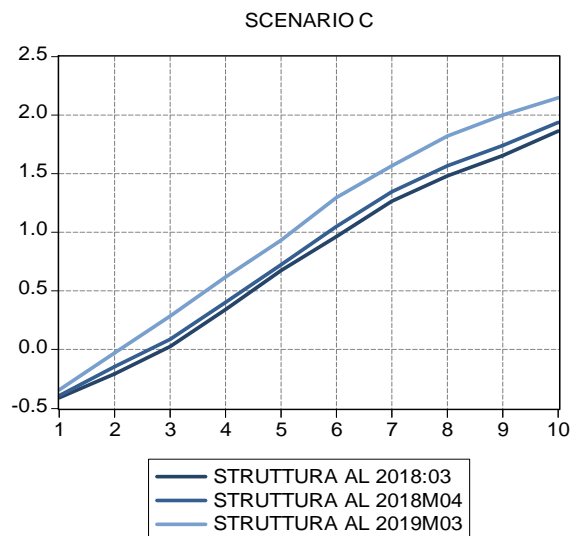
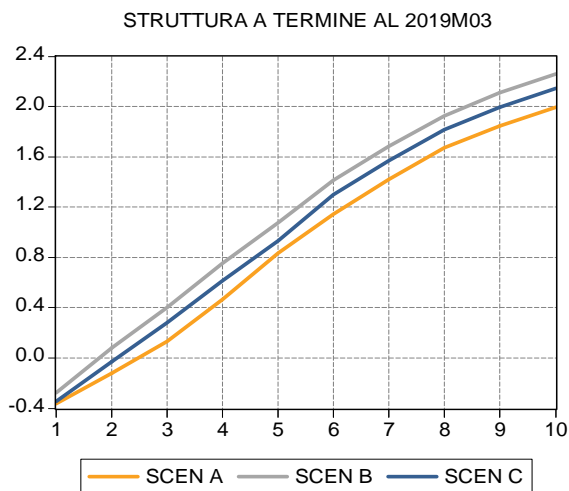
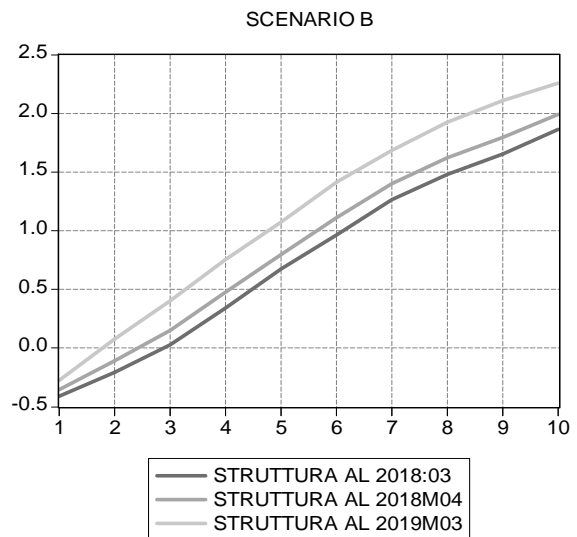
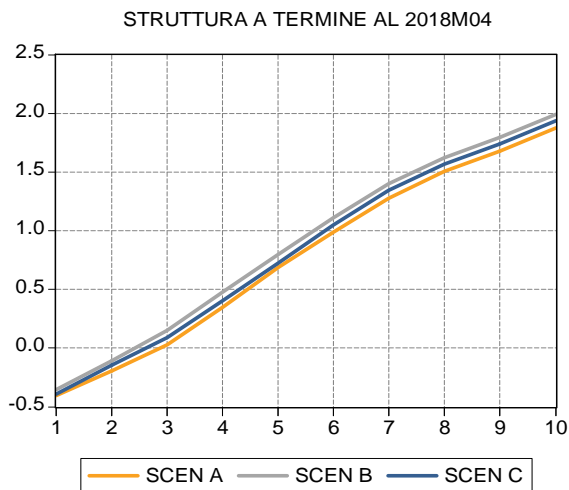
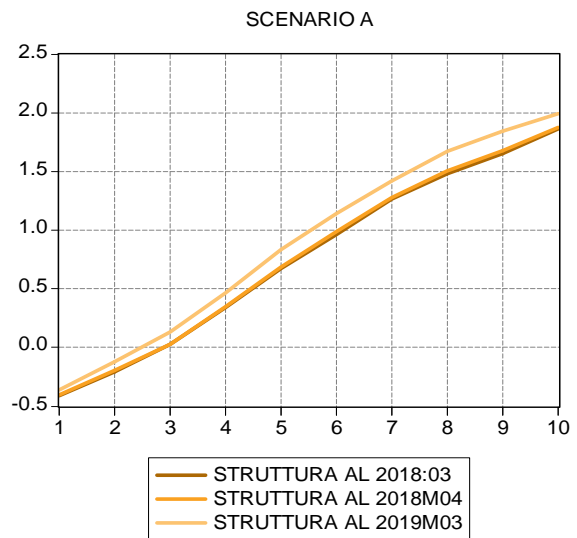
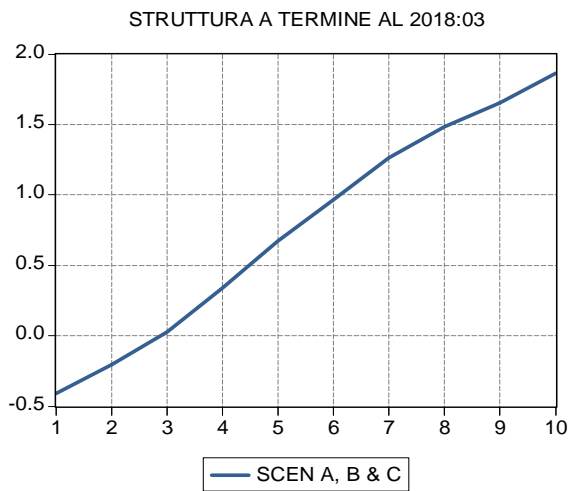
TASSI - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili

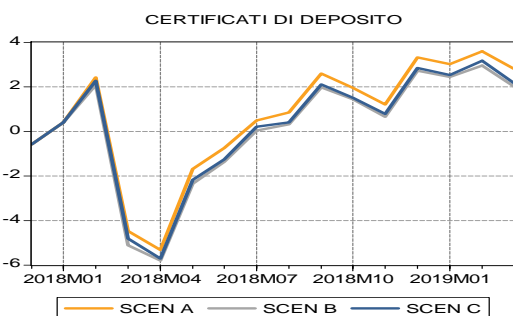
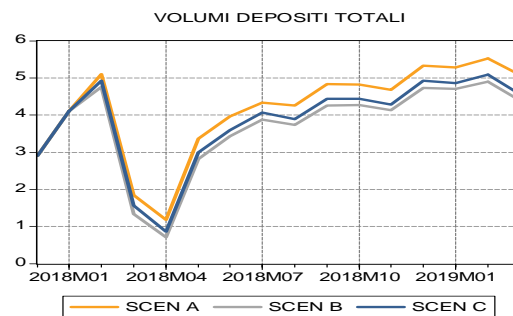
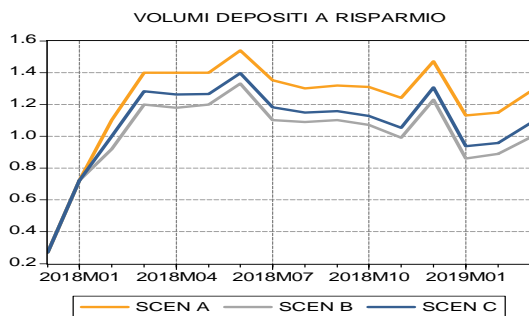
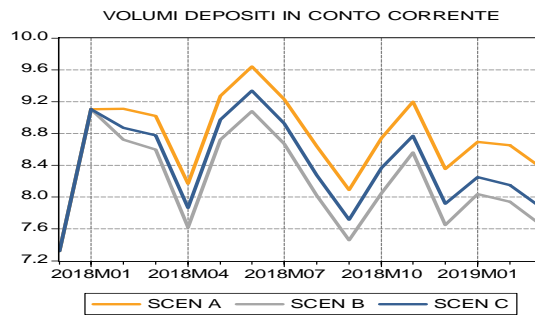
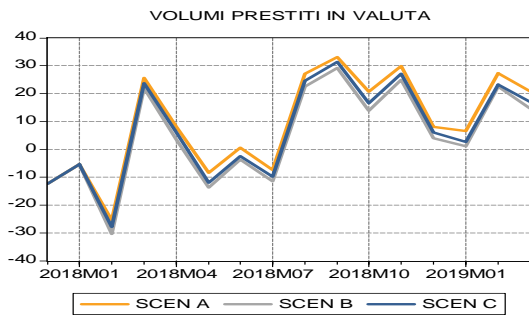
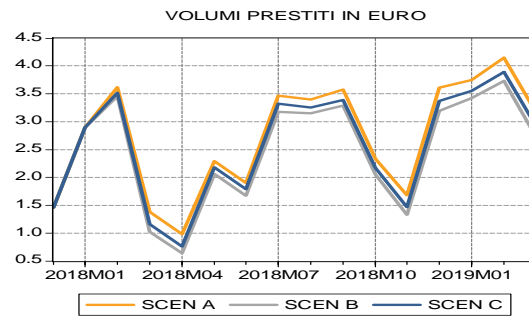
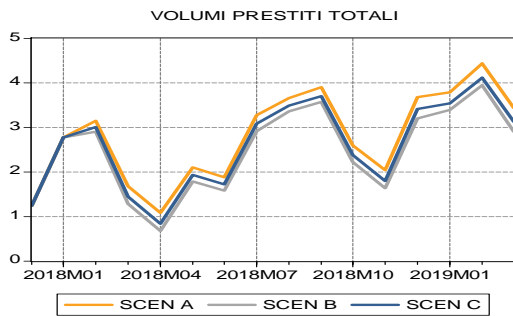
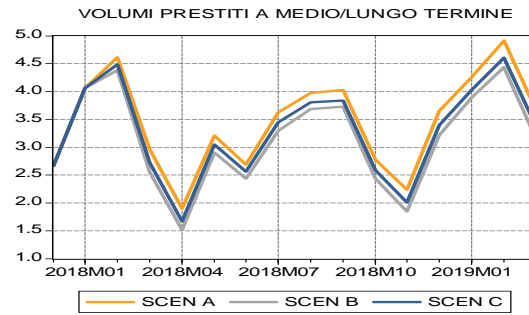
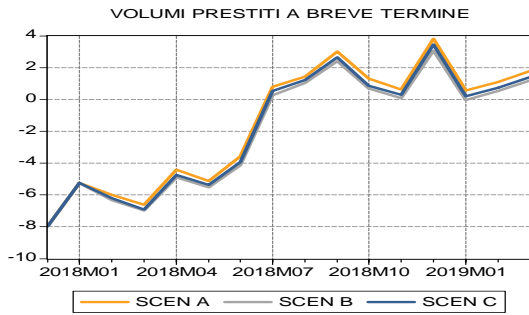


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



| SCENARIO A | 17 9 | 17 10 | 17 11 | 17 12 | 18 1 | 18 2 | 18 3 | 18 4 | 18 5 | 18 6 | 18 7 | 18 8 | 18 9 | 18 10 | 18 11 | 18 12 | 19 1 | 19 2 | 19 3 | |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| ESOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di intervento | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Indice COMIT (livello) | 1319 | 1338 | 1314 | 1297 | 1373 | 1316 | 1308 | 1314 | 1355 | 1323 | 1284 | 1318 | 1296 | 1285 | 1255 | 1261 | 1294 | 1314 | 1294 | 1294 |
| Produzione Industriale (Var. % a/a) | 3.4 | 3.3 | 3.7 | 4.8 | 4.3 | 4.5 | 3.9 | 4.8 | 3.3 | 3.5 | 3.8 | 3.0 | 3.7 | 2.8 | 2.8 | 2.3 | 2.8 | 3.0 | 2.5 | 2.5 |
| Tasso di Inflazione (Arm.) | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.2 | 0.5 | 0.8 | 1.1 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.6 | 1.6 |
| ENDOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| TASSI | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| T. P/T medio | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| T. Overnight media d/l | -0.43 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.45 | -0.45 | -0.45 | -0.45 | -0.45 | -0.45 | -0.45 | -0.45 | -0.45 | -0.45 | -0.45 | -0.45 | -0.45 |
| T. Interb. 1m lett. | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 |
| T. Interb. 3m lett. | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -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 |
| T. Interb. 6m lett. | -0.31 | -0.31 | -0.32 | -0.32 | -0.34 | -0.33 | -0.33 | -0.34 | -0.34 | -0.34 | -0.34 | -0.34 | -0.33 | -0.34 | -0.34 | -0.33 | -0.34 | -0.33 | -0.34 | -0.34 |
| T. Depositi medio | 0.39 | 0.38 | 0.39 | 0.38 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.40 | 0.39 | 0.40 | 0.39 | 0.39 |
| T. Prestiti medio | 2.75 | 2.74 | 2.72 | 2.69 | 2.69 | 2.68 | 2.67 | 2.67 | 2.68 | 2.68 | 2.68 | 2.68 | 2.69 | 2.68 | 2.68 | 2.69 | 2.69 | 2.69 | 2.69 | 2.69 |
| T.prest. medio - T.dep. medio | 2.36 | 2.36 | 2.33 | 2.30 | 2.30 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 |
| T. BOT comp. lordo 3m ^(*) | -0.40 | -0.41 | -0.44 | -0.45 | -0.42 | -0.41 | -0.43 | -0.42 | -0.42 | -0.41 | -0.42 | -0.41 | -0.40 | -0.40 | -0.41 | -0.39 | -0.40 | -0.39 | -0.40 | -0.40 |
| T. BOT comp. lordo 6m | -0.39 | -0.41 | -0.44 | -0.46 | -0.42 | -0.41 | -0.44 | -0.43 | -0.42 | -0.41 | -0.42 | -0.41 | -0.39 | -0.39 | -0.40 | -0.37 | -0.38 | -0.37 | -0.38 | -0.38 |
| T. BOT comp. lordo 12m | -0.33 | -0.34 | -0.40 | -0.41 | -0.43 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.38 | -0.40 | -0.39 | -0.36 | -0.37 | -0.38 | -0.35 | -0.36 | -0.35 | -0.36 | -0.36 |
| Rendistat lordo | 1.25 | 1.23 | 1.03 | 1.05 | 1.21 | 1.26 | 1.20 | 1.18 | 1.22 | 1.25 | 1.28 | 1.28 | 1.31 | 1.32 | 1.33 | 1.34 | 1.35 | 1.34 | 1.36 | 1.36 |
| Rendistat netto | 1.10 | 1.07 | 0.90 | 0.92 | 1.06 | 1.11 | 1.05 | 1.04 | 1.07 | 1.10 | 1.12 | 1.12 | 1.15 | 1.15 | 1.17 | 1.18 | 1.18 | 1.17 | 1.19 | 1.19 |
| STRUTTURA A TERMINE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rend. BTP a 3 anni | 0.20 | 0.10 | 0.02 | 0.24 | 0.25 | 0.22 | 0.03 | 0.03 | 0.07 | 0.11 | 0.09 | 0.12 | 0.15 | 0.13 | 0.12 | 0.16 | 0.13 | 0.17 | 0.13 | 0.13 |
| Rend. BTP a 5 anni | 0.88 | 0.69 | 0.59 | 0.86 | 0.90 | 0.90 | 0.67 | 0.69 | 0.74 | 0.80 | 0.76 | 0.80 | 0.84 | 0.83 | 0.83 | 0.86 | 0.83 | 0.88 | 0.83 | 0.83 |
| Rend. BTP a 7 anni | 1.57 | 1.30 | 1.22 | 1.49 | 1.54 | 1.52 | 1.26 | 1.28 | 1.33 | 1.38 | 1.37 | 1.39 | 1.43 | 1.41 | 1.41 | 1.44 | 1.42 | 1.46 | 1.42 | 1.42 |
| Rend. BTP a 10 anni | 2.23 | 1.92 | 1.86 | 2.13 | 2.16 | 2.12 | 1.86 | 1.87 | 1.91 | 1.96 | 1.95 | 1.97 | 2.01 | 1.99 | 1.99 | 2.02 | 1.99 | 2.03 | 1.99 | 1.99 |
| VOLUMI (LIVELLI in mld) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2347.621 | 2397.446 | 2421.582 | 2371.216 | 2378.847 | 2375.499 | 2416.491 | 2409.262 | 2410.407 | 2431.684 | 2425.24 | 2430.44 | 2439.17 | 2459.62 | 2470.96 | 2458.25 | 2468.94 | 2480.66 | 2499.38 | 2499.38 |
| Prestiti in euro | 2322.290 | 2362.965 | 2390.819 | 2338.729 | 2347.917 | 2347.106 | 2379.507 | 2372.927 | 2372.173 | 2390.668 | 2385.045 | 2398.26 | 2405.428 | 2418.02 | 2430.99 | 2423.16 | 2435.96 | 2444.51 | 2454.70 | 2454.70 |
| Prestiti in valuta | 25.331 | 34.480 | 30.762 | 32.488 | 30.930 | 28.393 | 36.984 | 36.335 | 38.235 | 41.016 | 40.191 | 32.175 | 33.737 | 41.593 | 39.971 | 35.094 | 32.974 | 36.153 | 44.677 | 44.677 |
| Prestiti a breve | 288.222 | 291.994 | 298.697 | 289.021 | 303.657 | 300.455 | 296.102 | 296.740 | 297.698 | 299.623 | 301.648 | 296.118 | 296.868 | 295.790 | 300.549 | 300.062 | 305.357 | 303.730 | 301.402 | 301.402 |
| Prestiti a m / l | 2059.399 | 2105.452 | 2122.885 | 2082.195 | 2075.191 | 2075.044 | 2120.390 | 2112.521 | 2112.709 | 2132.061 | 2123.588 | 2134.321 | 2142.297 | 2163.826 | 2170.407 | 2158.189 | 2163.581 | 2176.934 | 2197.975 | 2197.975 |
| Depositi totali | 2349.676 | 2363.714 | 2357.993 | 2373.761 | 2375.170 | 2377.016 | 2413.389 | 2417.280 | 2414.566 | 2427.560 | 2431.856 | 2432.642 | 2463.166 | 2477.645 | 2468.347 | 2500.282 | 2500.579 | 2508.227 | 2535.748 | 2535.748 |
| Depositi in c / c | 1027.501 | 1028.534 | 1023.392 | 1060.205 | 1048.904 | 1053.980 | 1067.933 | 1086.063 | 1085.971 | 1092.809 | 1091.647 | 1092.280 | 1110.625 | 1118.428 | 1117.544 | 1148.732 | 1140.054 | 1145.150 | 1157.212 | 1157.212 |
| Depositi a risparmio | 297.368 | 296.910 | 297.532 | 298.726 | 300.931 | 301.565 | 301.193 | 300.482 | 299.820 | 299.470 | 299.904 | 301.065 | 301.293 | 300.799 | 301.222 | 303.118 | 304.331 | 305.033 | 305.048 | 305.048 |
| Certif. deposito | 1024.808 | 1038.270 | 1037.069 | 1014.829 | 1025.335 | 1021.471 | 1044.263 | 1030.735 | 1028.775 | 1035.281 | 1040.305 | 1039.297 | 1051.247 | 1058.418 | 1049.582 | 1048.432 | 1056.194 | 1058.045 | 1073.487 | 1073.487 |
| VOLUMI (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 0.55 | 2.98 | 4.19 | 1.24 | 2.78 | 3.14 | 1.68 | 1.08 | 2.10 | 1.88 | 3.27 | 3.66 | 3.90 | 2.59 | 2.04 | 3.67 | 3.79 | 4.43 | 3.43 | 3.43 |
| Prestiti in euro | 1.01 | 2.76 | 4.48 | 1.46 | 2.89 | 3.62 | 1.38 | 0.98 | 2.29 | 1.90 | 3.47 | 3.40 | 3.58 | 2.33 | 1.68 | 3.61 | 3.75 | 4.15 | 3.16 | 3.16 |
| Prestiti in valuta | -29.28 | 20.63 | -14.41 | -12.28 | -5.33 | -25.42 | 25.59 | 8.07 | -8.45 | 0.58 | -7.48 | 27.18 | 33.18 | 20.63 | 29.93 | 8.02 | 6.61 | 27.33 | 20.80 | 20.80 |
| Prestiti a breve | -11.18 | -9.26 | -7.15 | -7.95 | -5.23 | -5.99 | -6.63 | -4.41 | -5.14 | -3.57 | 0.80 | 1.41 | 3.00 | 1.30 | 0.62 | 3.82 | 0.56 | 1.09 | 1.79 | 1.79 |
| Prestiti a m / l | 2.44 | 4.94 | 6.01 | 2.67 | 4.06 | 4.61 | 2.96 | 1.90 | 3.21 | 2.69 | 3.63 | 3.98 | 4.03 | 2.77 | 2.24 | 3.65 | 4.26 | 4.91 | 3.66 | 3.66 |
| Depositi totali | 3.67 | 4.53 | 4.71 | 2.91 | 4.10 | 5.10 | 1.84 | 1.18 | 3.36 | 3.97 | 4.34 | 4.26 | 4.83 | 4.82 | 4.68 | 5.33 | 5.28 | 5.52 | 5.07 | 5.07 |
| Depositi in c / c | 10.04 | 8.29 | 7.76 | 7.32 | 9.10 | 9.11 | 9.02 | 8.17 | 9.27 | 9.64 | 9.23 | 8.64 | 8.09 | 8.74 | 9.20 | 8.35 | 8.69 | 8.65 | 8.36 | 8.36 |
| Depositi a risparmio | -0.58 | -0.40 | 0.07 | 0.27 | 0.72 | 1.10 | 1.40 | 1.40 | 1.40 | 1.54 | 1.35 | 1.30 | 1.32 | 1.31 | 1.24 | 1.47 | 1.13 | 1.15 | 1.28 | 1.28 |
| Certif. deposito | -0.85 | 2.44 | 3.21 | -0.59 | 0.39 | 2.41 | -4.47 | -5.33 | -1.70 | -0.76 | 0.47 | 0.84 | 2.58 | 1.94 | 1.21 | 3.31 | 3.01 | 3.58 | 2.80 | 2.80 |

| SCENARIO B | 17 9 | 17 10 | 17 11 | 17 12 | 18 1 | 18 2 | 18 3 | 18 4 | 18 5 | 18 6 | 18 7 | 18 8 | 18 9 | 18 10 | 18 11 | 18 12 | 19 1 | 19 2 | 19 3 | |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| ESOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di intervento | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Indice COMIT (livello) | 1319 | 1338 | 1314 | 1297 | 1373 | 1316 | 1308 | 1242 | 1241 | 1204 | 1152 | 1174 | 1137 | 1132 | 1101 | 1112 | 1132 | 1120 | 1100 | 1100 |
| Produzione Industriale (Var. % a/a) | 3.4 | 3.3 | 3.7 | 4.8 | 4.3 | 4.3 | 3.6 | 4.4 | 2.8 | 3.0 | 3.3 | 2.3 | 3.2 | 2.2 | 2.1 | 1.6 | 2.1 | 2.3 | 1.9 | 1.9 |
| Tasso di Inflazione (Arm.) | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.2 | 0.5 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| ENDOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| TASSI | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| T. P/T medio | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| T. Overnight media d/l | -0.43 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.45 | -0.44 | -0.45 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 |
| T. Interb. 1m lett. | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.41 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 |
| T. Interb. 3m lett. | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.38 | -0.39 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 |
| T. Interb. 6m lett. | -0.31 | -0.31 | -0.32 | -0.32 | -0.34 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 |
| T. Depositi medio | 0.39 | 0.38 | 0.39 | 0.38 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 |
| T. Prestiti medio | 2.75 | 2.74 | 2.72 | 2.69 | 2.69 | 2.69 | 2.68 | 2.69 | 2.69 | 2.69 | 2.69 | 2.70 | 2.70 | 2.70 | 2.70 | 2.71 | 2.70 | 2.71 | 2.71 | 2.71 |
| T.prest. medio - T.dep. medio | 2.36 | 2.36 | 2.33 | 2.30 | 2.30 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.30 | 2.30 | 2.30 | 2.30 | 2.30 | 2.30 | 2.30 | 2.30 | 2.30 |
| T. BOT comp. lordo 3m ^(*) | -0.40 | -0.41 | -0.44 | -0.45 | -0.42 | -0.41 | -0.43 | -0.40 | -0.39 | -0.38 | -0.39 | -0.38 | -0.37 | -0.38 | -0.36 | -0.36 | -0.36 | -0.36 | -0.35 | -0.36 |
| T. BOT comp. lordo 6m | -0.39 | -0.41 | -0.44 | -0.46 | -0.42 | -0.41 | -0.44 | -0.39 | -0.37 | -0.35 | -0.38 | -0.36 | -0.34 | -0.36 | -0.33 | -0.32 | -0.33 | -0.31 | -0.33 | -0.33 |
| T. BOT comp. lordo 12m | -0.33 | -0.34 | -0.40 | -0.41 | -0.43 | -0.41 | -0.41 | -0.36 | -0.33 | -0.32 | -0.34 | -0.31 | -0.30 | -0.32 | -0.29 | -0.28 | -0.29 | -0.26 | -0.27 | -0.27 |
| Rendistat lordo | 1.25 | 1.23 | 1.03 | 1.05 | 1.21 | 1.26 | 1.20 | 1.27 | 1.36 | 1.43 | 1.44 | 1.44 | 1.48 | 1.47 | 1.51 | 1.54 | 1.54 | 1.54 | 1.54 | 1.56 |
| Rendistat netto | 1.10 | 1.07 | 0.90 | 0.92 | 1.06 | 1.11 | 1.05 | 1.11 | 1.19 | 1.25 | 1.26 | 1.26 | 1.29 | 1.29 | 1.32 | 1.35 | 1.35 | 1.35 | 1.35 | 1.37 |
| STRUTTURA A TERMINE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rend. BTP a 3 anni | 0.20 | 0.10 | 0.02 | 0.24 | 0.25 | 0.22 | 0.03 | 0.15 | 0.26 | 0.34 | 0.29 | 0.33 | 0.36 | 0.34 | 0.38 | 0.42 | 0.38 | 0.44 | 0.40 | 0.40 |
| Rend. BTP a 5 anni | 0.88 | 0.69 | 0.59 | 0.86 | 0.90 | 0.90 | 0.67 | 0.80 | 0.93 | 1.00 | 0.97 | 1.01 | 1.04 | 1.01 | 1.06 | 1.10 | 1.07 | 1.12 | 1.07 | 1.07 |
| Rend. BTP a 7 anni | 1.57 | 1.30 | 1.22 | 1.49 | 1.54 | 1.52 | 1.26 | 1.40 | 1.52 | 1.59 | 1.56 | 1.60 | 1.63 | 1.61 | 1.66 | 1.69 | 1.67 | 1.71 | 1.68 | 1.68 |
| Rend. BTP a 10 anni | 2.23 | 1.92 | 1.86 | 2.13 | 2.16 | 2.12 | 1.86 | 1.99 | 2.09 | 2.17 | 2.14 | 2.18 | 2.21 | 2.19 | 2.24 | 2.27 | 2.24 | 2.29 | 2.26 | 2.26 |
| VOLUMI (LIVELLI in mld) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2347.621 | 2397.446 | 2421.582 | 2371.216 | 2378.847 | 2369.972 | 2406.985 | 2399.727 | 2402.853 | 2424.584 | 2416.84 | 2423.49 | 2431.43 | 2450.67 | 2461.05 | 2447.10 | 2459.49 | 2463.35 | 2476.79 | 2476.79 |
| Prestiti in euro | 2322.290 | 2362.965 | 2390.819 | 2338.729 | 2347.917 | 2343.482 | 2371.057 | 2364.937 | 2366.839 | 2385.272 | 2378.360 | 2392.47 | 2398.694 | 2411.41 | 2422.62 | 2413.33 | 2428.22 | 2430.89 | 2435.55 | 2435.55 |
| Prestiti in valuta | 25.331 | 34.480 | 30.762 | 32.488 | 30.930 | 26.489 | 35.928 | 34.790 | 36.014 | 39.312 | 38.483 | 31.020 | 32.738 | 39.263 | 38.436 | 33.761 | 31.274 | 32.454 | 41.237 | 41.237 |
| Prestiti a breve | 288.222 | 291.994 | 298.697 | 289.021 | 303.657 | 299.400 | 294.960 | 295.250 | 296.474 | 297.852 | 300.062 | 295.066 | 295.197 | 294.009 | 298.936 | 297.865 | 303.565 | 300.957 | 298.499 | 298.499 |
| Prestiti a m/l | 2059.399 | 2105.452 | 2122.885 | 2082.195 | 2075.191 | 2070.571 | 2112.025 | 2104.477 | 2106.379 | 2126.732 | 2116.781 | 2128.419 | 2136.235 | 2156.660 | 2162.118 | 2149.230 | 2155.925 | 2162.391 | 2178.288 | 2178.288 |
| Depositi totali | 2349.676 | 2363.714 | 2357.993 | 2373.761 | 2375.170 | 2369.326 | 2401.540 | 2406.051 | 2401.718 | 2414.951 | 2420.902 | 2420.275 | 2449.772 | 2464.644 | 2455.378 | 2486.039 | 2487.041 | 2485.423 | 2506.727 | 2506.727 |
| Depositi in c/c | 1027.501 | 1028.534 | 1023.392 | 1060.205 | 1048.904 | 1050.213 | 1063.819 | 1080.540 | 1080.505 | 1087.228 | 1086.051 | 1086.046 | 1104.152 | 1111.331 | 1110.994 | 1141.311 | 1133.236 | 1133.600 | 1145.095 | 1145.095 |
| Depositi a risparmio | 297.368 | 296.910 | 297.532 | 298.726 | 300.931 | 301.028 | 300.599 | 299.830 | 299.228 | 298.850 | 299.164 | 300.441 | 300.639 | 300.087 | 300.478 | 302.401 | 303.519 | 303.707 | 303.575 | 303.575 |
| Certif. deposito | 1024.808 | 1038.270 | 1037.069 | 1014.829 | 1025.335 | 1018.086 | 1037.122 | 1025.681 | 1021.985 | 1028.874 | 1035.688 | 1033.788 | 1044.982 | 1053.227 | 1043.906 | 1042.328 | 1050.286 | 1048.116 | 1058.058 | 1058.058 |
| VOLUMI (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 0.55 | 2.98 | 4.19 | 1.24 | 2.78 | 2.90 | 1.28 | 0.68 | 1.78 | 1.58 | 2.91 | 3.36 | 3.57 | 2.22 | 1.63 | 3.20 | 3.39 | 3.94 | 2.90 | 2.90 |
| Prestiti in euro | 1.01 | 2.76 | 4.48 | 1.46 | 2.89 | 3.46 | 1.02 | 0.64 | 2.06 | 1.67 | 3.18 | 3.15 | 3.29 | 2.05 | 1.33 | 3.19 | 3.42 | 3.73 | 2.72 | 2.72 |
| Prestiti in valuta | -29.28 | 20.63 | -14.41 | -12.28 | -5.33 | -30.42 | 22.00 | 3.48 | -13.77 | -3.60 | -11.42 | 22.61 | 29.24 | 13.87 | 24.95 | 3.92 | 1.11 | 22.52 | 14.78 | 14.78 |
| Prestiti a breve | -11.18 | -9.26 | -7.15 | -7.95 | -5.23 | -6.32 | -6.99 | -4.89 | -5.53 | -4.14 | 0.27 | 1.05 | 2.42 | 0.69 | 0.08 | 3.06 | -0.03 | 0.52 | 1.20 | 1.20 |
| Prestiti a m/l | 2.44 | 4.94 | 6.01 | 2.67 | 4.06 | 4.39 | 2.55 | 1.51 | 2.90 | 2.44 | 3.30 | 3.69 | 3.73 | 2.43 | 1.85 | 3.22 | 3.89 | 4.43 | 3.14 | 3.14 |
| Depositi totali | 3.67 | 4.53 | 4.71 | 2.91 | 4.10 | 4.76 | 1.34 | 0.71 | 2.81 | 3.43 | 3.87 | 3.73 | 4.26 | 4.27 | 4.13 | 4.73 | 4.71 | 4.90 | 4.38 | 4.38 |
| Depositi in c/c | 10.04 | 8.29 | 7.76 | 7.32 | 9.10 | 8.72 | 8.60 | 7.62 | 8.72 | 9.08 | 8.67 | 8.02 | 7.46 | 8.05 | 8.56 | 7.65 | 8.04 | 7.94 | 7.64 | 7.64 |
| Depositi a risparmio | -0.58 | -0.40 | 0.07 | 0.27 | 0.72 | 0.92 | 1.20 | 1.18 | 1.20 | 1.33 | 1.10 | 1.09 | 1.10 | 1.07 | 0.99 | 1.23 | 0.86 | 0.89 | 0.99 | 0.99 |
| Certif. deposito | -0.85 | 2.44 | 3.21 | -0.59 | 0.39 | 2.07 | -5.13 | -5.79 | -2.35 | -1.37 | 0.03 | 0.31 | 1.97 | 1.44 | 0.66 | 2.71 | 2.43 | 2.95 | 2.02 | 2.02 |

| SCENARIO C | 17 9 | 17 10 | 17 11 | 17 12 | 18 1 | 18 2 | 18 3 | 18 4 | 18 5 | 18 6 | 18 7 | 18 8 | 18 9 | 18 10 | 18 11 | 18 12 | 19 1 | 19 2 | 19 3 | |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-------|
| ESOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di intervento | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Indice COMIT (livello) | 1319 | 1338 | 1314 | 1297 | 1373 | 1316 | 1308 | 1282 | 1308 | 1280 | 1226 | 1261 | 1241 | 1232 | 1211 | 1223 | 1252 | 1268 | 1248 | |
| Produzione Industriale (Var. % a/a) | 3.4 | 3.3 | 3.7 | 4.8 | 4.3 | 4.4 | 3.7 | 4.5 | 3.0 | 3.2 | 3.5 | 2.5 | 3.4 | 2.4 | 2.4 | 1.8 | 2.3 | 2.5 | 2.1 | |
| Tasso di Inflazione (Arm.) | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.2 | 0.5 | 0.8 | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.4 | 1.3 | |
| ENDOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| TASSI | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| T. P/T medio | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| T. Overnight media d/l | -0.43 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.45 | -0.45 | -0.44 | -0.45 | -0.45 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 |
| T. Interb. 1m lett. | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.41 | -0.40 | -0.40 | -0.41 |
| T. Interb. 3m lett. | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 |
| T. Interb. 6m lett. | -0.31 | -0.31 | -0.32 | -0.32 | -0.34 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.34 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 |
| T. Depositi medio | 0.39 | 0.38 | 0.39 | 0.38 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.40 | 0.39 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 |
| T. Prestiti medio | 2.75 | 2.74 | 2.72 | 2.69 | 2.69 | 2.68 | 2.68 | 2.68 | 2.68 | 2.69 | 2.68 | 2.69 | 2.69 | 2.69 | 2.69 | 2.70 | 2.69 | 2.70 | 2.70 | 2.70 |
| T.prest. medio - T.dep. medio | 2.36 | 2.36 | 2.33 | 2.30 | 2.30 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.30 | 2.29 | 2.30 | 2.29 | 2.29 |
| T. BOT comp. lordo 3m ^(*) | -0.40 | -0.41 | -0.44 | -0.45 | -0.42 | -0.41 | -0.43 | -0.42 | -0.41 | -0.39 | -0.41 | -0.40 | -0.38 | -0.39 | -0.38 | -0.38 | -0.39 | -0.37 | -0.39 | -0.39 |
| T. BOT comp. lordo 6m | -0.39 | -0.41 | -0.44 | -0.46 | -0.42 | -0.41 | -0.44 | -0.41 | -0.40 | -0.38 | -0.40 | -0.39 | -0.36 | -0.38 | -0.36 | -0.35 | -0.37 | -0.35 | -0.37 | -0.37 |
| T. BOT comp. lordo 12m | -0.33 | -0.34 | -0.40 | -0.41 | -0.43 | -0.41 | -0.41 | -0.39 | -0.37 | -0.36 | -0.37 | -0.36 | -0.32 | -0.35 | -0.34 | -0.33 | -0.34 | -0.31 | -0.34 | -0.34 |
| Rendistat lordo | 1.25 | 1.23 | 1.03 | 1.05 | 1.21 | 1.26 | 1.20 | 1.23 | 1.28 | 1.34 | 1.36 | 1.36 | 1.40 | 1.40 | 1.43 | 1.46 | 1.47 | 1.46 | 1.47 | 1.47 |
| Rendistat netto | 1.10 | 1.07 | 0.90 | 0.92 | 1.06 | 1.11 | 1.05 | 1.08 | 1.12 | 1.17 | 1.19 | 1.19 | 1.22 | 1.22 | 1.25 | 1.27 | 1.28 | 1.28 | 1.29 | 1.29 |
| STRUTTURA A TERMINE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rend. BTP a 3 anni | 0.20 | 0.10 | 0.02 | 0.24 | 0.25 | 0.22 | 0.03 | 0.09 | 0.17 | 0.24 | 0.20 | 0.23 | 0.27 | 0.24 | 0.27 | 0.32 | 0.29 | 0.33 | 0.28 | |
| Rend. BTP a 5 anni | 0.88 | 0.69 | 0.59 | 0.86 | 0.90 | 0.90 | 0.67 | 0.72 | 0.79 | 0.87 | 0.83 | 0.88 | 0.91 | 0.88 | 0.93 | 0.97 | 0.94 | 0.98 | 0.93 | |
| Rend. BTP a 7 anni | 1.57 | 1.30 | 1.22 | 1.49 | 1.54 | 1.52 | 1.26 | 1.34 | 1.42 | 1.50 | 1.47 | 1.51 | 1.54 | 1.51 | 1.55 | 1.60 | 1.58 | 1.61 | 1.57 | |
| Rend. BTP a 10 anni | 2.23 | 1.92 | 1.86 | 2.13 | 2.16 | 2.12 | 1.86 | 1.93 | 2.00 | 2.07 | 2.05 | 2.08 | 2.12 | 2.09 | 2.13 | 2.17 | 2.15 | 2.18 | 2.14 | |
| VOLUMI (LIVELLI in mld) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2347.621 | 2397.446 | 2421.582 | 2371.216 | 2378.847 | 2372.318 | 2410.759 | 2403.436 | 2406.352 | 2427.827 | 2420.77 | 2426.33 | 2434.29 | 2454.43 | 2465.10 | 2452.00 | 2462.99 | 2469.93 | 2486.05 | |
| Prestiti in euro | 2322.290 | 2362.965 | 2390.819 | 2338.729 | 2347.917 | 2344.841 | 2374.343 | 2367.757 | 2369.622 | 2388.087 | 2381.587 | 2394.79 | 2401.016 | 2414.24 | 2425.96 | 2417.54 | 2431.27 | 2436.06 | 2443.44 | |
| Prestiti in valuta | 25.331 | 34.480 | 30.762 | 32.488 | 30.930 | 27.477 | 36.416 | 35.679 | 36.730 | 39.740 | 39.181 | 31.542 | 33.278 | 40.185 | 39.133 | 34.457 | 31.724 | 33.877 | 42.615 | |
| Prestiti a breve | 288.222 | 291.994 | 298.697 | 289.021 | 303.657 | 299.774 | 295.232 | 295.715 | 296.943 | 298.493 | 300.856 | 295.513 | 295.835 | 294.466 | 299.590 | 299.028 | 304.288 | 302.009 | 299.377 | |
| Prestiti a m / l | 2059.399 | 2105.452 | 2122.885 | 2082.195 | 2075.191 | 2072.544 | 2115.527 | 2107.721 | 2109.409 | 2129.334 | 2119.912 | 2130.814 | 2138.459 | 2159.962 | 2165.508 | 2152.973 | 2158.704 | 2167.924 | 2186.675 | |
| Depositi totali | 2349.676 | 2363.714 | 2357.993 | 2373.761 | 2375.170 | 2372.945 | 2406.811 | 2409.590 | 2406.128 | 2418.868 | 2425.586 | 2423.980 | 2453.859 | 2468.600 | 2458.873 | 2490.466 | 2490.481 | 2493.711 | 2516.309 | |
| Depositi in c / c | 1027.501 | 1028.534 | 1023.392 | 1060.205 | 1048.904 | 1051.686 | 1065.539 | 1082.977 | 1082.984 | 1089.749 | 1088.613 | 1088.624 | 1106.792 | 1114.574 | 1113.120 | 1144.148 | 1135.481 | 1137.404 | 1149.280 | |
| Depositi a risparmio | 297.368 | 296.910 | 297.532 | 298.726 | 300.931 | 301.268 | 300.849 | 300.071 | 299.420 | 299.044 | 299.409 | 300.618 | 300.806 | 300.258 | 300.666 | 302.625 | 303.754 | 304.158 | 304.096 | |
| Certif. deposito | 1024.808 | 1038.270 | 1037.069 | 1014.829 | 1025.335 | 1019.991 | 1040.423 | 1026.542 | 1023.724 | 1030.075 | 1037.564 | 1034.739 | 1046.261 | 1053.768 | 1045.088 | 1043.693 | 1051.246 | 1052.149 | 1062.933 | |
| VOLUMI (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 0.55 | 2.98 | 4.19 | 1.24 | 2.78 | 3.00 | 1.44 | 0.84 | 1.93 | 1.72 | 3.08 | 3.48 | 3.69 | 2.38 | 1.80 | 3.41 | 3.54 | 4.11 | 3.12 | |
| Prestiti in euro | 1.01 | 2.76 | 4.48 | 1.46 | 2.89 | 3.52 | 1.16 | 0.76 | 2.18 | 1.79 | 3.32 | 3.25 | 3.39 | 2.17 | 1.47 | 3.37 | 3.55 | 3.89 | 2.91 | |
| Prestiti in valuta | -29.28 | 20.63 | -14.41 | -12.28 | -5.33 | -27.83 | 23.66 | 6.12 | -12.05 | -2.55 | -9.81 | 24.67 | 31.37 | 16.55 | 27.21 | 6.06 | 2.57 | 23.29 | 17.02 | |
| Prestiti a breve | -11.18 | -9.26 | -7.15 | -7.95 | -5.23 | -6.20 | -6.90 | -4.74 | -5.38 | -3.93 | 0.54 | 1.20 | 2.64 | 0.85 | 0.30 | 3.46 | 0.21 | 0.75 | 1.40 | |
| Prestiti a m / l | 2.44 | 4.94 | 6.01 | 2.67 | 4.06 | 4.48 | 2.72 | 1.67 | 3.05 | 2.56 | 3.45 | 3.81 | 3.84 | 2.59 | 2.01 | 3.40 | 4.02 | 4.60 | 3.36 | |
| Depositi totali | 3.67 | 4.53 | 4.71 | 2.91 | 4.10 | 4.92 | 1.56 | 0.86 | 3.00 | 3.60 | 4.07 | 3.89 | 4.43 | 4.44 | 4.28 | 4.92 | 4.85 | 5.09 | 4.55 | |
| Depositi in c / c | 10.04 | 8.29 | 7.76 | 7.32 | 9.10 | 8.87 | 8.78 | 7.86 | 8.97 | 9.33 | 8.93 | 8.28 | 7.72 | 8.37 | 8.77 | 7.92 | 8.25 | 8.15 | 7.86 | |
| Depositi a risparmio | -0.58 | -0.40 | 0.07 | 0.27 | 0.72 | 1.00 | 1.28 | 1.26 | 1.26 | 1.40 | 1.18 | 1.15 | 1.16 | 1.13 | 1.05 | 1.31 | 0.94 | 0.96 | 1.08 | |
| Certif. deposito | -0.85 | 2.44 | 3.21 | -0.59 | 0.39 | 2.26 | -4.83 | -5.71 | -2.18 | -1.26 | 0.21 | 0.40 | 2.09 | 1.49 | 0.77 | 2.84 | 2.53 | 3.15 | 2.16 | |

Maggio 2018⁶

In USA fanno capolino le prime tensioni inflazionistiche

Lucia Trevisan^a e Francesca Volo^{a,b}

IL QUADRO GENERALE

Il mese di aprile è stato caratterizzato da 1) un'accelerazione della dinamica al rialzo del prezzo del petrolio e 2) da un rafforzamento del dollaro. La spiegazione di questi due movimenti consente di capire lo scenario del prossimo futuro, poiché i fattori scatenanti sono destinati a protrarsi nel tempo. **Sul prezzo del petrolio hanno influito prevalentemente le tensioni geopolitiche, su di una tendenza già rialzista dovuta al buon passo di crescita globale.** Da un lato, si è spento il focolaio della Corea del Nord grazie a un imprevisto accordo di pace con la Corea del Sud e una probabile, anche se non ancora concreta, denuclearizzazione della penisola. Dall'altro, **si sono intensificate le tensioni su Siria e Iran. L'attacco coordinato di metà aprile da parte di USA, Regno Unito e Francia per l'utilizzo di armi chimiche da parte di Assad, pur rimanendo isolato, ha esacerbato i rapporti tra Stati Uniti e Russia sul piano economico, per l'appoggio di quest'ultima al presidente siriano.** Trump, che ha minacciato sanzioni e dazi nei confronti della rivale, ha tutto il vantaggio a indebolirla perché frenerebbe il processo di sviluppo delle infrastrutture (si veda il progetto del gasdotto dalla Russia fino alla Germania) e per tale via limiterebbe l'esportazione di petrolio russo verso l'UE a favore dello *shale oil* americano. **In Iran, invece, scricchiola l'accordo sul nucleare firmato con le principali potenze mondiali nel 2015, dopo che Trump ha annunciato di volerlo ridiscutere, allargando le tensioni anche a Israele.**

Il rafforzamento del dollaro, pur essendo in parte sostenuto dal fattore sopra evidenziato, trova la sua giustificazione più sul piano macroeconomico, per una divergenza nelle politiche monetarie della Fed da un lato e della BCE e della BoJ dall'altro. I dati sul PIL americano del primo trimestre di quest'anno sopra le attese, con il ciclo economico degli Stati Uniti vicino al 3% in termini tendenziali, gli incrementi salariali e la difficoltà delle imprese a trovare nuova forza lavoro in un mercato al pieno impiego, hanno aumentato le aspettative inflazionistiche e, quindi, la probabilità di una politica monetaria più restrittiva rispetto a quanto scontato dai mercati finanziari nei mesi scorsi. Dall'altro lato, **invece, i dati macroeconomici mensili dell'Area Euro riferiti all'inizio dell'anno in corso (quelli trimestrali non sono ancora disponibili) hanno un po' deluso.** La crescita rimane solida, ma molti indicatori hanno corretto al ribasso e l'inflazione *core* è rimasta stabile a +1%, ben sotto l'obiettivo del 2%. **Questo induce a pensare che la normalizzazione della politica monetaria della BCE sia ancora lontana, tanto più che la situazione di stallo politico, in un paese come l'Italia ad alto rischio di debito pubblico, sembra destinata a prolungarsi per buona parte del 2018.**

In sostanza, negli USA, nel temuto *trade-off* tra l'effetto negativo degli annunci sui dazi e quello positivo della riforma fiscale senza precedenti approvata a dicembre del 2017, per il momento sta prevalendo il secondo. La stagione delle trimestrali aziendali ha sorpreso con utili a doppia cifra grazie anche ai vantaggi fiscali della riforma. **I toni sui dazi si sono intensificati in aprile.** Trump ha raddoppiato la posta in gioco con la Cina prospettandone altri sulle importazioni cinesi per un ammontare equivalente a 100 miliardi di dollari. La controparte ha risposto con barriere tariffarie per un ammontare di 50 miliardi di dollari (equivalente allo 0.3% del PIL statunitense) dopo la timida risposta da 3 miliardi di marzo, minacciando di includere anche il settore agricolo e le componenti per l'aeronautica, in cui i rivali sono particolarmente sensibili. Alla base di queste minacce vi è un deficit commerciale degli USA verso la Cina di 375 miliardi di dollari e il problema della proprietà intellettuale: per produrre in Cina è necessario farlo in *joint venture* con società locali, costringendo gli stranieri a cedere il *know how* della tecnologia. **I mercati tuttavia sono più propensi a pensare che tutto ciò sia parte solo di una strategia negoziale e che si giungerà a un accordo moderato.** Intanto, nei confronti dell'UE, l'entrata in vigore dei dazi su acciaio e alluminio è stata rinviata di un mese (a giugno).

Quest'analisi induce a non modificare le ipotesi di scenario dei mesi precedenti, che già includevano, per la Fed, altri tre rialzi nella parte restante del 2018, da 25 punti base ciascuno, in giugno, settembre e dicembre, e per la BCE un atteggiamento accomodante nell'anno in corso, con un rinvio del processo di normalizzazione della politica monetaria al 2019 (Scenario C – probabilità 60%).

^a Università Ca' Foscari Venezia.

^b GRETA.

⁶ **Dati aggiornati al 30/04/2018.**

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, per comprendere lo stato dell'economia dopo una crescita del PIL nell'ultimo trimestre del 2017 del 2.1% tendenziale, è necessario fare riferimento alle rilevazioni mensili, poiché non sono ancora disponibili dati trimestrali per il 2018. **Il quadro che emerge è positivo, perché, dopo l'incertezza di gennaio, le rilevazioni relative a febbraio e marzo sembrano confermare la ripresa**, anche se più dal lato dell'offerta che della domanda. Molto probabilmente, il Giappone dovrà contare più sul canale estero per rafforzare la ripresa nel prossimo futuro.

Secondo il Consiglio della Banca Centrale, come emerge dal comunicato della riunione di aprile, **l'economia nazionale dovrebbe continuare a crescere ad un ritmo positivo nell'anno fiscale 2018**, grazie alle politiche, monetaria e fiscale, altamente accomodanti e alla solida crescita delle economie d'oltreoceano, **per poi ridimensionarsi leggermente nei due anni successivi a causa di un rallentamento ciclico degli investimenti fissi e degli effetti di un aumento dell'IVA al 10% programmato per ottobre 2019**. **L'inflazione ha continuato a mostrare sviluppi relativamente deboli**, rispetto all'espansione economica e alla contrazione del mercato del lavoro, ma nel medio termine è prevista in aumento per la tendenza al rialzo dei salari, anche se per il momento gli incrementi sono limitati al lavoro part-time. Attualmente le imprese stanno facendo sforzi per assorbire i rincari del costo del lavoro incrementando gli investimenti *labor-saving* e snellendo i loro processi aziendali. **Per quanto riguarda la conduzione della politica monetaria, la Banca Centrale del Giappone ha dichiarato che continuerà con il *Quantitative e Qualitative Easing*** (che include l'obiettivo di rendimenti nulli sui titoli di Stato giapponesi con scadenza decennale) **finché l'inflazione non supererà il 2% e rimarrà sopra l'obiettivo in modo stabile**.

Sul fronte del prezzo del petrolio, come sottolineato all'inizio di quest'analisi, **in aprile le quotazioni sono state sostenute dalle tensioni geopolitiche, in particolare per il nucleare iraniano, superando i livelli di gennaio**: il Brent ha raggiunto i 73 dollari al barile e il WTI i 68. **Nei prossimi mesi difficilmente si potranno verificare spinte in controtendenza che le facciano rientrare su livelli più contenuti**. Si devono, infatti, tenere presenti tre punti importanti: 1) in questo periodo dell'anno il fattore stagionale normalmente tende a mantenere basse le quotazioni per la manutenzione delle raffinerie, quindi se i prezzi ora sono comunque in aumento, significa che la tendenza al rialzo è molto forte e si sprigionerà a maggior ragione nei mesi estivi; 2) contrariamente a quanto sostenuto finora, l'Arabia Saudita ha dichiarato di voler estendere i tagli alla produzione anche al 2019; 3) la produzione venezuelana comincia a mancare.

GLI ULTIMI DATI

In USA, i dati preliminari sul PIL del primo trimestre dell'anno hanno sorpreso in positivo gli economisti: la variazione trimestrale annualizzata di +2.3% t/t (contro un atteso +2%) **ha consentito di portare la crescita tendenziale vicino al 3%** (+2.9%). Evidentemente, **l'approvazione della riforma fiscale** ultra espansiva a dicembre dell'anno scorso **sta già emergendo nei suoi effetti positivi** sul ciclo economico americano. I dati risultano ancor più incisivi se si tiene conto che, nei primi mesi dell'anno, condizioni meteorologiche particolarmente rigide avevano rallentato l'attività economica. **Gli squilibri emersi nel trimestre di chiusura del 2017, con un'impennata delle importazioni e un forte decumulo di scorte per soddisfare i consumi interni, sembrano dissipati:** la dinamica congiunturale degli investimenti fissi di +4.6% t/t ha consentito a questa componente di contribuire alla crescita del PIL per un +0.8% t/t, equilibrandosi con il +0.7% t/t dei consumi, in forte ridimensionamento rispetto al quarto trimestre del 2017 (+2.8% t/t). **Il buon risultato degli investimenti fissi è attribuibile integralmente a quelli non residenziali,** poiché i residenziali sono rimasti pressoché invariati dopo il forte incremento del trimestre precedente (+12.8% t/t). **La ricostituzione del magazzino ha supportato la crescita** con un prevedibile +0.4% t/t dopo il decumulo di -0.5% del quarto trimestre del 2017, **ma è stata soprattutto la componente del canale estero a riequilibrarsi con una virata delle importazioni.** Dopo l'esplosione dei flussi commerciali in entrata di +14.1% t/t del trimestre precedente, nei primi tre mesi dell'anno la dinamica delle importazioni si è drasticamente ridimensionata a +2.6% t/t. La politica del dollaro debole perseguita dal Presidente Trump ha sortito i suoi effetti anche sulle esportazioni che sono aumentate di +4.8% t/t, consentendo al canale estero di contribuire positivamente alla crescita con un +0.2% t/t. **I dati mensili, essendo prevalentemente relativi a marzo, non danno informazioni aggiuntive rispetto a quelli trimestrali. Emerge, in ogni caso, un quadro positivo con rilevazioni spesso sopra le attese.** Dal lato dell'offerta, la produzione industriale è aumentata di +0.5% m/m dopo il forte incremento di +1% di febbraio, battendo le aspettative di +0.3%. Gli ordini di beni durevoli hanno seguito una dinamica simile con un rialzo di +2.6% m/m da +3.5% del mese precedente (rivisto da +3.1%) a fronte di un atteso +1.6%; anche se depurando la serie dalla componente dei trasporti, l'indicatore rimane invariato. Il tasso di utilizzo degli impianti si è portato al 78% dal 77.7% di febbraio (atteso 77.9%). Dal lato della domanda, sempre in marzo, le vendite al dettaglio sono aumentate di +0.6% m/m, sopra le aspettative di +0.4%; in termini reali, i consumi privati hanno registrato un incremento di +0.4% m/m e i redditi personali un +0.2% m/m, a supporto di un proseguimento della dinamica positiva della domanda anche nel prossimo futuro.

Il mercato del lavoro continua a godere di ottima salute, con un tasso di disoccupazione a marzo ancora fermo al 4.1%. Nei primi tre mesi dell'anno l'occupazione è aumentata rispettivamente di 176 mila unità (rivisto al ribasso da 239 mila), 326 mila (da 313) e 103 mila (l'aspettativa sul dato di marzo era di 185 mila). La forza sorprendente di febbraio e la debolezza di marzo vanno attribuite a un anticipo delle assunzioni per usufruire di alcuni vantaggi della riforma fiscale. **Gli indicatori di fiducia, considerati fattori chiave per comprendere gli effetti degli annunci sui dazi da parte di Trump, non hanno dimostrato incertezza, probabilmente sostenuti da quelli benèfici della riforma fiscale:** in aprile, dal lato dei produttori, l'NAPM di Chicago ha mantenuto il passo (57.6 da 57.4), dal lato dei consumatori, il *Conference Board* ha riaggiustato ampiamente verso l'alto a 128.7 da 127 (rivisto da 127.7), dopo il calo di marzo da 130 di febbraio. Le aspettative erano in controtendenza (126).

Il rafforzamento del ciclo economico e le difficoltà di reperire lavoratori in un mercato del lavoro al pieno impiego stanno facendo emergere tensioni inflazionistiche: in marzo, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi PCE (Personal Consumption Expenditures) ha raggiunto l'obiettivo della Fed del 2% a/a da +1.7% del mese precedente e quello *core*, depurato dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, si è portato a +1.9% a/a da +1.6% a/a. Complici di questa fiammata sono stati i salari orari che hanno mantenuto una dinamica sostenuta con un incremento congiunturale di +0.3% e tendenziale di +2.7% da +2.6% di febbraio. Tutto ciò si è riflesso sui rendimenti dei titoli di Stato che hanno lambito la soglia psicologica del 3%.

USA

Emergono pressioni inflazionistiche in attesa degli sviluppi sul protezionismo annunciato

La crescita del PIL vicino al 3% a/a, gli incrementi salariali e un'inflazione ai livelli dell'obiettivo della Fed rafforzano la probabilità dello scenario delineato già nei mesi scorsi di altri tre rialzi nel 2018 da 25 punti base ciascuno a giugno, settembre e dicembre (Scenario C – probabilità 60%), anziché altri due come prospettato dalla Fed alla riunione di dicembre del 2017.

Per il Giappone non sono disponibili nuovi dati su base trimestrale rispetto al mese scorso, pertanto si può solo ribadire che il ciclo economico nipponico si è via via rafforzato durante lo scorso anno, registrando negli ultimi tre mesi una crescita tendenziale del +2.1%. Sono stati soprattutto i consumi a trainare la ripresa, mentre il canale estero ha sofferto dell'apprezzamento dello yen. **In base ai dati mensili, l'anno in corso dovrebbe aver mantenuto un soddisfacente passo di crescita, poiché, dopo l'incertezza di gennaio, febbraio e marzo hanno ripreso forza, anche se per quest'ultimo più dal lato dell'offerta che da quello della domanda.** La produzione industriale in marzo ha battuto ampiamente le attese di +0.5% m/m, mettendo a segno un altro importante incremento di +1.2% m/m, dopo il +2% di febbraio (rivisto da +4.1%). Gli ordini di macchinari in febbraio hanno mantenuto una dinamica positiva, nonostante, nel mese precedente, avessero registrato un forte incremento di +8.2%, aumentando di +2.1% m/m contro un'aspettativa negativa di -2.5%. Infine, la fiducia dei produttori, attraverso l'indice PMI di aprile, ha aggiustato leggermente verso l'alto a 53.3 da 53.1.

Come anticipato, i risultati dal lato della domanda sono stati meno brillanti: in marzo le vendite al dettaglio sono diminuite di -0.7% m/m, interrompendo la dinamica positiva di febbraio che aveva messo a segno un +0.5% (rivisto al rialzo da +0.4%) **e la fiducia dei consumatori è rimasta ferma** a 44.3.

In marzo, il canale estero ha sofferto della forza dello yen, ma non ha intaccato seriamente l'avanzo commerciale giapponese, grazie ad un ridimensionamento delle importazioni (-6.9% m/m) più ampio di quello delle esportazioni (-2.2%)

Sul fronte dell'inflazione, i progressi registrati in febbraio sono stati in parte erosi dai dati di marzo, senza però far riemergere il rischio deflazione: la variazione tendenziale del CPI (*Consumer Price Index*) globale si è ridimensionata a +1.1% da +1.5% del mese precedente e quella *core* a +0.8% da +0.9%. Alla riunione di fine aprile la Banca Centrale del Giappone ha ribadito che continuerà con il *Quantitative* e *Qualitative Easing* finché l'inflazione non supererà il 2% e rimarrà sopra l'obiettivo in modo stabile.

In Area Euro, la revisione dei dati di contabilità relativi al quarto trimestre del 2017 intensifica la solidità del ciclo economico. Il PIL è aumentato di +0.7% su base congiunturale, mantenendo invariata la dinamica rispetto al trimestre precedente, e +2.8% in termini tendenziali. **Come per gli Stati Uniti, il ritmo di crescita tendenziale si avvicina sempre di più al 3%. La revisione ha interessato principalmente il canale estero che rimane la componente trainante dell'economia dell'Eurozona.** Anche se, di fatto, il contributo alla crescita del PIL è rimasto invariato a +0.4% t/t, sia le esportazioni sia le importazioni sono state riviste al rialzo (a +2.2% t/t da +1.9% e a +1.6% da +1.1%, rispettivamente). **Fino alla fine del 2017, la forza dell'euro non ha quindi penalizzato i flussi commerciali in uscita. Tenendo conto, tuttavia, anche degli effetti negativi del protezionismo paventato da Trump a fine febbraio e ripetuto nei mesi successivi con una serie di annunci, sarà importante monitorare molto da vicino le voci del canale estero.** Tutte le altre componenti non hanno registrato revisioni rilevanti, a parte un piccolo aggiustamento verso l'alto degli investimenti fissi. Sul fronte della domanda interna si può quindi confermare una crescita abbastanza equilibrata tra consumi, investimenti fissi e spesa pubblica, con contributi rispettivamente di +0.1% t/t, +0.2% e +0.1% t/t. Il decumulo di scorte di -0.2% t/t dovrebbe aiutare nel prossimo futuro un buon passo di crescita per la ricostituzione del magazzino.

Come sottolineato dalla stessa BCE, i dati mensili suggeriscono una certa moderazione, pur restando coerenti con un'espansione solida e generalizzata dell'economia dell'Area Euro. I più recenti dati disponibili sono risultati un po' deboli, in sintonia con quanto

GIAPPONE

Dopo l'incertezza di gennaio, i dati mensili sembrano confermare la ripresa, ma più dal lato dell'offerta che della domanda

AREA EURO

Dati mensili moderati ma coerenti con una crescita solida. Inflazione ancora assente

rilevato il mese scorso, e in molti casi hanno disatteso le aspettative degli economisti, complice anche un inverno straordinariamente rigido che ha ostacolato l'attività produttiva. In febbraio, la produzione industriale ha deluso: a fronte di un'aspettativa di +0.1%, ha registrato un altro calo di -0.8% m/m, dopo quello di -0.6% di gennaio. Quest'ultimo è stato rivisto al rialzo da -1%, ma rimane negativo. **Il comparto delle costruzioni ha seguito una dinamica simile** con una diminuzione di -0.5% m/m rispetto a -0.8% del mese precedente (rivisto al rialzo da -2.2%). **Sono risultate timide anche le vendite al dettaglio** con un incremento limitato a +0.1% m/m, rispetto ad un atteso +0.5%; in gennaio erano diminuite di -0.3%, rivisto al ribasso da -0.1%. **Tutto ciò nonostante un ulteriore miglioramento del mercato lavoro**, che ha visto il tasso di disoccupazione ridimensionarsi all'8.5% dall'8.6% di gennaio. Questo fa pensare che i risultati deludenti siano attribuibili ai fattori meteorologici temporanei sopra menzionati.

Il canale estero, osservato speciale, ha risentito della forza dell'euro, con un calo delle esportazioni di -2.3% m/m sempre a febbraio. Le importazioni tuttavia sono diminuite di più (-3.1%) contribuendo a mantenere un buon saldo positivo della bilancia commerciale (21 miliardi di euro).

In aprile, la fiducia di consumatori e imprenditori è rimasta pressoché invariata: l'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) si è fermato a 112.7 del mese precedente (rivisto da 112.6). Anche il PMI, che interpreta specificatamente la fiducia dei produttori, si è stabilizzato intorno a quota 55 nel settore dei servizi. Solo quello del manifatturiero è sceso a 56 da 56.6 di marzo.

Nonostante il buon passo di crescita economica, rimangono ancora assenti i rischi inflazionistici: in marzo, l'indice globale HCPI (*Harmonized Consumer Price Index*) in termini tendenziali ha leggermente aggiustato verso l'alto a +1.3% da +1.1% del mese precedente, ma l'indice *core*, al quale fa riferimento la Banca Centrale nel fissare il suo obiettivo del 2%, è rimasto stabile a +1%.

I dati deboli sulla crescita economica, l'assenza di rischi inflazionistici, l'effetto restrittivo derivante da un euro forte e i timori del protezionismo di Trump lasciano ancora margini alla BCE per un atteggiamento accomodante. Si conferma pertanto lo scenario del mese scorso, nel quel s'ipotizza il rinvio al prossimo anno della normalizzazione della politica monetaria (Scenario C – probabilità 60%).

Per la Germania non sono disponibili nuove informazioni sui dati trimestrali del PIL rispetto al mese scorso, si può quindi solo ribadire che, **nel quarto trimestre del 2017, l'economia tedesca ha registrato il passo di crescita più robusto dell'intera Area Euro con un incremento congiunturale di +0.6% e tendenziale di +2.9%**. Dato che l'unica componente ad aver contribuito in modo rilevante alla crescita del PIL è stata quella del canale estero, con un apporto di +0.5% t/t, **sarà importante verificare nei prossimi mesi quanto la forza dell'euro e i dazi alle importazioni che il Presidente Trump ha annunciato, impatteranno sull'economia tedesca. Di certo la Germania dovrebbe essere la più colpita dell'Area Euro, visto la sua ampia propensione all'esportazione.**

Germania

I dati mensili, relativi principalmente a febbraio, confermano l'incertezza già emersa a gennaio, sia dal lato dell'offerta sia della domanda, forse anche per il protrarsi di una situazione d'impasse politica, superata solo con il referendum interno all'SPD del 4 marzo e la formazione di un governo basato sulla grande coalizione Merkel-Schulz.

Nel secondo mese dell'anno, **la produzione industriale ha deluso completamente le attese** di +0.2% m/m, registrando una consistente diminuzione di -1.6% m/m, nonostante il dato del mese precedente sia stato rivisto al rialzo a +0.1% da -0.1%. Il freddo siberiano ha probabilmente colpito in particolar modo il settore edilizio, poiché questo comparto ha subito un calo ancora più vistoso di -2.2% m/m. Solo gli ordini all'industria sono riusciti a riportare un dato positivo di +0.3% m/m, invertendo la tendenza negativa di gennaio (-3.5% rivisto da -3.9%). Si tratta comunque di un dato sotto le aspettative degli economisti (+1.5%). **È risultata in ridimensionamento anche la domanda, con un calo in marzo delle vendite al dettaglio** di -0.6% m/m, dopo il -0.2% del mese precedente. **La formazione della grande coalizione**, che ha tolto dallo scenario tedesco un elemento d'incertezza, e la

forza del mercato del lavoro con un tasso di disoccupazione ad aprile fermo al 5.3%, **dovrebbero comunque garantire un buon passo di crescita della domanda interna nei prossimi mesi.**

La sofferenza delle esportazioni tedesche per la forza dell'euro, già riscontrata il mese scorso, si è intensificata in febbraio: le esportazioni sono diminuite di -3.2% m/m, contro il -0.4% di gennaio. **Il surplus commerciale tuttavia è rimasto consistente** (+19.2 miliardi di euro da +21.5 di gennaio) grazie a un concomitante calo delle importazioni di -1.3%. **Probabilmente la debolezza dei flussi commerciali in uscita spiega in parte il protrarsi della correzione verso il basso della fiducia dei produttori:** in aprile, l'indice Ifo è sceso a 102.1 da 103.3 del mese precedente. Va tenuto in considerazione che questo indicatore è stato soggetto a un ricalcolo su una nuova base riferita al 2015 e non più al 2005.

Per il momento, gli incrementi salariali ottenuti a marzo nel settore metalmeccanico (+4.3%) non stanno generando rischi inflazionistici: in aprile, la variazione tendenziale dell'indice dei prezzi al consumo armonizzato si è ridimensionata in termini sia globali, a +1.4% da +1.5% del mese precedente (quest'ultimo rivisto al ribasso da +1.6%) sia *core*, a +1.3% da +1.4%.

In Francia, i dati preliminari sul PIL relativi al primo trimestre dell'anno hanno deluso le aspettative degli economisti. La crescita congiunturale del ciclo economico d'oltralpe è stata pari a +0.3%, in ridimensionamento rispetto al buon risultato di +0.7% degli ultimi tre mesi del 2017. **Quella tendenziale ha corretto a +2.1%** da +2.6% (rivisto da +2.5%). I mercati si attendevano una certa debolezza, ma meno ampia (+0.4% t/t e +2.3% a/a). **La causa della minor crescita va ricercata un po' in tutte le componenti.** A parte un'invarianza delle scorte, dopo il decumulo nel quarto trimestre del 2017 (-0.4% t/t) tutte le altre hanno contribuito più timidamente che in precedenza. In particolare, **il canale estero, che nello scorso anno aveva rappresentato la forza trainante dell'economia francese** (+0.6% t/t nel trimestre precedente) **non ha supportato il ciclo economico nei primi mesi del 2018** a causa di una sostanziale invarianza sia delle esportazioni sia delle importazioni. La dinamica contenuta dei consumi e degli investimenti, rispettivamente di +0.2% m/m e +0.6%, ha limitato il loro apporto a un +0.1% per entrambe le componenti.

Francia

I dati mensili, essendo relativi prevalentemente a febbraio e marzo, non aggiungono informazioni rilevanti rispetto a quelli trimestrali. In ogni caso, sono risultati positivi sia dal lato dell'offerta sia della domanda: probabilmente, sull'andamento poco favorevole del primo trimestre hanno pesato i dati negativi di gennaio. In febbraio la produzione industriale e le costruzioni hanno registrato incrementi di +1.2% m/m e +2.8% rispettivamente, invertendo la pesante tendenza del mese precedente di -1.8% e -7.5%. **Dal lato della domanda, in marzo le vendite al dettaglio sono aumentate di +0.5% m/m e il dato precedente è stato rivisto al rialzo a +0.9% da +0.6%, supportate da un buon andamento del mercato del lavoro** che ha registrato un tasso di disoccupazione in leggero ridimensionamento all'8.9% dal 9% di febbraio. **In aprile, la fiducia di produttori e consumatori francesi non ha subito variazioni di rilievo:** l'indice *Insee* per i produttori si è attestato a quota 109 da 110 del mese precedente e quello dei consumatori a 101 da 100.

A marzo, il rialzo consistente della variazione tendenziale dell'indice dei prezzi al consumo, a +1.7% da +1.3% del mese precedente, è rimasto relegato al settore energetico, dal momento che l'indice *core* si è mantenuto su livelli molto contenuti a +1%. **Per aprile è disponibile solo l'indice globale, che ha registrato un piccolo ulteriore incremento a +1.8% a/a. Resta da valutare se anche in questo caso la tendenza al rialzo non sia trasferita agli altri settori.**

Per l'Italia non sono disponibili informazioni aggiuntive sui dati trimestrali del PIL rispetto al mese scorso, quindi si può dire solo che **il ciclo economico ha chiuso gli ultimi tre mesi del 2017 con una crescita tendenziale di +1.6%. Si tratta di un risultato incoraggiante** per la continuità del miglioramento, **ma che rimane sotto la media dell'intera Area Euro.** Le due chiavi di lettura di tali dati, già messe in evidenza il mese scorso, sono 1) la forza trainante delle componenti del canale estero e degli investimenti; 2) il prolungato decumulo di scorte che probabilmente è derivato dal clima di incertezza pre-

Italia

elettorale di quel momento, incertezza purtroppo non risolta con le elezioni del 4 marzo, mancando ancora dopo due mesi una maggioranza di governo.

In sintonia con quanto appena affermato, i dati mensili si sono dimostrati deboli, soprattutto dal lato dell'offerta: i produttori sono i primi a soffrire della mancanza di un quadro politico certo. In febbraio, la produzione industriale, le costruzioni e gli ordini all'industria sono diminuiti di -0.5% m/m, -3.6% e -0.6%, rispettivamente, proseguendo sulla falsariga del mese precedente che aveva fatto registrare -1.8% m/m (rivisto da -1.9%), +0.3% (rivisto da -0.1%) e -4.6%. Tutto ciò si è riflesso sulla fiducia dei produttori che in aprile si è ridimensionata sia nel settore manifatturiero (a 107.7 da 108.9 del mese precedente) sia in quello dei servizi (a 106.4 da 107.2). **Incoraggianti invece si sono dimostrati i dati dal lato dei consumi e del canale estero. In febbraio le vendite al dettaglio sono aumentate di +0.4% m/m, grazie anche a un leggero miglioramento del mercato del lavoro, con un tasso di disoccupazione all'11% dall'11.1% di gennaio. Va segnalata la battuta d'arresto nella fiducia dei consumatori che, dopo il forte rialzo in marzo a 117.7 (poi rivisto a 117.5) da 115.7 del mese precedente grazie alle promesse in campagna elettorale, si è sgonfiata a 117.1 prendendo coscienza della loro difficile concretizzazione. In marzo, le esportazioni verso i Paesi extra-EU hanno registrato un incremento di +4.5% m/m a fronte di un +2.1% delle importazioni, riuscendo a portare il surplus commerciale a +3 234 milioni di euro dai +2 779 del mese precedente. Si tratta di un risultato importante perché testimonia che l'Italia, nonostante la forza dell'euro, riesce a crescere grazie al buon andamento della domanda estera in un contesto globale favorevole di crescita economica.**

Dopo che gli indicatori inflazionistici in marzo avevano registrato aggiustamenti verso l'alto, ad aprile si sono di nuovo ridimensionati in sintonia con una crescita più debole: l'HCPI globale è tornato a +0.6% a/a da +0.9% (rivisto da +1.1%) e l'indice core a +0.5% a/a da +0.8%.

I rendimenti dei titoli di Stato italiani non hanno risentito per ora dell'esito incerto delle elezioni, mantenendosi ampiamente sotto la soglia del 2%. Il risultato incorpora un atteggiamento di attesa da parte degli investitori istituzionali e un probabile intervento della BCE attraverso il suo programma di acquisti. Un eccessivo prolungamento della situazione di stallo o un governo che non tenga in considerazione il controllo della finanza pubblica potrebbe tuttavia sovvertire in breve tempo lo scenario.

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

GLI SCENARI

A (30%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sul ciclo economico, attraverso un ridimensionamento della fiducia di produttori e consumatori, **prevale su quello dell'inflazione**, delineando una crescita del PIL intorno al 2.5% a/a. Il prezzo del petrolio e i salari aumentano ma non in modo consistente. L'inflazione rimane contenuta sia pur vicino all'obiettivo della Fed. **Un passo di crescita più limitato del previsto e il parziale rientro dei rischi inflazionistici ridimensionano a solo due gli interventi della Fed sui tassi ufficiali nel resto del 2018, ciascuno di 25 punti base, a giugno e settembre.** Nel medio periodo, il dollaro si porta verso quota 1.25 nei confronti dell'euro e i rendimenti del decennale tornano tra il 2.7-2.8%.

Area Euro: il protezionismo di Trump, più focalizzato nei confronti della Cina, ha ripercussioni limitate sulla crescita economica europea che si porta verso il 3% a/a e l'inflazione verso il 2% a/a.

La BCE guida le aspettative di mercato verso una non-estensione del *Quantitative Easing* oltre la scadenza di settembre 2018. La dichiarazione definitiva della conclusione della politica monetaria espansiva comporta l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona. In Italia, lo stallo politico e la fine dell'appoggio della BCE spingono i rendimenti sopra il 2%. Lo *spread* rimane stabile intorno a 135 punti base nei confronti del *Bund* tedesco.

B (10%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sulla crescita viene più che compensato dall'effetto molto espansivo della riforma fiscale già approvata, delineando una crescita del PIL intorno al 3% a/a. **In presenza di una buona domanda interna, i produttori scaricano sui prezzi al consumo i rincari** dovuti ai dazi, quelli delle materie prime dovuti all'aumento del prezzo del petrolio e quelli dei salari per un mercato del lavoro al pieno impiego. **La Fed aumenta i tassi ufficiali ancora tre volte nel resto del 2018, di 25 punti base ciascuna, a giugno, settembre e dicembre, ma i mercati hanno la sensazione che sia in ritardo nel controllo dell'inflazione.** Nel medio termine, i rendimenti decennali si spingono ben sopra il 3% e il dollaro torna a indebolirsi intorno a quota 1.23-1.24 nei confronti dell'euro.

Area Euro: continua la crescita economica solida intorno al 2.5% a/a, ma l'inflazione rimane moderata sotto il 2% a/a.

Attraverso una buona gestione del linguaggio di comunicazione, la BCE mantiene aperta la data di fine del *Quantitative Easing*, guidando le aspettative dei mercati verso un'inversione di tendenza molto graduale della politica monetaria ed evitando che si generi un effetto restrittivo indiretto. **I rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona risalgono in sintonia con quelli americani, ma molto moderatamente.** In Italia si portano verso il 2%, con uno *spread* intorno a 150 punti base rispetto al *Bund*.

C (60%)

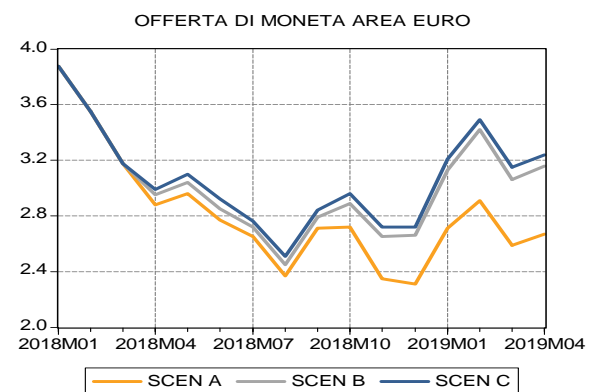
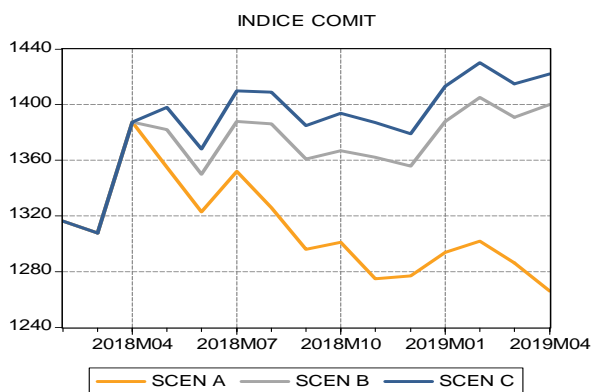
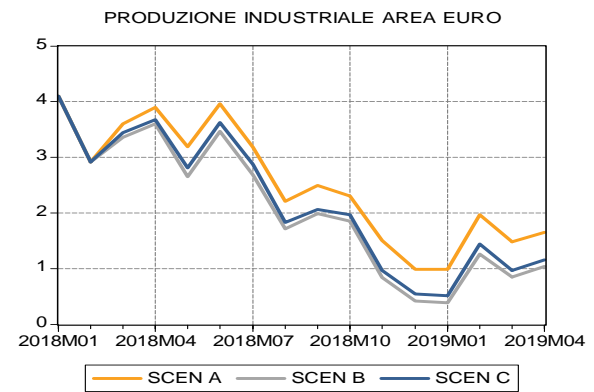
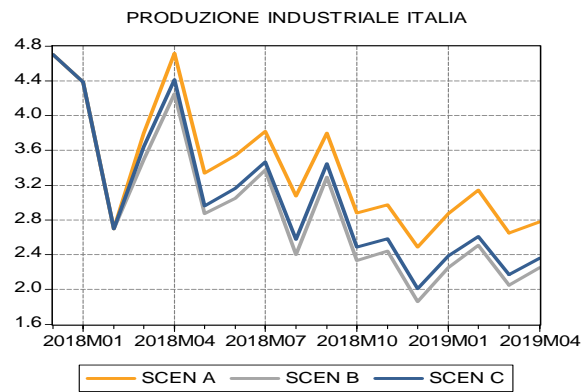
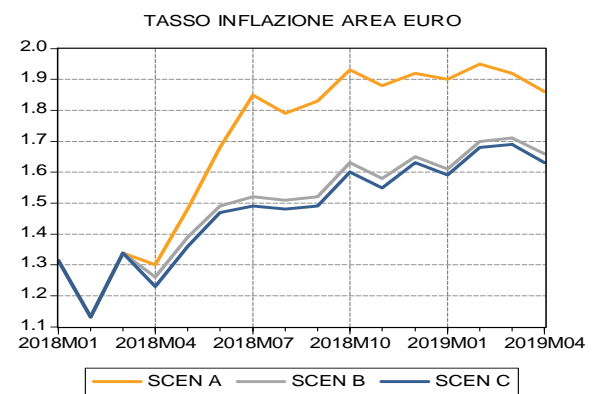
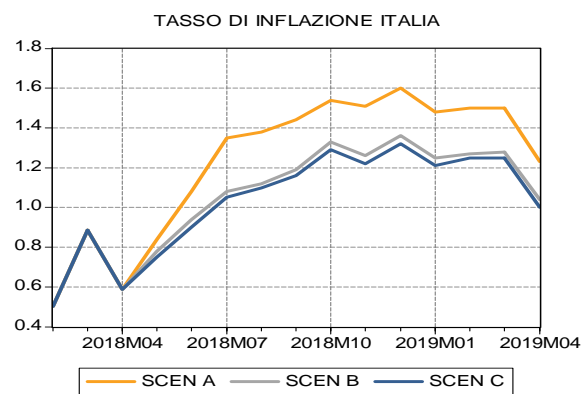
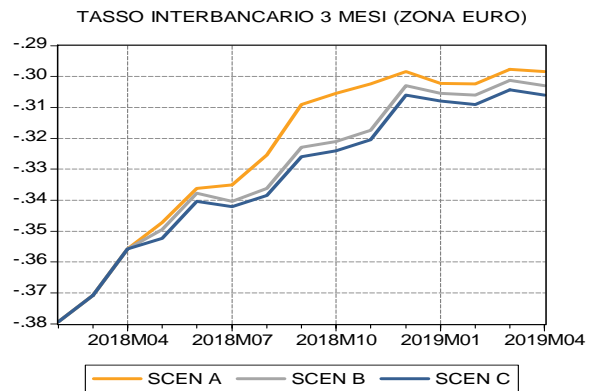
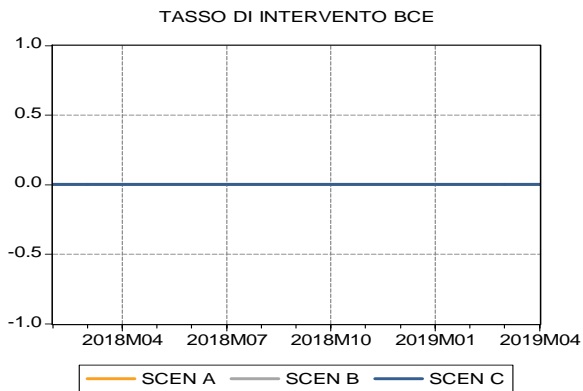
USA: l'effetto negativo del protezionismo sulla crescita viene più che compensato dall'effetto molto espansivo della riforma fiscale già approvata, delineando una crescita del PIL intorno al 3% a/a. **In presenza di una buona domanda interna, i produttori scaricano sui prezzi al consumo i rincari** dovuti ai dazi, quelli delle materie prime dovuti all'aumento del prezzo del petrolio e quelli dei salari per un mercato del lavoro al pieno impiego. Per controllare l'inflazione, **la Fed aumenta i tassi ufficiali ancora tre volte nel resto del 2018, di 25 punti base ciascuna, a giugno, settembre e dicembre.** Nel medio termine, i rendimenti decennali si spingono sopra il 3% e il dollaro resta forte intorno a quota 1.19 nei confronti dell'euro.

Area Euro: continua la crescita economica solida intorno al 2.5%, ma l'inflazione rimane moderata sotto il 2%.

Attraverso una buona gestione del linguaggio di comunicazione, la BCE mantiene aperta la data di fine del *Quantitative Easing*, guidando le aspettative dei mercati verso un'inversione di tendenza molto graduale della politica monetaria ed evitando che si generi un effetto restrittivo indiretto. **I rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona risalgono in sintonia con quelli americani, ma molto moderatamente. In Italia i rendimenti restano sotto il 2%** con uno *spread* BTP/*Bund* intorno ai 130 punti base.

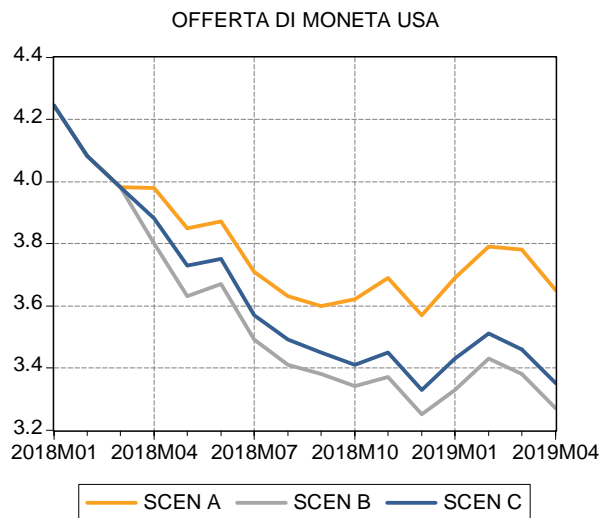
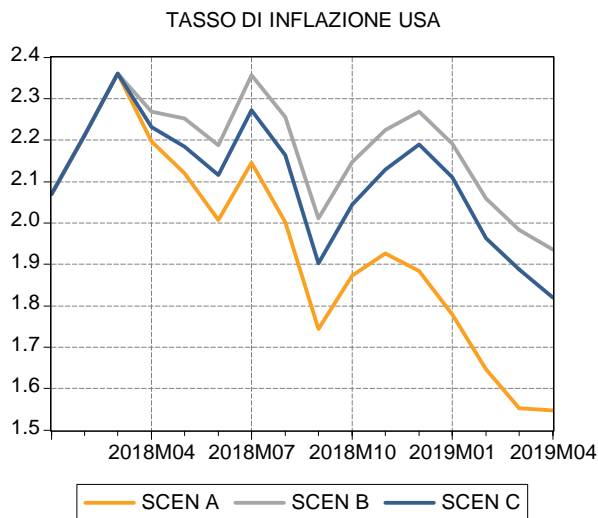
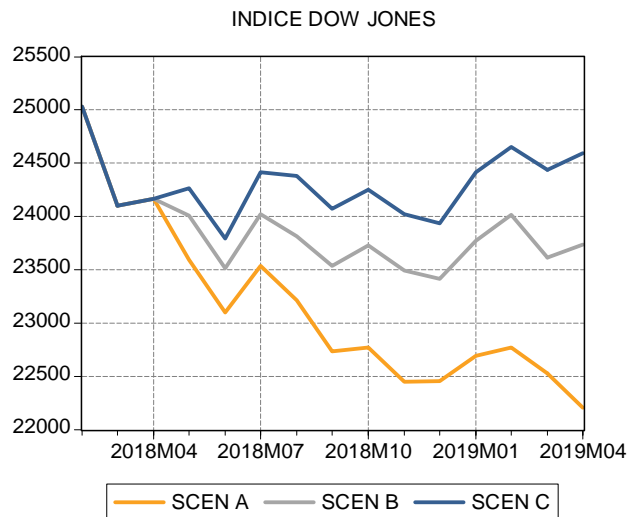
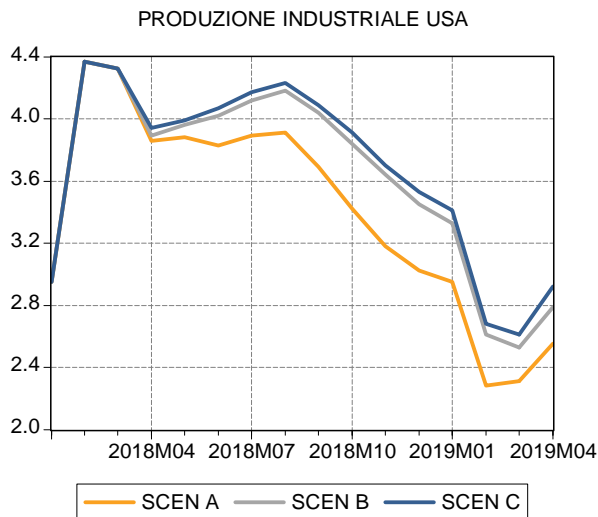
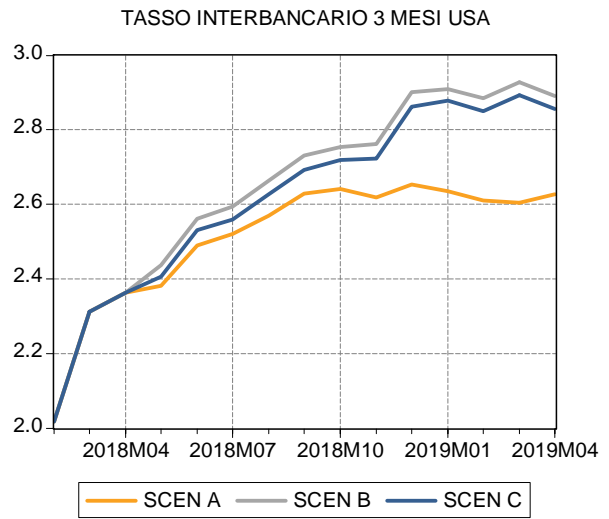
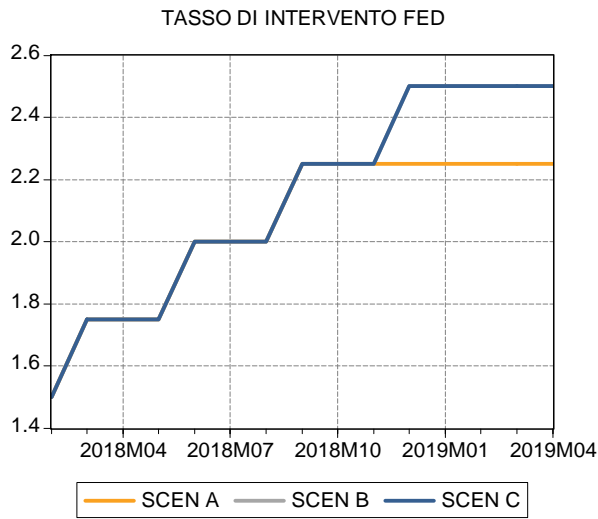
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

Il segmento dei tassi interbancari europei a breve termine in aprile ha dato qualche debolissimo cenno di vita per le scadenze a 3 e 6 mesi (a -0.36% da -0.38 e a -0.32% da -0.33%) mentre è rimasto immobile per quella a 1 mese (-0.4%). **Una crescita economica solida e l'inflazione moderata potrebbero consentire alla BCE, con una buona gestione del linguaggio di comunicazione, di mantenere aperta la data di fine del QE (Scen. C e B)** mentre, se le dinamiche dovessero accelerare, si potrebbe profilare la sua non-estensione oltre settembre 2018 (Scen. A). **I saggi interbancari sono visti in tenue ripresa in tutti e tre gli scenari (-0.39%, -0.32% e -0.30% per le scadenze a 1, 3 e 6 mesi in C e B e -0.38%, -0.31% e -0.29% rispettivamente in A).**

TASSI INTERBANCARI

L'emergere di tensioni inflazionistiche negli USA ha sostenuto i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi, che in aprile hanno lambito la soglia psicologica del 3%. In Italia, per il momento, i rendimenti dei titoli di Stato per le scadenze medio-lunghe sembrano non risentire dell'incertezza politica, incorporando un atteggiamento attendista degli investitori istituzionali e un probabile intervento della BCE attraverso il programma di acquisti. Il decennale, infatti, si è portato all'1.88% dall'1.86% di marzo, il 7 anni all'1.27% dall'1.26%, il 5 anni allo 0.69% dallo 0.67%. La scadenza a 3 anni invece ha fatto registrare un balzo di 10 punti base, allo 0.14% dallo 0.03%, che ha in parte compensato il calo consistente del mese precedente. **Nello scenario C, se l'effetto negativo del protezionismo fosse più che compensato da quello molto espansivo della riforma fiscale già approvata, la Fed potrebbe aumentare i tassi ufficiali altre tre volte nel 2018. La BCE, invece, se la crescita rimanesse solida e l'inflazione moderata, potrebbe mantenere aperta la data di fine del QE, limitando il rialzo dei rendimenti europei e italiani.** Ad aprile 2019 in Italia i rendimenti potrebbero attestarsi allo 0.25%, allo 0.90%, all'1.43% e al 2.01% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni. Ferme restando queste ipotesi, se i mercati avessero la sensazione che gli interventi della Fed non fossero sufficientemente tempestivi per il controllo dell'inflazione (scenario B) i rendimenti dei titoli di Stato europei risalirebbero moderatamente, trascinati da quelli statunitensi (in Italia +0.30% il 3 anni, +0.95% il 5 anni, +1.48% il 7 anni e +2.06% il 10 anni alla fine del periodo di previsione). Nello scenario A, se negli USA l'effetto negativo del protezionismo prevalesse su quello dell'inflazione, la Fed potrebbe limitare il proprio intervento ad altri due rialzi nel 2018. In Europa il protezionismo potrebbe avere effetti limitati sulla crescita e la BCE potrebbe guidare le attese di mercato verso la non-estensione del QE oltre settembre 2018. Questo potrebbe sostenere i rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona e in particolare dell'Italia, a causa dello stallo politico e del venir meno dell'appoggio della BCE (+0.36% il 3 anni, +1.01% il 5 anni, +1.53% il 7 anni e +2.12% il 10 anni ad aprile 2019).

STRUTTURA A TERMINE

In febbraio i tassi medi sui depositi e sui prestiti sono rimasti invariati rispetto al mese precedente (+0.4% e +2.7% rispettivamente). **In tutti e tre gli scenari delineati, sono visti stabili sui livelli attuali.**

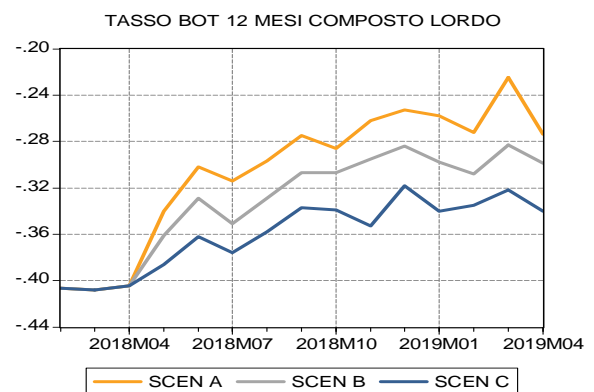
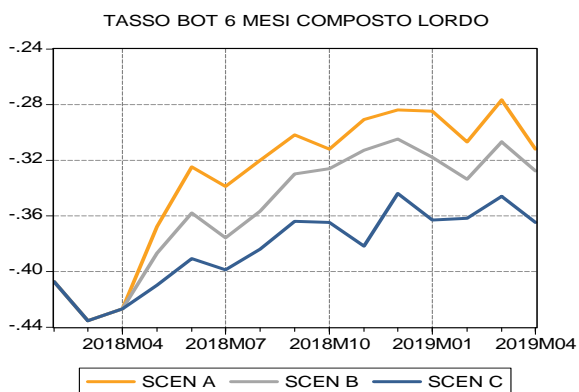
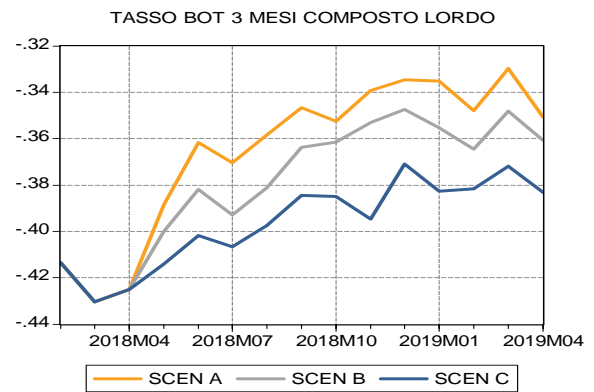
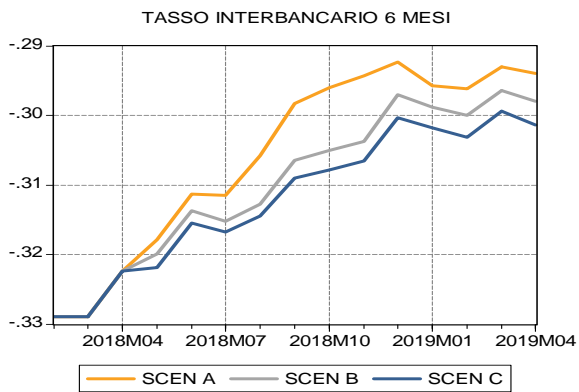
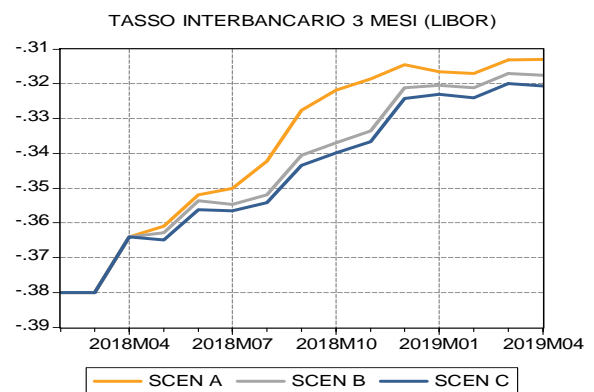
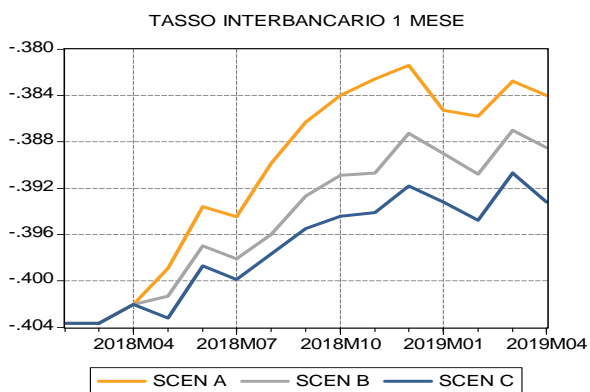
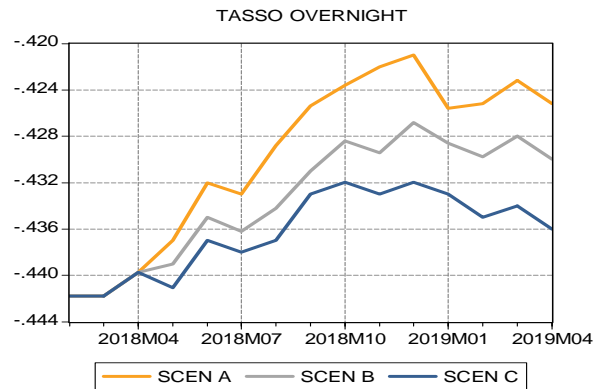
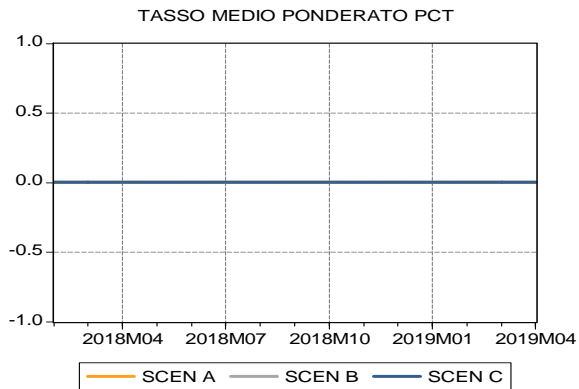
TASSI BANCARI

In febbraio, i prestiti totali hanno lievemente rallentato il ritmo di crescita (+1.9% a/a) dopo l'ottimo risultato del mese precedente (+2.8%). La dinamica è ancora favorita dalla politica accomodante della BCE. Simile il comportamento dei depositi totali che, dopo una crescita sopra il 4% in gennaio (+4.1%) hanno leggermente rallentato, esibendo comunque in febbraio una variazione robusta (+3.9%). **In base alle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica degli impieghi (+3.3% a/a in C, +3.1% in B e +3.6% in A, ad aprile 2019) e dei depositi totali (+5.0%, +4.8% e +5.5% rispettivamente) dovrebbe rimanere sostenuta per l'intero periodo di previsione.**

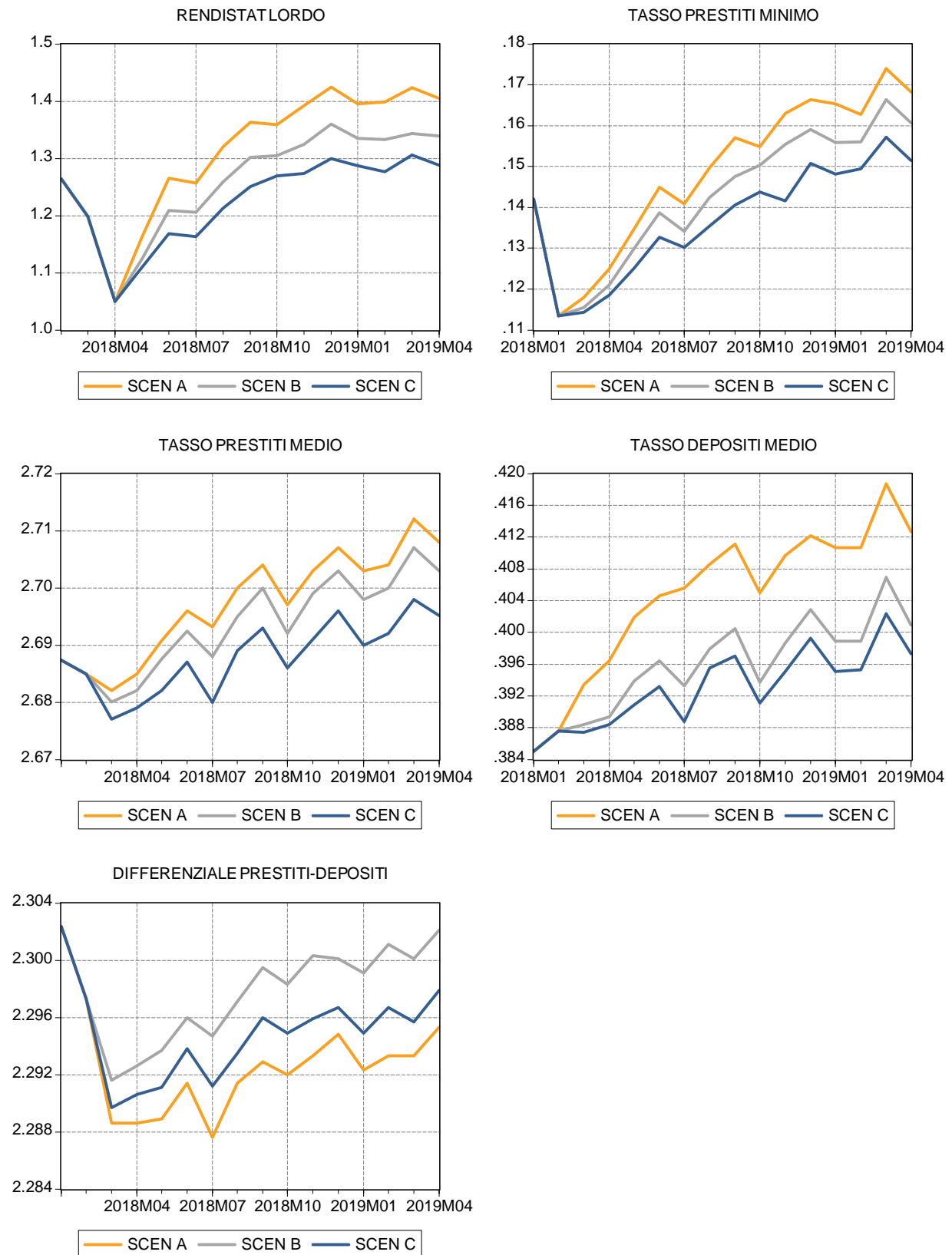
VOLUMI

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

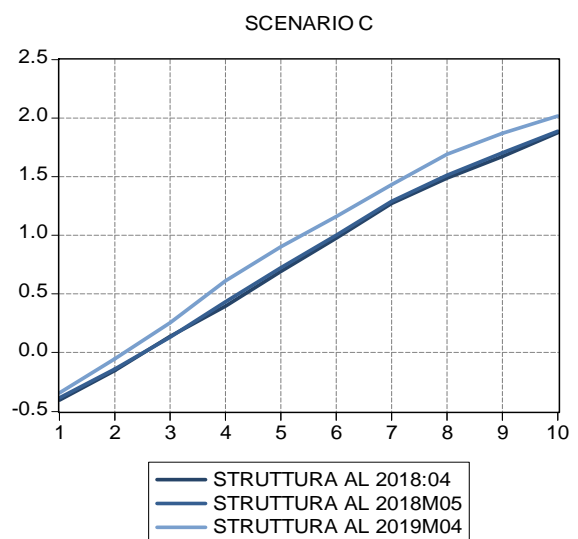
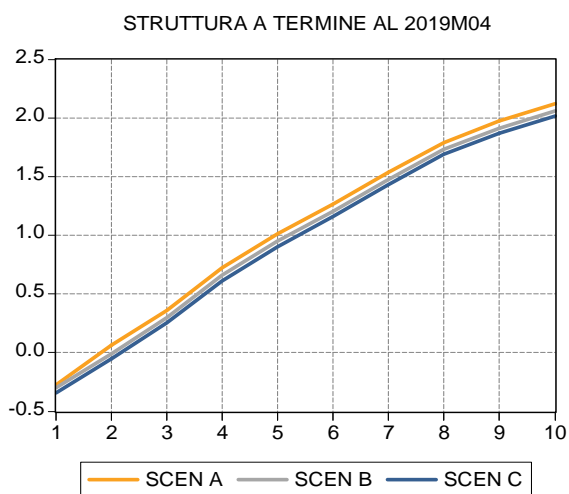
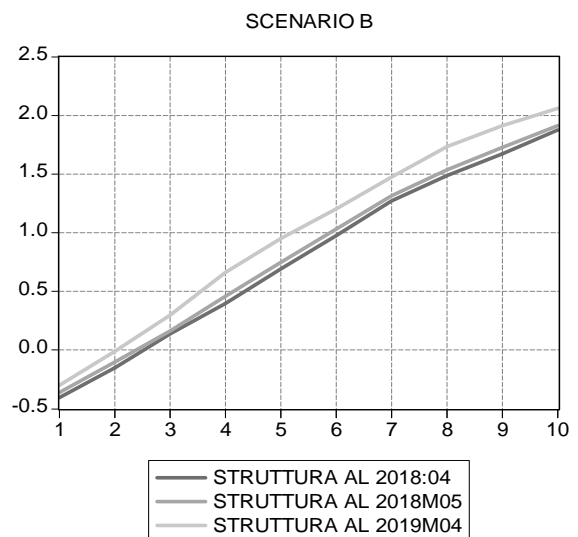
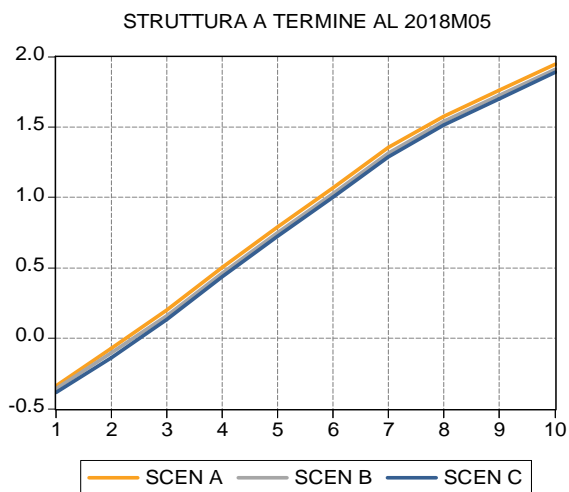
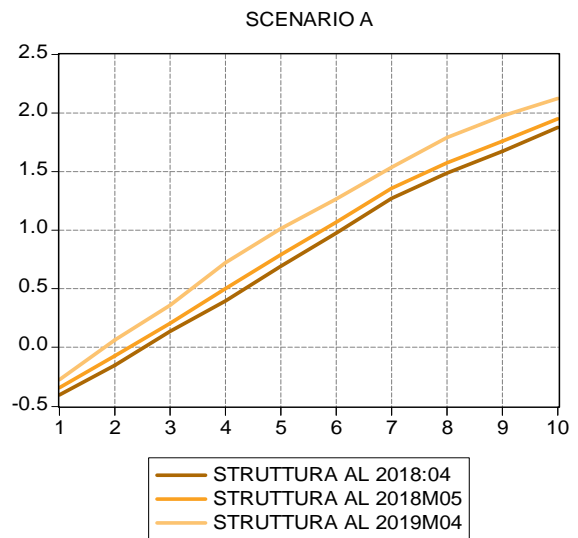
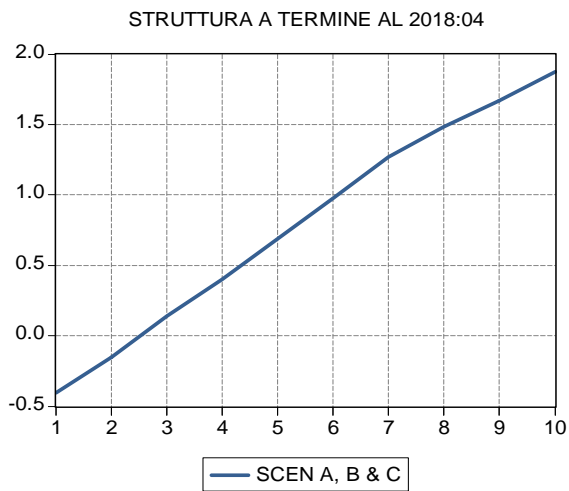
TASSI - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili

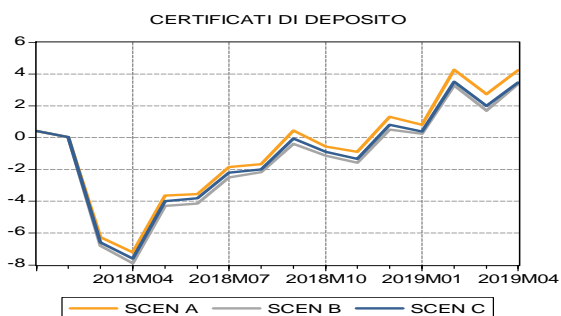
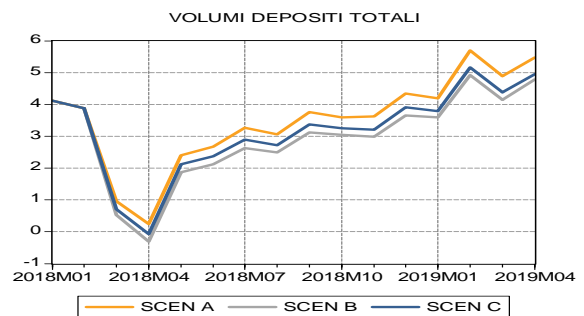
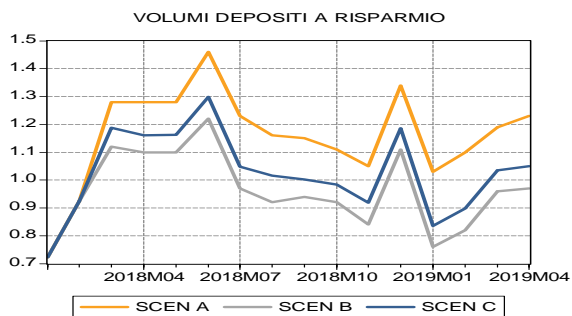
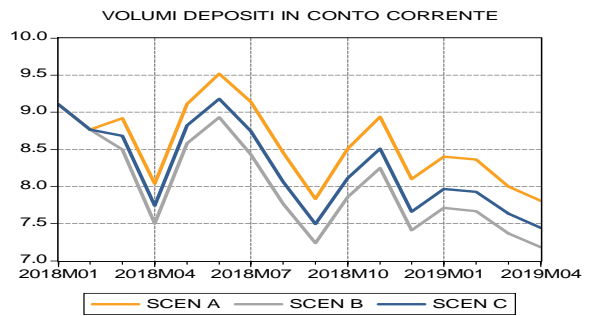
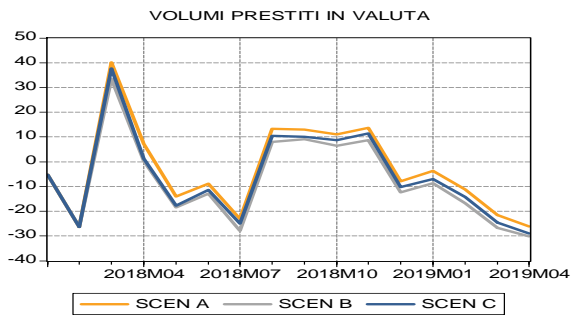
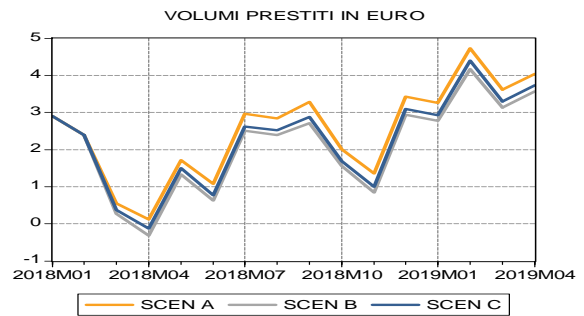
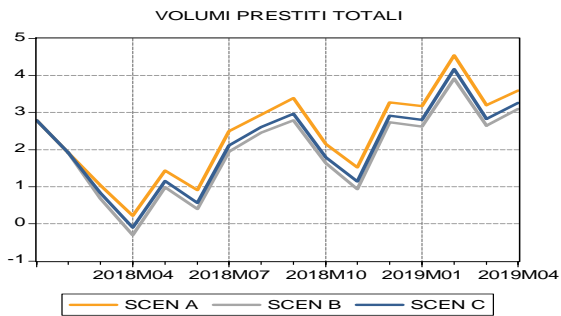
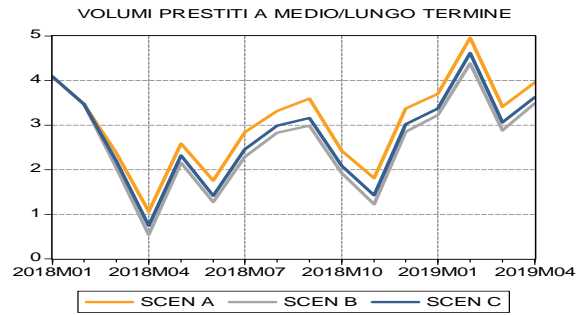
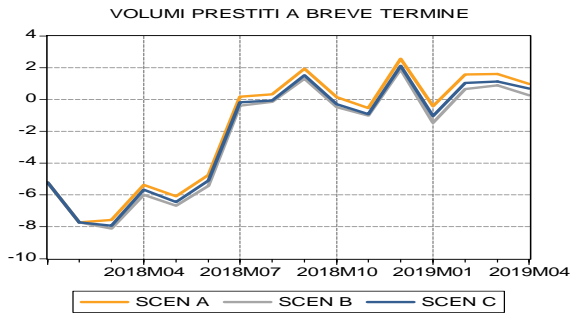


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



| SCENARIO A | 17 10 | 17 11 | 17 12 | 18 1 | 18 2 | 18 3 | 18 4 | 18 5 | 18 6 | 18 7 | 18 8 | 18 9 | 18 10 | 18 11 | 18 12 | 19 1 | 19 2 | 19 3 | 19 4 |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| ESOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di intervento | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Indice COMIT (livello) | 1338 | 1314 | 1297 | 1373 | 1316 | 1308 | 1387 | 1355 | 1323 | 1352 | 1326 | 1296 | 1301 | 1275 | 1277 | 1294 | 1302 | 1286 | 1266 |
| Produzione Industriale (Var. % a/a) | 3.2 | 3.6 | 4.7 | 4.4 | 2.7 | 3.8 | 4.7 | 3.3 | 3.5 | 3.8 | 3.1 | 3.8 | 2.9 | 3.0 | 2.5 | 2.9 | 3.1 | 2.7 | 2.8 |
| Tasso di Inflazione (Arm.) | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.2 | 0.5 | 0.9 | 0.6 | 0.8 | 1.1 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.2 |
| ENDOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| TASSI | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| T. P/T medio | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| T. Overnight media d/l | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.43 | -0.43 | -0.43 | -0.43 | -0.42 | -0.42 | -0.42 | -0.43 | -0.43 | -0.42 | -0.43 |
| T. Interb. 1m lett. | -0.40 | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.39 | -0.39 | -0.38 | -0.38 |
| T. Interb. 3m lett. | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.36 | -0.36 | -0.35 | -0.35 | -0.34 | -0.33 | -0.32 | -0.32 | -0.31 | -0.32 | -0.32 | -0.31 | -0.31 |
| T. Interb. 6m lett. | -0.31 | -0.32 | -0.32 | -0.34 | -0.33 | -0.33 | -0.32 | -0.32 | -0.31 | -0.31 | -0.31 | -0.30 | -0.30 | -0.29 | -0.29 | -0.30 | -0.30 | -0.29 | -0.29 |
| T. Depositi medio | 0.38 | 0.39 | 0.38 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.42 | 0.41 |
| T. Prestiti medio | 2.74 | 2.72 | 2.69 | 2.69 | 2.68 | 2.68 | 2.69 | 2.69 | 2.70 | 2.69 | 2.70 | 2.70 | 2.70 | 2.70 | 2.71 | 2.70 | 2.70 | 2.71 | 2.71 |
| T.prest. medio - T.dep. medio | 2.36 | 2.33 | 2.30 | 2.30 | 2.30 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.30 |
| T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾ | -0.41 | -0.44 | -0.45 | -0.42 | -0.41 | -0.43 | -0.42 | -0.39 | -0.36 | -0.37 | -0.36 | -0.35 | -0.35 | -0.34 | -0.33 | -0.34 | -0.35 | -0.33 | -0.35 |
| T. BOT comp. lordo 6m | -0.41 | -0.44 | -0.46 | -0.42 | -0.41 | -0.44 | -0.43 | -0.37 | -0.33 | -0.34 | -0.32 | -0.30 | -0.31 | -0.29 | -0.28 | -0.29 | -0.31 | -0.28 | -0.31 |
| T. BOT comp. lordo 12m | -0.34 | -0.40 | -0.41 | -0.43 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.34 | -0.30 | -0.31 | -0.30 | -0.28 | -0.29 | -0.26 | -0.25 | -0.26 | -0.27 | -0.23 | -0.27 |
| Rendistat lordo | 1.23 | 1.03 | 1.05 | 1.21 | 1.26 | 1.20 | 1.05 | 1.16 | 1.27 | 1.26 | 1.32 | 1.36 | 1.36 | 1.39 | 1.42 | 1.40 | 1.40 | 1.42 | 1.41 |
| Rendistat netto | 1.07 | 0.90 | 0.92 | 1.06 | 1.11 | 1.05 | 0.92 | 1.02 | 1.11 | 1.10 | 1.16 | 1.19 | 1.19 | 1.22 | 1.25 | 1.22 | 1.22 | 1.25 | 1.23 |
| STRUTTURA A TERMINE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rend. BTP a 3 anni | 0.10 | 0.02 | 0.24 | 0.25 | 0.22 | 0.03 | 0.14 | 0.20 | 0.28 | 0.26 | 0.28 | 0.32 | 0.32 | 0.34 | 0.37 | 0.36 | 0.34 | 0.38 | 0.36 |
| Rend. BTP a 5 anni | 0.69 | 0.59 | 0.86 | 0.90 | 0.90 | 0.67 | 0.69 | 0.79 | 0.89 | 0.88 | 0.92 | 0.96 | 0.96 | 0.99 | 1.02 | 1.01 | 0.99 | 1.03 | 1.01 |
| Rend. BTP a 7 anni | 1.30 | 1.22 | 1.49 | 1.54 | 1.52 | 1.26 | 1.27 | 1.35 | 1.44 | 1.43 | 1.46 | 1.49 | 1.49 | 1.52 | 1.55 | 1.54 | 1.52 | 1.55 | 1.53 |
| Rend. BTP a 10 anni | 1.92 | 1.86 | 2.13 | 2.16 | 2.12 | 1.86 | 1.88 | 1.95 | 2.03 | 2.02 | 2.04 | 2.08 | 2.08 | 2.10 | 2.13 | 2.12 | 2.11 | 2.14 | 2.12 |
| VOLUMI (LIVELLI in mld) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2397.446 | 2421.582 | 2371.216 | 2379.126 | 2347.208 | 2401.281 | 2388.763 | 2394.590 | 2408.592 | 2406.979 | 2413.72 | 2427.05 | 2448.77 | 2458.30 | 2448.64 | 2454.51 | 2453.53 | 2477.82 | 2474.41 |
| Prestiti in euro | 2362.965 | 2390.819 | 2338.729 | 2348.193 | 2319.162 | 2360.026 | 2352.718 | 2358.722 | 2371.430 | 2373.519 | 2385.044 | 2398.46 | 2410.461 | 2423.33 | 2418.71 | 2424.74 | 2428.63 | 2445.46 | 2447.77 |
| Prestiti in valuta | 34.480 | 30.762 | 32.488 | 30.933 | 28.046 | 41.255 | 36.045 | 35.868 | 37.162 | 33.460 | 28.679 | 28.589 | 38.311 | 34.961 | 29.923 | 29.763 | 24.899 | 32.362 | 26.645 |
| Prestiti a breve | 291.994 | 298.697 | 289.021 | 303.670 | 294.969 | 293.152 | 293.729 | 294.779 | 296.018 | 299.733 | 292.964 | 293.784 | 292.432 | 297.084 | 296.391 | 302.425 | 299.600 | 297.872 | 296.608 |
| Prestiti a m / l | 2105.452 | 2122.885 | 2082.195 | 2075.456 | 2052.239 | 2108.129 | 2095.034 | 2099.810 | 2112.573 | 2107.246 | 2120.759 | 2133.266 | 2156.340 | 2161.212 | 2152.245 | 2152.082 | 2153.925 | 2179.949 | 2177.805 |
| Depositi totali | 2363.714 | 2357.993 | 2373.761 | 2375.320 | 2349.399 | 2392.535 | 2395.061 | 2392.374 | 2397.207 | 2406.685 | 2404.643 | 2438.024 | 2448.571 | 2443.352 | 2476.782 | 2474.846 | 2483.080 | 2509.530 | 2526.071 |
| Depositi in c / c | 1028.534 | 1023.392 | 1060.205 | 1048.904 | 1050.641 | 1066.954 | 1084.757 | 1084.381 | 1091.613 | 1090.748 | 1090.470 | 1107.954 | 1116.062 | 1114.883 | 1146.082 | 1137.012 | 1138.474 | 1152.310 | 1169.477 |
| Depositi a risparmio | 296.910 | 297.532 | 298.726 | 300.931 | 301.037 | 300.836 | 300.126 | 299.465 | 299.234 | 299.549 | 300.649 | 300.787 | 300.205 | 300.656 | 302.729 | 304.030 | 304.348 | 304.416 | 303.818 |
| Certif. deposito | 1038.270 | 1037.069 | 1014.829 | 1025.485 | 997.722 | 1024.745 | 1010.178 | 1008.528 | 1006.360 | 1016.388 | 1013.524 | 1029.283 | 1032.303 | 1027.813 | 1027.971 | 1033.804 | 1040.258 | 1052.803 | 1052.776 |
| VOLUMI (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2.98 | 4.19 | 1.24 | 2.79 | 1.91 | 1.04 | 0.22 | 1.43 | 0.91 | 2.49 | 2.94 | 3.38 | 2.14 | 1.52 | 3.26 | 3.17 | 4.53 | 3.19 | 3.59 |
| Prestiti in euro | 2.76 | 4.48 | 1.46 | 2.90 | 2.39 | 0.55 | 0.12 | 1.71 | 1.08 | 2.97 | 2.83 | 3.28 | 2.01 | 1.36 | 3.42 | 3.26 | 4.72 | 3.62 | 4.04 |
| Prestiti in valuta | 20.63 | -14.41 | -12.28 | -5.32 | -26.33 | 40.09 | 7.21 | -14.12 | -8.87 | -22.98 | 13.36 | 12.86 | 11.11 | 13.65 | -7.89 | -3.78 | -11.22 | -21.56 | -26.08 |
| Prestiti a breve | -9.26 | -7.15 | -7.95 | -5.23 | -7.71 | -7.56 | -5.38 | -6.07 | -4.73 | 0.16 | 0.33 | 1.93 | 0.15 | -0.54 | 2.55 | -0.41 | 1.57 | 1.61 | 0.98 |
| Prestiti a m / l | 4.94 | 6.01 | 2.67 | 4.08 | 3.46 | 2.36 | 1.06 | 2.58 | 1.75 | 2.83 | 3.32 | 3.59 | 2.42 | 1.81 | 3.36 | 3.69 | 4.95 | 3.41 | 3.95 |
| Depositi totali | 4.53 | 4.71 | 2.91 | 4.11 | 3.88 | 0.96 | 0.25 | 2.41 | 2.67 | 3.26 | 3.06 | 3.76 | 3.59 | 3.62 | 4.34 | 4.19 | 5.69 | 4.89 | 5.47 |
| Depositi in c / c | 8.29 | 7.76 | 7.32 | 9.10 | 8.76 | 8.92 | 8.04 | 9.11 | 9.52 | 9.14 | 8.46 | 7.83 | 8.51 | 8.94 | 8.10 | 8.40 | 8.36 | 8.00 | 7.81 |
| Depositi a risparmio | -0.40 | 0.07 | 0.27 | 0.72 | 0.92 | 1.28 | 1.28 | 1.28 | 1.46 | 1.23 | 1.16 | 1.15 | 1.11 | 1.05 | 1.34 | 1.03 | 1.10 | 1.19 | 1.23 |
| Certif. deposito | 2.44 | 3.21 | -0.59 | 0.40 | 0.03 | -6.26 | -7.21 | -3.63 | -3.53 | -1.84 | -1.66 | 0.44 | -0.57 | -0.89 | 1.29 | 0.81 | 4.26 | 2.74 | 4.22 |

| SCENARIO B | 17 10 | 17 11 | 17 12 | 18 1 | 18 2 | 18 3 | 18 4 | 18 5 | 18 6 | 18 7 | 18 8 | 18 9 | 18 10 | 18 11 | 18 12 | 19 1 | 19 2 | 19 3 | 19 4 |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| ESOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di intervento | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Indice COMIT (livello) | 1338 | 1314 | 1297 | 1373 | 1316 | 1308 | 1387 | 1382 | 1350 | 1388 | 1386 | 1361 | 1367 | 1362 | 1356 | 1388 | 1405 | 1391 | 1400 |
| Produzione Industriale (Var. % a/a) | 3.2 | 3.6 | 4.7 | 4.4 | 2.7 | 3.5 | 4.2 | 2.9 | 3.1 | 3.4 | 2.4 | 3.3 | 2.3 | 2.4 | 1.9 | 2.3 | 2.5 | 2.1 | 2.3 |
| Tasso di Inflazione (Arm.) | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.2 | 0.5 | 0.9 | 0.6 | 0.8 | 0.9 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.0 |
| ENDOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| TASSI | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| T. P/T medio | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| T. Overnight media d/l | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.43 | -0.43 | -0.43 | -0.43 | -0.43 | -0.43 | -0.43 | -0.43 | -0.43 |
| T. Interb. 1m lett. | -0.40 | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 |
| T. Interb. 3m lett. | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.36 | -0.36 | -0.35 | -0.35 | -0.35 | -0.34 | -0.34 | -0.33 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.32 |
| T. Interb. 6m lett. | -0.31 | -0.32 | -0.32 | -0.34 | -0.33 | -0.33 | -0.32 | -0.32 | -0.31 | -0.32 | -0.31 | -0.31 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.30 |
| T. Depositi medio | 0.38 | 0.39 | 0.38 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.40 | 0.39 | 0.40 | 0.40 | 0.39 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.41 | 0.40 |
| T. Prestiti medio | 2.74 | 2.72 | 2.69 | 2.69 | 2.68 | 2.68 | 2.68 | 2.69 | 2.69 | 2.69 | 2.70 | 2.70 | 2.69 | 2.70 | 2.70 | 2.70 | 2.70 | 2.71 | 2.70 |
| T.prest. medio - T.dep. medio | 2.36 | 2.33 | 2.30 | 2.30 | 2.30 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.30 | 2.29 | 2.30 | 2.30 | 2.30 | 2.30 | 2.30 | 2.30 | 2.30 | 2.30 | 2.30 |
| T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾ | -0.41 | -0.44 | -0.45 | -0.42 | -0.41 | -0.41 | -0.42 | -0.40 | -0.38 | -0.39 | -0.38 | -0.36 | -0.36 | -0.35 | -0.35 | -0.36 | -0.36 | -0.35 | -0.36 |
| T. BOT comp. lordo 6m | -0.41 | -0.44 | -0.46 | -0.42 | -0.41 | -0.44 | -0.43 | -0.39 | -0.36 | -0.38 | -0.36 | -0.33 | -0.33 | -0.31 | -0.31 | -0.32 | -0.33 | -0.31 | -0.33 |
| T. BOT comp. lordo 12m | -0.34 | -0.40 | -0.41 | -0.43 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.36 | -0.33 | -0.35 | -0.33 | -0.31 | -0.31 | -0.30 | -0.28 | -0.30 | -0.31 | -0.28 | -0.30 |
| Rendistat lordo | 1.23 | 1.03 | 1.05 | 1.21 | 1.26 | 1.20 | 1.05 | 1.12 | 1.21 | 1.21 | 1.26 | 1.30 | 1.31 | 1.33 | 1.36 | 1.34 | 1.33 | 1.34 | 1.34 |
| Rendistat netto | 1.07 | 0.90 | 0.92 | 1.06 | 1.11 | 1.05 | 0.92 | 0.98 | 1.06 | 1.06 | 1.10 | 1.14 | 1.14 | 1.16 | 1.19 | 1.17 | 1.17 | 1.18 | 1.17 |
| STRUTTURA A TERMINE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rend. BTP a 3 anni | 0.10 | 0.02 | 0.24 | 0.25 | 0.22 | 0.03 | 0.14 | 0.16 | 0.22 | 0.19 | 0.22 | 0.25 | 0.25 | 0.27 | 0.31 | 0.30 | 0.29 | 0.30 | 0.30 |
| Rend. BTP a 5 anni | 0.69 | 0.59 | 0.86 | 0.90 | 0.90 | 0.67 | 0.69 | 0.75 | 0.83 | 0.82 | 0.86 | 0.89 | 0.89 | 0.91 | 0.96 | 0.95 | 0.94 | 0.95 | 0.95 |
| Rend. BTP a 7 anni | 1.30 | 1.22 | 1.49 | 1.54 | 1.52 | 1.26 | 1.27 | 1.32 | 1.39 | 1.37 | 1.40 | 1.43 | 1.42 | 1.45 | 1.49 | 1.47 | 1.47 | 1.48 | 1.48 |
| Rend. BTP a 10 anni | 1.92 | 1.86 | 2.13 | 2.16 | 2.12 | 1.86 | 1.88 | 1.91 | 1.98 | 1.96 | 1.99 | 2.01 | 2.01 | 2.03 | 2.07 | 2.06 | 2.05 | 2.07 | 2.06 |
| VOLUMI (LIVELLI in mld) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2397.446 | 2421.582 | 2371.216 | 2379.126 | 2347.208 | 2392.726 | 2376.131 | 2383.966 | 2396.419 | 2394.062 | 2402.15 | 2412.88 | 2436.52 | 2444.34 | 2435.95 | 2441.46 | 2438.98 | 2455.89 | 2449.55 |
| Prestiti in euro | 2362.965 | 2390.819 | 2338.729 | 2348.193 | 2319.162 | 2353.454 | 2342.378 | 2349.910 | 2360.872 | 2362.685 | 2374.838 | 2385.22 | 2399.828 | 2410.90 | 2407.49 | 2413.24 | 2415.64 | 2427.12 | 2426.00 |
| Prestiti in valuta | 34.480 | 30.762 | 32.488 | 30.933 | 28.046 | 39.272 | 33.752 | 34.057 | 35.546 | 31.377 | 27.311 | 27.661 | 36.696 | 33.442 | 28.463 | 28.222 | 23.345 | 28.776 | 23.552 |
| Prestiti a breve | 291.994 | 298.697 | 289.021 | 303.670 | 294.969 | 291.440 | 291.866 | 292.896 | 293.843 | 298.117 | 291.533 | 291.997 | 290.622 | 295.620 | 294.541 | 299.206 | 296.886 | 294.034 | 292.625 |
| Prestiti a m / l | 2105.452 | 2122.885 | 2082.195 | 2075.456 | 2052.239 | 2101.286 | 2084.264 | 2091.070 | 2102.575 | 2095.945 | 2110.616 | 2120.888 | 2145.903 | 2148.724 | 2141.409 | 2142.253 | 2142.097 | 2161.860 | 2156.928 |
| Depositi totali | 2363.714 | 2357.993 | 2373.761 | 2375.320 | 2349.399 | 2382.108 | 2381.682 | 2379.759 | 2384.365 | 2392.001 | 2391.577 | 2422.986 | 2435.571 | 2428.497 | 2460.640 | 2460.832 | 2464.990 | 2480.727 | 2495.765 |
| Depositi in c / c | 1028.534 | 1023.392 | 1060.205 | 1048.904 | 1050.641 | 1062.839 | 1079.336 | 1079.114 | 1085.733 | 1083.652 | 1083.533 | 1101.892 | 1109.377 | 1107.821 | 1138.766 | 1129.775 | 1131.225 | 1141.171 | 1156.832 |
| Depositi a risparmio | 296.910 | 297.532 | 298.726 | 300.931 | 301.037 | 300.361 | 299.593 | 298.932 | 298.526 | 298.779 | 299.936 | 300.163 | 299.641 | 300.032 | 302.042 | 303.218 | 303.505 | 303.245 | 302.499 |
| Certif. deposito | 1038.270 | 1037.069 | 1014.829 | 1025.485 | 997.722 | 1018.907 | 1002.754 | 1001.712 | 1000.106 | 1009.570 | 1008.108 | 1020.932 | 1026.553 | 1020.644 | 1019.832 | 1027.839 | 1030.260 | 1036.312 | 1036.434 |
| VOLUMI (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2.98 | 4.19 | 1.24 | 2.79 | 1.91 | 0.68 | -0.31 | 0.98 | 0.40 | 1.94 | 2.45 | 2.78 | 1.63 | 0.94 | 2.73 | 2.62 | 3.91 | 2.64 | 3.09 |
| Prestiti in euro | 2.76 | 4.48 | 1.46 | 2.90 | 2.39 | 0.27 | -0.32 | 1.33 | 0.63 | 2.50 | 2.39 | 2.71 | 1.56 | 0.84 | 2.94 | 2.77 | 4.16 | 3.13 | 3.57 |
| Prestiti in valuta | 20.63 | -14.41 | -12.28 | -5.32 | -26.33 | 33.36 | 0.39 | -18.45 | -12.83 | -27.77 | 7.95 | 9.20 | 6.43 | 8.71 | -12.39 | -8.77 | -16.76 | -26.72 | -30.22 |
| Prestiti a breve | -9.26 | -7.15 | -7.95 | -5.23 | -7.71 | -8.10 | -5.98 | -6.67 | -5.43 | -0.38 | -0.16 | 1.31 | -0.47 | -1.03 | 1.91 | -1.47 | 0.65 | 0.89 | 0.26 |
| Prestiti a m / l | 4.94 | 6.01 | 2.67 | 4.08 | 3.46 | 2.03 | 0.54 | 2.15 | 1.27 | 2.28 | 2.82 | 2.99 | 1.92 | 1.22 | 2.84 | 3.22 | 4.38 | 2.88 | 3.49 |
| Depositi totali | 4.53 | 4.71 | 2.91 | 4.11 | 3.88 | 0.52 | -0.31 | 1.87 | 2.12 | 2.63 | 2.50 | 3.12 | 3.04 | 2.99 | 3.66 | 3.60 | 4.92 | 4.14 | 4.79 |
| Depositi in c / c | 8.29 | 7.76 | 7.32 | 9.10 | 8.76 | 8.50 | 7.50 | 8.58 | 8.93 | 8.43 | 7.77 | 7.24 | 7.86 | 8.25 | 7.41 | 7.71 | 7.67 | 7.37 | 7.18 |
| Depositi a risparmio | -0.40 | 0.07 | 0.27 | 0.72 | 0.92 | 1.12 | 1.10 | 1.10 | 1.22 | 0.97 | 0.92 | 0.94 | 0.92 | 0.84 | 1.11 | 0.76 | 0.82 | 0.96 | 0.97 |
| Certif. deposito | 2.44 | 3.21 | -0.59 | 0.40 | 0.03 | -6.79 | -7.90 | -4.28 | -4.13 | -2.49 | -2.19 | -0.38 | -1.13 | -1.58 | 0.49 | 0.23 | 3.26 | 1.71 | 3.36 |

| SCENARIO C | 17 10 | 17 11 | 17 12 | 18 1 | 18 2 | 18 3 | 18 4 | 18 5 | 18 6 | 18 7 | 18 8 | 18 9 | 18 10 | 18 11 | 18 12 | 19 1 | 19 2 | 19 3 | 19 4 |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| ESOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di intervento | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Indice COMIT (livello) | 1338 | 1314 | 1297 | 1373 | 1316 | 1308 | 1387 | 1398 | 1368 | 1410 | 1409 | 1385 | 1394 | 1387 | 1379 | 1413 | 1430 | 1415 | 1422 |
| Produzione Industriale (Var. % a/a) | 3.2 | 3.6 | 4.7 | 4.4 | 2.7 | 3.6 | 4.4 | 3.0 | 3.2 | 3.5 | 2.6 | 3.4 | 2.5 | 2.6 | 2.0 | 2.4 | 2.6 | 2.2 | 2.4 |
| Tasso di Inflazione (Arm.) | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.2 | 0.5 | 0.9 | 0.6 | 0.8 | 0.9 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.3 | 1.2 | 1.3 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.0 |
| ENDOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| TASSI | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| T. P/T medio | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| T. Overnight media d/l | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.43 | -0.43 | -0.43 | -0.43 | -0.43 | -0.44 | -0.43 | -0.44 |
| T. Interb. 1m lett. | -0.40 | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 |
| T. Interb. 3m lett. | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.36 | -0.36 | -0.36 | -0.36 | -0.35 | -0.34 | -0.34 | -0.34 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.32 |
| T. Interb. 6m lett. | -0.31 | -0.32 | -0.32 | -0.34 | -0.33 | -0.33 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.31 | -0.31 | -0.31 | -0.31 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.30 |
| T. Depositi medio | 0.38 | 0.39 | 0.38 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.39 | 0.40 | 0.40 | 0.39 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 |
| T. Prestiti medio | 2.74 | 2.72 | 2.69 | 2.69 | 2.68 | 2.68 | 2.68 | 2.68 | 2.69 | 2.68 | 2.69 | 2.69 | 2.69 | 2.69 | 2.70 | 2.69 | 2.69 | 2.70 | 2.70 |
| T.prest. medio - T.dep. medio | 2.36 | 2.33 | 2.30 | 2.30 | 2.30 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.30 | 2.29 | 2.30 | 2.30 | 2.29 | 2.30 | 2.30 | 2.30 |
| T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾ | -0.41 | -0.44 | -0.45 | -0.42 | -0.41 | -0.43 | -0.42 | -0.41 | -0.40 | -0.41 | -0.40 | -0.38 | -0.39 | -0.39 | -0.37 | -0.38 | -0.38 | -0.37 | -0.38 |
| T. BOT comp. lordo 6m | -0.41 | -0.44 | -0.46 | -0.42 | -0.41 | -0.44 | -0.43 | -0.41 | -0.39 | -0.40 | -0.38 | -0.36 | -0.37 | -0.38 | -0.34 | -0.36 | -0.36 | -0.35 | -0.37 |
| T. BOT comp. lordo 12m | -0.34 | -0.40 | -0.41 | -0.43 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.39 | -0.36 | -0.38 | -0.36 | -0.34 | -0.34 | -0.35 | -0.32 | -0.34 | -0.34 | -0.32 | -0.34 |
| Rendistat lordo | 1.23 | 1.03 | 1.05 | 1.21 | 1.26 | 1.20 | 1.05 | 1.11 | 1.17 | 1.16 | 1.21 | 1.25 | 1.27 | 1.27 | 1.30 | 1.29 | 1.28 | 1.31 | 1.29 |
| Rendistat netto | 1.07 | 0.90 | 0.92 | 1.06 | 1.11 | 1.05 | 0.92 | 0.97 | 1.02 | 1.02 | 1.06 | 1.09 | 1.11 | 1.11 | 1.14 | 1.13 | 1.12 | 1.14 | 1.13 |
| STRUTTURA A TERMINE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rend. BTP a 3 anni | 0.10 | 0.02 | 0.24 | 0.25 | 0.22 | 0.03 | 0.14 | 0.13 | 0.16 | 0.13 | 0.16 | 0.20 | 0.20 | 0.21 | 0.26 | 0.24 | 0.24 | 0.27 | 0.25 |
| Rend. BTP a 5 anni | 0.69 | 0.59 | 0.86 | 0.90 | 0.90 | 0.67 | 0.69 | 0.72 | 0.78 | 0.76 | 0.80 | 0.84 | 0.85 | 0.86 | 0.90 | 0.89 | 0.88 | 0.91 | 0.90 |
| Rend. BTP a 7 anni | 1.30 | 1.22 | 1.49 | 1.54 | 1.52 | 1.26 | 1.27 | 1.29 | 1.33 | 1.31 | 1.35 | 1.38 | 1.38 | 1.39 | 1.43 | 1.42 | 1.41 | 1.44 | 1.43 |
| Rend. BTP a 10 anni | 1.92 | 1.86 | 2.13 | 2.16 | 2.12 | 1.86 | 1.88 | 1.89 | 1.92 | 1.90 | 1.93 | 1.97 | 1.97 | 1.98 | 2.02 | 2.00 | 2.00 | 2.02 | 2.01 |
| VOLUMI (LIVELLI in mld) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2397.446 | 2421.582 | 2371.216 | 2379.126 | 2347.208 | 2396.462 | 2381.137 | 2388.024 | 2400.329 | 2398.112 | 2405.79 | 2417.06 | 2440.34 | 2449.01 | 2440.18 | 2445.79 | 2445.00 | 2464.20 | 2458.83 |
| Prestiti in euro | 2362.965 | 2390.819 | 2338.729 | 2348.193 | 2319.162 | 2355.904 | 2347.078 | 2353.638 | 2364.157 | 2365.533 | 2377.863 | 2389.17 | 2402.855 | 2414.73 | 2411.00 | 2416.99 | 2420.97 | 2433.65 | 2434.62 |
| Prestiti in valuta | 34.480 | 30.762 | 32.488 | 30.933 | 28.046 | 40.558 | 34.059 | 34.386 | 36.172 | 32.579 | 27.925 | 27.889 | 37.485 | 34.277 | 29.182 | 28.792 | 24.028 | 30.553 | 24.210 |
| Prestiti a breve | 291.994 | 298.697 | 289.021 | 303.670 | 294.969 | 291.995 | 292.800 | 293.655 | 294.907 | 298.661 | 291.783 | 292.604 | 291.087 | 295.916 | 295.126 | 300.474 | 298.028 | 295.279 | 294.759 |
| Prestiti a m / l | 2105.452 | 2122.885 | 2082.195 | 2075.456 | 2052.239 | 2104.467 | 2088.337 | 2094.369 | 2105.422 | 2099.451 | 2114.005 | 2124.457 | 2149.253 | 2153.089 | 2145.052 | 2145.314 | 2146.973 | 2168.923 | 2164.075 |
| Depositi totali | 2363.714 | 2357.993 | 2373.761 | 2375.320 | 2349.399 | 2386.456 | 2387.531 | 2385.551 | 2390.351 | 2398.285 | 2396.726 | 2429.018 | 2440.743 | 2433.723 | 2466.633 | 2465.234 | 2470.542 | 2491.124 | 2505.783 |
| Depositi in c / c | 1028.534 | 1023.392 | 1060.205 | 1048.904 | 1050.641 | 1064.612 | 1081.771 | 1081.530 | 1088.239 | 1086.777 | 1086.480 | 1104.519 | 1112.003 | 1110.456 | 1141.435 | 1132.490 | 1133.976 | 1145.872 | 1162.274 |
| Depositi a risparmio | 296.910 | 297.532 | 298.726 | 300.931 | 301.037 | 300.560 | 299.770 | 299.115 | 298.757 | 299.010 | 300.219 | 300.347 | 299.827 | 300.264 | 302.268 | 303.446 | 303.741 | 303.668 | 302.918 |
| Certif. deposito | 1038.270 | 1037.069 | 1014.829 | 1025.485 | 997.722 | 1021.284 | 1005.990 | 1004.906 | 1003.355 | 1012.498 | 1010.027 | 1024.152 | 1028.913 | 1023.003 | 1022.930 | 1029.298 | 1032.825 | 1041.584 | 1040.591 |
| VOLUMI (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2.98 | 4.19 | 1.24 | 2.79 | 1.91 | 0.84 | -0.10 | 1.15 | 0.56 | 2.11 | 2.61 | 2.96 | 1.79 | 1.13 | 2.91 | 2.80 | 4.17 | 2.83 | 3.26 |
| Prestiti in euro | 2.76 | 4.48 | 1.46 | 2.90 | 2.39 | 0.37 | -0.12 | 1.49 | 0.77 | 2.62 | 2.52 | 2.88 | 1.69 | 1.00 | 3.09 | 2.93 | 4.39 | 3.30 | 3.73 |
| Prestiti in valuta | 20.63 | -14.41 | -12.28 | -5.32 | -26.33 | 37.73 | 1.30 | -17.67 | -11.30 | -25.01 | 10.38 | 10.10 | 8.71 | 11.43 | -10.17 | -6.92 | -14.33 | -24.67 | -28.92 |
| Prestiti a breve | -9.26 | -7.15 | -7.95 | -5.23 | -7.71 | -7.92 | -5.68 | -6.43 | -5.09 | -0.20 | -0.07 | 1.52 | -0.31 | -0.93 | 2.11 | -1.05 | 1.04 | 1.12 | 0.67 |
| Prestiti a m / l | 4.94 | 6.01 | 2.67 | 4.08 | 3.46 | 2.19 | 0.74 | 2.31 | 1.41 | 2.45 | 2.99 | 3.16 | 2.08 | 1.42 | 3.02 | 3.37 | 4.62 | 3.06 | 3.63 |
| Depositi totali | 4.53 | 4.71 | 2.91 | 4.11 | 3.88 | 0.70 | -0.07 | 2.12 | 2.38 | 2.90 | 2.72 | 3.38 | 3.26 | 3.21 | 3.91 | 3.79 | 5.16 | 4.39 | 4.95 |
| Depositi in c / c | 8.29 | 7.76 | 7.32 | 9.10 | 8.76 | 8.68 | 7.74 | 8.82 | 9.18 | 8.74 | 8.06 | 7.50 | 8.12 | 8.51 | 7.66 | 7.97 | 7.93 | 7.63 | 7.44 |
| Depositi a risparmio | -0.40 | 0.07 | 0.27 | 0.72 | 0.92 | 1.19 | 1.16 | 1.16 | 1.30 | 1.05 | 1.02 | 1.00 | 0.98 | 0.92 | 1.19 | 0.84 | 0.90 | 1.03 | 1.05 |
| Certif. deposito | 2.44 | 3.21 | -0.59 | 0.40 | 0.03 | -6.58 | -7.60 | -3.98 | -3.82 | -2.21 | -2.00 | -0.06 | -0.90 | -1.36 | 0.80 | 0.37 | 3.52 | 1.99 | 3.44 |

Giugno 2018⁷

La guerra commerciale s'inasprisce e il dollaro si rafforza

Lucia Trevisan^a e Francesca Volo^{a,b}

IL QUADRO GENERALE

Mentre le tensioni geopolitiche rimangono sullo sfondo, la guerra dei dazi si fa sempre più accesa. Il dollaro tende a rafforzarsi nei confronti delle altre valute per le tensioni generate dalla crisi politica e istituzionale italiana, che ha rischiato di destabilizzare l'Area Euro, e per una battuta d'arresto nel processo di sincronizzazione dei cicli economici di USA, Giappone e Area Euro. Analizziamo questi fattori con ordine.

Nella prima metà di maggio, **Trump ha firmato un decreto che implica l'uscita degli USA dall'accordo sul nucleare firmato nel 2015 tra Iran e Paesi occidentali.** Ogni Paese che aiuterà l'Iran sarà sanzionato e questo va interpretato come un monito ai Paesi europei (va sottolineato che l'Italia è il primo partner commerciale europeo dell'Iran). Il Presidente americano si dichiara disponibile a un nuovo accordo ma chiede che l'Iran non proceda in nessun modo al programma di arricchimento dell'uranio e quindi del nucleare. Secondo l'accordo del 2015 l'Iran non poteva farlo per otto anni. **Ora la parola passa al Congresso** che dovrà esprimere un voto sul decreto. La tensione sulla questione iraniana ha spinto al rialzo le quotazioni del petrolio.

Sul fronte dei dazi, l'attenzione di Trump si è spostata sull'Unione Europea. Dopo un nuovo annuncio a sorpresa del segretario al tesoro americano verso la Cina di altri prodotti colpiti da dazi del 25% per un equivalente di 50 miliardi di dollari, **sono fallite le trattative con il Vecchio Continente. A partire da giugno, pertanto, l'Unione Europea sarà colpita dalle tariffe del 25% sull'acciaio e del 10% sull'alluminio.**

La crisi politica italiana, con il rischio di nuove elezioni basate sull'elemento discriminante fra i partiti di una permanenza o meno del nostro Paese nell'euro e la minaccia di *impeachment* al Presidente della Repubblica, poi ritirata, **ha generato deflussi di capitali dall'Area Euro verso gli Stati Uniti**, visti come un porto più sicuro, rafforzando il dollaro. Il ritrovato accordo a fine maggio tra i due partiti vincenti alle elezioni del 4 marzo per **la formazione di un governo ha ridimensionato i timori degli investitori internazionali di una destabilizzazione dell'intera area**, inevitabile nel caso di rischio sui conti dello Stato italiano con uno dei più alti debiti pubblici. **Tuttavia, li ha lasciati in allerta per il prossimo futuro: qualsiasi intervento di politica fiscale del nuovo governo dovrà avere coperture certe per non riaccendere la speculazione e vedere il rendimento sul decennale ritornare rapidamente sopra il 3%.** Un'agenzia di rating cinese ha già tagliato il merito di credito dei titoli di Stato italiani a tripla B, cioè a *junk bond* (titoli spazzatura). Le altre agenzie hanno dichiarato di aver messo sotto osservazione l'Italia con un *outlook* negativo. Moody's ha lanciato l'allarme di un possibile declassamento, riflettendosi a cascata anche sulle banche. Va sottolineato che è sufficiente un *downgrade* da parte di due agenzie di rating perché la BCE non possa più comprare i titoli di Stato italiani attraverso il *Quantitative Easing*. **Le recenti dimissioni del governo Rajoy in Spagna aggiungono un'altra fragilità all'Area Euro. Intanto, la questione fornisce supporto alla forza della valuta statunitense.**

Il dollaro ha trovato spinte anche dai dati macroeconomici. Da un lato, gli Stati Uniti hanno mantenuto nel primo trimestre dell'anno una dinamica del ciclo economico vicina al 3% (+2.8% a/a) e in aprile hanno registrato un tasso di disoccupazione sotto il 4% con un'inflazione *core*, che esclude le componenti più volatili di energia e alimentari, prossima all'obiettivo del 2% della Fed (+1.8% a/a). Dall'altro, il Giappone ha registrato il primo calo trimestrale del PIL degli ultimi due anni, con una crescita tendenziale dimezzata rispetto al 2017 a +1% a/a, anche se i dati mensili indicano una ripresa, **e l'Area Euro ha visto un raffreddamento del ciclo economico.** Qui la crescita rimane comunque più che positiva (+2.5% a/a) ma con un ritmo più cauto rispetto all'anno scorso. Anche gli ultimi dati mensili sembrano andare in tale direzione. Sono emersi segnali inflazionistici, dovuti al rincaro del prezzo del petrolio, che tuttavia per il momento non si sono trasferiti agli altri comparti, visto che l'indice *core* è ancora a +1.1%, praticamente la metà rispetto all'obiettivo del 2% della BCE. La sincronizzazione tra i cicli economici delle tre macro aree, registrata e rafforzata durante tutto il 2017, sembra pertanto aver subito una battuta d'arresto. **Nei prossimi mesi sarà importante verificare se sia trattato di un fenomeno temporaneo: molto dipenderà anche dall'evoluzione della guerra dei dazi sopra menzionata. Nel frattempo questo scenario ha indotto i mercati finanziari a credere a una divaricazione delle**

^a Università Ca' Foscari Venezia.

^b GRETA.

⁷ **Dati aggiornati al 31/05/2018.**

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.

politiche monetarie e ad assegnare un'alta probabilità a uno scenario caratterizzato da una politica monetaria più restrittiva per la Fed e più accomodante per la BCE e la BoJ. Ovviamente, anche quest'aspetto va a favore del dollaro.

Quest'analisi ci induce a non modificare le ipotesi di scenario dei mesi precedenti, che già includevano, per la Fed, altri tre rialzi nel resto del 2018, da 25 punti base ciascuno, in giugno, settembre e dicembre, per la BCE un atteggiamento accomodante per tutto l'anno in corso, con un rinvio del processo di normalizzazione della politica monetaria al 2019 (Scenario C – Probabilità 60%) e il mantenimento del *Quantitative e Qualitative Easing* per la Banca Centrale del Giappone.

Va sottolineato, infine, che difficilmente il dollaro potrà ritornare ai livelli di marzo/aprile, poiché molti sono i fattori che lo supportano, come appare dall'analisi precedente. Si deve inoltre tenere presente che **l'eccessivo rafforzamento della valuta statunitense metterebbe in difficoltà i Paesi emergenti**, in particolar modo l'Argentina che a maggio ha già chiesto al FMI aiuti finanziari per superare le difficoltà legate alla volatilità del peso.

In maggio, il prezzo del petrolio ha continuato la sua corsa: il Brent si è portato a quota 77 dollari al barile, dopo aver toccato anche gli 80 dollari, e il WTI a 66 dollari al barile. In pratica, rispetto a un anno fa, il rincaro è stato del 50%. L'allargamento dello *spread* tra i due tipi di quotazione oltre i normali livelli è da attribuire all'elevata produzione di *shale oil* statunitense ai massimi storici e ai limiti dell'oleodotto nel Golfo del Messico nello spostare il greggio prodotto. Il suo accumulo nelle regioni del Texas e dell'Oklahoma mantiene più bassa la quotazione del WTI rispetto a quella del Brent.

Una delle cause principali delle tensioni di maggio è stata la questione iraniana già menzionata. Le eventuali sanzioni all'Iran implicherebbero un milione di barili in meno al giorno, ma l'OPEC ha dichiarato di essere in grado di compensare un possibile calo delle esportazioni iraniane.

Nei prossimi mesi riteniamo che la corsa del prezzo del petrolio prenderà fiato per i seguenti fattori: 1) il ritmo minore di crescita in due delle tre macro aree e un atteso effetto restrittivo sull'intero ciclo economico internazionale (Cina inclusa) derivante dalla guerra dei dazi; 2) sia la Russia sia l'Arabia Saudita, quest'ultima contrariamente a quanto dichiarato ad aprile, hanno affermato che probabilmente aumenteranno la produzione nella seconda parte del 2018 per recuperare il ritardo del Venezuela, in piena crisi economica, e dell'Iran; 3) anche se recentemente sembra essersi indebolita la correlazione storica tra dollaro e prezzo del petrolio, secondo la quale se il primo si rafforza il secondo scende e viceversa, la tendenza all'apprezzamento della valuta statunitense dovrebbe fungere da resistenza a prezzi del greggio superiori agli 80 dollari al barile per il Brent.

GLI ULTIMI DATI

In USA, la revisione dei dati sul PIL del primo trimestre dell'anno ha scalfito leggermente i risultati preliminari, senza però modificarne la forza. La variazione trimestrale annualizzata si è aggiustata a +2.2% dal preliminare di +2.3% e quella tendenziale a +2.8% da +2.9%. Quest'ultima risulta comunque in rafforzamento rispetto al trimestre precedente (+2.6% a/a). Come già sottolineato il mese scorso, i dati evidenziano già gli effetti della riforma fiscale senza precedenti approvata a dicembre del 2017. **La revisione ha rafforzato la dinamica degli investimenti fissi, in particolare quelli non residenziali, che sono stati la componente con maggiore forza.** Il loro contributo alla crescita del PIL è stato di +1.1% t/t da +0.8% del preliminare, mentre quelli residenziali hanno sottratto crescita per un -0.1% rispetto al supporto nullo della precedente rilevazione. Va sottolineato, tuttavia, che questi ultimi avevano registrato un forte aumento nel quarto trimestre del 2017 (+12.8%). **È confermato il raffreddamento dei consumi,** dopo il +4% t/t del trimestre precedente, con un aumento di +1% e un contributo di +0.7%. **Sul fronte del canale estero, la revisione ha implicato un po' meno esportazioni** (+4.2% t/t anziché +4.8%) **e un po' più importazioni** (+2.8% t/t anziché +2.6%). **Questo non ha comunque alterato il riequilibrio del flusso netto** che ha contribuito alla crescita del PIL per un +0.1% anziché per il +0.2% emerso nei dati preliminari, dopo la preoccupante impennata delle importazioni del trimestre precedente di +14.1% t/t. La ricostituzione del magazzino si è ridimensionata, supportando la crescita per un limitato +0.1% da +0.4% del preliminare.

I dati mensili, prevalentemente relativi ad aprile, sono tutti positivi sia dal lato dell'offerta sia della domanda, battendo generalmente le aspettative degli economisti. Ciò testimonia che l'economia americana, pur con l'incognita della guerra dei dazi che potrebbe danneggiare gli stessi Stati Uniti attraverso le multinazionali e il gioco delle ritorsioni da parte degli altri Paesi, ha iniziato il secondo trimestre con un ritmo sostenuto al pari del primo. In aprile, dal lato dell'offerta, la produzione industriale ha confermato la dinamica del mese precedente, con un incremento di +0.8% m/m (il dato di marzo è stato rivisto al rialzo a +0.8% m/m da +0.5%) collocandosi sopra le aspettative di +0.6%. Gli ordini di beni durevoli esclusi i trasporti hanno registrato un incremento di +0.9% m/m, contro un atteso +0.5% e il dato del mese precedente è stato rivisto al rialzo a +0.4% da una sostanziale invarianza. Il tasso di utilizzo degli impianti si è portato al 78% dal 77.6% di marzo (rivisto da 78%). Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio sono aumentate di +0.2% m/m, dopo il buon dato di +0.7% di marzo; in termini reali, i consumi privati hanno registrato un incremento di +0.4% m/m e i redditi personali di +0.2% m/m, a supporto di un proseguimento della dinamica positiva della domanda anche nel prossimo futuro.

Il mercato del lavoro continua a rafforzarsi. In aprile, il tasso di disoccupazione è sceso al 3.9% dal 4.1% del mese precedente, sotto la soglia di pieno impiego, stimata dai più ottimisti intorno al 4%. L'occupazione è aumentata di 164 000 unità ed è stato rivisto al rialzo il dato precedente a 135 000 da 103 000. È vero che i mercati si aspettavano un +193 000 ma si deve tener conto che l'anticipo delle assunzioni a febbraio, per usufruire di alcuni vantaggi della riforma fiscale, ha alterato le statistiche anche dei mesi successivi. La media delle nuove assunzioni dei primi quattro mesi dell'anno è stata intorno alle 200 000 unità, a testimonianza di un mercato del lavoro in continua espansione. **Gli indicatori di fiducia, considerati fattori chiave per comprendere gli effetti degli annunci sui dazi da parte di Trump, non hanno dimostrato nemmeno a maggio incertezza,** probabilmente sostenuti da quelli benefici della riforma fiscale. Dal lato dei produttori, l'INAPM di Chicago ha messo a segno un importante rimbalzo a 62.7 da 57.6 di aprile. Dal lato dei consumatori, il *Conference Board* si è portato a quota 128 da 125.6 del mese precedente (anche se è da segnalare la revisione al ribasso di quest'ultimo da 128.7).

I rischi inflazionistici permangono. In aprile, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi PCE (*Personal Consumption Expenditures*, l'indicatore preferito dalla Fed) **è rimasta pericolosamente al 2% a/a,** livello raggiunto il mese precedente. **Il core ha aggiustato leggermente verso il basso a +1.8% a/a** da +1.9% di marzo, ma è rimasto comunque molto vicino all'obiettivo della Fed del 2% a/a. La forza dell'economia e del mercato del lavoro non può che spingere al rialzo i prezzi, anche se in aprile i salari orari hanno mantenuto la dinamica tendenziale del mese precedente di +2.6% a/a.

USA

Si conferma la forza dell'economia e l'inflazione resta vicina al 2%

La crescita del PIL vicina al 3%, gli incrementi salariali e un'inflazione ai livelli dell'obiettivo della Fed rendono sempre più probabili altri tre rialzi nel resto del 2018, da 25 punti base ciascuno, a giugno, settembre e dicembre. Confermiamo, quindi, lo scenario delineato già nei mesi scorsi (Scenario C – probabilità 60%).

In Giappone, i dati trimestrali sul PIL del primo trimestre di quest'anno hanno sorpreso i mercati in negativo, con una contrazione di -0.2% t/t, contro un'aspettativa d'invarianza. Si è quindi fermata la crescita ininterrotta degli ultimi due anni. La variazione tendenziale si è praticamente dimezzata, passando a +1% da +1.8% del quarto trimestre del 2017, rivisto da +2.1%. La componente che ha sofferto di più è stata quella degli investimenti fissi, con un calo di -0.3% t/t e un contributo negativo alla crescita di -0.1% t/t. Le scorte hanno sottratto un -0.1% t/t, ma questo potrebbe essere visto come un fattore positivo nei prossimi trimestri, per la ricostituzione del magazzino. Completamente fermi sono risultati sia i consumi sia la spesa pubblica. La forza trainante, sia pur debole, è stata quella del canale estero che ha contribuito con un +0.1% t/t, grazie a una dinamica delle esportazioni (+0.6% t/t) di poco superiore a quella delle importazioni (+0.3%).

I dati mensili, relativi prevalentemente ad aprile, lasciano una speranza di ripresa, tanto più che il risultato negativo del primo trimestre è imputabile a gennaio, mentre già a febbraio e marzo il ciclo economico aveva ripreso forza. In aprile, la produzione industriale è aumentata di +0.3% m/m, dopo il buon dato di +1.4% del mese precedente. Le aspettative erano molto più ottimiste (+1.4%). Le vendite al dettaglio hanno messo a segno un sostanzioso +1.4% m/m, in questo caso sorprendendo in positivo gli economisti che si attendevano un risultato limitato a +0.5%. Il canale estero ha ripreso forza grazie a un incremento delle esportazioni di +4.6% m/m a fronte di un calo delle importazioni di -1.2%. Altri dati sono risultati negativi, ma si riferiscono ancora a marzo: -3.9% per gli ordini di macchinari, -0.5% per i consumi privati e -1.7% per il reddito disponibile. In maggio, gli indici di fiducia si sono dimostrati contrastanti: quello dei produttori, letto attraverso il PMI del manifatturiero, si è ridimensionato a 52.5 da 53.8 del mese precedente (anche se quest'ultimo è stato rivisto al rialzo da 53.3) mentre quello dei consumatori ha registrato un progresso a 43.8 da 43.6 del mese precedente.

In sintonia con la minore forza dell'economia, in aprile l'inflazione è tornata sotto l'1% a/a in termini di variazione del Consumer Price Index globale (+0.7% a/a da +1.1% del mese precedente). Il core ha leggermente corretto al ribasso, a +0.7% a/a da +0.8% di marzo. Alla riunione di fine aprile la Banca Centrale del Giappone ha ribadito che continuerà con il Quantitative e Qualitative Easing finché l'inflazione non supererà il 2% e rimarrà sopra l'obiettivo in modo stabile. Non sono quindi attese variazioni nella politica monetaria.

Per l'Area Euro sono disponibili i dati del PIL del primo trimestre solo in forma aggregata. Secondo questa prima indicazione, il ciclo economico europeo ha continuato a crescere, ma a un ritmo meno intenso, come sottolineato dal Presidente della BCE alla riunione di aprile. L'aumento complessivo del PIL è stato pari a +0.4% in termini congiunturali e a +2.5% tendenziali, in ridimensionamento rispetto al +0.7% t/t e al +2.8% a/a del quarto trimestre del 2017. Questo aspetto è emerso in modo generalizzato nei Paesi più importanti dell'area.

I dati mensili, relativi prevalentemente a marzo, sono stati moderatamente positivi e hanno ancora un volta deluso le aspettative degli economisti. La produzione industriale è aumentata di +0.5% m/m contro un atteso +0.7%, compensando almeno in parte il calo di -0.9% di febbraio (rivisto al ribasso da -0.8%). Le costruzioni, invece, non sono riuscite a invertire la tendenza negativa, registrando un -0.3% m/m dopo il -0.7% del mese precedente, rivisto anche in questo caso al ribasso da -0.5%. Le vendite al dettaglio sono riuscite a crescere solo limitatamente di +0.1% m/m, rispetto a un atteso +0.5%, anche se il dato precedente è stato corretto al rialzo a +0.3% m/m da +0.1%. Segnali positivi, invece, sono giunti dal canale estero, che ha dimostrato una crescita equilibrata tra esportazioni (+0.8% m/m rispetto a -2.5% di febbraio) e importazioni (+0.7% m/m rispetto a -3.4% del mese precedente) mantenendo il saldo della bilancia commerciale

GIAPPONE

Dopo l'incertezza di gennaio, che ha portato al calo del PIL nel primo trimestre, i dati mensili sembrano evidenziare una certa ripresa

AREA EURO

Dati mensili moderati. Inflazione in crescita ma quella core è ancora lontana dall'obiettivo

intorno a 21 miliardi di euro. **In aprile, il mercato del lavoro ha mantenuto posizioni di forza**, con il tasso di disoccupazione all'8.5% dall'8.6% di marzo, contro un atteso 8.4%, ma si deve tenere conto che le aspettative si basavano su un dato del mese precedente all'8.5%. **In maggio, la fiducia di consumatori e imprenditori si è ridimensionata, risentendo della minore forza del ciclo economico**: l'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) si è portato a quota 112.5 da 112.7 del mese precedente e il PMI, che interpreta specificatamente la fiducia dei produttori, si è ridimensionato a 55.5 da 56.2 (rivisto da 56) nel settore manifatturiero e a 53.9 da 54.7 (rivisto da 55) nei servizi.

Gli indicatori dei prezzi hanno corretto verso l'alto, ma è prematuro parlare di rischi inflazionistici. A maggio, l'indice globale HCPI (*Harmonized Consumer Price Index*) in termini tendenziali ha raggiunto quota +1.9% da +1.2% del mese precedente, a causa di rincari dell'energia e degli alimentari, le componenti più volatili; l'indice *core*, al quale fa riferimento la Banca Centrale nel fissare il suo obiettivo del +2%, si è portato a +1.1% a/a da +0.7% di aprile. Le tensioni del mercato petrolifero si sono quindi in parte trasferite anche agli altri settori, ma l'indicatore resta ancora lontano dal target della BCE.

Pur essendoci delle opinioni espresse da alcuni componenti del Board sull'approssimarsi della fine del *Quantitative Easing*, il ritmo più blando della crescita, i rischi di un effetto restrittivo proveniente dalla guerra commerciale sui dazi tutto ancora da quantificare, e l'incertezza sull'operato del nuovo governo italiano, che potrebbe generare una crisi sistemica nell'Area Euro, impongono molta cautela nel processo di normalizzazione della politica monetaria.

In Germania, i dati sul PIL del primo trimestre dell'anno, confermando quanto specificato per l'intera area, hanno dimostrato un ridimensionamento della crescita, pur mantenendosi positivi. Il PIL è aumentato di +0.3% in termini congiunturali e di +2.3% tendenziali. Nell'ultimo trimestre del 2017, la forza dell'economia tedesca era stata più evidente con un +0.6% t/t e +2.9% a/a. **Le cause vanno cercate nella componente del canale estero che non ha supportato la crescita come nel 2017:** il contributo è stato, infatti, negativo (-0.1% t/t) per un calo equilibrato sia delle esportazioni sia delle importazioni. È evidente come **la forza dell'euro nei primi mesi dell'anno abbia giocato un ruolo importante, però l'inversione di questa tendenza da maggio potrebbe aiutare le esportazioni nei prossimi trimestri. Di fatto, la crescita è stata supportata dalla domanda interna** con un contributo di +0.2% t/t dei consumi e +0.3% degli investimenti fissi. Questi ultimi sono stati la forza trainante del ciclo economico. Le scorte e la spesa pubblica hanno invece contribuito negativamente con un -0.1% t/t.

Germania

I dati mensili segnalano tuttavia il ritorno a un buon ritmo di crescita, pertanto è probabile che l'incertezza rilevata nei primi mesi dell'anno abbia avuto carattere temporaneo e sia stata dovuta a fattori meteorologici e all'impasse politica, superata con il referendum interno all'SPD del 4 marzo. In marzo, la produzione industriale ha recuperato in parte il forte dato negativo del mese precedente, registrando un +1% m/m da -1.7% di febbraio, andando al di là delle attese (+0.8%). In particolare nel settore delle costruzioni si è passati a una crescita di +0.6% da -3.1% del mese precedente (rivisto al ribasso da -2.2%). **Purtroppo, gli ordini all'industria non sono riusciti a invertire la tendenza negativa**, registrando un calo di -0.9% m/m da -0.2% di febbraio (rivisto al ribasso da +0.3%). In aprile, **le vendite al dettaglio hanno messo a segno un ottimo +2.3% m/m**, dopo il dato debole di marzo (-0.4%, rivisto da -0.6%) e battendo ampiamente le aspettative di +0.5%. **La minor forza del ciclo economico tedesco nei primi mesi dell'anno ha probabilmente influito sulla fiducia dei produttori:** in maggio, l'indice Ifo è rimasto stabile a 102.2, ma il PMI si è ridimensionato a 56.8 da 58.1 nel settore manifatturiero e a 52.1 da 53 in quello dei servizi.

In maggio, il rincaro del petrolio ha spinto la variazione tendenziale dell'indice dei prezzi al consumo armonizzato a un pericoloso +2.2% a/a da +1.4% del mese precedente. Avendo a disposizione solo il dato di aprile per l'indice *core* armonizzato, tra l'altro ridimensionatosi a +1% da +1.3% di marzo, non è possibile a oggi verificare se la fiammata inflazionistica si sia trasferita dal settore energetico agli altri comparti. È d'obbligo, quindi, monitorare tale indicatore.

In Francia, la revisione dei dati sul PIL del primo trimestre dell'anno ha confermato il risultato sotto tono emerso già con i preliminari. La crescita congiunturale del ciclo economico d'oltralpe è stata pari a +0.2% (da +0.3% della precedente rilevazione) **e a +2.2%** (da +2.1%) **tendenziali**. Dal confronto con i risultati del quarto trimestre del 2017 (+0.7% t/t e +2.8% a/a) emerge il ridimensionamento del ciclo, in linea con quello degli altri paesi dell'area. **La revisione ha apportato solo leggere modifiche che non hanno alterato la sostanza del quadro generale.** Tutte le componenti hanno registrato tassi di crescita inferiori rispetto al trimestre precedente, a parte le scorte che sono rimaste invariate, dopo un decumulo -0.4% t/t. **Il canale estero, che nello scorso anno aveva rappresentato la forza trainante dell'economia francese** (+0.7% t/t nel trimestre precedente) **non ha supportato il ciclo economico** nei primi mesi del 2018 a causa di un calo di pari entità (-0.3% t/t) delle esportazioni e delle importazioni. La dinamica contenuta dei consumi e degli investimenti, rispettivamente +0.1% m/m (rivisto da +0.2%) e +0.2% (rivisto da +0.6%) ha limitato il loro apporto a un +0.1% per ciascuna componente.

I dati mensili, essendo relativi prevalentemente a marzo, non aggiungono informazioni rilevanti rispetto a quelli trimestrali sopra menzionati. Sono, in ogni caso, risultati positivi solo dal lato della domanda: le vendite al dettaglio sono aumentate di +0.5% m/m, dopo il buon risultato di +0.9% di febbraio, mentre la produzione industriale e le costruzioni hanno registrato un calo di -0.4% m/m e -2.7% m/m. **Gli unici due dati relativi ad aprile, e quindi più rilevanti per poter valutare la crescita economica del secondo trimestre non ancora nota, non sono incoraggianti: i consumi privati sono scesi di -0.5% m/m e il tasso di disoccupazione ha corretto al rialzo al 9.2% dall'8.8% del mese precedente.** Gli indici di fiducia di maggio sono rimasti invariati a 109 per i produttori e a 100 per i consumatori.

Anche in Francia, l'indice dei prezzi al consumo globale armonizzato ha corretto sensibilmente verso l'alto in maggio, portando la variazione tendenziale a +2.3% da +1.8% di aprile. Si tratta del secondo mese consecutivo di ampio incremento (a marzo +1.3%) **tuttavia, tutto questo non ha ancora intaccato gli altri comparti, infatti, l'indice core è rimasto contenuto a +1.1% a/a**, sia pur in aumento rispetto al mese precedente (+0.9%, rivisto da +1%).

In Italia i dati preliminari del PIL del primo trimestre dell'anno, disponibili per il momento solo in forma aggregata, hanno dimostrato una sostanziale tenuta della crescita economica. La dinamica della variazione congiunturale è rimasta invariata a +0.3% rispetto al trimestre precedente e quella tendenziale ha corretto al ribasso solo parzialmente a +1.4% da +1.6%. Si può notare che si è ridotto il divario con gli altri Paesi dell'Area (Germania +2.3%, Francia +2.2%) purtroppo però questo è dovuto semplicemente a un più ampio ridimensionamento della crescita per questi ultimi. **La nomina del nuovo governo a fine maggio dovrebbe aver eliminato almeno l'incertezza dell'impasse politica durata quasi tre mesi, ma resta l'incognita di come le nuove forze politiche intenderanno procedere in termini di riforme. Qualsiasi piano fiscale espansivo dovrà trovare coperture certe, altrimenti l'effetto benefico verrà più che contrastato dal maggiore costo per interessi sul debito.**

I dati mensili sono stati positivi, più dal lato dell'offerta che della domanda. In marzo, la produzione industriale ha invertito la tendenza negativa dei due mesi precedenti, registrando un ottimo +1.2% m/m, dopo il -0.5% di febbraio e -1.8% di gennaio. Gli economisti si aspettavano un dato positivo, ma non di questa entità (+0.5%). **Purtroppo questo non ha riguardato il settore delle costruzioni** che è rimasto in affanno, con un calo di -1.2% m/m dopo quello ancora più consistente di febbraio (-3.4%). In compenso **gli ordini all'industria sono aumentati di +0.5% m/m, lasciando speranza per un proseguimento nel sentiero del recupero dell'attività economica nei prossimi mesi.** Questo emerge anche dalla fiducia dei produttori che in maggio è rimasta stabile a 107.7 nel settore manifatturiero. Solo in quello dei servizi ha subito un lieve ridimensionamento a 106 da 106.4 di aprile.

Meno incoraggianti, invece, si sono dimostrati i dati dal lato dei consumi e del canale estero. In marzo, le vendite al dettaglio sono diminuite di -0.2% m/m, disattendendo le aspettative di un'invarianza, e **in maggio la fiducia dei consumatori ha risentito del caos**

politico che ha caratterizzato lo scenario italiano prima di giungere alla nomina del nuovo governo alla fine del mese, ripiegando a 113.7 da 116.9 (rivisto da 117.1). Dopo i buoni risultati di marzo, in aprile, le esportazioni verso i Paesi extra-EU sono diminuite di -0.9% m/m, mentre le importazioni hanno mantenuto la dinamica del mese precedente a +2.4%.

In sintonia con gli altri Paesi dell'area, infine, **l'inflazione è quasi raddoppiata, pur rimanendo molto lontana dall'obiettivo del 2% della BCE**: l'HCPI globale in termini di variazione tendenziale è balzato a +1.1% da +0.6% di aprile e l'indice core a +0.9% a/a da +0.5%. **L'Italia resta, comunque, uno tra i Paesi con minor inflazione all'interno dell'Area Euro.**

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

GLI SCENARI

A (20%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sulla crescita viene più che compensato da quello molto espansivo della riforma fiscale già approvata, delineando un aumento del PIL intorno al 3% a/a. **In presenza di una buona domanda interna, i produttori scaricano sui prezzi al consumo i rincari** dovuti ai dazi, quelli delle materie prime dovuti all'aumento del prezzo del petrolio e quelli dei salari per un mercato del lavoro al pieno impiego. **La Fed aumenta i tassi ufficiali ancora tre volte nel resto del 2018, di 25 punti base ciascuna, a giugno, settembre e dicembre, ma i mercati hanno la sensazione che sia in ritardo nel controllo dell'inflazione.** Nel medio termine, i rendimenti decennali si spingono ben sopra il 3% e il dollaro si rafforza solo limitatamente intorno a quota 1.16 nei confronti dell'euro.

Area Euro: la crescita si rafforza portandosi verso il 3% a/a e l'inflazione verso il 2% a/a. **La BCE guida le aspettative di mercato verso una non-estensione del Quantitative Easing oltre la scadenza di settembre 2018.** La dichiarazione definitiva della conclusione della politica monetaria espansiva comporta l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona. **In Italia la nuova coalizione mantiene la politica fiscale all'interno dei vincoli europei.** I rendimenti salgono in sintonia con il resto dell'area, ma rimanendo sotto il 2.5%. Lo *spread* si ridimensiona portandosi sotto i 200 punti base nei confronti del *Bund* tedesco.

B (20%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sul ciclo economico, attraverso un ridimensionamento della fiducia di produttori e consumatori, **prevale su quello dell'inflazione,** delineando una crescita del PIL intorno al 2.5% a/a. Il prezzo del petrolio e i salari aumentano ma non in modo consistente. L'inflazione rimane contenuta sia pur vicino all'obiettivo della Fed. **Un passo di crescita più limitato del previsto e il parziale rientro dei rischi inflazionistici ridimensionano a solo due gli interventi della Fed sui tassi ufficiali nel resto del 2018, ciascuno di 25 punti base, a giugno e settembre.** Nel medio periodo, il dollaro, visto come valuta rifugio, si rafforza portandosi ben sotto quota 1.14 nei confronti dell'euro e i rendimenti del decennale tornano al 2.7-2.8%.

Area Euro: la crescita economica rimane positiva, intorno al 2.5% a/a, anche se meno intensa rispetto al 2017, con un'inflazione *core* ancora moderata, sotto il 2% a/a. I rischi di una guerra dei dazi e d'instabilità per la situazione italiana inducono **la BCE a mantenere molta cautela nel processo di normalizzazione della politica monetaria: lascia aperta la data di fine del QE, non escludendo la possibilità di estenderlo oltre settembre 2018** o comunque dà un messaggio ancora accomodante. **In Italia la nuova coalizione non riesce ad accordarsi sulla politica fiscale. L'emergere del suo celato carattere populista fa prospettare elezioni anticipate.** Il presentarsi di una nuova *impasse* politica penalizza fortemente i rendimenti italiani che si portano sopra il 3% per la scadenza decennale, con uno *spread* sopra i 270 punti base rispetto al *Bund*.

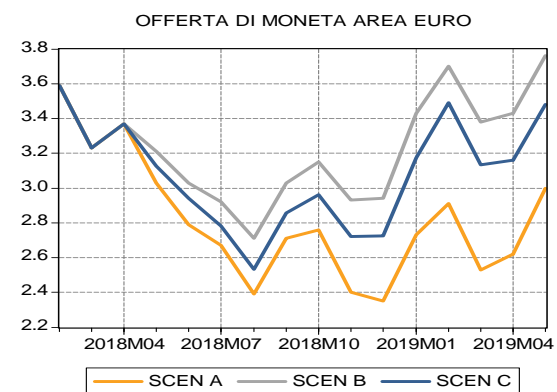
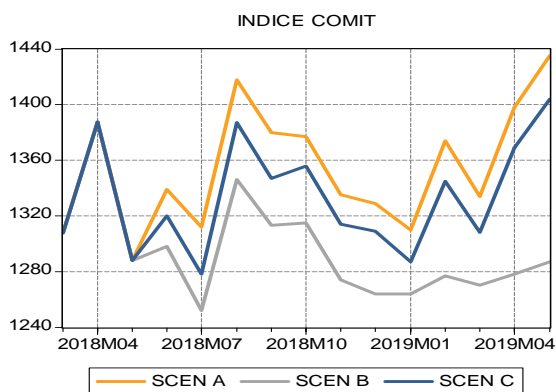
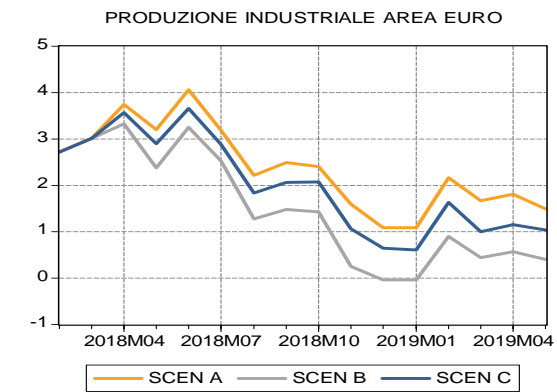
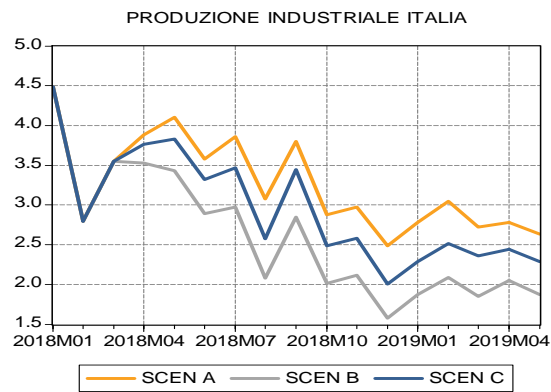
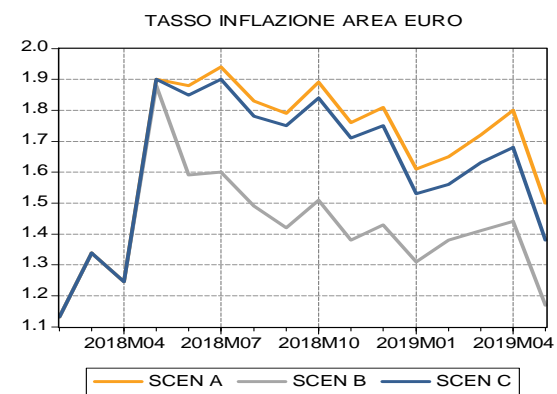
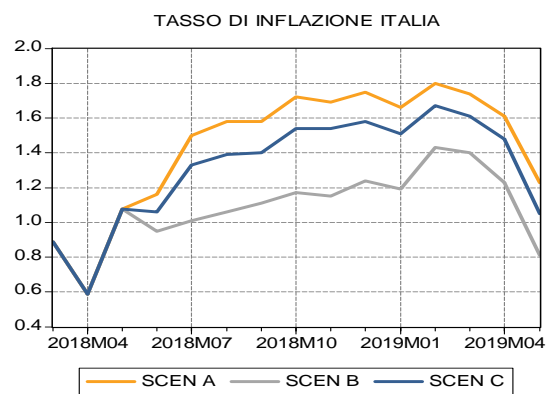
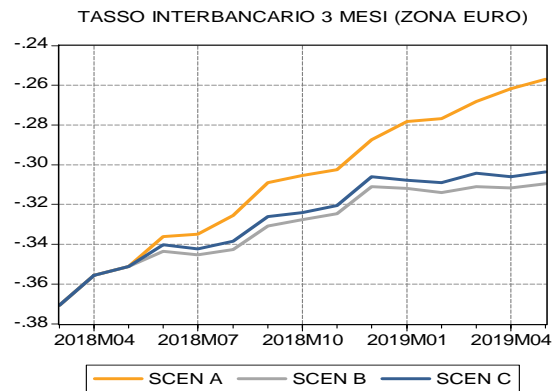
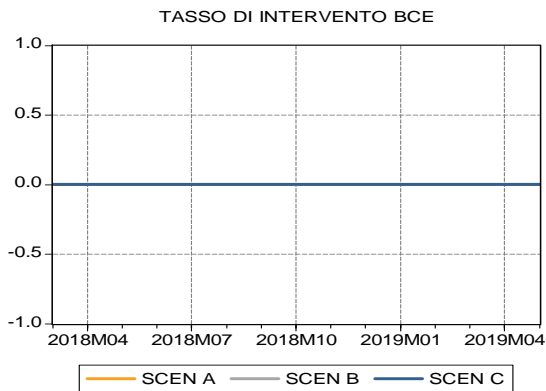
C (60%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sulla crescita viene più che compensato da quello molto espansivo della riforma fiscale già approvata, delineando una crescita del PIL intorno al 3% a/a. **In presenza di una buona domanda interna, i produttori scaricano sui prezzi al consumo i rincari** dovuti ai dazi, quelli delle materie prime dovuti all'aumento del prezzo del petrolio e quelli dei salari per un mercato del lavoro al pieno impiego. Per controllare l'inflazione, **la Fed aumenta i tassi ufficiali ancora tre volte nel resto del 2018, di 25 punti base ciascuna, a giugno, settembre e dicembre.** Nel medio termine, i rendimenti decennali si spingono sopra il 3% e il dollaro, visto come valuta rifugio, si rafforza portandosi anche sotto quota 1.15 nei confronti dell'euro.

Area Euro: la crescita economica rimane positiva, intorno al 2.5% a/a, anche se meno intensa rispetto al 2017, con un'inflazione *core* ancora moderata, sotto il 2% a/a. I rischi di una guerra dei dazi e d'instabilità per la situazione italiana inducono **la BCE a mantenere molta cautela nel processo di normalizzazione della politica monetaria: lascia aperta la data di fine del QE, non escludendo la possibilità di estenderlo oltre settembre 2018** o comunque dà un messaggio ancora accomodante, focalizzando l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio. **I rendimenti dell'Eurozona risalgono in sintonia con quelli americani. Quelli italiani sono penalizzati,** nonostante il messaggio distensivo della BCE, **dal rischio di un allentamento nel rigore nei conti pubblici** e restano sopra il 2.5%, con uno *spread* BTP/*Bund* sopra i 250 punti base.

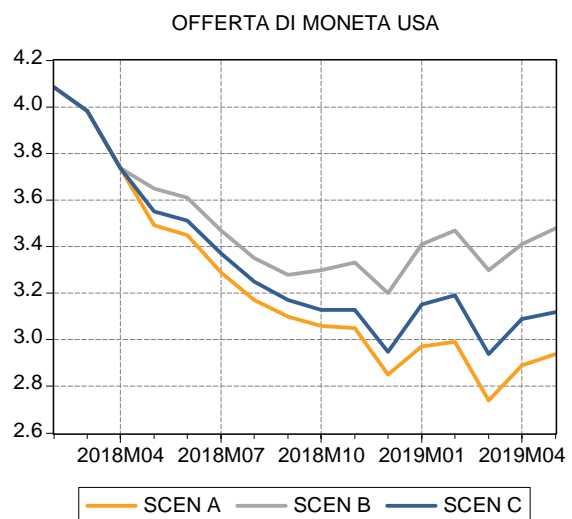
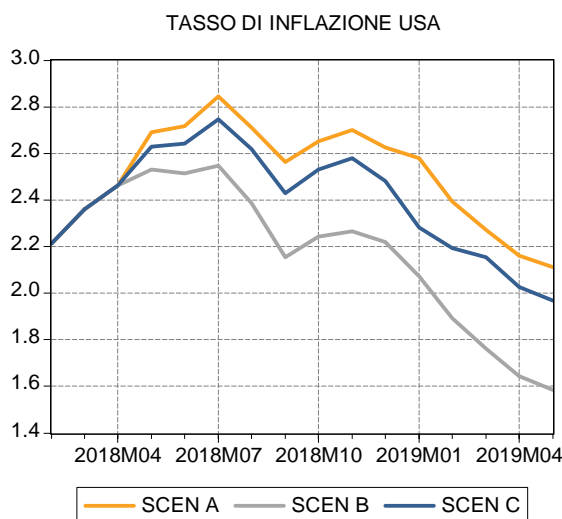
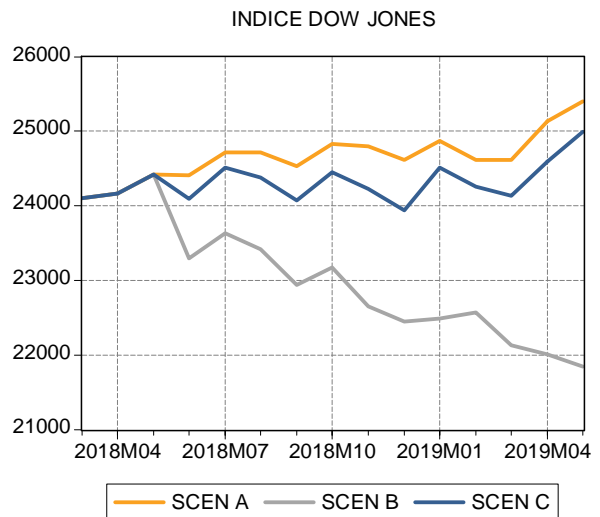
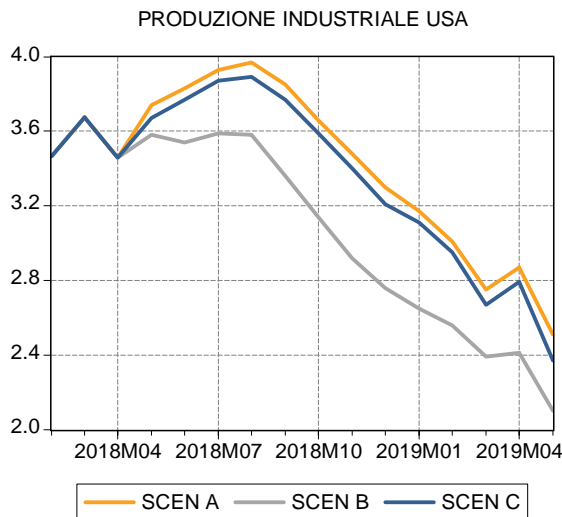
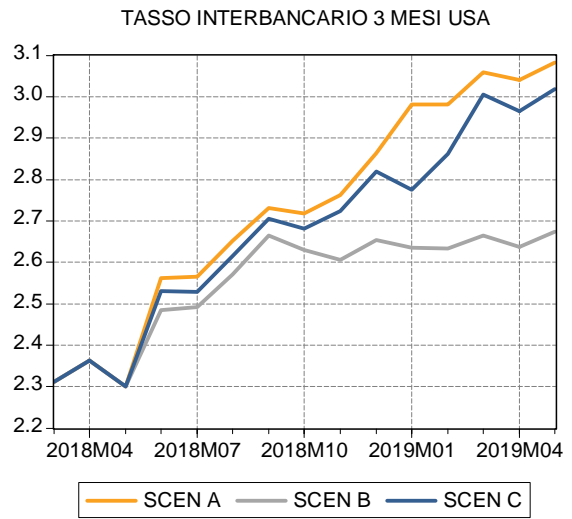
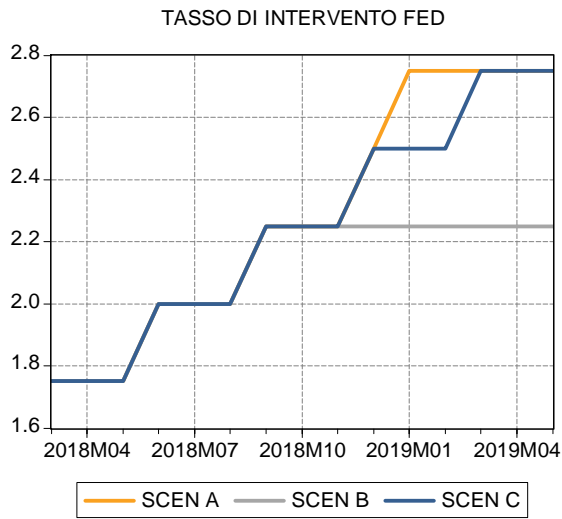
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

I tassi interbancari europei in maggio hanno proseguito sulla via di una debolissima ripresa per le scadenze a 3 e 6 mesi (a -0.35% da -0.36 e a -0.31% da -0.32%) mentre è rimasto ancora immobile per quella a 1 mese (-0.4%). **Una crescita economica positiva e un'inflazione core moderata potrebbero spingere la BCE a mantenere aperta la data di fine del QE (Scen. C e B).** Se le dinamiche dovessero accelerare, si potrebbe profilare la sua non-estensione oltre settembre 2018 (Scen. A). **I saggi interbancari sono visti in tenue ripresa in tutti e tre gli scenari (-0.39%, -0.32% e -0.29% per le scadenze a 1, 3 e 6 mesi in C, -0.40%, -0.32% e -0.30% rispettivamente in B e -0.35%, -0.27% e -0.25% in A).**

TASSI INTERBANCARI

In maggio, la crisi politica italiana, la minaccia di *impeachment* al Presidente Mattarella, l'ipotesi di un governo tecnico e di nuove elezioni anticipate, i dubbi sulla permanenza del Paese nella moneta unica, hanno portato un'impennata dei rendimenti della struttura a termine italiana, con il decennale ben oltre il 3%. Alla fine del mese, la formazione di un governo politico di coalizione, seppur percepito come populista, ha ridimensionato le tensioni sui mercati e i rendimenti, rimasti comunque ben oltre i livelli precedenti (+1.4% da +0.14% il 3 anni, +2.02% da +0.69% il 5 anni, +2.39% da +1.27% il 7 anni e +2.81% da +1.88 il decennale). **Nello scenario C, se in USA l'effetto negativo del protezionismo fosse più che compensato da quello molto espansivo della riforma fiscale, la Fed potrebbe aumentare i tassi ufficiali ancora tre volte nel 2018. La BCE, invece, se la crescita rimanesse positiva e l'inflazione core sotto il target del 2%, potrebbe mantenere aperta la data di fine del QE. Nonostante il messaggio accomodante della BCE, se il nuovo governo fosse meno rigoroso nella gestione del bilancio, i rendimenti dei titoli italiani ne sarebbero penalizzati**, attestandosi a maggio 2019 all'1.51%, al 2.11%, al 2.50% e al 2.90% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni. Nello scenario A, fermi restando i tre rialzi della Fed, i mercati hanno la sensazione che questi non siano sufficientemente tempestivi per il controllo dell'inflazione. In Europa la crescita si rafforza, l'inflazione core si porta verso il 2% e in Italia il governo mantiene il rigore nella gestione del debito. In tal caso la BCE potrebbe guidare le attese di mercato verso la non-estensione del QE oltre settembre 2018 e i rendimenti italiani rimarrebbero elevati ma in sintonia con quelli europei (+1.25% il 3 anni, +1.76% il 5 anni, +2.15% il 7 anni e +2.57% il 10 anni a maggio 2019). Nello scenario B, negli USA s'ipotizza una crescita più moderata e un rientro delle pressioni inflazionistiche che consentono alla Fed di limitare il proprio intervento ad altri due rialzi nel 2018. In Area Euro, nonostante la crescita positiva, l'inflazione sotto controllo e l'atteggiamento accomodante della BCE, il mancato accordo sulla politica fiscale italiana all'interno del governo fa prospettare elezioni anticipate, penalizzando fortemente i rendimenti dei titoli di Stato (+1.89% il 3 anni, +2.60% il 5 anni, +2.96% il 7 anni e +3.36% il 10 anni a maggio 2019).

STRUTTURA A TERMINE

In marzo **i tassi medi sui depositi e sui prestiti** sono rimasti invariati rispetto al mese precedente (+0.4% e +2.7% rispettivamente) e **negli scenari B e C sono visti stabili.** In A si potrebbe osservare un lieve rialzo (+0.5% e +2.8% rispettivamente).

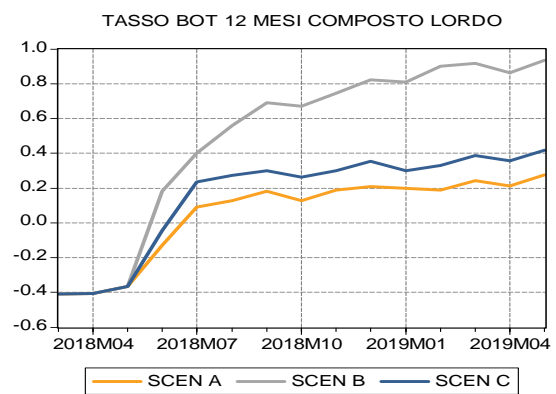
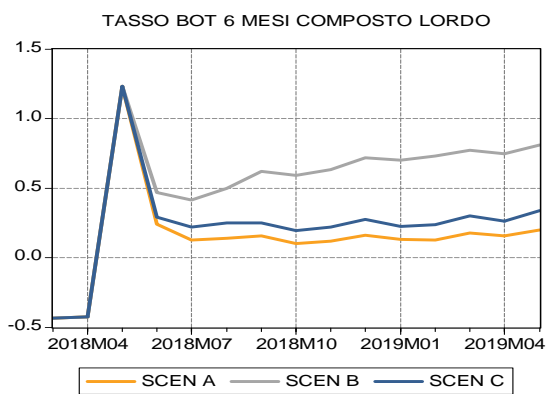
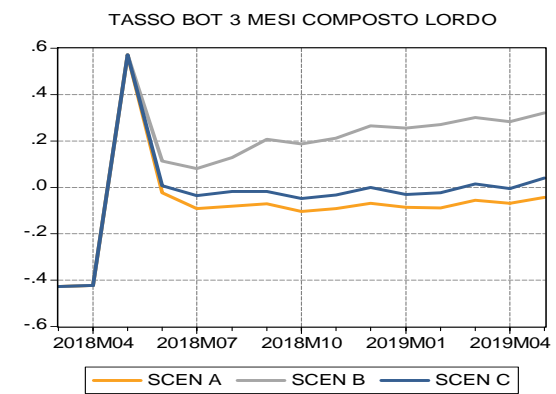
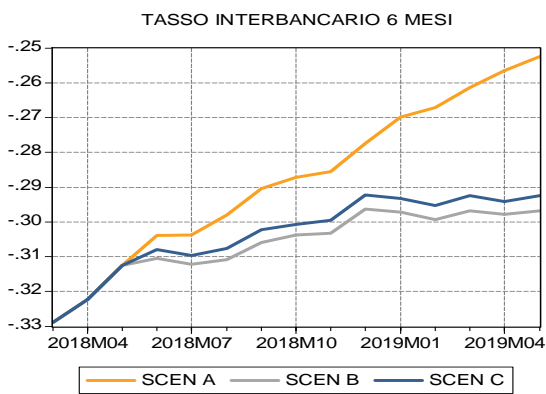
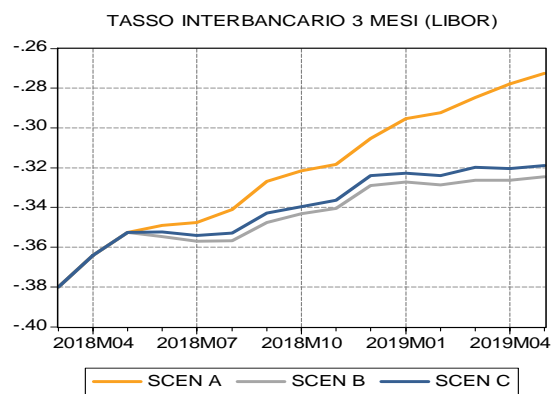
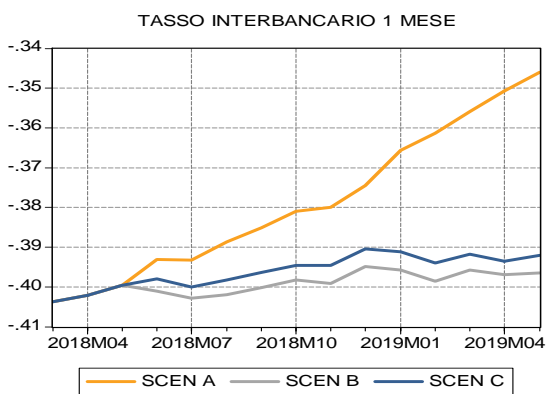
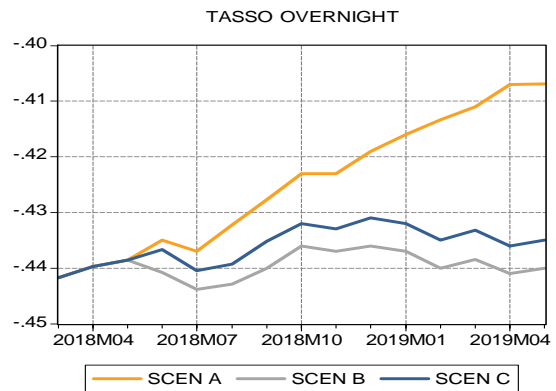
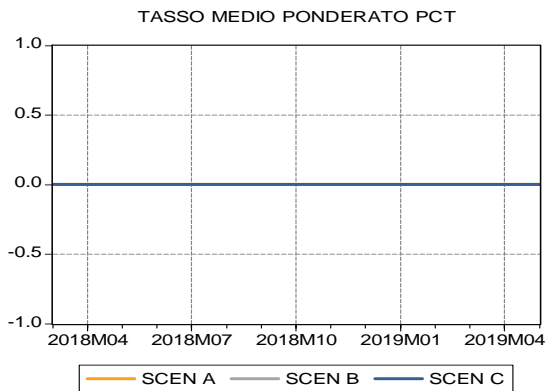
TASSI BANCARI

In marzo, i prestiti totali hanno sperimentato una battuta d'arresto (-0.02% a/a) dopo 12 mesi di crescita positiva (+1.9% a/a a febbraio). Anche i depositi, pur rimanendo in territorio positivo hanno rallentato la corsa (+0.8% a/a da +4% nel mese precedente). **In base alle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica degli impieghi (+3.2% a/a in C, +3.4% in A e +2.9% in C, a maggio 2019) e dei depositi totali (+6.2%, +6.6% e +5.8% rispettivamente) dovrebbe rimanere sostenuta per l'intero periodo di previsione.**

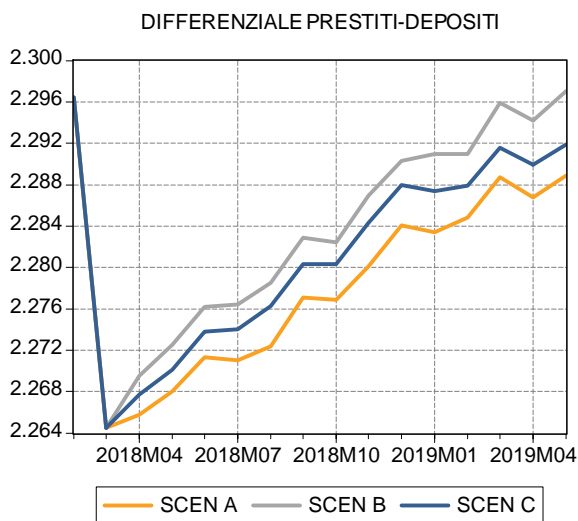
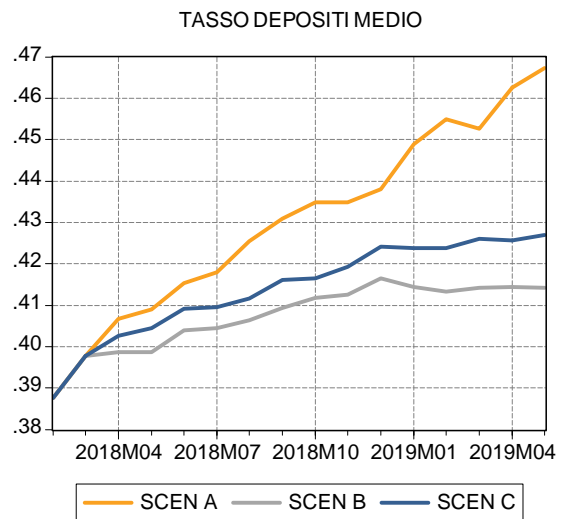
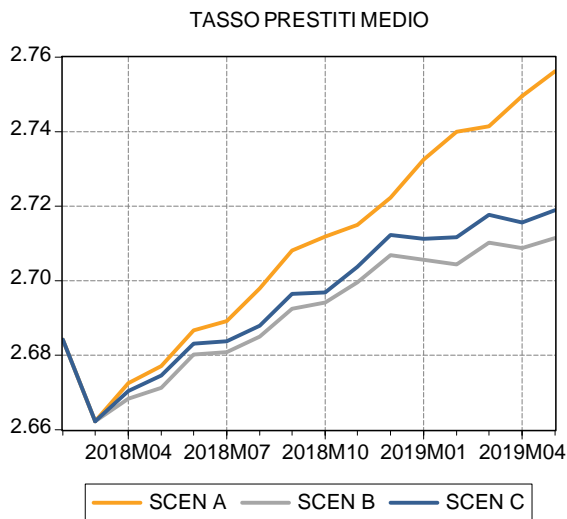
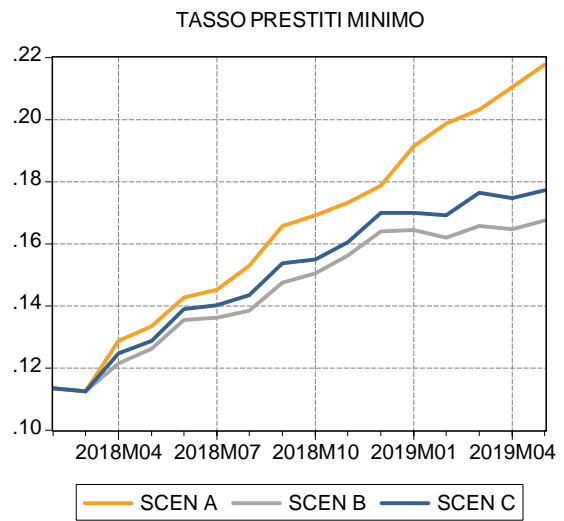
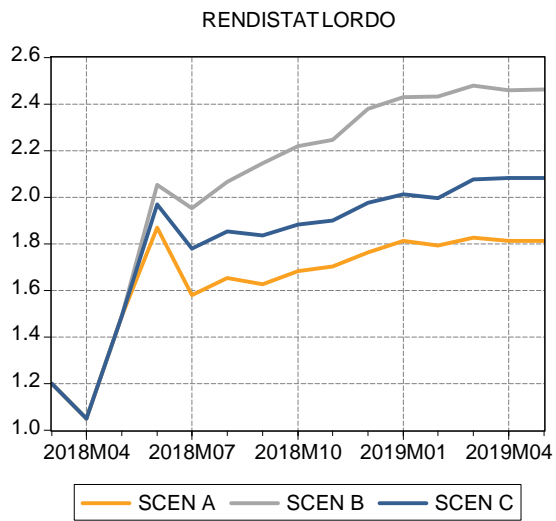
VOLUMI

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

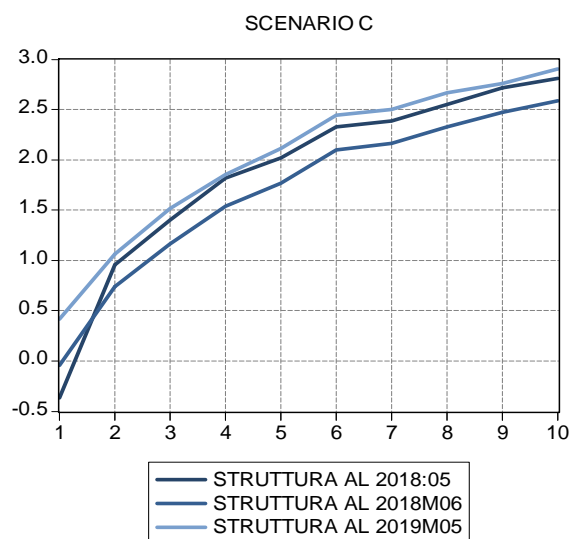
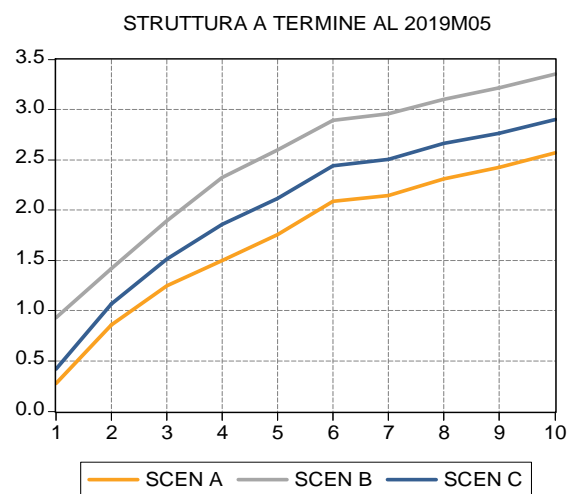
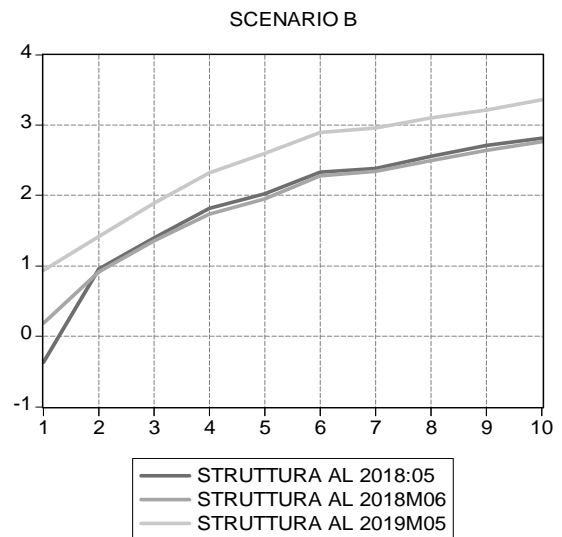
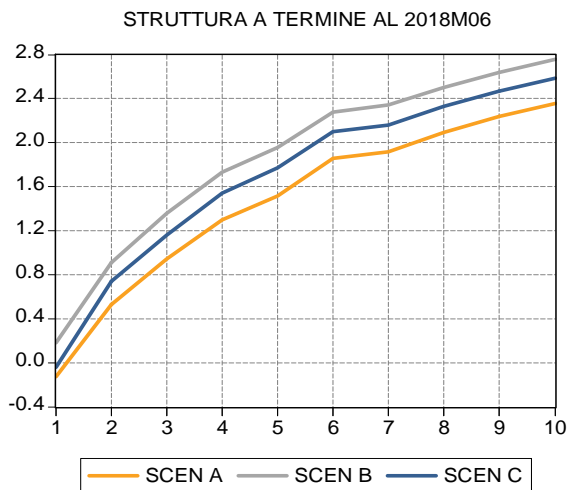
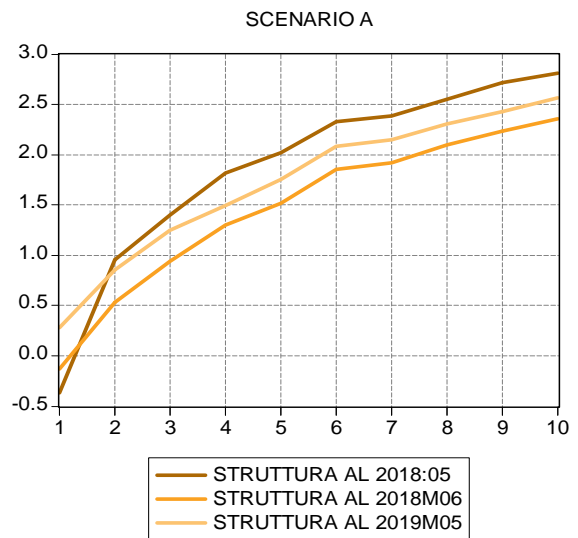
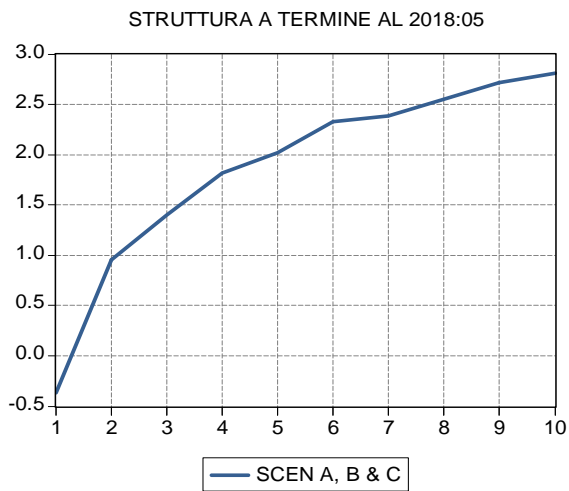
TASSI - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili

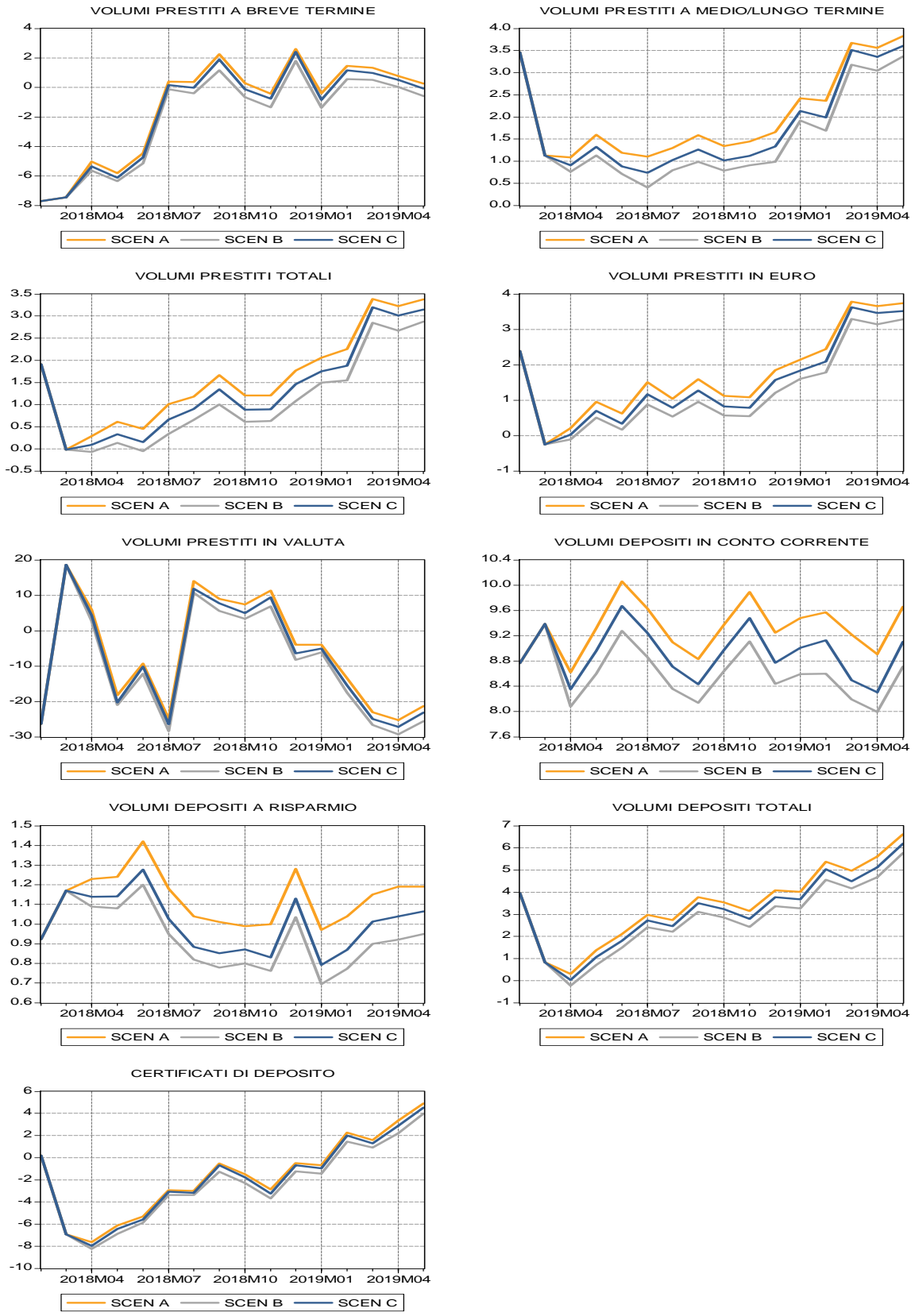


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



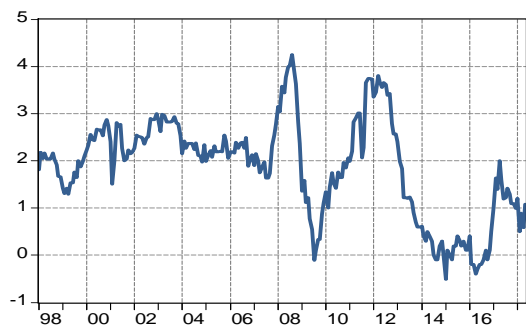
| SCENARIO A | 17 11 | 17 12 | 18 1 | 18 2 | 18 3 | 18 4 | 18 5 | 18 6 | 18 7 | 18 8 | 18 9 | 18 10 | 18 11 | 18 12 | 19 1 | 19 2 | 19 3 | 19 4 | 19 5 |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| ESOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di intervento | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Indice COMIT (livello) | 1314 | 1297 | 1373 | 1316 | 1308 | 1387 | 1288 | 1339 | 1312 | 1418 | 1380 | 1377 | 1335 | 1329 | 1310 | 1374 | 1334 | 1398 | 1435 |
| Produzione Industriale (Var. % a/a) | 3.6 | 4.7 | 4.5 | 2.8 | 3.5 | 3.9 | 4.1 | 3.6 | 3.9 | 3.1 | 3.8 | 2.9 | 3.0 | 2.5 | 2.8 | 3.0 | 2.7 | 2.8 | 2.6 |
| Tasso di Inflazione (Arm.) | 1.1 | 1.0 | 1.2 | 0.5 | 0.9 | 0.6 | 1.1 | 1.2 | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 1.7 | 1.7 | 1.8 | 1.7 | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 1.2 |
| ENDOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| TASSI | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| T. P/T medio | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| T. Overnight media d/l | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.43 | -0.43 | -0.42 | -0.42 | -0.42 | -0.42 | -0.41 | -0.41 | -0.41 | -0.41 |
| T. Interb. 1m lett. | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.38 | -0.38 | -0.37 | -0.37 | -0.36 | -0.36 | -0.35 | -0.35 |
| T. Interb. 3m lett. | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.36 | -0.35 | -0.35 | -0.35 | -0.34 | -0.33 | -0.32 | -0.32 | -0.31 | -0.30 | -0.29 | -0.28 | -0.28 | -0.27 |
| T. Interb. 6m lett. | -0.32 | -0.32 | -0.34 | -0.33 | -0.33 | -0.32 | -0.31 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.29 | -0.29 | -0.29 | -0.28 | -0.27 | -0.27 | -0.26 | -0.26 | -0.25 |
| T. Depositi medio | 0.39 | 0.38 | 0.39 | 0.39 | 0.40 | 0.41 | 0.41 | 0.42 | 0.42 | 0.43 | 0.43 | 0.43 | 0.43 | 0.44 | 0.45 | 0.46 | 0.45 | 0.46 | 0.47 |
| T. Prestiti medio | 2.72 | 2.69 | 2.69 | 2.68 | 2.66 | 2.67 | 2.68 | 2.69 | 2.69 | 2.70 | 2.71 | 2.71 | 2.72 | 2.72 | 2.73 | 2.74 | 2.74 | 2.75 | 2.76 |
| T.prest. medio - T.dep. medio | 2.33 | 2.30 | 2.30 | 2.30 | 2.26 | 2.27 | 2.27 | 2.27 | 2.27 | 2.27 | 2.28 | 2.28 | 2.28 | 2.28 | 2.28 | 2.28 | 2.29 | 2.29 | 2.29 |
| T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾ | -0.44 | -0.45 | -0.42 | -0.41 | -0.43 | -0.42 | 0.57 | -0.02 | -0.09 | -0.08 | -0.07 | -0.10 | -0.09 | -0.07 | -0.09 | -0.09 | -0.06 | -0.07 | -0.04 |
| T. BOT comp. lordo 6m | -0.44 | -0.46 | -0.42 | -0.41 | -0.44 | -0.43 | 1.23 | 0.24 | 0.13 | 0.14 | 0.16 | 0.10 | 0.12 | 0.16 | 0.13 | 0.13 | 0.18 | 0.16 | 0.20 |
| T. BOT comp. lordo 12m | -0.40 | -0.41 | -0.43 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.37 | -0.13 | 0.09 | 0.13 | 0.18 | 0.13 | 0.19 | 0.21 | 0.20 | 0.19 | 0.24 | 0.21 | 0.28 |
| Rendistat lordo | 1.03 | 1.05 | 1.21 | 1.26 | 1.20 | 1.05 | 1.49 | 1.87 | 1.58 | 1.65 | 1.63 | 1.68 | 1.70 | 1.76 | 1.81 | 1.79 | 1.83 | 1.81 | 1.81 |
| Rendistat netto | 0.90 | 0.92 | 1.06 | 1.11 | 1.05 | 0.92 | 1.30 | 1.64 | 1.38 | 1.44 | 1.42 | 1.47 | 1.49 | 1.54 | 1.59 | 1.57 | 1.60 | 1.58 | 1.59 |
| STRUTTURA A TERMINE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rend. BTP a 3 anni | 0.02 | 0.24 | 0.25 | 0.22 | 0.03 | 0.14 | 1.40 | 0.94 | 0.95 | 1.00 | 1.05 | 1.05 | 1.09 | 1.14 | 1.19 | 1.16 | 1.23 | 1.16 | 1.25 |
| Rend. BTP a 5 anni | 0.59 | 0.86 | 0.90 | 0.90 | 0.67 | 0.69 | 2.02 | 1.52 | 1.50 | 1.54 | 1.58 | 1.57 | 1.62 | 1.67 | 1.72 | 1.67 | 1.75 | 1.68 | 1.76 |
| Rend. BTP a 7 anni | 1.22 | 1.49 | 1.54 | 1.52 | 1.26 | 1.27 | 2.39 | 1.92 | 1.92 | 1.95 | 2.00 | 1.97 | 2.02 | 2.07 | 2.13 | 2.07 | 2.14 | 2.06 | 2.15 |
| Rend. BTP a 10 anni | 1.86 | 2.13 | 2.16 | 2.12 | 1.86 | 1.88 | 2.81 | 2.36 | 2.34 | 2.38 | 2.41 | 2.40 | 2.44 | 2.49 | 2.54 | 2.49 | 2.57 | 2.50 | 2.57 |
| VOLUMI (LIVELLI in mld) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2421.582 | 2371.216 | 2379.126 | 2347.233 | 2376.138 | 2390.432 | 2375.231 | 2397.612 | 2372.221 | 2372.371 | 2386.83 | 2426.45 | 2450.88 | 2413.19 | 2428.14 | 2400.05 | 2456.61 | 2467.40 | 2455.52 |
| Prestiti in euro | 2390.819 | 2338.729 | 2348.193 | 2319.187 | 2341.220 | 2354.833 | 2341.097 | 2360.638 | 2339.635 | 2343.526 | 2359.215 | 2389.43 | 2416.640 | 2382.00 | 2398.44 | 2375.77 | 2429.72 | 2440.78 | 2428.65 |
| Prestiti in valuta | 30.762 | 32.488 | 30.933 | 28.047 | 34.918 | 35.599 | 34.134 | 36.974 | 32.587 | 28.845 | 27.612 | 37.024 | 34.242 | 31.192 | 29.692 | 24.271 | 26.886 | 26.620 | 26.861 |
| Prestiti a breve | 298.697 | 289.021 | 303.670 | 294.973 | 293.505 | 294.847 | 295.564 | 296.826 | 300.421 | 293.022 | 294.735 | 292.841 | 297.383 | 296.536 | 302.456 | 299.309 | 297.438 | 297.117 | 296.362 |
| Prestiti a m / l | 2122.885 | 2082.195 | 2075.456 | 2052.260 | 2082.633 | 2095.585 | 2079.667 | 2100.786 | 2071.800 | 2079.349 | 2092.091 | 2133.614 | 2153.500 | 2116.651 | 2125.681 | 2100.737 | 2159.167 | 2170.287 | 2159.153 |
| Depositi totali | 2357.993 | 2373.761 | 2375.320 | 2351.082 | 2389.559 | 2396.256 | 2368.079 | 2383.898 | 2399.926 | 2396.943 | 2438.259 | 2447.389 | 2432.270 | 2470.610 | 2470.571 | 2477.335 | 2508.081 | 2530.925 | 2524.609 |
| Depositi in c / c | 1023.392 | 1060.205 | 1048.904 | 1050.641 | 1071.491 | 1090.581 | 1086.468 | 1096.996 | 1095.645 | 1096.905 | 1118.229 | 1124.908 | 1124.605 | 1158.274 | 1148.340 | 1151.187 | 1170.282 | 1187.752 | 1191.421 |
| Depositi a risparmio | 297.532 | 298.726 | 300.931 | 301.037 | 300.511 | 299.978 | 299.346 | 299.116 | 299.401 | 300.292 | 300.371 | 299.849 | 300.508 | 302.550 | 303.850 | 304.168 | 303.967 | 303.548 | 302.909 |
| Certif. deposito | 1037.069 | 1014.829 | 1025.485 | 999.404 | 1017.557 | 1005.697 | 982.264 | 987.787 | 1004.880 | 999.746 | 1019.659 | 1022.632 | 1007.157 | 1009.786 | 1018.380 | 1021.980 | 1033.832 | 1039.626 | 1030.279 |
| VOLUMI (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 4.19 | 1.24 | 2.79 | 1.91 | -0.02 | 0.29 | 0.61 | 0.45 | 1.01 | 1.18 | 1.67 | 1.21 | 1.21 | 1.77 | 2.06 | 2.25 | 3.39 | 3.22 | 3.38 |
| Prestiti in euro | 4.48 | 1.46 | 2.90 | 2.39 | -0.25 | 0.21 | 0.95 | 0.62 | 1.50 | 1.04 | 1.59 | 1.12 | 1.08 | 1.85 | 2.14 | 2.44 | 3.78 | 3.65 | 3.74 |
| Prestiti in valuta | -14.41 | -12.28 | -5.32 | -26.33 | 18.57 | 5.88 | -18.27 | -9.33 | -24.99 | 14.01 | 9.00 | 7.38 | 11.31 | -3.99 | -4.01 | -13.46 | -23.00 | -25.22 | -21.31 |
| Prestiti a breve | -7.15 | -7.95 | -5.23 | -7.71 | -7.45 | -5.02 | -5.82 | -4.47 | 0.39 | 0.35 | 2.26 | 0.29 | -0.44 | 2.60 | -0.40 | 1.47 | 1.34 | 0.77 | 0.27 |
| Prestiti a m / l | 6.01 | 2.67 | 4.08 | 3.46 | 1.13 | 1.09 | 1.60 | 1.19 | 1.10 | 1.30 | 1.59 | 1.34 | 1.44 | 1.65 | 2.42 | 2.36 | 3.67 | 3.56 | 3.82 |
| Depositi totali | 4.71 | 2.91 | 4.11 | 3.95 | 0.83 | 0.30 | 1.37 | 2.10 | 2.97 | 2.73 | 3.77 | 3.54 | 3.15 | 4.08 | 4.01 | 5.37 | 4.96 | 5.62 | 6.61 |
| Depositi in c / c | 7.76 | 7.32 | 9.10 | 8.76 | 9.38 | 8.62 | 9.32 | 10.06 | 9.63 | 9.10 | 8.83 | 9.37 | 9.89 | 9.25 | 9.48 | 9.57 | 9.22 | 8.91 | 9.66 |
| Depositi a risparmio | 0.07 | 0.27 | 0.72 | 0.92 | 1.17 | 1.23 | 1.24 | 1.42 | 1.18 | 1.04 | 1.01 | 0.99 | 1.00 | 1.28 | 0.97 | 1.04 | 1.15 | 1.19 | 1.19 |
| Certif. deposito | 3.21 | -0.59 | 0.40 | 0.20 | -6.92 | -7.63 | -6.14 | -5.31 | -2.95 | -3.00 | -0.50 | -1.51 | -2.88 | -0.50 | -0.69 | 2.26 | 1.60 | 3.37 | 4.89 |

| SCENARIO B | 17 11 | 17 12 | 18 1 | 18 2 | 18 3 | 18 4 | 18 5 | 18 6 | 18 7 | 18 8 | 18 9 | 18 10 | 18 11 | 18 12 | 19 1 | 19 2 | 19 3 | 19 4 | 19 5 |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| ESOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di intervento | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Indice COMIT (livello) | 1314 | 1297 | 1373 | 1316 | 1308 | 1387 | 1288 | 1298 | 1252 | 1346 | 1313 | 1315 | 1274 | 1264 | 1264 | 1277 | 1270 | 1278 | 1287 |
| Produzione Industriale (Var. % a/a) | 3.6 | 4.7 | 4.5 | 2.8 | 3.5 | 3.5 | 3.4 | 2.9 | 3.0 | 2.1 | 2.9 | 2.0 | 2.1 | 1.6 | 1.9 | 2.1 | 1.9 | 2.1 | 1.9 |
| Tasso di Inflazione (Arm.) | 1.1 | 1.0 | 1.2 | 0.5 | 0.9 | 0.6 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.4 | 1.4 | 1.2 | 0.8 |
| ENDOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| TASSI | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| T. P/T medio | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| T. Overnight media d/l | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 |
| T. Interb. 1m lett. | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.39 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 |
| T. Interb. 3m lett. | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.36 | -0.35 | -0.35 | -0.36 | -0.36 | -0.35 | -0.34 | -0.34 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.33 | -0.32 |
| T. Interb. 6m lett. | -0.32 | -0.32 | -0.34 | -0.33 | -0.33 | -0.32 | -0.31 | -0.31 | -0.31 | -0.31 | -0.31 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.30 |
| T. Depositi medio | 0.39 | 0.38 | 0.39 | 0.39 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.42 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 |
| T. Prestiti medio | 2.72 | 2.69 | 2.69 | 2.68 | 2.66 | 2.67 | 2.67 | 2.68 | 2.68 | 2.68 | 2.69 | 2.69 | 2.70 | 2.71 | 2.71 | 2.70 | 2.71 | 2.71 | 2.71 |
| T.prest. medio - T.dep. medio | 2.33 | 2.30 | 2.30 | 2.30 | 2.26 | 2.27 | 2.27 | 2.28 | 2.28 | 2.28 | 2.28 | 2.28 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.30 | 2.29 | 2.30 |
| T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾ | -0.44 | -0.45 | -0.42 | -0.41 | -0.43 | -0.42 | 0.57 | 0.11 | 0.08 | 0.13 | 0.21 | 0.19 | 0.21 | 0.26 | 0.25 | 0.27 | 0.30 | 0.28 | 0.32 |
| T. BOT comp. lordo 6m | -0.44 | -0.46 | -0.42 | -0.41 | -0.44 | -0.43 | 1.23 | 0.47 | 0.42 | 0.50 | 0.62 | 0.59 | 0.63 | 0.72 | 0.70 | 0.73 | 0.77 | 0.75 | 0.81 |
| T. BOT comp. lordo 12m | -0.40 | -0.41 | -0.43 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.37 | 0.18 | 0.40 | 0.56 | 0.69 | 0.67 | 0.74 | 0.82 | 0.81 | 0.90 | 0.92 | 0.86 | 0.93 |
| Rendistat lordo | 1.03 | 1.05 | 1.21 | 1.26 | 1.20 | 1.05 | 1.49 | 2.05 | 1.95 | 2.06 | 2.15 | 2.22 | 2.25 | 2.38 | 2.43 | 2.43 | 2.48 | 2.46 | 2.46 |
| Rendistat netto | 0.90 | 0.92 | 1.06 | 1.11 | 1.05 | 0.92 | 1.30 | 1.80 | 1.71 | 1.81 | 1.88 | 1.94 | 1.97 | 2.08 | 2.12 | 2.13 | 2.17 | 2.15 | 2.15 |
| STRUTTURA A TERMINE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rend. BTP a 3 anni | 0.02 | 0.24 | 0.25 | 0.22 | 0.03 | 0.14 | 1.40 | 1.36 | 1.35 | 1.51 | 1.67 | 1.61 | 1.74 | 1.89 | 1.86 | 1.89 | 1.93 | 1.82 | 1.89 |
| Rend. BTP a 5 anni | 0.59 | 0.86 | 0.90 | 0.90 | 0.67 | 0.69 | 2.02 | 1.96 | 1.93 | 2.10 | 2.26 | 2.23 | 2.38 | 2.52 | 2.50 | 2.55 | 2.58 | 2.50 | 2.60 |
| Rend. BTP a 7 anni | 1.22 | 1.49 | 1.54 | 1.52 | 1.26 | 1.27 | 2.39 | 2.34 | 2.33 | 2.48 | 2.64 | 2.61 | 2.74 | 2.87 | 2.86 | 2.91 | 2.94 | 2.86 | 2.96 |
| Rend. BTP a 10 anni | 1.86 | 2.13 | 2.16 | 2.12 | 1.86 | 1.88 | 2.81 | 2.76 | 2.74 | 2.89 | 3.04 | 3.01 | 3.15 | 3.28 | 3.27 | 3.31 | 3.34 | 3.27 | 3.36 |
| VOLUMI (LIVELLI in mld) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2421.582 | 2371.216 | 2379.126 | 2347.233 | 2376.138 | 2381.851 | 2363.899 | 2385.678 | 2356.486 | 2359.944 | 2371.10 | 2412.07 | 2436.84 | 2396.83 | 2414.81 | 2383.62 | 2443.86 | 2445.45 | 2431.91 |
| Prestiti in euro | 2390.819 | 2338.729 | 2348.193 | 2319.187 | 2341.220 | 2347.313 | 2330.893 | 2349.846 | 2325.343 | 2331.929 | 2344.352 | 2376.43 | 2403.969 | 2367.03 | 2385.76 | 2360.47 | 2418.25 | 2421.02 | 2407.35 |
| Prestiti in valuta | 30.762 | 32.488 | 30.933 | 28.047 | 34.918 | 34.538 | 33.006 | 35.832 | 31.143 | 28.015 | 26.745 | 35.636 | 32.869 | 29.798 | 29.049 | 23.147 | 25.612 | 24.428 | 24.560 |
| Prestiti a breve | 298.697 | 289.021 | 303.670 | 294.973 | 293.505 | 292.891 | 293.869 | 294.682 | 298.895 | 290.832 | 291.536 | 290.038 | 294.694 | 294.194 | 299.480 | 296.625 | 295.031 | 292.949 | 292.165 |
| Prestiti a m / l | 2122.885 | 2082.195 | 2075.456 | 2052.260 | 2082.633 | 2088.960 | 2070.030 | 2090.995 | 2057.591 | 2069.112 | 2079.561 | 2122.033 | 2142.143 | 2102.631 | 2115.333 | 2086.990 | 2148.827 | 2152.497 | 2139.741 |
| Depositi totali | 2357.993 | 2373.761 | 2375.320 | 2351.082 | 2389.559 | 2383.832 | 2352.660 | 2369.655 | 2387.107 | 2384.797 | 2422.751 | 2431.316 | 2415.292 | 2453.756 | 2452.756 | 2458.291 | 2489.204 | 2495.396 | 2488.174 |
| Depositi in c / c | 1023.392 | 1060.205 | 1048.904 | 1050.641 | 1071.491 | 1085.159 | 1079.313 | 1089.221 | 1087.950 | 1089.465 | 1111.139 | 1117.399 | 1116.623 | 1149.687 | 1139.005 | 1140.996 | 1159.294 | 1171.948 | 1173.321 |
| Depositi a risparmio | 297.532 | 298.726 | 300.931 | 301.037 | 300.511 | 299.563 | 298.873 | 298.467 | 298.720 | 299.638 | 299.687 | 299.285 | 299.798 | 301.822 | 303.023 | 303.363 | 303.216 | 302.319 | 301.713 |
| Certif. deposito | 1037.069 | 1014.829 | 1025.485 | 999.404 | 1017.557 | 999.110 | 974.474 | 981.967 | 1000.437 | 995.694 | 1011.925 | 1014.632 | 998.872 | 1002.248 | 1010.728 | 1013.932 | 1026.694 | 1021.129 | 1013.140 |
| VOLUMI (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 4.19 | 1.24 | 2.79 | 1.91 | -0.02 | -0.07 | 0.13 | -0.05 | 0.34 | 0.65 | 1.00 | 0.61 | 0.63 | 1.08 | 1.50 | 1.55 | 2.85 | 2.67 | 2.88 |
| Prestiti in euro | 4.48 | 1.46 | 2.90 | 2.39 | -0.25 | -0.11 | 0.51 | 0.16 | 0.88 | 0.54 | 0.95 | 0.57 | 0.55 | 1.21 | 1.60 | 1.78 | 3.29 | 3.14 | 3.28 |
| Prestiti in valuta | -14.41 | -12.28 | -5.32 | -26.33 | 18.57 | 2.73 | -20.97 | -12.13 | -28.31 | 10.73 | 5.58 | 3.35 | 6.85 | -8.28 | -6.09 | -17.47 | -26.65 | -29.27 | -25.59 |
| Prestiti a breve | -7.15 | -7.95 | -5.23 | -7.71 | -7.45 | -5.65 | -6.36 | -5.16 | -0.12 | -0.40 | 1.15 | -0.67 | -1.34 | 1.79 | -1.38 | 0.56 | 0.52 | 0.02 | -0.58 |
| Prestiti a m / l | 6.01 | 2.67 | 4.08 | 3.46 | 1.13 | 0.77 | 1.12 | 0.71 | 0.41 | 0.80 | 0.98 | 0.79 | 0.91 | 0.98 | 1.92 | 1.69 | 3.18 | 3.04 | 3.37 |
| Depositi totali | 4.71 | 2.91 | 4.11 | 3.95 | 0.83 | -0.22 | 0.71 | 1.49 | 2.42 | 2.21 | 3.11 | 2.86 | 2.43 | 3.37 | 3.26 | 4.56 | 4.17 | 4.68 | 5.76 |
| Depositi in c / c | 7.76 | 7.32 | 9.10 | 8.76 | 9.38 | 8.08 | 8.60 | 9.28 | 8.86 | 8.36 | 8.14 | 8.64 | 9.11 | 8.44 | 8.59 | 8.60 | 8.19 | 8.00 | 8.71 |
| Depositi a risparmio | 0.07 | 0.27 | 0.72 | 0.92 | 1.17 | 1.09 | 1.08 | 1.20 | 0.95 | 0.82 | 0.78 | 0.80 | 0.76 | 1.04 | 0.70 | 0.77 | 0.90 | 0.92 | 0.95 |
| Certif. deposito | 3.21 | -0.59 | 0.40 | 0.20 | -6.92 | -8.23 | -6.89 | -5.87 | -3.38 | -3.39 | -1.26 | -2.28 | -3.68 | -1.24 | -1.44 | 1.45 | 0.90 | 2.20 | 3.97 |

| SCENARIO C | 17 11 | 17 12 | 18 1 | 18 2 | 18 3 | 18 4 | 18 5 | 18 6 | 18 7 | 18 8 | 18 9 | 18 10 | 18 11 | 18 12 | 19 1 | 19 2 | 19 3 | 19 4 | 19 5 |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| ESOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di intervento | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Indice COMIT (livello) | 1314 | 1297 | 1373 | 1316 | 1308 | 1387 | 1288 | 1320 | 1278 | 1387 | 1347 | 1356 | 1314 | 1309 | 1287 | 1345 | 1308 | 1369 | 1404 |
| Produzione Industriale (Var. % a/a) | 3.6 | 4.7 | 4.5 | 2.8 | 3.5 | 3.8 | 3.8 | 3.3 | 3.5 | 2.6 | 3.4 | 2.5 | 2.6 | 2.0 | 2.3 | 2.5 | 2.4 | 2.4 | 2.3 |
| Tasso di Inflazione (Arm.) | 1.1 | 1.0 | 1.2 | 0.5 | 0.9 | 0.6 | 1.1 | 1.1 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.5 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.1 |
| ENDOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| TASSI | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| T. P/T medio | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| T. Overnight media d/l | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.44 | -0.43 | -0.43 | -0.43 | -0.43 | -0.44 | -0.43 | -0.44 | -0.44 |
| T. Interb. 1m lett. | -0.40 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 |
| T. Interb. 3m lett. | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.36 | -0.35 | -0.35 | -0.35 | -0.35 | -0.34 | -0.34 | -0.34 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.32 |
| T. Interb. 6m lett. | -0.32 | -0.32 | -0.34 | -0.33 | -0.33 | -0.32 | -0.31 | -0.31 | -0.31 | -0.31 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.29 | -0.29 | -0.30 | -0.29 | -0.29 | -0.29 |
| T. Depositi medio | 0.39 | 0.38 | 0.39 | 0.39 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.42 | 0.42 | 0.42 | 0.42 | 0.42 | 0.42 | 0.43 | 0.43 | 0.43 |
| T. Prestiti medio | 2.72 | 2.69 | 2.69 | 2.68 | 2.66 | 2.67 | 2.67 | 2.68 | 2.68 | 2.69 | 2.70 | 2.70 | 2.70 | 2.71 | 2.71 | 2.71 | 2.72 | 2.72 | 2.72 |
| T.prest. medio - T.dep. medio | 2.33 | 2.30 | 2.30 | 2.30 | 2.26 | 2.27 | 2.27 | 2.27 | 2.27 | 2.28 | 2.28 | 2.28 | 2.28 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 | 2.29 |
| T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾ | -0.44 | -0.45 | -0.42 | -0.41 | -0.43 | -0.42 | 0.57 | 0.01 | -0.04 | -0.02 | -0.02 | -0.05 | -0.03 | 0.00 | -0.03 | -0.02 | 0.01 | -0.01 | 0.04 |
| T. BOT comp. lordo 6m | -0.44 | -0.46 | -0.42 | -0.41 | -0.44 | -0.43 | 1.23 | 0.29 | 0.22 | 0.25 | 0.25 | 0.20 | 0.22 | 0.27 | 0.22 | 0.24 | 0.30 | 0.26 | 0.34 |
| T. BOT comp. lordo 12m | -0.40 | -0.41 | -0.43 | -0.41 | -0.41 | -0.40 | -0.37 | -0.04 | 0.24 | 0.27 | 0.30 | 0.26 | 0.30 | 0.35 | 0.30 | 0.33 | 0.39 | 0.36 | 0.42 |
| Rendistat lordo | 1.03 | 1.05 | 1.21 | 1.26 | 1.20 | 1.05 | 1.49 | 1.97 | 1.78 | 1.85 | 1.83 | 1.88 | 1.90 | 1.98 | 2.01 | 1.99 | 2.07 | 2.08 | 2.08 |
| Rendistat netto | 0.90 | 0.92 | 1.06 | 1.11 | 1.05 | 0.92 | 1.30 | 1.72 | 1.56 | 1.62 | 1.60 | 1.65 | 1.66 | 1.73 | 1.76 | 1.75 | 1.82 | 1.82 | 1.82 |
| STRUTTURA A TERMINE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rend. BTP a 3 anni | 0.02 | 0.24 | 0.25 | 0.22 | 0.03 | 0.14 | 1.40 | 1.16 | 1.16 | 1.23 | 1.29 | 1.27 | 1.32 | 1.39 | 1.35 | 1.41 | 1.50 | 1.47 | 1.51 |
| Rend. BTP a 5 anni | 0.59 | 0.86 | 0.90 | 0.90 | 0.67 | 0.69 | 2.02 | 1.77 | 1.76 | 1.82 | 1.87 | 1.84 | 1.90 | 2.00 | 1.97 | 2.02 | 2.12 | 2.08 | 2.11 |
| Rend. BTP a 7 anni | 1.22 | 1.49 | 1.54 | 1.52 | 1.26 | 1.27 | 2.39 | 2.16 | 2.16 | 2.23 | 2.28 | 2.25 | 2.31 | 2.39 | 2.37 | 2.41 | 2.49 | 2.45 | 2.50 |
| Rend. BTP a 10 anni | 1.86 | 2.13 | 2.16 | 2.12 | 1.86 | 1.88 | 2.81 | 2.59 | 2.59 | 2.64 | 2.68 | 2.66 | 2.71 | 2.80 | 2.77 | 2.81 | 2.90 | 2.87 | 2.90 |
| VOLUMI (LIVELLI in mld) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2421.582 | 2371.216 | 2379.126 | 2347.233 | 2376.138 | 2385.665 | 2368.621 | 2390.451 | 2364.002 | 2365.806 | 2379.08 | 2418.54 | 2443.13 | 2405.84 | 2420.76 | 2391.36 | 2452.19 | 2457.47 | 2443.12 |
| Prestiti in euro | 2390.819 | 2338.729 | 2348.193 | 2319.187 | 2341.220 | 2350.603 | 2335.299 | 2353.834 | 2332.028 | 2337.496 | 2351.783 | 2382.34 | 2409.468 | 2375.45 | 2391.40 | 2367.66 | 2425.97 | 2431.93 | 2417.50 |
| Prestiti in valuta | 30.762 | 32.488 | 30.933 | 28.047 | 34.918 | 35.062 | 33.321 | 36.617 | 31.973 | 28.310 | 27.296 | 36.202 | 33.666 | 30.389 | 29.361 | 23.704 | 26.216 | 25.539 | 25.621 |
| Prestiti a breve | 298.697 | 289.021 | 303.670 | 294.973 | 293.505 | 293.819 | 294.612 | 295.973 | 299.714 | 291.967 | 293.684 | 291.618 | 296.448 | 295.980 | 301.120 | 298.375 | 296.367 | 295.306 | 294.390 |
| Prestiti a m / l | 2122.885 | 2082.195 | 2075.456 | 2052.260 | 2082.633 | 2091.846 | 2074.009 | 2094.478 | 2064.288 | 2073.840 | 2085.395 | 2126.925 | 2146.686 | 2109.856 | 2119.641 | 2092.986 | 2155.822 | 2162.168 | 2148.732 |
| Depositi totali | 2357.993 | 2373.761 | 2375.320 | 2351.082 | 2389.559 | 2389.661 | 2361.047 | 2376.760 | 2394.210 | 2390.799 | 2431.919 | 2439.988 | 2423.858 | 2463.230 | 2462.490 | 2469.419 | 2496.820 | 2511.901 | 2507.196 |
| Depositi in c / c | 1023.392 | 1060.205 | 1048.904 | 1050.641 | 1071.491 | 1087.897 | 1082.876 | 1093.139 | 1091.779 | 1093.010 | 1114.133 | 1120.819 | 1120.431 | 1153.219 | 1143.402 | 1146.524 | 1162.537 | 1178.264 | 1181.472 |
| Depositi a risparmio | 297.532 | 298.726 | 300.931 | 301.037 | 300.511 | 299.709 | 299.051 | 298.694 | 298.945 | 299.829 | 299.902 | 299.498 | 300.003 | 302.099 | 303.313 | 303.655 | 303.555 | 302.822 | 302.232 |
| Certif. deposito | 1037.069 | 1014.829 | 1025.485 | 999.404 | 1017.557 | 1002.055 | 979.120 | 984.927 | 1003.486 | 997.961 | 1017.884 | 1019.671 | 1003.424 | 1007.912 | 1015.775 | 1019.240 | 1030.728 | 1030.816 | 1023.492 |
| VOLUMI (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 4.19 | 1.24 | 2.79 | 1.91 | -0.02 | 0.09 | 0.33 | 0.15 | 0.66 | 0.90 | 1.34 | 0.88 | 0.89 | 1.46 | 1.75 | 1.88 | 3.20 | 3.01 | 3.15 |
| Prestiti in euro | 4.48 | 1.46 | 2.90 | 2.39 | -0.25 | 0.03 | 0.70 | 0.33 | 1.17 | 0.78 | 1.27 | 0.82 | 0.78 | 1.57 | 1.84 | 2.09 | 3.62 | 3.46 | 3.52 |
| Prestiti in valuta | -14.41 | -12.28 | -5.32 | -26.33 | 18.57 | 4.28 | -20.22 | -10.21 | -26.40 | 11.90 | 7.76 | 4.99 | 9.44 | -6.46 | -5.08 | -15.48 | -24.92 | -27.16 | -23.11 |
| Prestiti a breve | -7.15 | -7.95 | -5.23 | -7.71 | -7.45 | -5.35 | -6.12 | -4.74 | 0.15 | -0.01 | 1.90 | -0.13 | -0.75 | 2.41 | -0.84 | 1.15 | 0.97 | 0.51 | -0.08 |
| Prestiti a m / l | 6.01 | 2.67 | 4.08 | 3.46 | 1.13 | 0.90 | 1.32 | 0.88 | 0.73 | 1.03 | 1.26 | 1.02 | 1.12 | 1.33 | 2.13 | 1.98 | 3.51 | 3.36 | 3.60 |
| Depositi totali | 4.71 | 2.91 | 4.11 | 3.95 | 0.83 | 0.02 | 1.07 | 1.79 | 2.72 | 2.47 | 3.50 | 3.23 | 2.79 | 3.77 | 3.67 | 5.03 | 4.49 | 5.12 | 6.19 |
| Depositi in c / c | 7.76 | 7.32 | 9.10 | 8.76 | 9.38 | 8.35 | 8.96 | 9.67 | 9.24 | 8.71 | 8.43 | 8.97 | 9.48 | 8.77 | 9.01 | 9.13 | 8.50 | 8.31 | 9.11 |
| Depositi a risparmio | 0.07 | 0.27 | 0.72 | 0.92 | 1.17 | 1.14 | 1.14 | 1.28 | 1.03 | 0.88 | 0.85 | 0.87 | 0.83 | 1.13 | 0.79 | 0.87 | 1.01 | 1.04 | 1.06 |
| Certif. deposito | 3.21 | -0.59 | 0.40 | 0.20 | -6.92 | -7.96 | -6.44 | -5.59 | -3.08 | -3.17 | -0.68 | -1.79 | -3.24 | -0.68 | -0.95 | 1.98 | 1.29 | 2.87 | 4.53 |

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



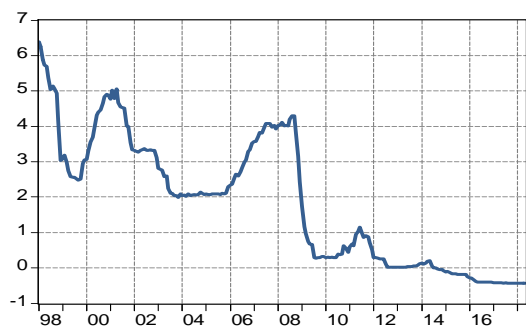
TASSO INFLAZIONE AREA EURO



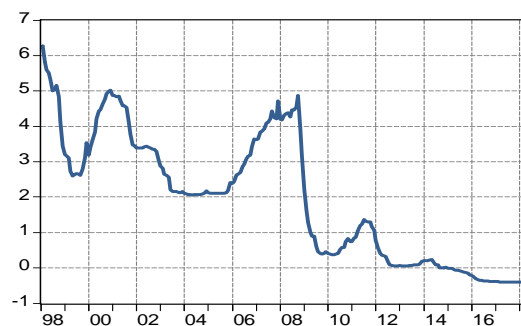
PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



TASSO DI INTERVENTO BCE



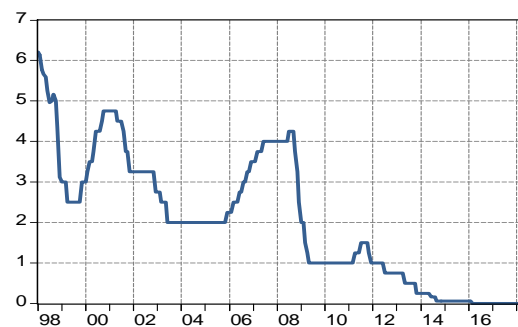
TASSO OVERNIGHT



TASSO INTERBANCARIO 1 MESE



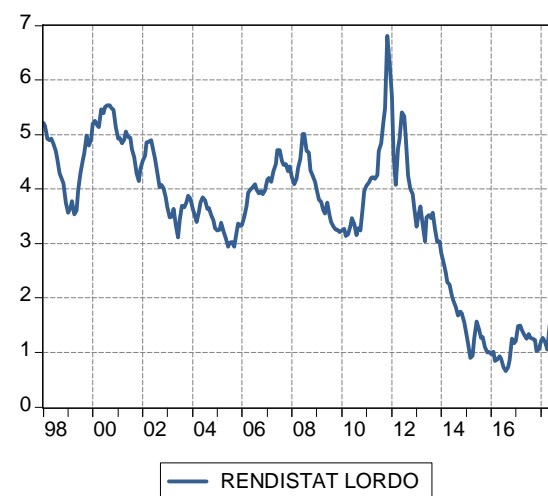
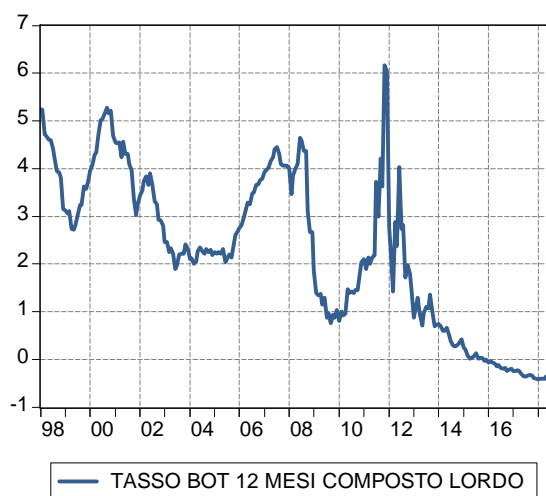
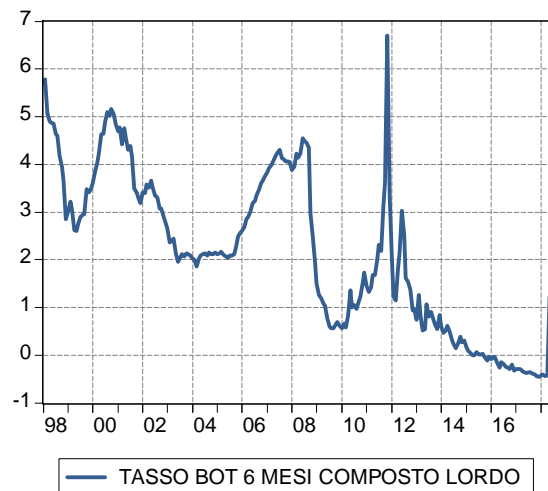
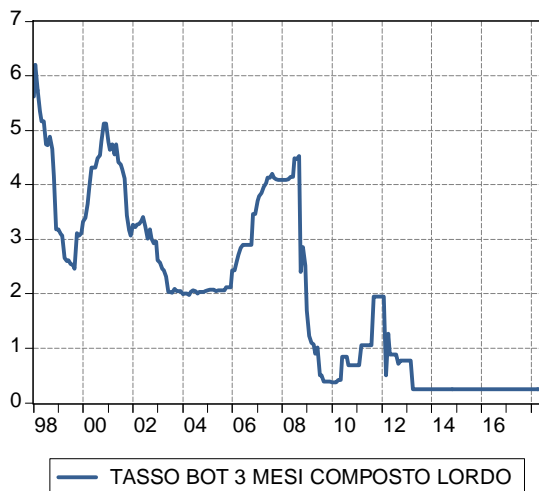
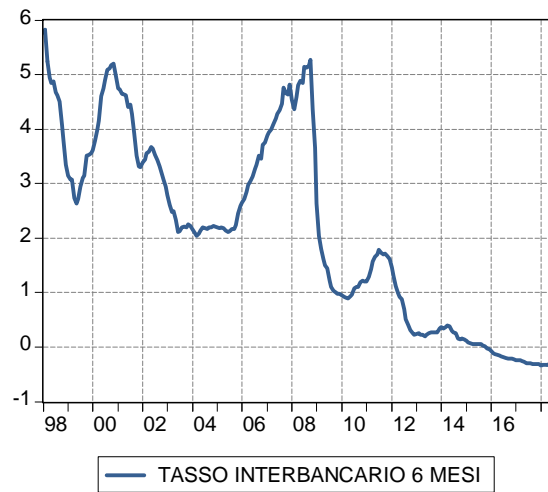
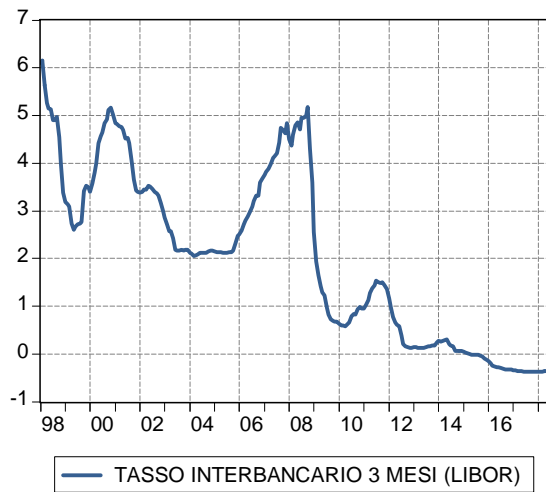
INDICE COMIT



TASSO MEDIO PONDERATO PCT

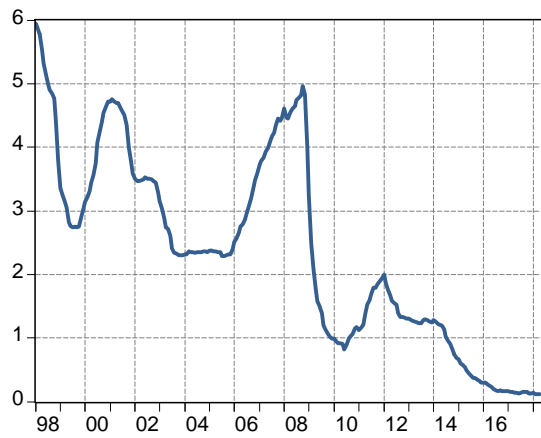
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili

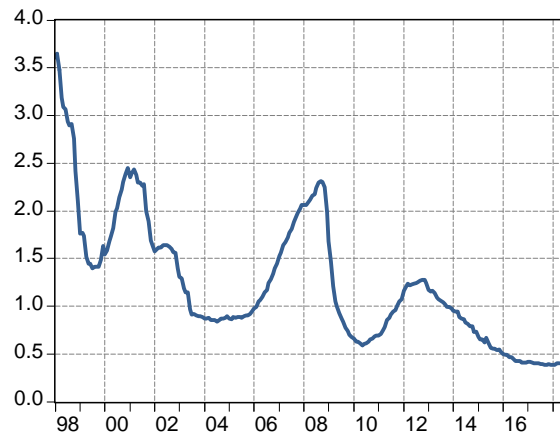


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

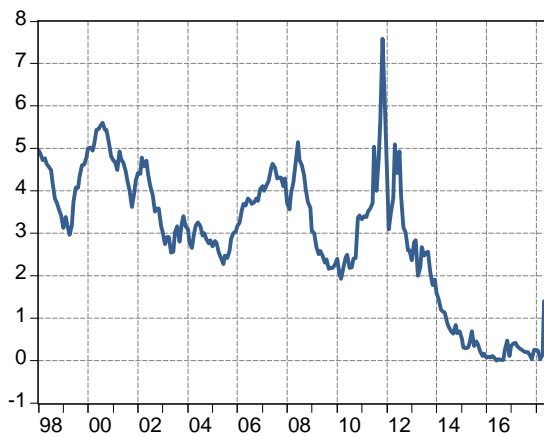
Dati mensili



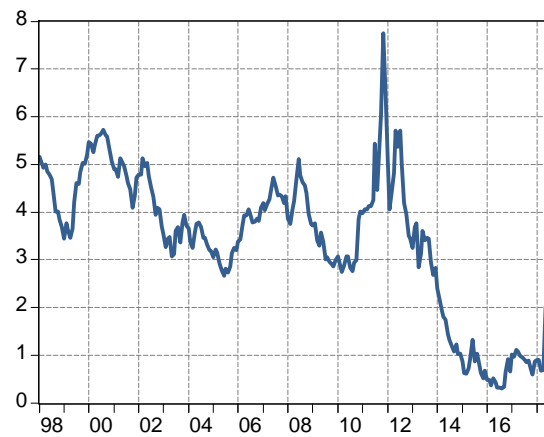
TASSO PRESTITI MINIMO



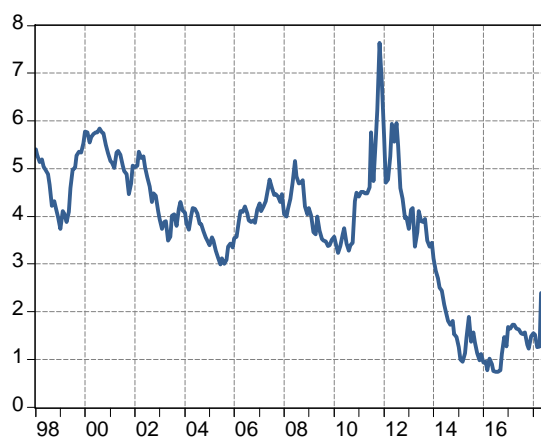
TASSO DEPOSITI MEDIO



RENDIMENTO A 3 ANNI



RENDIMENTO A 5 ANNI



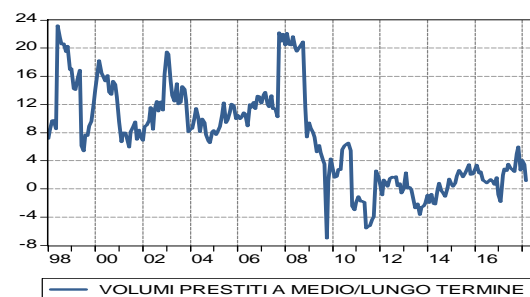
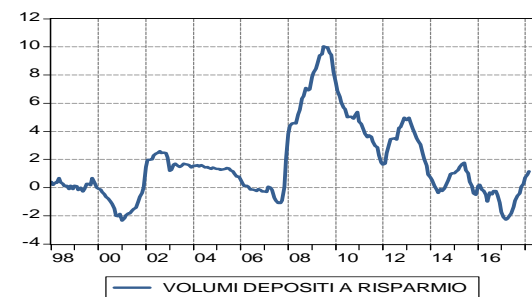
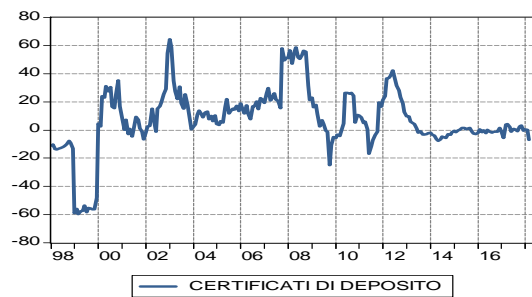
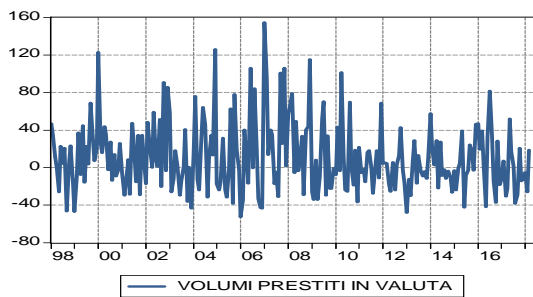
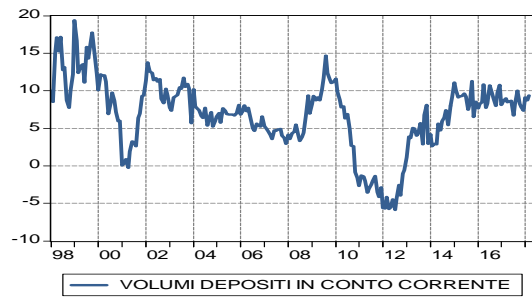
RENDIMENTO A 7 ANNI



RENDIMENTO A 10 ANNI

VOLUMI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili - Variazione % annua



Archivio Ricerche

La nuova finanza per le imprese del Nord Est - Analisi e Proposte

Fausto Corradin, Marcella Lucchetta, Domenico Sartore e Francesca Volo

Abstract: La ricerca si articola in quattro parti inter-correlate e organicamente connesse alla domanda di rinnovamento nelle modalità di finanza nel Veneto, senza tralasciare la collocazione nazionale e internazionale. A una prima analisi del contesto macroeconomico, segue lo studio dettagliato dei bilanci d'impresa e banche che compone le parti seconda e terza della ricerca. La quarta parte riporta delle interessanti considerazioni di policy a seguito dei risultati ampiamente testati a livello macro/micro nelle parti precedenti.

Il messaggio conclusivo è diretto, ricco d'implicazioni per spunti di riflessione e interventi. Alcuni indicatori avrebbero potuto presagire la catastrofica situazione successivamente materializzatasi e tali variabili sono evidenziate in triplice-test: macroeconomico, d'impresa e a livello bancario.

Maggio 2018

La nuova finanza per le imprese del Nord Est - Analisi e Proposte¹

Fausto Corradin^{a,b}, Marcella Lucchetta^a, Domenico Sartore^{a,b} e Francesca Volo^{a,b}

INTRODUZIONE

I sistemi bancari e finanziari stanno sperimentando una fase estremamente critica in tutta Europa e l'Italia è caratterizzata, da sempre, da una struttura economica banco-centrica. In questo scenario di portata internazionale, la situazione di deterioramento del credito del territorio veneto costituisce fonte di preoccupazione in quanto di difficile assorbimento e richiede misure adatte alle specifiche esigenze delle aziende (PMI in particolare) del Nord-Est.

La valutazione economico-quantitativa dei bilanci d'impresa e bancari ha lo scopo di misurare l'impatto sul territorio emerso dai recenti accadimenti e inquadrare, in una crisi purtroppo sistemica più generale, le turbolenze osservate. Con la necessaria armonizzazione delle diverse fonti, spesso eterogenee, tale analisi è funzionale alla fase propositiva e di possibile indirizzo verso azioni di ampio orizzonte futuro.

La ricerca si articola in quattro parti strettamente interconnesse allo scopo di sviscerare la problematica della crisi bancaria su più livelli: quello macroeconomico, quello micro-sistemico d'impresa e la parte propositiva che include riflessioni sui risultati delle analisi.

Con l'attivazione del meccanismo di vigilanza unico (*Single Supervisory Mechanism – SSM*) nel 2014, la Banca Centrale Europea ha condotto un'indagine conoscitiva sulle 130 banche ritenute sistemicamente rilevanti. Il documento prodotto evidenzia le criticità dell'intero sistema bancario, ove sono incardinate le banche Popolari oggetto dell'indagine conoscitiva della Commissione.

Fra la moltitudine di dati, preme sottolineare il **CET1 ratios for participating banks**, che per le banche italiane mostra livelli molto bassi rispetto a Germania e Francia (a solo titolo di esempio). Il CET1 è l'acronimo di *Common Equity Tier 1* ed è il parametro che misura la solidità di una banca o istituto di credito. Attualmente per le banche italiane questo è fissato dalla BCE in misura del 10.5%. Anche i **buffer per l'assorbimento delle perdite** non sono particolarmente elevati per le banche italiane, purtroppo in linea anche con altre banche europee.

Questi dati manifestano un aspetto critico che l'*International Monetary Fund* (IMF) ha documentato in un lavoro del 2015 intitolato *"A Strategy for Resolving Europe's Problem Loans"* ("Una strategia per risolvere il problema Europeo dei prestiti"). In breve l'IMF ritiene che i crediti non performanti (*Non Performing Loans – NPL*) in Europa siano un grosso problema. In particolare, in Italia non esiste ancora un mercato per i NPL che continuano a rimanere nel bilancio delle banche, spesso a un valore che non corrisponde a quello di reale smobilizzo.

Tale inquadramento di sistema viene ritrovato nei dati di bilancio analizzati e, a livello macroeconomico, ha avuto notevoli conseguenze sui parametri di crescita del Nord Est. Anche le esportazioni di beni italiani, seppur positive, hanno rallentato la crescita rispetto agli anni precedenti, aspetto questo da non trascurare vista la crescente internazionalizzazione dei sistemi economici.

Situazione macroeconomica, bilanci d'impresa e condizioni del sistema bancario convergono nel suggerire quanto sintetizzato nella presente introduzione e sviluppato abbondantemente nella ricerca. In sintesi:

- un'analisi sistemica e nel tempo avrebbe potuto evidenziare delle anomalie nel sistema bancario;
- gli elevati indici di redditività (ma elevato rischio) delle banche, poi divenute inattive poiché assorbite e incorporate in altri istituti, sono "campanelli" d'allarme per un elevato rischio, spesso trascurato in favore di alti rendimenti;
- il patrimonio netto, in linea con i requisiti di Basilea, è un buon indicatore di solidità come da prestigiosa letteratura scientifica citata;
- manca una regolamentazione per la svalutazione dei titoli non performanti;
- inizialmente il credito è stato concesso anche a imprese non meritevoli, mentre la successiva restrizione dei prestiti ha riguardato anche imprese meritevoli;

^a Università Ca' Foscari Venezia.

^b GRETA.

¹ Questo lavoro fa parte del progetto di ricerca condotto congiuntamente dai Dipartimenti di Economia dell'**Università Ca' Foscari di Venezia** e **Fondazione di Venezia**.

- le banche che successivamente hanno manifestato difficoltà erano in tensione di liquidità corrente;
- le tensioni di liquidità di sistema, a causa di una fitta rete di interconnessioni, si sono propagate a tutto il settore finanziario.

I fatti stilizzati e le proposte qui riportate suggeriscono come, a un ricercatore attento, non sarebbero dovute sfuggire le prime avvisaglie poi risalite all'opinione pubblica attraverso importanti titoli di rassegna stampa ("Tra crisi e banche fallite c'era una volta il Nord-Est" da *Il Giornale* – 9 maggio 2017). Alcuni spiragli di uscita dal fenomeno del *credit-crunch* (limitazione del credito alle imprese) sono stati recentemente auspicati da altre fonti giornalistiche: "I prestiti di Intesa alle PMI salgono dell'11%" da *Il Sole 24 Ore* – 23 settembre 2017.

La comprensione delle cause a diversi livelli e lo studio numerico attraverso banche dati attendibili (AIDA, ISTAT, Banca d'Italia e Banca Centrale Europea) permettono di riconsiderare le recenti policy e la nuova dimensione di finanza d'impresa per evitare il ripetersi di criticità nel futuro.

La quarta parte propone alcune misure a breve e lungo termine per risollevare l'economia e la finanza del Nord Est attraverso due principali canali. In primo luogo si evidenzia la necessità di strumenti di garanzia più solidi e cooperativi per attivare il debole credito alle imprese. Oltre ai consorzi di garanzia (Confidi) serve un "ombrello assicurativo" più ampio che permetta al sistema bancario di operare con relativa sicurezza nella funzione di gestore di rischi. La crisi ha portato, infatti, a un preoccupante atteggiamento di chiusura di accesso al credito (a volte irrazionale dopo anni di esuberanza anche ingiustificata). Pur consci che non sia possibile replicare il sistema americano con la *Federal Reserve* ampiamente impegnata (*committed*) al ripristino del credito, si auspica l'attivazione ad esempio di mutua copertura regionale del rischio banca per garantire anche alle micro-imprese la ripresa delle attività d'investimento. Altre azioni di coinvolgimento del territorio, descritte in dettaglio, creerebbero una struttura ancor più resistente.

Con la Mappatura dei NPL e lo Stress Test per le aziende, inoltre, si disporrebbe di validi strumenti per prevenire e affrontare eventuali nuove crisi.

Nel lungo periodo si ritiene fondamentale il raggiungimento di un adeguato ed esteso livello di alfabetizzazione finanziaria ottenibile con interventi mirati, fra i quali la formazione per il settore bancario e l'*advisory* finanziario con il coinvolgimento di Veneto Sviluppo.

Necessariamente, le misure a breve termine si sovrappongono e s'integrano con le iniziative di lungo termine.

1 IL QUADRO MACROECONOMICO

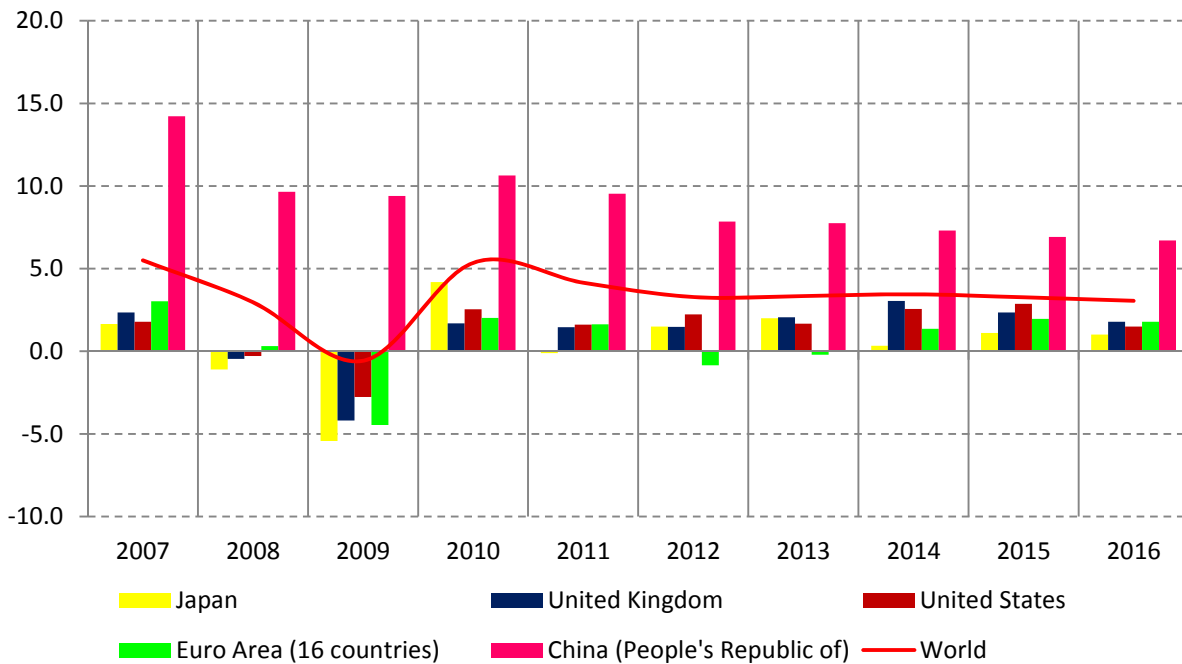
1.1 LO SCENARIO INTERNAZIONALE NEL PERIODO 2007 – 2016

Il decennio 2007-2017 è stato caratterizzato da una crisi finanziaria e reale profonda dalla quale, forse, solo ora le principali economie mondiali si stanno riprendendo (Figura 1).

La crescita del **PIL mondiale**, secondo le stime OCSE, nel corso del **2007** è stata lievemente più moderata (+5.5% a/a) rispetto al triennio precedente. Lo scenario ha iniziato a peggiorare dalla metà dell'anno, in seguito allo scoppio della crisi dei mutui *subprime* negli Stati Uniti e alla sua diffusione a livello internazionale. Le **pressioni inflazionistiche** a livello globale si sono notevolmente intensificate verso fine anno in gran parte delle economie, anche a causa dell'aumento dei corsi delle materie prime, alimentari ed energetiche, dovuto a molteplici fattori tra i quali l'elevata domanda dei paesi emergenti e le avverse condizioni meteorologiche.

Negli **Stati Uniti** il deterioramento del mercato immobiliare e le turbolenze su quelli finanziari, connesse con la crisi dei mutui *subprime*, hanno frenato la crescita economica (+1.8% a/a). Dai primi anni 2000 le banche statunitensi avevano iniziato a concedere finanziamenti anche a debitori con minor capacità di solvenza. Dalla metà del 2007 molti debitori, con l'aumentare dei tassi d'interesse, non sono più stati in grado di rimborsare i prestiti e, di conseguenza, molte banche hanno cominciato a soffrire per la limitata liquidità. In risposta alle turbolenze la *Federal Reserve*, tra la fine dell'estate e quella dell'anno, ha ridotto il tasso sui *Fed fund* complessivamente di 100 punti base. Inizialmente il peggioramento delle prospettive economiche per gli Stati Uniti non ha avuto ampie ripercussioni internazionali, facendo tuttavia temporaneamente aumentare la volatilità sui mercati finanziari dei principali paesi emergenti. Questi hanno continuato a registrare tassi di crescita elevati, grazie al vigore della domanda interna. La Cina, in particolare, si è dimostrata molto vivace con una crescita annua del 14.2%.

Figura 1 – SCENARIO INTERNAZIONALE – Tassi di variazione annua del PIL



Fonte: OCSE – Economic Outlook N° 102 – Novembre 2017.

Nell'**Area Euro**², nel 2007, l'attività economica è cresciuta a ritmi sostenuti (+3% a/a) grazie al buon andamento delle esportazioni e soprattutto della domanda interna. Il principio d'anno particolarmente vigoroso e le spinte inflazionistiche hanno quindi indotto la BCE a innalzare i tassi di riferimento di 25 punti base in marzo e giugno. Nella seconda parte dell'anno, invece, nonostante il deterioramento del quadro statunitense e l'aumento della volatilità, i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi hanno spinto la Banca Centrale a mantenere invariati i tassi di riferimento.

In **Giappone**, la fase di ripresa economica (PIL a +1.7% a/a) è proseguita, nonostante l'indebolimento dei consumi privati, grazie al vigore delle esportazioni. Le pressioni inflazionistiche sono state moderate e la Banca del Giappone ha pertanto potuto proseguire il proprio percorso di graduale inasprimento della politica monetaria, iniziato dopo l'abbandono, nel marzo del 2006, della fase di espansione quantitativa.

Nel **2008** la crisi negli Stati Uniti si è aggravata, estendendosi all'economia reale, provocando ripercussioni anche nei principali paesi industrializzati e determinando una forte decelerazione della **crescita mondiale** (+3% a/a). Inizialmente l'economia ha retto grazie alle buone performance dei paesi emergenti, tuttavia, la crisi bancaria statunitense, culminata a settembre nel fallimento della *Lehman Brothers*, ha velocemente portato al deterioramento delle condizioni economiche internazionali, con notevoli pressioni sui sistemi bancari e sulle condizioni del credito. Le tensioni inflazionistiche, inizialmente forti, si sono bruscamente attenuate dopo l'estate, a causa del calo dei corsi delle materie prime alimentari ed energetiche, negativamente influenzati dalla riduzione della domanda mondiale. Le banche centrali e i governi dei paesi industrializzati hanno iniziato ad adottare misure estreme per arginare la crisi. Alla fine del 2008, nonostante la maggior resilienza, anche le economie emergenti hanno cominciato ad accusare il colpo, mentre gran parte di quelle avanzate era già in recessione.

Nel dettaglio, la crescita del PIL negli **Stati Uniti** è notevolmente rallentata, addirittura passando in territorio negativo (-0.3% a/a)³ a causa dell'indebolimento della domanda interna. I consumi privati, infatti, sono stati scoraggiati dal peggioramento del clima di fiducia, dalle condizioni critiche del mercato del lavoro e dalla contrazione della ricchezza delle famiglie, derivante dal calo delle quotazioni immobiliari e azionarie. Anche gli investimenti hanno risentito della riduzione degli utili societari e della stretta creditizia. Il brusco calo dei prezzi delle materie prime e dell'inflazione, alla fine dell'anno, ha spinto la *Federal Open Market Committee* (FOMC) a portare il tasso di riferimento tra lo 0% e lo 0.25% e ad adottare misure volte ad aumentare la liquidità in circolazione.

Nell'**Area Euro**, nella prima parte dell'anno, il ritmo di crescita è stato sostenuto. Sulla scia degli avvenimenti negli USA, la turbolenza finanziaria si è, tuttavia, velocemente e intensamente riversata sull'economia reale determinando una crescita del PIL complessiva solo dello 0.3% a/a. Per quel che riguarda la politica monetaria, a luglio, in risposta alle pressioni

² Area Euro a 16 paesi.

³ OCSE – Economic Outlook N° 102 – Novembre 2017..

inflazionistiche dovute al rialzo dei corsi delle materie prime alimentari, la BCE ha aumentato il tasso di riferimento di 25 punti base. Dopo l'intensificarsi della crisi internazionale da metà settembre, il brusco calo dei prezzi delle materie prime ha fatto venir meno il timore di pressioni inflazionistiche e ha permesso alla BCE di iniziare un allentamento monetario attraverso una serie di riduzioni del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, passato dal 4.25% di luglio al 2.5% di fine anno.

Nel **Regno Unito** le difficoltà di accesso al credito hanno inciso sui consumi delle famiglie, che, insieme alla riduzione degli investimenti residenziali e delle imprese, hanno comportato una flessione del PIL dello 0.5% (+2.4% a/a nel 2007).

In **Giappone**, nel 2008, si è registrata una contrazione del PIL (-1.1% a/a) a causa del calo delle esportazioni nette, degli investimenti e dei consumi privati. Ad aggravare la situazione ha contribuito anche il forte apprezzamento dello yen. La Banca del Giappone, come le principali banche centrali, ha quindi deciso di intervenire abbassando il tasso di riferimento.

Anche i **paesi emergenti**, pur mantenendo una connotazione positiva, hanno risentito della crisi. Da metà settembre, infatti, con il deterioramento dello scenario internazionale, si sono registrate imponenti vendite sui mercati finanziari e un brusco deprezzamento delle valute della maggior parte dei paesi emergenti dell'Asia. La crisi si è fatta in parte sentire anche in **Cina**, con un rallentamento della crescita dal precedente 14.2% al 9.7% a/a. Nonostante l'andamento comunque positivo, le autorità cinesi hanno iniziato ad adottare misure economiche espansive.

Il **2009** ha portato con sé una vera e propria **recessione globale** (-0.6 %) come evidenziato dalla Figura 1. Le misure, seppur straordinarie, adottate dai governi e dalle banche centrali delle principali economie già nel 2008, non sono state in grado di contenere il contagio, e la crisi ha raggiunto anche i paesi emergenti, che inizialmente avevano resistito. La fiducia delle imprese e dei consumatori ne ha profondamente risentito, costringendo entrambi a rivedere i propri bilanci e a fare il conto con la stretta creditizia. Verso la seconda metà dell'anno si è tuttavia iniziata a intravedere una ripresa, poiché le misure straordinarie fiscali e monetarie hanno cominciato a dare maggior dinamismo al commercio internazionale. Tale fase ha interessato in particolare alcune economie emergenti la cui esposizione diretta alla crisi finanziaria era stata limitata.

Negli **USA** la crescita è stata profondamente negativa (-2.8%) determinata per lo più dall'andamento dei primi due trimestri dell'anno, durante i quali hanno agito in particolare il calo della domanda interna e il deterioramento del mercato del lavoro. I due trimestri successivi, invece, hanno in qualche modo arginato la caduta, per la graduale stabilizzazione dei mercati finanziari e per le misure di stimolo adottate. Oltre a mantenere al minimo il tasso sui *Fed fund*, infatti, la *Federal Reserve* ha esteso il ricorso a misure non convenzionali per promuovere i flussi di credito al settore privato e ha varato programmi di acquisto di titoli a più lunga scadenza per sostenere il funzionamento dei mercati creditizi.

L'**Area Euro** ha conosciuto un periodo di forte decrescita nel 2009 (-4.5% a/a) ascrivibile all'effetto congiunto delle minori esportazioni, del calo degli investimenti e della riduzione dei consumi. Nello stesso anno, forti tensioni speculative hanno cominciato a interessare la Grecia, in seguito alla scoperta della manipolazione dei conti pubblici per l'ingresso nell'Area Euro. Le pressioni inflazionistiche sono state scarse, raggiungendo il livello più basso dall'introduzione dell'euro fino a quel momento. In risposta, la BCE ha ulteriormente tagliato i tassi di riferimento, portando gradualmente il *refi* all'1% verso metà anno e ha adottato misure non convenzionali supplementari⁴ volte a sostenere il credito e di conseguenza l'economia reale.

Nello stesso anno in **Giappone** il prodotto è diminuito del 5.4% a causa soprattutto dei consumi interni e degli investimenti. La recessione è stata arginata, nella seconda parte dell'anno, dalla ripresa della domanda estera proveniente dalle altre economie asiatiche, dal processo di ricostituzione delle scorte e dai pacchetti di stimolo fiscale interni ed esterni. L'inflazione, nel corso dell'anno, è diventata negativa rappresentando la maggior sfida della Banca del Giappone, che ha continuato a ricorrere a misure non convenzionali, quali gli acquisti in via definitiva di titoli di Stato giapponesi e l'estensione dell'elenco di attività stanziabili.

Nel 2009 i paesi emergenti dell'Asia hanno comunque retto di fronte al rallentamento mondiale. La **Cina** ha registrato una crescita più moderata rispetto agli anni precedenti (+9.4%) comunque molto positiva, grazie anche alla reazione tempestiva delle autorità cinesi alla crisi. Nella seconda parte dell'anno, in particolare, la graduale distensione sui mercati finanziari ha riportato ingenti flussi di capitali esteri nelle economie emergenti.

La lieve ripresa, iniziata nella seconda metà del 2009, è proseguita nel **2010** grazie agli interventi attuati a sostegno del sistema finanziario, che hanno favorito l'attività **economica mondiale** (+5.4%). L'espansione è stata maggiore nella prima parte dell'anno, grazie al processo di ricostituzione delle scorte nelle principali economie, esauritosi però nella seconda parte. La ripresa ha interessato soprattutto i paesi emergenti, mentre in quelli avanzati è stata modesta. In tali aree, infatti,

⁴ Offerta illimitata di liquidità a tasso fisso alle banche dell'area in tutte le operazioni di rifinanziamento a fronte di garanzie adeguate; allungamento della scadenza massima delle operazioni di rifinanziamento; ampliamento dell'elenco delle attività stanziabili in garanzia; immissione di liquidità in valuta estera; acquisti definitivi di obbligazioni garantite.

la crisi ha reso evidente la necessità di risanare i bilanci e questo processo ha ulteriormente frenato la crescita. Per quel che riguarda le pressioni inflazionistiche, queste sono state moderate nelle economie avanzate e più pronunciate in quelle emergenti, a causa anche dell'aumento del costo delle materie prime.

Negli **Stati Uniti** si è registrata una marcata ripresa (+2.5%) grazie al contributo delle scorte e al forte recupero degli investimenti, favoriti dalle politiche macroeconomiche e dal graduale miglioramento delle condizioni finanziarie. I consumi privati sono invece stati modesti rispetto al passato a causa dell'elevata disoccupazione. La *Fed*, pur mantenendo il tasso ufficiale entro un intervallo compreso tra lo zero e lo 0.25%, ha disattivato gran parte delle misure speciali a sostegno della liquidità, concludendo il programma di acquisto di strumenti connessi a mutui ipotecari. La politica fiscale fortemente espansiva ha comunque generato, verso fine anno, incertezze circa la sostenibilità del bilancio nell'anno successivo. La *Fed* ha quindi mantenuto alcune misure con lo scopo di favorire il rafforzamento della ripresa.

Nell'**Eurozona** l'economia è tornata gradualmente e moderatamente a espandersi nel 2010 (+2% a/a) sostenuta dalle esportazioni, dagli investimenti, dalle scorte. I consumi privati hanno invece risentito delle condizioni del mercato del lavoro. I paesi membri hanno partecipato alla ripresa in modo disomogeneo e la crisi ha ampliato ulteriormente il divario tra le principali economie europee. Nonostante le politiche adottate a livello comunitario, il debito pubblico ha continuato ad aumentare nel corso dell'anno, alimentando gravi tensioni sui mercati obbligazionari dell'area. Il premio al rischio sui titoli del debito sovrano delle economie periferiche è notevolmente aumentato, innescando timori per la stabilità delle finanze pubbliche in particolare in Grecia, Irlanda e Portogallo. Dal lato dei prezzi, non vi sono state né spinte inflazionistiche né deflazionistiche e ciò ha consentito alla BCE di mantenere i tassi invariati per tutto l'anno. Per quel che riguarda le misure non convenzionali, inizialmente, le prospettive di crescita e la maggior efficienza del meccanismo di trasmissione della politica monetaria avevano consentito la rimozione di alcuni stimoli. Le preoccupazioni circa la sostenibilità del debito da parte di alcuni stati membri, a maggio, hanno però spinto la BCE ad avviare un programma di acquisto di titoli di Stato e di obbligazioni private (*Securities Markets Programme*) e a reintrodurre alcune delle misure non convenzionali revocate nei mesi precedenti.

In **Giappone** il PIL ha segnato un aumento del 4.2% grazie alla politica monetaria espansiva, alle consistenti misure di stimolo fiscale e al vigore della domanda mondiale, proveniente soprattutto dalle economie emergenti dell'Asia. Dal secondo trimestre, tuttavia, la crescita è stata frenata dal ritiro degli stimoli pubblici. Per contrastare la deflazione, la Banca del Giappone, in autunno, ha abbassato ancora una volta i tassi e ha introdotto altre misure, quali un nuovo programma per l'acquisto di attività finanziarie. In settembre, inoltre, per la prima volta dal 2004, le autorità giapponesi sono intervenute sul mercato valutario per contenere l'apprezzamento dello yen e favorire le esportazioni.

Come anticipato, la ripresa mondiale ha interessato soprattutto le **economie emergenti dell'Asia**, caratterizzandosi anche per un notevole incremento dell'inflazione a causa dell'aumento dei prezzi dei beni alimentari e delle materie prime. Molte banche centrali dell'area hanno ritirato le misure monetarie espansive e sono intervenute nel mercato valutario per arginare l'apprezzamento della valuta locale. La **Cina**, in particolare, ha agito da traino registrando una crescita del 10.6% a/a grazie al contributo degli investimenti privati e delle esportazioni nette. L'impennata inflazionistica conseguente alla massiccia immissione di liquidità dei due anni precedenti ha spinto le autorità a un inasprimento monetario nella seconda parte dell'anno.

Nel **2011 l'economia mondiale** è stata caratterizzata da una decelerazione generalizzata rispetto all'anno precedente (+4.2% a/a). Il rallentamento ha interessato i vari paesi in modo disomogeneo e il divario tra i ritmi di crescita delle principali macro-aree si è accentuato. Le economie avanzate hanno visto dimezzarsi il tasso di crescita, mentre la riduzione è stata meno marcata nei paesi emergenti. Verso la metà del 2011 si è assistito al rafforzamento delle tensioni finanziarie nel mercato del debito sovrano europeo, paventando anche la fine della moneta unica, e al dibattito sulla sostenibilità del debito statunitense, che si sono tradotti nel deterioramento del clima di fiducia delle imprese e dei consumatori. Ad agire da freno sono stati anche gli interventi volti a risanare i bilanci pubblici e privati e la debolezza del mercato immobiliare e dell'occupazione. Gli interscambi globali, inoltre, hanno registrato una contrazione nel secondo trimestre del 2011 per effetto dell'impatto del sisma giapponese e, nel quarto trimestre, in seguito alle alluvioni in Thailandia. Dal lato dei prezzi, nelle economie avanzate le pressioni sono rimaste abbastanza contenute.

Negli **Stati Uniti** l'attività economica ha perso slancio (+1.6% a/a) risentendo dell'elevata incertezza circa il processo di consolidamento delle finanze pubbliche. La *Fed*, motivando con il basso livello di utilizzo delle risorse e con attese d'inflazione contenuta nel medio termine, ha mantenuto inalterato tra lo 0% e lo 0.25% il tasso di riferimento. Dopo aver completato il programma di acquisto di titoli del Tesoro a più lungo termine, iniziato nel 2010, inoltre, ha deciso di estendere la scadenza media dei titoli detenuti per spingere al ribasso i tassi d'interesse a lungo termine e rendere più accomodanti le condizioni dei mercati finanziari.

Nell'**Eurozona** il PIL è cresciuto dell'1.6% a/a. La prima metà dell'anno è stata caratterizzata da una ripresa dell'attività economica, supportata principalmente dalla domanda interna e dal settore edilizio. Anche le esportazioni hanno apportato un contributo alla crescita, grazie al deprezzamento dell'euro. Nel secondo trimestre la ripresa è rallentata anche a causa degli effetti avversi del terremoto in Giappone. Le condizioni macroeconomiche sono precipitate invece

dall'estate del 2011, quando il deteriorarsi delle prospettive di crescita mondiali, i timori per la sostenibilità del debito in alcuni stati membri e la sfiducia nella capacità dei governi di gestire la crisi hanno determinato l'acuirsi delle tensioni in alcuni segmenti del mercato del debito sovrano. A causa delle pressioni inflazionistiche in aumento alla fine dell'estate e per evitare che l'abbondante liquidità in circolazione determinasse un ulteriore innalzamento dei prezzi, la BCE, nelle riunioni di aprile e luglio, ha deciso di ritoccare al rialzo i tassi di riferimento, per un totale di 50 punti base. A luglio, tuttavia, le tensioni sui mercati del debito sovrano di alcuni paesi periferici si sono intensificate. I timori relativi alla sostenibilità dei conti pubblici, che fino a quel momento avevano riguardato Grecia, Irlanda e Portogallo, si estesero a Spagna e Italia. L'inasprimento delle condizioni finanziarie e il deterioramento del clima di fiducia hanno portato a un rallentamento della crescita nella seconda metà dell'anno. Le tensioni sui mercati finanziari hanno spinto quindi la BCE a intervenire, a novembre e dicembre con un taglio complessivo del *refi* di 50 punti base (riportandolo all'1%) e con una serie di misure non convenzionali, al fine di ripristinare la corretta trasmissione della politica monetaria in tutti gli stati membri. Ad agosto e settembre è stata annunciata la riattivazione del *Securities Markets Programme*, il programma di acquisto di titoli di Stato dei paesi periferici, e attuata una nuova operazione di rifinanziamento a lungo termine (LTRO).

Nel **Regno Unito** le condizioni di credito restrittive, il processo di aggiustamento dei bilanci delle famiglie e il sostanziale inasprimento fiscale hanno continuato ad agire da freno della domanda interna, limitando la crescita del PIL all'1.5% (-4.2% nel 2009 e +1.7% nel 2010).

L'**economia nipponica** è apparsa nuovamente debole nel 2011 (-0.1%) per effetto del terremoto a marzo e del conseguente disastro nucleare che ha avuto un forte impatto sulla struttura produttiva, sulle esportazioni e sui consumi. La crisi produttiva è stata superata con sorprendente velocità, tuttavia, alla fine dell'anno il paese ha risentito dell'indebolimento della domanda mondiale e delle difficoltà provocate dalle alluvioni in Thailandia. Dopo le catastrofi, la Banca del Giappone ha fornito immediatamente liquidità di emergenza a breve termine per stimolare l'economia e contrastare la deflazione.

Nei paesi emergenti si segnala un nuovo indebolimento dell'attività economica da ascrivere alle politiche messe in atto per contenere le pressioni inflazionistiche. In **Cina** il PIL è aumentato del 9.5% ed è stato sorretto dalla domanda interna, tuttavia vi erano due elementi di freno: il calo della domanda estera e la possibilità di un rapido sgonfiamento della bolla immobiliare.

L'economia mondiale ha di nuovo rallentato nel **2012** (+3.3% a/a) a causa della riduzione della domanda globale. L'inflazione complessiva si è mantenuta su livelli moderati, riflettendo la debolezza dell'economia mondiale. Il tasso di disoccupazione globale è rimasto a livelli elevati, soprattutto tra i giovani, rallentando la ripresa economica. La fase di debolezza ha interessato maggiormente l'Area Euro, a causa dell'aumento dell'incertezza sulla stabilità di alcuni stati membri e sulla tenuta della moneta unica. Le misure di rigore interne ai singoli stati e le politiche poste in atto a livello europeo hanno permesso di limitare il rischio di contagio, ma le tensioni finanziarie sono rimaste elevate. La crescita è stata ancora una volta trainata dalle economie emergenti e in via di sviluppo, sebbene, per le principali, il differenziale con le economie avanzate si sia ridotto, a causa della maggior incertezza internazionale e delle misure restrittive adottate in precedenza, oltre che ai disordini sociali e alle tensioni geopolitiche in alcuni paesi del Medio Oriente e del Nord Africa. Nel corso del 2012 nelle economie avanzate la crescita è rimasta debole, con dinamiche tuttavia diversificate.

A contribuire maggiormente alla crescita del **PIL statunitense** (+2.2%) sono state le politiche fortemente espansive attuate dalla *Fed*. La Banca Centrale ha, infatti, deciso di mantenere ancora al minimo il tasso sui *Fed fund*, di proseguire con l'*operation twist*, il programma di estensione della scadenza dei titoli in suo possesso, e di introdurre, a settembre, una terza serie di misure di allentamento quantitativo (*Quantitative Easing 3*) per stimolare ulteriormente l'economia. Gli effetti di queste politiche sono stati rilevanti, specialmente per il settore edilizio. Il *FOMC* ha altresì annunciato che la *guidance* della politica monetaria sarebbe stata da allora in avanti fornita in termini di obiettivi. In particolare ha annunciato che l'accomodamento sarebbe durato fino al raggiungimento di un tasso di disoccupazione pari al 6.5% e di un tasso d'inflazione attesa, nel medio termine, inferiore al 2.5%. Dal lato della politica fiscale, a fine 2012 il Congresso ha dovuto affrontare il problema del *fiscal cliff*⁵ e sono proseguite le difficoltà della domanda interna, gravata dal processo di riduzione dell'indebitamento del settore privato e di quello pubblico.

Nel 2012 l'economia dell'**Eurozona** è risultata in affanno (-0.8%) indebolita dall'incremento dei prezzi delle materie prime, dal processo di aggiustamento dei bilanci in corso nei settori finanziario e non, dall'elevato tasso di disoccupazione, dall'orientamento restrittivo della politica di bilancio e dalla modesta domanda estera. La crisi del debito sovrano ha continuato a protrarsi in alcuni paesi e serpeggiava la percezione che alcuni governi non sarebbero stati in grado di implementare le riforme strutturali necessarie. Alla fine dell'anno, nuovamente, si mise in dubbio la solidità della moneta unica. Queste tensioni hanno messo in seria difficoltà le istituzioni bancarie: alcuni istituti hanno perso l'accesso al mercato interbancario, la maggior parte ha reso sempre più stringenti i criteri per ottenere credito, frenando ulteriormente il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Sebbene a luglio, infatti, la BCE avesse portato il

⁵ Con *Fiscal cliff* o Precipizio fiscale si è indicato il pericolo dell'entrata in vigore automatica dall'1 gennaio 2013 dei **tagli fiscali** e delle **tasse** qualora **camera, senato e presidenza** degli Stati Uniti non avessero trovato un accordo per ridurre l'enorme deficit del governo federale USA.

tasso di riferimento allo 0.75%, in alcuni paesi tale riduzione si è ampiamente trasmessa, in altri, invece, i tassi bancari attivi sui prestiti all'economia reale sono rimasti invariati o sono persino aumentati. Per riattivare il meccanismo di trasmissione, oltre a nuove misure non convenzionali, si è iniziato a parlare della necessità di creare una vera e propria unione monetaria ed economica, della ricapitalizzazione diretta delle banche e di un sistema di vigilanza unico per tutti gli istituti finanziari europei. Di fondamentale importanza è stato l'accordo raggiunto a settembre relativamente allo scudo *anti-spread*, che ha contribuito ad allentare le tensioni speculative nell'area e a ridurre il divario tra i rendimenti dei titoli di Stato dei paesi periferici e quelli tedeschi.

Nel 2012 il **PIL giapponese** è cresciuto a un passo modesto (+1.5%) in linea con l'andamento dell'economia globale, con la stagnazione dei consumi pubblici e privati e con il contributo, divenuto negativo per la prima volta dall'inizio della serie nel 1985, delle esportazioni nette. Tenuto conto dei deboli andamenti economici e della deflazione, la Banca del Giappone, oltre a mantenere al minimo il tasso sui depositi *overnight*, ha annunciato incrementi del proprio programma di acquisto di attività, prorogandone la durata alla fine del 2013.

Nei **paesi emergenti dell'Asia** la crescita è stata positiva ma in ulteriore decelerazione a causa dell'indebolimento delle economie avanzate che ha portato a una diffusa contrazione degli scambi. Alcune banche centrali hanno quindi invertito la propria politica, rendendola nuovamente espansiva, contribuendo a restituire slancio alla crescita verso fine anno. In **Cina**, l'indebolimento iniziato nel 2011 è proseguito, portando la crescita del PIL al 7.9%, dal 9.5% del 2011.

Nel **2013** l'economia mondiale ha replicato la crescita moderata dell'anno precedente (+3.3% a/a). Le economie avanzate, inizialmente penalizzate dal perdurare della crisi del debito sovrano di alcuni paesi europei, nella seconda parte dell'anno, hanno sperimentato un miglioramento, anche se rallentate dal processo di aggiustamento dei bilanci, dalle tese condizioni del credito e dalla debolezza nel mercato del lavoro. La crescita è stata favorita invece dalla diminuzione dell'incertezza sui mercati grazie all'introduzione, da parte della BCE, di una *forward guidance*⁶ dichiarata.

Negli **Stati Uniti** la variazione del PIL è stata più debole rispetto all'anno precedente, ma comunque positiva (+1.7 a/a). A trainare l'economia sono stati principalmente i consumi privati, stimolati dall'orientamento espansivo della politica monetaria. Ad attenuarla hanno tuttavia contribuito il mancato accordo a febbraio in merito al taglio alle spese pubbliche, la conseguente entrata in vigore del cosiddetto *sequester* (programma di tagli automatici previsto dal *budget control act* del 2011) e l'aumento dei tassi di interesse a lungo termine dovuto alle dichiarazioni della *Fed* su una possibile riduzione anticipata del ritmo degli acquisti di attività. Non essendoci pressioni inflazionistiche il FOMC, tuttavia, ha mantenuto inalterati i tassi di riferimento e ha deciso di ridurre lievemente il ritmo degli acquisti solo alla fine dell'anno, visto l'avvicinarsi del mercato del lavoro al pieno impiego.

Nel 2013 l'**Area Euro** è rimasta ancora debole (-0.2% a/a la variazione del PIL) tuttavia si è registrato un cambio di tendenza nel clima di fiducia, sia dei mercati finanziari sia di produttori e consumatori, grazie alle misure adottate dai singoli stati, e a livello comunitario, e alla riduzione degli *spread* tra i decennali dei paesi coinvolti dalla crisi del debito sovrano e il *bund* tedesco. Le migliori condizioni di finanziamento per gli istituti finanziari e la ripresa della domanda interna ed estera hanno contribuito al risultato, ma la crescita ha continuato a essere ostacolata dalle politiche di austerità, dai processi di aggiustamento dei bilanci bancari e dall'elevata disoccupazione ereditata dalla crisi sistemica precedente. La disomogeneità tra i paesi dell'area delle condizioni di accesso al credito ha continuato a ostacolare il buon funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Per contro, la debolezza della domanda globale ha depresso i prezzi delle materie prime, sia energetiche sia alimentari, consentendo alla BCE di implementare la propria politica espansiva senza timori di generare pressioni inflazionistiche. In particolare la Banca Centrale è intervenuta due volte riducendo i tassi di riferimento e mantenendo in vigore le misure non convenzionali adottate nel 2011 e nel 2012.

Il **PIL giapponese** è cresciuto a un passo modesto (+2.0% a/a) grazie principalmente all'andamento favorevole della domanda interna. L'attività è stata sorretta dalla politica monetaria ultra espansiva quantitativa e qualitativa attuata dalla Banca del Giappone per contrastare la deflazione, dalle misure di stimolo fiscale e dalle riforme strutturali a favore della produttività e del mercato del lavoro.

Nel 2013 l'economia mondiale è stata inizialmente trainata dai **paesi emergenti** che, tuttavia, dopo le dichiarazioni, a maggio, del *FOMC* statunitense circa la possibilità di una riduzione degli acquisti di attività, hanno subito un ingente deflusso di capitali che ha indebolito le valute locali. Di conseguenza alcuni paesi (India e Indonesia) hanno innalzato i loro tassi di riferimento, mentre gran parte delle banche centrali ha continuato sulla via dell'allentamento monetario. In **Cina** la crescita è proseguita sul trend dell'anno precedente (secondo le stime OCSE +7.8% a/a).

Il ritmo di crescita dell'economia mondiale nel **2014** si discosta solo leggermente da quello degli anni precedenti, esibendo una variazione pari a +3.5% a/a. Le dinamiche di crescita sono tuttavia mutate tra le diverse aree, con un maggiore slancio delle economie avanzate e un arretramento di quelle emergenti. L'anno è stato caratterizzato dalle

⁶ Le *forward guidance* sono le assicurazioni verbali rivolte al pubblico da parte di una banca centrale riguardanti le sue politiche monetarie. Costituiscono il tentativo di influenzare le decisioni finanziarie delle famiglie, delle imprese e degli investitori facendo loro sapere cosa aspettarsi dai tassi di interesse e sono uno strumento utilizzato per prevenire sorprese che potrebbero interferire con i mercati e causare notevoli fluttuazioni dei prezzi degli *asset* finanziari.

tensioni geopolitiche tra Russia e Ucraina e tra i paesi produttori di petrolio. Il corso del greggio, sopra i 100 dollari a barile nella prima parte dell'anno, nella seconda è calato bruscamente a causa dell'elevata offerta a fronte di una domanda più debole del previsto. L'offerta, in particolare, è stata abbondante in Libia, Iraq e in Nord America, qui grazie allo sfruttamento di fonti non tradizionali (*shale oil*).

La spinta degli **Stati Uniti** si è rafforzata (+2.6% a/a) sostenuta dai consumi privati, in presenza comunque di un'inflazione moderata, a causa del forte calo degli energetici e dell'apprezzamento del dollaro. La *Fed*, pur mantenendo un orientamento espansivo, ha continuato a ridimensionare gradualmente gli acquisti di attività. Nell'anno, l'obiettivo in termini di disoccupazione al 6.5% sembrava ormai raggiunto, ma la *Fed* ha preferito mantenere stabili i tassi ufficiali e modificare la *forward guidance*, passando a una valutazione qualitativa di un'ampia serie di variabili.

In **Area Euro** la crescita in media d'anno è tornata positiva (+1.4% a/a), tuttavia il contesto è rimasto difficile a causa del rallentamento della domanda interna nella seconda parte dell'anno, dello spettro della deflazione in alcuni stati membri, delle tensioni geopolitiche e dell'insufficiente attuazione di alcune riforme strutturali. Per migliorare ulteriormente il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e incidere maggiormente sull'economia reale, la BCE ha ridotto i tassi d'interesse alla soglia minima, portando in negativo quello sui depositi presso la Banca Centrale, ha introdotto le *TLTRO* (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*⁷) e ha avviato due programmi di acquisto di attività finanziarie *corporate*.

L'economia nipponica, dopo le due performance accettabili del biennio precedente, ha decisamente rallentato nel 2014 (+0.3% a/a). Nonostante l'imposta sui consumi, l'inflazione al netto dell'effetto fiscale è rimasta il cruccio della Banca del Giappone che ha ulteriormente allentato la propria politica monetaria incrementando il *Qualitative and Quantitative Easing* (*QQE*) sia quantitativamente sia temporalmente.

La **Cina** ha esibito una crescita prossima al 7% a/a (+7.3%) per il rallentamento degli investimenti, specie residenziali. Il paese ha iniziato un ampio programma di riforme strutturali per rendere la crescita sostenibile.

Pur con una lieve limatura, nel **2015** l'economia mondiale ha mantenuto il proprio ritmo di crescita (+3.3% a/a). I paesi avanzati hanno continuato a recuperare grazie alle politiche accomodanti, al calo dei corsi delle materie prime e al miglioramento del mercato del lavoro.

Negli **Stati Uniti** il tasso di variazione del PIL è stato pari a +2.9% a/a ancora grazie al vigore dei consumi privati e all'aumento della fiducia dei consumatori. Qui già si era iniziato a vedere lo scollamento, oggi sotto gli occhi degli analisti, tra crescita e inflazione: nonostante la prima si mantenesse sopra il 2%, quindi moderata ma stabile, e il mercato del lavoro continuasse a far registrare tassi di disoccupazione in calo e prossimi al pieno impiego, la seconda rimaneva bassa, ben lontana dall'obiettivo della *Fed*. La Banca Centrale è rimasta molto accomodante per gran parte del 2015 e solo a dicembre, dopo 9 anni, ha deciso di aumentare il tasso sui *Fed fund* di 25 punti base.

In **Area Euro** la crescita si è rafforzata (+2.0% a/a) tuttavia la zona è entrata per la prima volta in deflazione, esibendo tassi di variazione negativi sui prezzi da gennaio a marzo 2015. Per il timore di dover fronteggiare un periodo troppo prolungato di bassa inflazione il *Board* della BCE ha deciso di ampliare il programma di acquisto di attività, aumentando la gamma di titoli acquistati e l'ammontare. Il programma di acquisto ampliato, di fatto un *Quantitative Easing* (*QE*) all'europea, doveva terminare a settembre 2016, mentre, come è noto, ancora oggi la sua scadenza rimane incerta e subordinata al raggiungimento dell'obiettivo d'inflazione al 2%. Si è inoltre deciso di abbassare ulteriormente il tasso sulle *TLTRO*. Questi interventi hanno consentito di migliorare l'accesso al credito e di sostenere la domanda interna che ha trainato la crescita e riportato l'inflazione in positivo già nel secondo trimestre. Nella seconda parte dell'anno tuttavia, il peggioramento del clima di fiducia legato ai difficili negoziati sul pacchetto di assistenza alla Grecia, l'intensificarsi degli attacchi terroristici, l'incertezza sul ciclo globale per le difficoltà di alcune economie emergenti, Cina in primis, e l'accresciuta volatilità nei mercati finanziari, valutari e delle materie prime hanno frenato l'attività nell'Eurozona e riportato in negativo l'inflazione. A dicembre, il *Board* ha ridotto ulteriormente il tasso sui depositi presso la BCE, prorogato il *QE* a fine marzo 2017, o oltre se necessario, e preso altre decisioni volte ad assicurare condizioni finanziarie molto accomodanti.

Il **Giappone** ha registrato una debole crescita nel 2015 (+1.1% a/a) favorita dai consumi privati e dalle esportazioni. L'inflazione, nonostante l'allentamento monetario quantitativo e qualitativo, è rimasta ben lontana dall'obiettivo della Banca del Giappone.

I paesi emergenti, esportatori di materie prime, sono stati particolarmente penalizzati dal calo dei prezzi di questi prodotti. Sebbene la liquidità in circolazione fosse molto abbondante per le politiche espansive delle principali banche centrali, la brusca correzione dei corsi azionari sulle borse cinesi nel terzo trimestre ha provocato un aumento generale della volatilità nei mercati e un considerevole deflusso di capitali da diversi paesi emergenti. L'**economia cinese** ha continuato a rallentare gradualmente (+6.9% a/a) a causa dell'indebolimento degli investimenti e delle esportazioni. La

⁷ Operazioni di rifinanziamento a lungo termine per gli istituti bancari, il cui ammontare è subordinato all'attività di prestito della banca stessa.

temuta correzione del mercato finanziario, che sembrava potesse minare la stessa esistenza della borsa cinese, ha in realtà avuto effetti limitati. La Banca Centrale ha continuato con la politica espansiva riducendo ulteriormente i tassi di riferimento e decidendo di rendere più flessibile il mercato valutario.

La ripresa globale ha lievemente rallentato nel **2016** (+3.1% a/a) ma è proseguita. Le cause del rallentamento, dal punto di vista macroeconomico, si possono attribuire ad alcuni eventi che hanno minato la fiducia di consumatori e produttori: l'esito inatteso del referendum sulla Brexit e l'elezione del presidente Trump. Per allentare la tensione e per contrastare l'inflazione ancora lontana dagli obiettivi prefissati, le principali banche centrali hanno proseguito con l'allentamento monetario.

L'economia statunitense ha decelerato (+1.5% a/a) sostenuta comunque ancora dai consumi privati, ma frenata dalla debolezza degli investimenti non residenziali, per i timori, da parte del settore produttivo, di un ciclo globale fiacco e dell'atteggiamento attendista rispetto all'esito delle elezioni presidenziali. La *Fed*, pur rimanendo estremamente accomodante, a dicembre, come atteso dai mercati finanziari, ha innalzato il tasso sui *Fed fund* di altri 25 punti base

Nonostante gli sforzi degli stati membri e della BCE, la ripresa si è allentata anche in **Area Euro** (+1.8% a/a) e l'inflazione è tornata negativa nel corso dell'anno. A pesare sono state le incertezze sul ciclo mondiale per il rallentamento dei mercati emergenti, soprattutto della Cina, il brusco calo delle quotazioni del greggio d'inizio anno, che ha riconsegnato l'area alla deflazione fino all'inizio dell'estate, la fragilità e vulnerabilità del sistema bancario, dovute all'elevata capitalizzazione richiesta dalla vigilanza unificata e ai tassi d'interesse ai minimi da lungo tempo. A marzo, la BCE ha ritenuto opportuno intervenire con un pacchetto di nuove misure che ha sorpreso i mercati sia per entità sia per vastità. La BCE ha tagliato il tasso sui depositi presso la Banca Centrale da -0.30% a -0.40%, ha ridotto il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali dallo 0.05% allo 0% e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale dallo 0.30% allo 0.25%, ha aumentato l'importo mensile del programma di acquisto di attività. A sorpresa, inoltre, per la prima volta, ha inserito tra i titoli acquistabili dalla BCE anche le obbligazioni *investment grade* denominate in euro emesse da società non bancarie, situate nell'Area Euro, creando così finalmente un canale diretto tra Banca Centrale e settore produttivo. Ha annunciato, infine, quattro nuove *TLTRO* con durata di quattro anni. Questo pacchetto è stato fondamentale per consentire all'economia dell'area di far fronte all'incertezza politica e globale. L'instabilità generata dal referendum nel Regno Unito, infatti, ha sì causato un iniziale aumento della volatilità dei mercati ma, tutto sommato, l'effetto immediato è stato meno grave del previsto, anche per le misure accomodanti di politica monetaria della BCE. La crescita verso fine anno, seppur moderata, è andata consolidandosi grazie al rafforzamento del clima di fiducia e della domanda interna. Pur con qualche miglioramento, comunque, l'inflazione, alla fine dell'anno, era ancora lontana dall'obiettivo, pertanto a dicembre la BCE ha esteso il *Quantitative Easing* fino alla fine di dicembre 2017, e anche oltre se necessario, riportando tuttavia l'ammontare degli acquisti a 60 miliardi di euro mensili, dagli 80 del 2015.

La crescita media annua in **Giappone** è rimasta sui ritmi precedenti (+1.0% a/a) anche a causa della debolezza della domanda aggregata globale, che nonostante le politiche ultra espansive in atto da lungo tempo, non è riuscita a prendere il giusto slancio. A settembre la Banca del Giappone ha deciso di introdurre delle misure innovative ossia il *QQE* con controllo della curva dei tassi. In particolare si è stabilito che l'istituto avrebbe continuato ad acquistare titoli fino a quando i rendimenti del decennale non si fossero portati stabilmente su valori prossimi allo 0%. La Banca Centrale, inoltre, ha stabilito di aumentare la base monetaria fino a quando l'inflazione non sarà saldamente oltre il target del 2%.

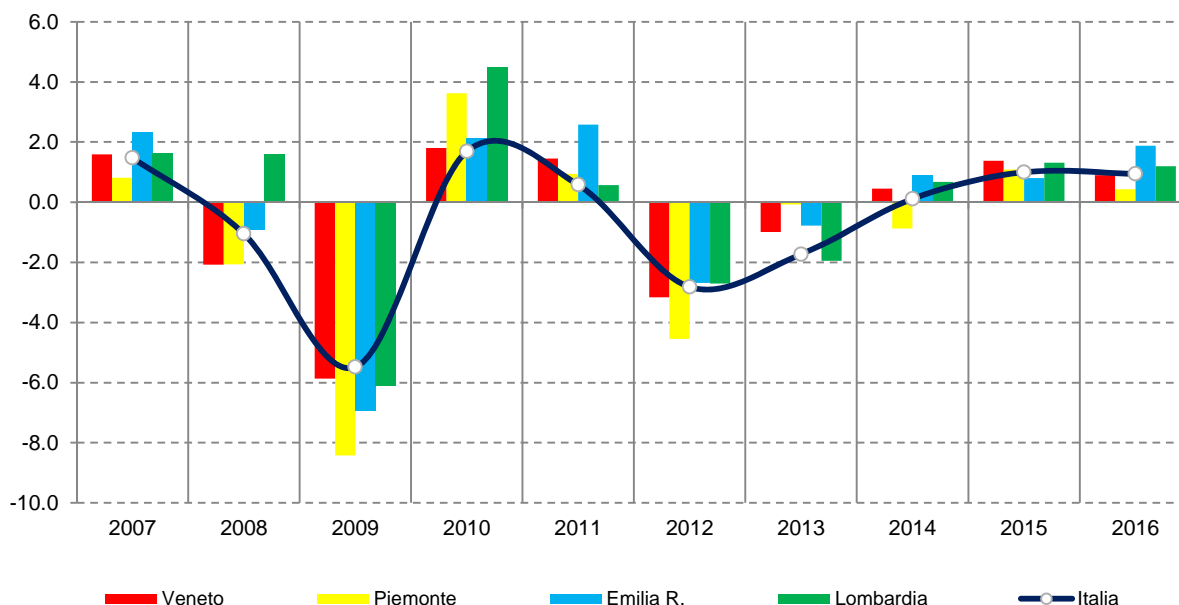
Per quel che riguarda le economie emergenti, da un lato, si evidenzia il graduale ma continuo rallentamento della **Cina** (+6.7% a/a) e, dall'altro, il miglioramento delle condizioni economiche nei principali paesi esportatori di materie prime, comunque molto vulnerabili di fronte alle inversioni dei flussi di capitali.

1.2 LO SCENARIO ITALIANO E IL VENETO A CONFRONTO

1.2.1 Prodotto Interno Lordo

In Veneto il PIL ha seguito un andamento sostanzialmente in linea con quello italiano, anche se con risultati generalmente migliori.

Figura 2 – VENETO, PIEMONTE, EMILIA ROMAGNA, LOMBARDIA e ITALIA – Tasso di variazione annua del PIL (prezzi concatenati, anno di riferimento 2010).



Fonte: Dati ISTAT (Ediz. dicembre 2017 dei conti territoriali e marzo 2018 per quelli nazionali)

In Italia il trend molto positivo registrato nel 2006 è rallentato nel **2007** (+1.5% a/a la variazione del PIL – Figura 2) a causa della debolezza del ciclo mondiale, dell’impatto della crisi finanziaria innescatasi negli Stati Uniti, e dell’elevato prezzo del greggio. In linea con il resto del paese, il Veneto, come la Lombardia, ha registrato una crescita del PIL pari a +1.6%, inferiore a quella dell’Emilia Romagna (+2.3%) e superiore a quella del Piemonte (+0.8%). Le difficoltà che già iniziavano a emergere nelle economie avanzate e negli USA, in particolare, non avevano ancora raggiunto la regione, la cui economia è stata trainata dal settore industriale e dal turismo.

Nel **2008**, l’impatto della crisi finanziaria si è rafforzato in Italia (-1.1% a/a) e in Veneto (-2.1% a/a). L’unica regione che sembra aver resistito è stata la Lombardia, che ha ripetuto la performance dell’anno precedente.

Il **2009** segna l’anno peggiore della crisi, con una contrazione del PIL italiano del 5.5%, la peggiore dal secondo dopoguerra. Anche nella nostra regione le perdite si sono fatte molto ingenti e peggiori rispetto alla media italiana (-5.9%), tuttavia, il tessuto produttivo locale sembra essere stato più resiliente rispetto ai competitor (Piemonte -8.4%, Emilia Romagna -6.9% e Lombardia -6.1%).

Nel **2010**, seguendo il trend mondiale, anche l’economia italiana è cresciuta, ma solo moderatamente (+1.7% a/a) e in modo più incerto rispetto al resto dell’Area Euro⁸ (+2%). Anche il Veneto è tornato a espandersi (+1.8%) superando lievemente il risultato nazionale. Nel confronto con le altre regioni, il tasso di variazione del PIL è stato molto inferiore rispetto all’Emilia Romagna (+2.1%) al Piemonte (+3.6%) e alla Lombardia (+4.5%). L’ottimo risultato di queste ultime si avvantaggia tuttavia della pessima performance dell’anno precedente, quindi va letto con cautela.

L’acuirsi della crisi ha portato a un nuovo rallentamento del ritmo di crescita nel **2011** in Italia (+0.6%). Il calo ha interessato principalmente la seconda metà dell’anno, quando le tensioni speculative hanno iniziato a intensificarsi e lo *spread* tra *Btp* e *Bund* ha raggiunto il record storico, fino a quel momento, da quando è stata introdotta la moneta unica. Il paese ha risentito della nuova ricaduta per l’elevato debito pubblico e la forte dipendenza dall’export dell’economia. Rispetto al resto del paese, tra le regioni qui considerate, il PIL del Veneto è cresciuto moderatamente (+1.5%)

⁸ OCSE – *Economic Outlook* N° 102 – Novembre 2017.

rallentando rispetto all'anno precedente ma recuperando lo svantaggio rispetto a Piemonte (+0.9%) e Lombardia (+0.6%) e segnando una performance migliore di quella nazionale.

Nel **2012** la crisi si è fatta ancora più profonda, con una flessione del PIL italiano del 2.8% a causa principalmente della contrazione della domanda interna. L'irrigidimento delle condizioni di accesso al credito, l'austerità delle politiche di bilancio richiesta dall'Europa e la crisi occupazionale hanno, infatti, contribuito al crollo della fiducia delle imprese e dei consumatori. Il PIL regionale ha subito gli effetti del rallentamento del commercio internazionale che ha determinato una contrazione delle esportazioni, ma a contribuire maggiormente sono stati la debolezza del sistema finanziario, la crisi dei debiti pubblici dei paesi periferici dell'Eurozona in generale e dell'Italia in particolare, le conseguenti manovre di bilancio e la perdita di fiducia dei consumatori legata anche alle difficili condizioni del mercato del lavoro. La performance (-3.2%) peggiore rispetto a Emilia Romagna e Lombardia (-2.7% entrambe) ma nettamente migliore rispetto al Piemonte (-4.5%) è comunque stata più rosea rispetto al precedente tragico biennio 2008-2009.

Nel **2013**, nonostante vi sia stato qualche segnale di timido miglioramento rispetto all'anno precedente a livello europeo e internazionale, la situazione è rimasta molto incerta, con il protrarsi delle politiche di austerità adottate dal paese per mantenere la solvibilità. Le incertezze interne legate alla contrazione della produzione e al peggioramento della fiducia di famiglie e imprese hanno determinato una diminuzione del PIL dell'1.7%. Anche l'economia regionale si è contratta (-1%) ma la caduta ha rallentato rispetto al 2012, come nel resto della nazione. Il calo del prodotto è stato meno intenso in Piemonte, che, pur rimanendo negativo, si è avvicinato alla stabilità (-0.1%) e in Emilia Romagna (-0.8%) mentre la Lombardia ha inanellato un risultato peggiore anche della media nazionale (-2%).

Nel **2014**, finalmente, l'Italia ha fatto registrare un dato positivo, anche se molto debole (+0.1%). La crescita è stata, da un lato, sostenuta dall'imponente iniezione di liquidità da parte della BCE e frenata, dall'altro, dall'intensificarsi delle tensioni tra Russia e Ucraina. La regione, in linea con il dato nazionale, è tornata a crescere anche se debolmente (+0.4%). Inizialmente le speranze erano per una variazione più sostenuta, vista la ripresa degli Stati Uniti che sembrava aver contagiato anche l'Area Euro. Purtroppo il ritorno alla deflazione, le tensioni geopolitiche e la debolezza dei consumi interni e degli investimenti non hanno permesso alla regione di agganciare un ritmo di crescita più elevato. Nel confronto con i *competitor*, comunque, il Veneto, pur rimanendo fanalino di coda tra le regioni che hanno ottenuto un risultato positivo, si è comportata nettamente meglio del Piemonte (-0.9%) unica a registrare ancora una variazione negativa.

Nel **2015** la ripresa in Italia si è fatta più concreta (+1.0%). L'incremento delle esportazioni e il contributo finalmente positivo anche della domanda interna hanno favorito la ripresa del Veneto, avvantaggiato, come il resto del paese, dalla contrazione del prezzo del greggio, dal cambio euro/dollaro favorevole e dalla politica monetaria estremamente accomodante della BCE. L'espansione è stata moderata in Veneto (+1.4%) Lombardia (+1.3%) e Piemonte (+1.1%) e modesta in Emilia Romagna (+0.8%) in parte frenata dall'aumento delle tensioni sui mercati finanziari, dalla crisi dei mercati emergenti, in particolare dal rallentamento della Cina, e dall'acuirsi delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente.

Nel **2016**, secondo le stime ISTAT, il paese è cresciuto dello 0.9%, in linea con l'anno precedente, ma ancora lentamente a confronto degli altri paesi membri (+1.8% la variazione del PIL in Area Euro secondo l'OCSE). Nonostante gli interventi, anche a sorpresa della BCE, il paese è rientrato in un lungo periodo di deflazione, anche a causa del crollo del prezzo del petrolio, dal quale si è risollevato solo alla fine dell'anno. Alla performance deludente hanno contribuito anche il rallentamento dei paesi emergenti, Cina in testa, e la fragilità del sistema bancario, in difficoltà per l'ingente ammontare di sofferenze generate dalla lunga recessione e per l'effetto destabilizzante dell'introduzione del *bail-in*, il meccanismo studiato a livello europeo per la risoluzione delle crisi bancarie⁹. Le difficoltà del settore bancario, delle quali ampiamente ci si occuperà nei capitoli successivi, potrebbero aver contribuito anche alla performance sottotono stimata per il Veneto (+0.9%) peggiore rispetto a quella di Lombardia (+1.2%) ed Emilia Romagna (+1.9%).

1.2.2 Valore aggiunto per settori e per province

Con riferimento al valore aggiunto si rileva che su scala nazionale, nel 2007, il settore dell'*industria in senso stretto* (al netto delle costruzioni) ha sostenuto la formazione del reddito (+2.4% la variazione annua) più degli altri, seguito dal settore dei servizi (+1.5%), dell'agricoltura e delle costruzioni che sono cresciuti entrambi solo dello 0.2%. Nel biennio 2008-2009 l'impatto della crisi globale ha causato il crollo del manifatturiero (-2.5% e -15.8%, Tabella 1) seguito da un rimbalzo nel 2010, beneficiando della ripresa globale. Anche nel 2011 il settore è tornato a crescere debolmente (+1.1%) per poi diminuire notevolmente nel 2012 (-2.6%) e nel 2013 (-2.2% a/a). Solo dal 2014 la situazione è andata migliorando (-0.3%) per poi tornare positiva nel 2015 (+1.1% a/a) e nel 2016 (+1.4%). La crisi sembra aver avuto un impatto deleterio sul settore delle *costruzioni* (Tabella 2) che, a differenza degli altri, non si è mai ripreso dal 2008. Nel 2009 e nel 2012 si sono verificate le peggiori performance del settore nel decennio (-7.9% e -6.9% rispettivamente). Il deterioramento del contesto globale ha interessato anche i settori agricolo e dei servizi, ma con una volatilità minore rispetto agli altri due.

⁹ In caso di dissesto di una banca, il salvataggio non sarà più finanziato dallo Stato ma dall'istituto stesso, prima dagli azionisti, poi dagli obbligazionisti e, infine, dai correntisti con depositi superiori a 100 mila euro.

Nell'*agricoltura, silvicoltura e pesca* la breve ripresa economica del 2010-2011 ha positivamente influenzato il settore (+0.4% e +1.9%) tuttavia nel 2012 e nel 2014 il valore aggiunto ha subito nuove contrazioni (-2.6%, -2.3% rispettivamente). Il settore dei *servizi* ha mostrato un valore aggiunto positivo fino al 2008, per poi ridursi nel 2008-2009 (-0.3% e -2.6%) e nuovamente nel 2012-2013 (-2.1% e -1.1%). Dal 2014 in poi il settore ha iniziato a riprendersi debolmente ma con costanza.

Tabella 1 – VENETO, PIEMONTE, EMILIA ROMAGNA, LOMBARDIA e ITALIA – Tasso di variazione del valore aggiunto per settori (prezzi concatenati, anno di riferimento 2010).

| Anno | AGRICOLTURA | | | | | INDUSTRIA | | | | |
|------|-------------|-----------|----------|-----------|--------|-----------|-----------|----------|-----------|--------|
| | Veneto | Lombardia | Piemonte | Emilia R. | Italia | Veneto | Lombardia | Piemonte | Emilia R. | Italia |
| 2007 | 2.0 | 3.1 | -3.1 | 0.5 | 0.2 | 4.7 | 1.0 | 4.7 | 4.2 | 2.4 |
| 2008 | 1.9 | 4.5 | 0.3 | 3.4 | 1.2 | 0.3 | -3.5 | -3.9 | -2.1 | -2.5 |
| 2009 | -1.6 | 0.8 | -1.3 | 5.6 | -1.6 | -14.8 | -13.1 | -19.1 | -19.5 | -15.8 |
| 2010 | -0.1 | 1.6 | 2.4 | -0.7 | 0.4 | 6.2 | 7.3 | 14.8 | 13.2 | 6.6 |
| 2011 | 2.0 | 3.1 | 2.6 | 9.7 | 1.9 | 2.6 | 2.1 | 2.1 | 5.1 | 1.1 |
| 2012 | -7.1 | 0.9 | 1.4 | -4.7 | -2.6 | -4.6 | -2.2 | -4.5 | -3.1 | -2.6 |
| 2013 | 4.9 | -2.0 | 2.3 | 3.0 | 1.4 | 0.4 | -1.8 | -1.8 | 0.7 | -2.2 |
| 2014 | 0.5 | 2.9 | 1.5 | 3.7 | -2.3 | -0.4 | -0.1 | -1.4 | 1.8 | -0.3 |
| 2015 | 3.7 | 0.4 | -1.3 | -0.6 | 4.6 | 2.9 | 1.1 | 3.5 | 2.8 | 1.1 |
| 2016 | 5.6 | 2.4 | 3.2 | 6.5 | 0.3 | 0.7 | 1.9 | 2.1 | 1.5 | 1.4 |

Fonte: Dati ISTAT (Ediz. dicembre 2017 dei conti territoriali e marzo 2018 per quelli nazionali).

Tabella 2 – VENETO, PIEMONTE, EMILIA ROMAGNA, LOMBARDIA e ITALIA – Tasso di variazione del valore aggiunto per settori (prezzi concatenati, anno di riferimento 2010).

| Anno | COSTRUZIONI | | | | | SERVIZI | | | | |
|------|-------------|-----------|----------|-----------|--------|---------|-----------|----------|-----------|--------|
| | Veneto | Lombardia | Piemonte | Emilia R. | Italia | Veneto | Lombardia | Piemonte | Emilia R. | Italia |
| 2007 | -3.7 | 4.5 | -4.2 | 0.6 | 0.2 | 1.1 | 1.7 | 0.2 | 2.0 | 1.5 |
| 2008 | -6.5 | -0.8 | 1.2 | -5.6 | -2.9 | -2.4 | 3.9 | -1.5 | 0.2 | -0.3 |
| 2009 | -7.7 | -9.2 | -13.9 | -7.5 | -7.9 | -2.1 | -3.6 | -4.6 | -2.5 | -2.6 |
| 2010 | -7.3 | 0.0 | 2.5 | -8.0 | -3.7 | 1.2 | 4.0 | 0.5 | -0.4 | 1.0 |
| 2011 | -4.5 | -3.0 | -4.7 | -7.6 | -5.2 | 1.6 | 0.4 | 1.0 | 2.3 | 0.9 |
| 2012 | -10.2 | -7.5 | -6.1 | -7.1 | -6.9 | -1.3 | -2.0 | -4.1 | -1.5 | -2.1 |
| 2013 | -3.4 | -4.9 | -4.7 | -2.8 | -5.1 | -1.0 | -1.4 | 1.0 | -0.7 | -1.1 |
| 2014 | -6.3 | -3.8 | -7.2 | -8.4 | -5.7 | 1.5 | 1.4 | -0.1 | 1.3 | 0.8 |
| 2015 | -0.5 | -5.3 | -1.2 | -1.5 | -0.8 | 0.7 | 1.7 | 0.4 | 0.1 | 0.8 |
| 2016 | -3.7 | 3.0 | -4.6 | -1.3 | 0.1 | 0.8 | 0.5 | -0.2 | 1.8 | 0.6 |

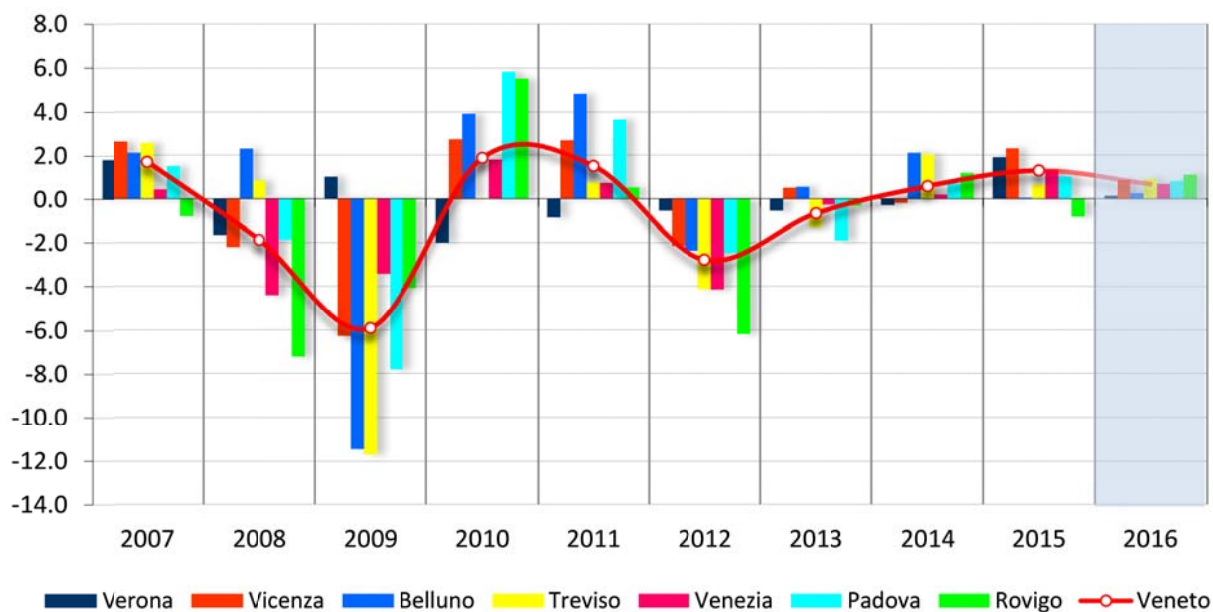
Fonte: Dati ISTAT (Ediz. dicembre 2017 dei conti territoriali e marzo 2018 per quelli nazionali).

A livello regionale, si rileva che il valore aggiunto di tutti i settori ha presentato dinamiche sostanzialmente in linea con quelle nazionali per tutto il periodo analizzato. Si può notare che la crisi economica del 2008-2009 ha colpito maggiormente l'*industria in senso stretto* rispetto ai *servizi* e sferzato maggiormente il Piemonte e l'Emilia Romagna. In Veneto il settore *agricolo* ha subito forti contrazioni prima del 2006 e, dopo la lieve ripresa del biennio successivo, è diminuito nuovamente per effetto della crisi globale del 2009 (-1.6%). Dopo una ripresa nel 2011 (+2%) nel 2012 si è registrata un'importante battuta d'arresto (-7.1%) dalla quale si è parzialmente ripreso già nel 2013 (+4.9%) mantenendo una dinamica debole ma positiva nell'anno successivo. Nel 2015 e nel 2016 la ripresa si è invece rafforzata (+3.7% e +5.6% rispettivamente). Il settore dell'*industria in senso stretto* ha registrato nel 2008 solo un rallentamento (+0.3% a/a) in Veneto, quando invece le regioni competitrici già risentivano ampiamente della crisi globale (-3.5% Lombardia, -3.9% Piemonte e -2.1% Emilia Romagna). Nel 2009, tuttavia, in tutte le regioni, il manifatturiero è crollato, anche se si può notare una perdita minore in Veneto (-14.8%) e Lombardia (-13.1%) rispetto a Piemonte (-19.1%) ed Emilia Romagna (-19.5%). Come per l'*agricoltura*, anche nell'*industria* il 2012 ha visto il Veneto (-4.6%) in difficoltà maggiori rispetto all'Italia ma la ripresa nel 2015 è stata più intensa (+2.9%). Il settore dei *servizi* ha registrato una dinamica sostanzialmente positiva in tutto il periodo d'analisi, registrando un forte calo nel 2008-2009 (-2.4% e -2.1%). Nel 2012, pur presentando una variazione negativa (-1.3%), il settore dei *servizi* è stato quello che meglio ha retto all'impatto della seconda ondata di crisi. Le *costruzioni*, nel decennio in esame, hanno intrapreso un sentiero di decrescita profonda e continua, esibendo variazioni particolarmente negative tra il 2008 (-6.5%) e il 2010 (-7.3%) e nel 2012 (-10.2%). A

differenza di Piemonte, Lombardia ed Emilia Romagna, la regione nel 2015 ha subito una variazione solo parzialmente negativa nelle *costruzioni* (-0.5%) per poi, tuttavia, crollare nel 2016 (-3.7%).

Durante la più recente crisi (Figura 3) tutte le province hanno sperimentato una contrazione del valore aggiunto totale, con l'eccezione di Belluno e Treviso nel 2008 e di Verona nel 2009. Nel 2010-2011 tutte le province, a eccezione di Verona, hanno beneficiato del miglioramento della congiuntura internazionale. Nel corso del 2012 il valore aggiunto ha segnato delle variazioni negative in tutte le province, con performance comunque peggiori per Rovigo, Venezia e Treviso. Nel 2013 e nel 2014 i risultati delle diverse province sono stati piuttosto deboli, spicca tuttavia il dato molto negativo per il padovano nel primo anno e quelli positivi per il bellunese e il trevigiano nel secondo. Nel 2015 il merito della performance regionale è attribuibile alle province di Vicenza e Verona in primis, seguite da Venezia, Padova e Treviso. Nel 2016, secondo le previsioni del modello GREM-VE, tutte dovrebbero tornare il territorio positivo.

Figura 3 – VENETO, PROVINCE – Tasso di variazione del valore aggiunto totale (prezzi concatenati, anno di riferimento 2010).

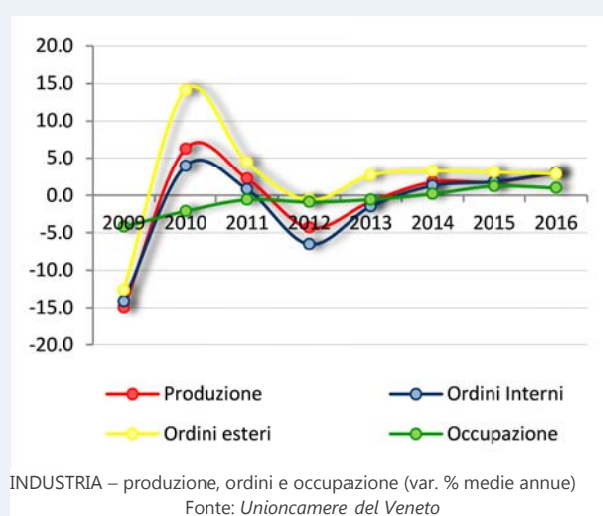


Fonte: Elaborazioni e previsioni GREM-VE¹⁰ su dati ISTAT

FOCUS: Il settore manifatturiero, le costruzioni e il commercio al dettaglio

Per quel che riguarda il settore manifatturiero, nel 2009 l'indice regionale della produzione industriale, calcolato da Unioncamere del Veneto sulla base dei risultati dell'indagine VenetoCongiuntura, è diminuito del 14.9%.¹¹ Per quel che riguarda gli ordini, la contrazione maggiore si è registrata in quelli interni (-14.1% a/a) ma anche quelli esteri si sono ridotti notevolmente (-12.6%) a causa della diminuzione della domanda globale.

Come conseguenza del calo dell'attività produttiva, si evidenzia una netta diminuzione anche dell'occupazione (-4.2% a/a) nel settore dell'industria. Nel 2010 la variazione media annua dell'indice di produzione è stata pari a +6.3%. Il dato, complessivamente positivo, tuttavia, deriva dalla dinamica ancora negativa delle microimprese (fino a 9 addetti) dovuta al protrarsi degli effetti della crisi economica sui segmenti più fragili delle filiere produttive, e

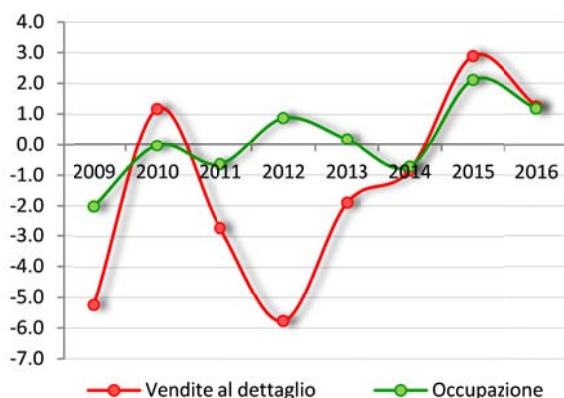


¹⁰ Il modello econometrico GREM-VE (GREM-Veneto) è costruito e stimato da GRETA Associati di Venezia: Per il 2016 si ricorre alle previsioni di questo modello in quanto non è reso disponibile il dato effettivo regionale e provinciale da parte dell'ISTAT.

¹¹ I dati analizzati sono pubblicati nei bollettini Unioncamere del Veneto "Barometro dell'economia regionale: dati trimestrali".

dall'ottima performance delle grandi imprese (250 addetti e più) e delle medie imprese (50-249 addetti)¹². A trainare la produzione sono stati soprattutto gli ordini dall'estero (+14.1%) mentre la domanda interna ha solo in parte recuperato il crollo precedente (+4%). Nonostante la ripresa dell'attività, l'occupazione ha continuato a diminuire, registrando un calo del 2.1%. L'acuirsi della crisi nel 2011 ha messo nuovamente in difficoltà il settore.

La variazione dell'indice di produzione in media d'anno è rimasta positiva (+2.3%) ma è il risultato di una buona fase di crescita nella prima parte dell'anno e di una netta inversione di tendenza nella seconda. Gli ordini interni sono rimasti deboli (+0.9%) mentre quelli esteri hanno proseguito sul sentiero positivo (+4%). L'occupazione ha continuato a scendere seppur rallentando notevolmente la caduta (-0.6%). Il biennio 2012-2013 è stato caratterizzato dalla contrazione della produzione (-4.3% e -0.8%) ascrivibile in particolare al calo della domanda interna (ordini a -6.5% e -1.5% rispettivamente nei due anni) piuttosto che di quella estera (-0.6% e +2.8%). L'occupazione, nonostante l'intonazione negativa, non ha fatto segnare i cali disastrosi visti nel 2009-2010, probabilmente perché i più importanti processi di riassetto aziendale erano già stati implementati in precedenza. Dal 2014 in poi, finalmente, la produzione del settore ha visto una ripresa solida (+1.8% nel biennio 2014-2015) con un vero recupero nel 2016 (+3%). Ancora una volta il motore sembra essere stato la domanda estera con variazioni degli ordini attorno al 3% dal 2014 in poi, tuttavia anche la domanda interna ha accelerato, dapprima lentamente (+1.3% nel 2014) poi con maggior vigore (+1.9% nel 2015 e +3% nel 2016). Anche l'occupazione ha iniziato a crescere, ma molto lentamente, per l'iniziale scarsa fiducia delle imprese nella ripresa (+0.2%, +1.3% e +1% rispettivamente nel 2014, nel 2015 e nel 2016).



COMMERCIO AL DETTAGLIO – Vendite al dettaglio e occupazione (var. % medie annue)
Fonte: Unioncamere del Veneto

I dati pubblicati da Unioncamere del Veneto rispetto al fatturato, agli ordini e all'occupazione per il settore delle *costruzioni* partono dal 2010, tuttavia le rilevazioni a consuntivo, elaborate dal Cresme per l'osservatorio CEAV-Unioncamere sul mercato edilizio¹³ evidenziano nel 2009 un decremento significativo degli investimenti. Secondo l'indagine, i fattori che hanno inciso particolarmente sul risultato negativo sono stati il razionamento del credito alle imprese e il calo della domanda delle famiglie. Dal 2010 al 2014 il fatturato del settore edilizio¹⁴ è diminuito costantemente, con picchi negativi nel 2010 e nel 2012-2013. Solo nel 2015 il settore ha fatto registrare un debole aumento del fatturato (+0.2%) tornato però nuovamente in negativo nel 2016. Secondo i risultati del Cresme, la crisi del 2008-2009 ha notevolmente modificato la composizione strutturale del mercato, favorendo il rinnovo e il recupero edilizio a discapito della nuova costruzione, che in precedenza ricopriva un ruolo dominante. In tutto il periodo considerato, l'occupazione nel settore è sempre stata in calo, con un triennio buio tra il 2011 (-2.3%) e il 2013 (-2.8%).

La crisi del 2008-2009 ha notevolmente debilitato il *commercio al dettaglio*. Per rispondere al calo della domanda, le imprese hanno annullato velocemente gli ordini di beni non indispensabili e i consumatori hanno ridotto i consumi, modificando anche profondamente i loro comportamenti e aumentando notevolmente la propensione al risparmio per non farsi trovare di nuovo impreparati da una possibile crisi. Nel 2009 l'indice regionale delle vendite al dettaglio¹⁵ ha registrato una contrazione media annua del 5.3%, con un conseguente calo dell'occupazione nel settore del 2%. Nel 2010 le vendite al dettaglio sono aumentate (+1.2%) ma solo temporaneamente, poiché l'acuirsi della crisi nel 2011 ha innescato un lungo quadriennio di cali consecutivi, particolarmente pesanti nel 2011 (-2.7%) e nel 2012 (-5.8%). Nonostante questa dinamica, l'occupazione non ha subito le contrazioni ingenti registrate negli altri settori. Dal 2015 le vendite al dettaglio hanno iniziato a crescere (+2.9%) beneficiando probabilmente dell'iniezione di liquidità ad opera della BCE, che sembra aver, almeno in parte, raggiunto l'economia reale. Nel 2016, pur continuando su un sentiero positivo, le vendite hanno rallentato (+1.3%).

1.2.3 Investimenti, consumi e reddito disponibile

In Italia nel 2007 il rallentamento della crescita del PIL è da attribuirsi alla debolezza della domanda interna, frenata anche dalle condizioni più restrittive per l'accesso al credito. La crescita degli investimenti fissi lordi è stata dell'1.6% a/a (Figura 4) mentre i consumi delle famiglie sono aumentati solo dell'1% (Figura 5). Nella regione invece, la variazione del PIL è

¹² Unioncamere del Veneto (2010)

¹³ Unioncamere del Veneto (2009)

¹⁴ Cfr. nota 12.

¹⁵ Cfr. nota 12.

stata sostenuta in particolare dai consumi delle famiglie (+3.6% a/a) mentre gli investimenti già iniziavano a risentire della crisi (-0.6%). La dinamica è stata variegata nelle regioni competitrice: in Lombardia entrambe le componenti hanno sostenuto il PIL, in particolare gli investimenti; simile la situazione in Piemonte dove, tuttavia, i consumi delle famiglie hanno esibito una dinamica migliore; in Emilia Romagna, al contrario, i consumi sono rimasti stagnanti e gli investimenti si sono contratti.

Nel 2008 l'impatto della crisi finanziaria sull'economia reale si è fatto più consistente e sia i consumi sia gli investimenti hanno risentito delle maggiori difficoltà, per famiglie e imprese, di ottenere finanziamenti. A livello nazionale gli investimenti fissi lordi si sono ridotti del 3.1% e i consumi privati dell'1.2%. La discesa è stata più contenuta in Veneto (-2.7% a/a e -0.9% rispettivamente) e in tutte le altre regioni considerate, con le eccezioni del Piemonte, dove i consumi si sono contratti molto di più rispetto alla media nazionale (-2.2%) e dell'Emilia Romagna che ha continuato ad investire (+2.0%).

La diminuzione del PIL nel 2009 è ascrivibile principalmente al calo degli investimenti fissi lordi (-9.9% in Italia). La diminuzione è stata particolarmente ingente in Emilia Romagna e Piemonte mentre la Lombardia (-9.6%) e soprattutto il Veneto (-8.9%) hanno fatto registrare cali inferiori alla media nazionale. La contrazione dei consumi è stata invece più contenuta e abbastanza in linea con il 2008. In Veneto la componente è diminuita dell'1.4%, quando in Italia la variazione è stata del -1.8%. Il calo è stato simile in Piemonte (-1.3%) e in Lombardia (-1.2%) mentre in Emilia Romagna, la spesa delle famiglie ha retto meglio ai contraccolpi della crisi (-0.5%).

Nel 2010 la domanda interna è stata complessivamente positiva e ha contribuito alla ripresa del PIL nazionale. Tra le due componenti, i consumi delle famiglie hanno dato un apporto positivo con una variazione annua pari a +1.2% mentre gli investimenti fissi lordi sono rimasti in debole flessione (-0.5%). In Veneto, dove il crollo degli investimenti dell'anno precedente era stato più contenuto rispetto alla media italiana, questi sono aumentati moderatamente (+1.9) a fronte di un aumento meno marcato dei consumi privati (+1%) frenati dalle tensioni nel mercato del lavoro e dalle politiche di bilancio restrittive. Gli investimenti sono diminuiti ancora in Lombardia ed Emilia Romagna, mentre hanno recuperato molta della perdita subita l'anno precedente in Piemonte, grazie al processo di ricostituzione delle scorte. In tutte e tre le aree, i consumi privati sono tornati a crescere, moderatamente in Emilia Romagna, dove il calo nel 2009 era stato poco pronunciato, e, in modo più sostenuto, in Lombardia e Piemonte.

In Italia, nel 2011, l'indebolimento dell'attività produttiva è stato determinato principalmente dalla flessione degli investimenti fissi lordi (-1.9%) mentre i consumi privati sono rimasti sostanzialmente stazionari (+0.1). In Veneto (+0.3%) e anche nelle altre regioni competitrice con la sola eccezione della Lombardia (+1.3%) le politiche fiscali e la crisi occupazionale hanno continuato a frenare i consumi delle famiglie. Gli investimenti fissi lordi hanno subito una frenata consistente nella nostra regione (-2.1%) dovuta alla crescente incertezza sulla dinamica attesa per la domanda e per le sempre più stringenti condizioni di accesso al credito. La regione che ha vissuto un vero importante crollo è stata l'Emilia Romagna (-9%) mentre la Lombardia è riuscita a mantenere un'intonazione debolmente positiva (+1%).

Se, tra il 2008 e il 2009, la componente della domanda interna maggiormente interessata dalla crisi era stata quella degli investimenti fissi, nel 2012, sia a livello locale sia italiano, il riaccendersi delle tensioni internazionali ha determinato una contrazione importante di entrambe le componenti (Italia -9.3% gli investimenti e -3.8% i consumi privati, Veneto -13.8% e -3.5% rispettivamente). Sulla domanda interna hanno pesato l'elevato livello dei prezzi, gli effetti della manovra correttiva e restrittiva del bilancio pubblico e le incertezze occupazionali. La dinamica dei consumi privati è stata omogenea nell'area geografica considerata, mentre per gli investimenti le variazioni meno marcate si sono registrate in Piemonte ed Emilia Romagna.

La dinamica negativa si è protratta anche nel 2013 sia per gli investimenti (-6.6% in Italia e -5.4% in Veneto) sia per i consumi privati (-2.4% in tutta la nazione e nella regione). Tali riduzioni sono attribuibili agli ampi margini di capacità produttiva inutilizzata, al peggioramento del quadro congiunturale e all'aggravarsi delle tensioni sul mercato del credito.

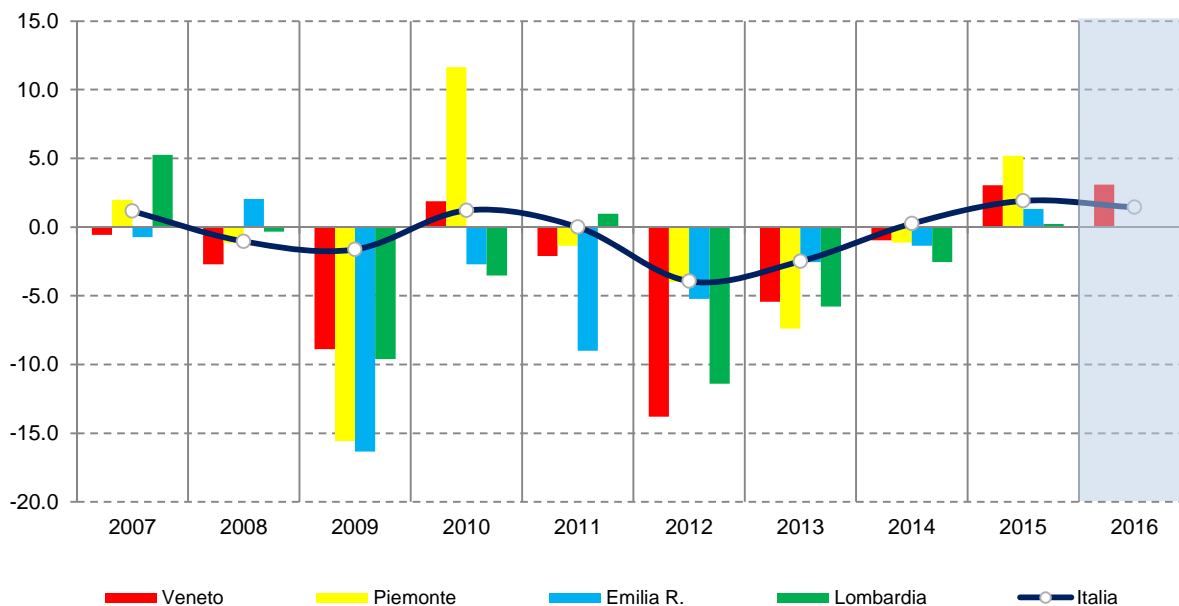
Nel 2014, sia localmente sia in Italia, il prodotto totale ha iniziato molto flebilmente ad aumentare grazie in particolare alla ripresa, debole, dei consumi privati (+0.4% in Veneto e +0.3% in Italia). La flessione degli investimenti ha invece rappresentato il principale freno alla crescita in tutte le aree (-2.3% la media nazionale, -1.0% in Veneto, -2.6% in Lombardia, -1.4% Emilia Romagna, -1.1% in Piemonte). Secondo l'indagine della Banca d'Italia sulle imprese con almeno 20 addetti nell'industria in senso stretto e nei servizi privati non finanziari¹⁶ il calo degli investimenti sarebbe in gran parte attribuibile alle grandi imprese (500 addetti o più) mentre le imprese con meno di 200 addetti, che avevano drasticamente ridotto l'accumulazione nei tre anni precedenti, li avrebbero aumentati.

Nel 2015 le dinamiche del mercato del lavoro più positive, le condizioni finanziarie più stabili e l'aumento del reddito disponibile hanno sostenuto i consumi privati (+2.1% in Italia, +2.6% in Veneto). Anche gli investimenti fissi hanno

¹⁶ Banca d'Italia (2015).

ricominciato ad aumentare (+1.3% in Italia, +3% in Veneto, +5.2 in Piemonte, +1.3 in Emilia Romagna e +0.2% in Lombardia).

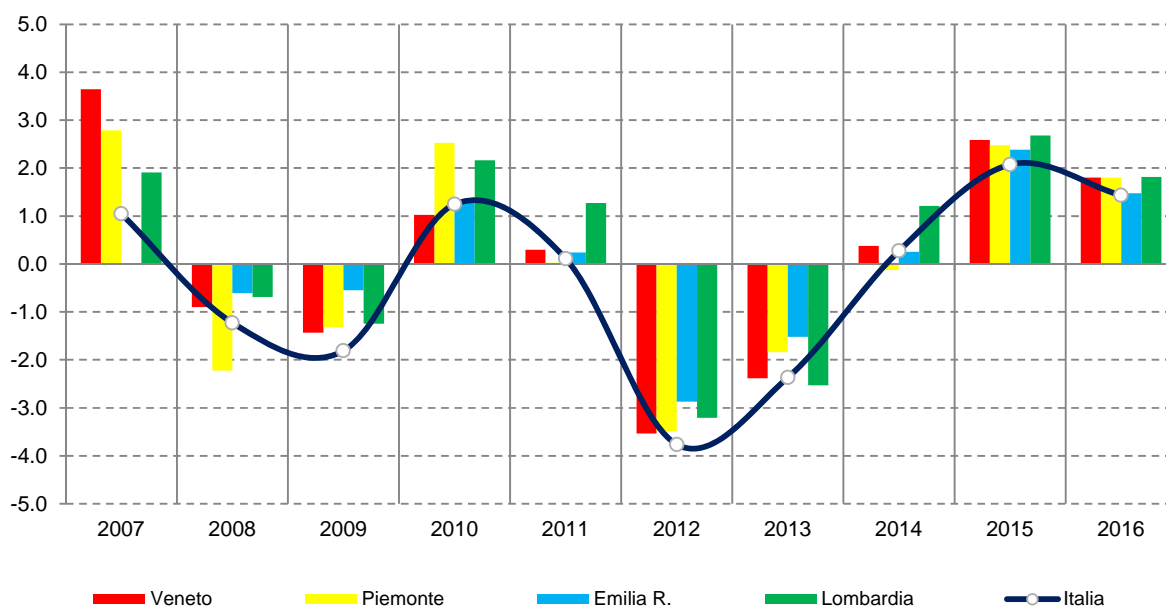
Figura 4 – VENETO, PIEMONTE, EMILIA ROMAGNA, LOMBARDIA e ITALIA – Tasso di variazione degli investimenti fissi lordi (prezzi concatenati, anno di riferimento 2010).



Fonte: Elaborazioni su dati ISTAT e previsioni GREM-VE (2016).

Per il 2016, sulla scia della buona performance dell'Italia, anche i consumi della regione hanno proseguito sul sentiero della ripresa (+1.8%). Sul fronte degli investimenti, a livello nazionale finalmente la diminuzione delle incertezze sul credito e le migliori prospettive di crescita futura hanno ridato slancio alla componente, cresciuta del 2.1% nel 2015 e del 3.2% nel 2016. Il modello GREM-VE per il 2016 prevede uno sviluppo simile anche per la regione (+3.1%).

Figura 5 – VENETO, PIEMONTE, EMILIA ROMAGNA, LOMBARDIA e ITALIA – Spesa per consumi finali delle famiglie – tasso annuo di variazione (valori a prezzi concatenati anno di riferimento 2010).

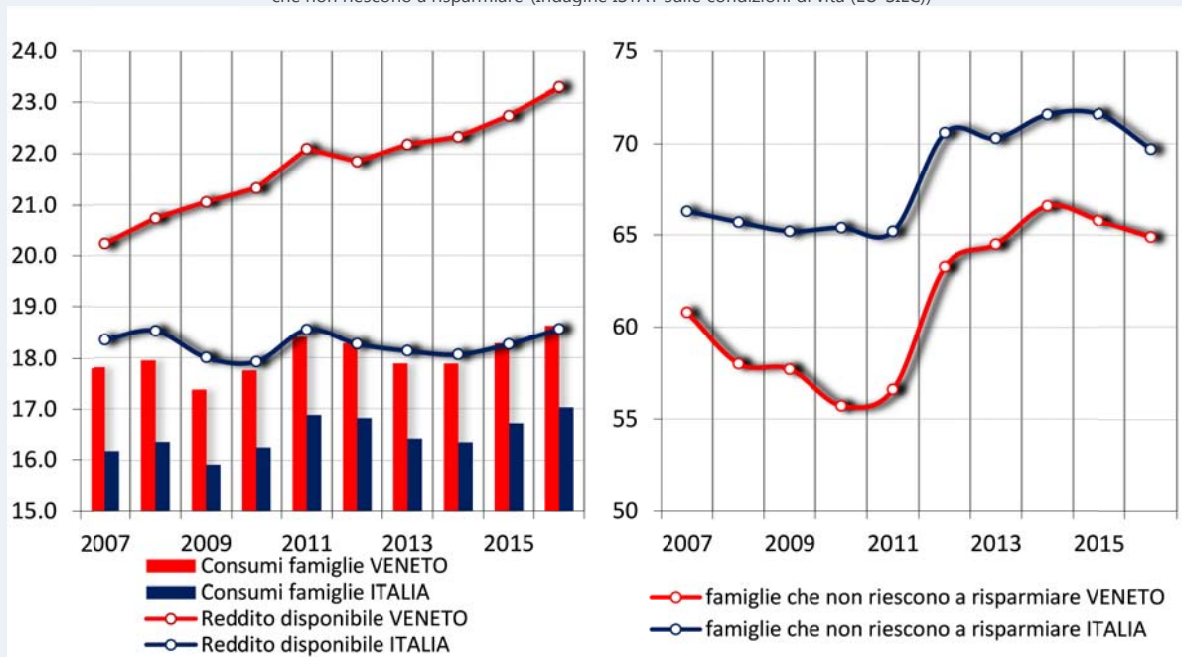


Fonte: Dati ISTAT (Ediz. dicembre 2017 dei conti territoriali e marzo 2018 per quelli nazionali)

FOCUS: I consumi e la capacità di risparmio delle famiglie

Per comprendere la dinamica dei consumi delle famiglie è bene osservarne l'andamento congiuntamente a quello del reddito disponibile e alla percentuale di famiglie che non riesce a risparmiare, ricavata dall'indagine ISTAT sulle condizioni di vita EU-SILC¹⁷ (Figura 6). Innanzitutto è evidente come sia i consumi pro capite sia il reddito disponibile delle famiglie venete, per tutto il decennio considerato, siano rimasti ampiamente e stabilmente sopra la media nazionale. L'analisi dettagliata consente tuttavia riflessioni interessanti. Tra il 2007 e il 2008 sia il reddito disponibile sia i consumi pro-capite sono aumentati a livello nazionale e localmente, tuttavia il numero di famiglie venete non in grado di risparmiare si è ridotto mentre è rimasto quasi costante a livello nazionale. Nel 2009 la crisi produttiva e occupazionale ha portato al deterioramento dei redditi da lavoro e dei bilanci familiari in Italia (-2.8% – Tabella 3) con la conseguente diminuzione dei consumi privati di pari entità.

Figura 6 – VENETO e ITALIA – Consumi finali, Reddito disponibile delle famiglie (valori pro-capite in migliaia di euro) e percentuale di famiglie che non riescono a risparmiare (Indagine ISTAT sulle condizioni di vita (EU-SILC))



Fonte: Elaborazioni su dati ISTAT e previsioni GREM -VE (2016).

Tabella 3 – VENETO e ITALIA – Tasso di variazione del reddito disponibile e dei consumi delle famiglie pro capite

| Anno | Reddito disponibile delle famiglie | | Consumi delle famiglie | | Inflazione ^(*) |
|------|------------------------------------|--------|------------------------|--------|---------------------------|
| | Veneto | Italia | Veneto | Italia | |
| 2007 | 2.6 | 3.0 | 4.4 | 2.6 | 2.0 |
| 2008 | 2.5 | 1.0 | 0.8 | 1.1 | 3.5 |
| 2009 | 1.6 | -2.8 | -3.2 | -2.7 | 0.8 |
| 2010 | 1.3 | -0.4 | 2.2 | 2.1 | 1.6 |
| 2011 | 3.6 | 3.5 | 3.7 | 3.8 | 2.9 |
| 2012 | -1.1 | -1.5 | -0.7 | -0.4 | 3.3 |
| 2013 | 1.5 | -0.8 | -2.2 | -2.3 | 1.2 |
| 2014 | 0.7 | -0.4 | 0.0 | -0.4 | 0.2 |
| 2015 | 1.9 | 1.1 | 2.2 | 2.3 | 0.1 |
| 2016 | 2.4 | 1.6 | 1.9 | 1.8 | -0.1 |

Fonte: Dati ISTAT.

(*) Inflazione media annua calcolata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (HICPI).

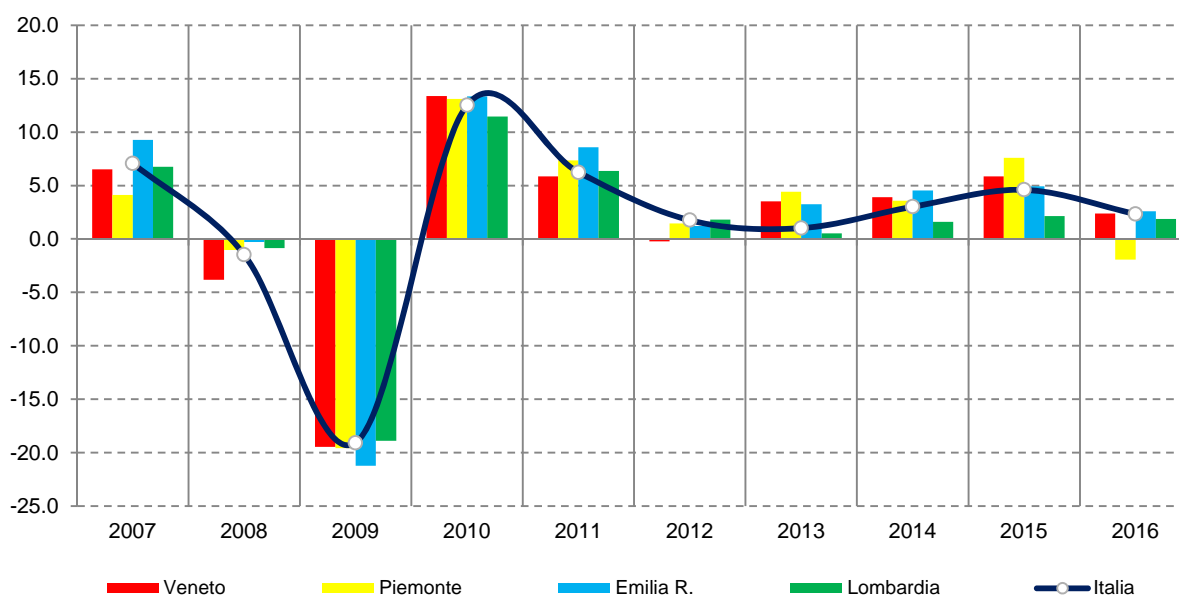
¹⁷ Si tratta di un'indagine sul reddito e le condizioni di vita delle famiglie nata all'interno del progetto "Statistics on Income and Living conditions" (Eu-Silc) deliberato dal Parlamento europeo e coordinato da Eurostat. Il progetto risponde alla sempre più ampia richiesta di informazione statistica su argomenti come redditi, povertà, esclusione sociale, deprivazione, qualità della vita. Dal 2005, Eurostat e gli istituti nazionali di statistica europei rilasciano una serie di microdati sulle condizioni di vita delle famiglie, cioè informazioni a livello familiare e individuale sui redditi e su altre variabili che determinano il benessere materiale e, più in generale, la qualità della vita. I contenuti informativi dell'Indagine riguardano diversi aspetti delle condizioni di vita, tra cui le caratteristiche e le spese sostenute per l'abitazione, gli indicatori di deprivazione materiale e di benessere, i redditi individuali e familiari. Le caratteristiche individuali e familiari sono rilevate al momento dell'intervista, le spese fanno riferimento agli ultimi 12 mesi e i redditi si riferiscono all'anno solare precedente l'intervista.

In Veneto, sebbene il reddito disponibile pro capite abbia continuato ad aumentare (grazie in particolare alla componente dei redditi da capitale, cresciuta del 4.3% a/a secondo le stime ISTAT) i consumatori hanno assunto un comportamento molto prudente, diminuendo gli acquisti pro capite del 3.2%. Anche nel 2010 la tendenza alla diminuzione del reddito pro capite in Italia è proseguita, anche se più moderatamente (-0.4%) mentre nella regione si è registrato un nuovo aumento. La dinamica dei consumi privati è invece stata simile sia al livello nazionale sia locale (+2.2% e +2.1%). Il risultato, essendo dati a prezzi correnti, potrebbe essere inficiato dalla dinamica dei prezzi al consumo in ascesa. Osservando tuttavia il numero di famiglie non in grado di risparmiare, si nota una diminuzione marcata in Veneto a fronte di una sostanziale stabilità in Italia. Nel 2011 la tenuta dei livelli occupazionali e l'evoluzione moderata delle retribuzioni hanno portato all'aumento dei consumi e del reddito delle famiglie, sia nel paese sia nella regione. Le variazioni, tuttavia, al netto dell'inflazione, che in media d'anno è stata del 3%¹⁸, sono state modeste (+0.6% e +0.5% il reddito in Veneto e in Italia e +0.7% e +0.8% i consumi privati – pro capite). Nel 2012 si sono registrate contrazioni sia dei consumi sia del reddito, che al netto dell'inflazione sono state senza precedenti. L'aumento delle imposte per rispettare i vincoli di bilancio, il deterioramento del mercato del lavoro e l'inflazione elevata (+3.3%) hanno messo in ginocchio le famiglie com'è evidente dall'indagine sulle condizioni di vita. In un solo anno la percentuale di famiglie impossibilitate a risparmiare è salita dal 65.2% al 70.6% in Italia e dal 56.6% al 63.3% in Veneto. Dal 2013, il reddito disponibile pro-capite delle famiglie venete ha ricominciato ad aumentare, anche al netto dell'inflazione, in notevole ridimensionamento soprattutto dal 2014 al 2016. I consumi invece sono rimasti negativi ed hanno assunto una connotazione positiva, in termini reali, solo dal 2015. In Italia, le difficoltà sembrano essersi protratte più a lungo, con il reddito e i consumi in aumento solo dal 2015. Nonostante i miglioramenti, soprattutto nella regione, l'indagine ISTAT restituisce una triste fotografia delle condizioni delle famiglie, che non sono assolutamente riuscite a recuperare la loro capacità di risparmio, dopo il tracollo del 2012.

1.2.4 Esportazioni e importazioni di beni

Nel decennio considerato il Veneto ha mostrato un andamento del commercio estero in linea con la media nazionale, con delle contrazioni degli scambi nel corso del 2009 e del 2013. Nel 2007, nonostante la forte rivalutazione del dollaro, le esportazioni e le importazioni di beni in Italia (+7.1% e +4.1% - Figura 7 e Figura 8) e in tutte le regioni considerate hanno fatto registrare performance sorprendenti, in particolare l'Emilia Romagna (+9.3% e +12.6%). Il Veneto ha fatto segnare un ottimo +6.5% per le esportazioni e un +6.1% per le importazioni.

Figura 7 – CONFRONTO VENETO, LOMBARDIA, E. ROMAGNA, PIEMONTE e ITALIA – Esportazioni di beni – tasso annuo di variazione (valori a prezzi concatenati anno di riferimento 2010)



Fonte: Elaborazioni su dati ISTAT (Ediz. dicembre 2017 dei conti territoriali e marzo 2018 per quelli nazionali)

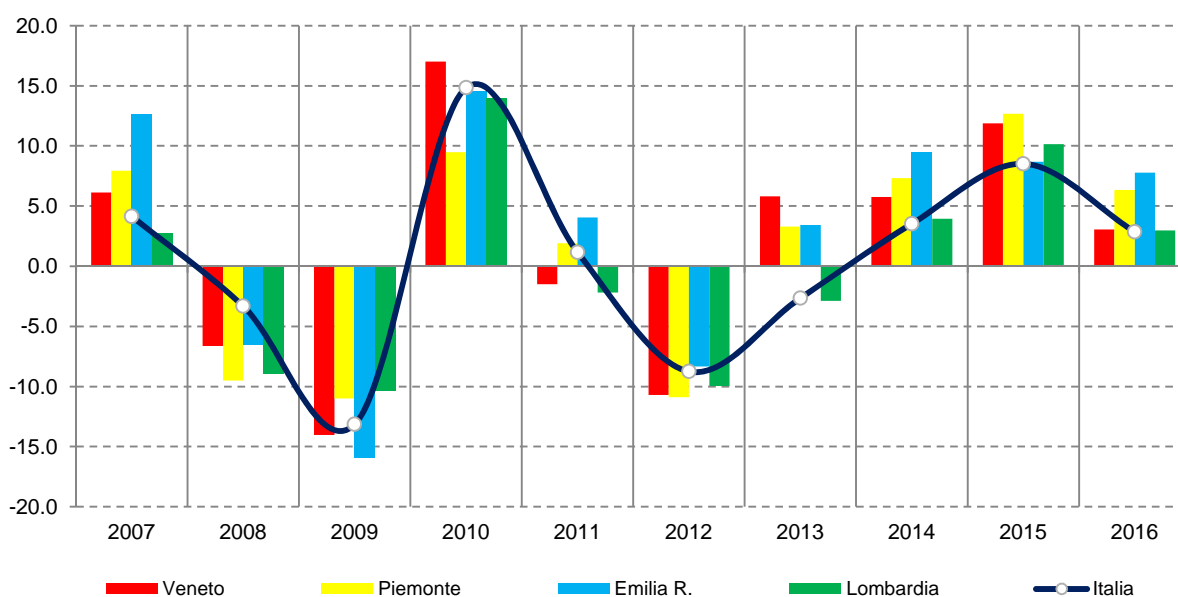
¹⁸ Inflazione media annua calcolata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (HICPI).

Nel biennio 2008-2009 il commercio mondiale ha subito una brusca riduzione a seguito della crisi finanziaria e il conseguente rallentamento dell'attività economica globale. La determinante del calo degli scambi è stata la riduzione della domanda mondiale. La globalizzazione, inoltre, non ha fatto che rendere gli scambi commerciali maggiormente reattivi alle oscillazioni della domanda. Le reti complesse che caratterizzano oggi il processo produttivo di molti prodotti, favorite dalla globalizzazione, potrebbero aver agito, da meccanismo di propagazione, se non addirittura di amplificazione, del calo del commercio¹⁹. Anche il più difficile accesso al credito a seguito delle turbolenze finanziarie potrebbe avere depresso ulteriormente gli scambi. La regione Veneto, in questo biennio, ha esibito una brusca frenata sia delle esportazioni (-3.8% e -19.5% nel 2008 e nel 2009) sia delle importazioni di beni (-6.6% e -14%). Il resto del paese e le regioni competitrici, pur segnando variazioni negative, sembrano aver retto meglio all'impatto del calo del commercio internazionale nel 2008 (-1.5% l'export e -3.3% l'import in Italia) crollando comunque l'anno successivo (-19.1% e -13.1%).

La ripresa globale registrata nel **2010** ha favorito le esportazioni venete che si sono dimostrate la componente più dinamica della domanda (+13.4%) anche se gli effetti sulla crescita del PIL sono stati più che compensati dal forte incremento delle importazioni (+17%). La stessa dinamica si è registrata a livello nazionale (+12.5% e +14.8% rispettivamente) e per Emilia Romagna, Lombardia e Piemonte.

Nel 2011 si è registrata un'iniziale ripresa dei volumi del commercio internazionale che tuttavia ha poi risentito degli effetti delle calamità naturali in Giappone e in Thailandia. Nel 2011 il canale estero è stato comunque il motore dell'economia italiana con una variazione delle esportazioni di beni molto brillante (+6.2%) a fronte di importazioni cresciute debolmente (+1.2%). Il Veneto e la Lombardia hanno registrato una performance in linea con quella italiana per le esportazioni (+5.8% e +6.4%) tuttavia il contributo del canale estero alla crescita si è avvantaggiato del calo delle importazioni (-1.5% e -2.2%).

Figura 8 – CONFRONTO VENETO, LOMBARDIA, E. ROMAGNA, PIEMONTE e ITALIA – Importazioni di beni a prezzi correnti (Var.%)



Fonte: Elaborazioni su dati ISTAT (Ediz. dicembre 2017 dei conti territoriali e marzo 2018 per quelli nazionali)

Le altre due regioni, pur presentando variazioni positive più ampie per le esportazioni (+8.6% l'Emilia Romagna e +7.3% il Piemonte) hanno al contempo fatto registrare variazioni delle importazioni positive che hanno mitigato l'effetto netto del canale estero (+4.1% e +1.9% rispettivamente).

Nel 2012 le esportazioni nette sono state l'unica componente che ha trainato la crescita del PIL italiano. Il contributo positivo, tuttavia, è stato determinato dal forte calo delle importazioni (-8.8%) più che dall'aumento delle esportazioni, che hanno presentato una dinamica piuttosto debole (+1.8%) sostenuta solo dalle vendite verso i paesi extra Unione Europea e rallentata dalla debolezza degli usuali partner commerciali europei, del Giappone e degli USA oltre che dall'apprezzamento dell'euro contro il dollaro statunitense. La dinamica è stata la medesima anche nelle regioni prese in esame, tuttavia la più colpita dal rallentamento del commercio internazionale sembra essere stata proprio il Veneto,

¹⁹ Banca Centrale Europea (2010).

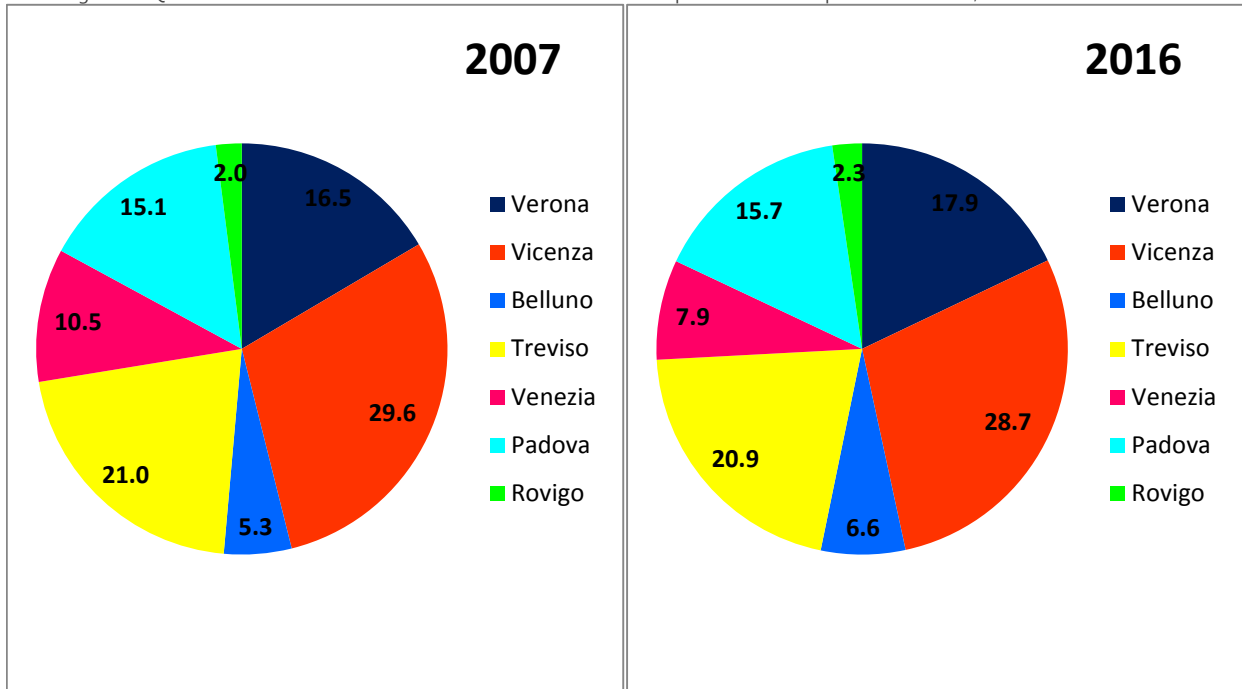
l'unica dove le esportazioni hanno fatto registrare un seppur lieve decremento dello 0.2%, a fronte di una diminuzione delle importazioni del 10.7%.

Nel 2013 le esportazioni di beni nazionali sono aumentate solo dell'1% mentre la domanda interna ha continuato a deprimere le importazioni (-2.6%). Le esportazioni venete, piemontesi ed emiliane hanno invece ottenuto ottimi risultati (+3.5%, +3.2% e +4.4% rispettivamente) mentre quelle lombarde sono state molto deboli (+0.5). Per contro questa regione ha visto anche un'ampia riduzione delle importazioni (-2.9%) molto positive in Veneto (+5.8%) Emilia Romagna (+3.4%) e Piemonte (+3.3%). Nel 2014-2015 la dinamica del commercio mondiale è stata debole principalmente a causa delle difficoltà dei paesi emergenti. Nel 2014, in particolare, si è intensificato il conflitto in Ucraina con il progressivo inasprimento delle sanzioni imposte alla Russia, la quale ha poi risposto con l'embargo sulle importazioni di prodotti alimentari da Unione Europea, Stati Uniti, Australia, Canada e Norvegia. La debolezza del commercio mondiale può essere attribuita anche a fattori strutturali quali la ricomposizione dell'attività a favore di settori (ad esempio i servizi) e regioni (economie emergenti, in particolare la Cina) con una minore elasticità dell'interscambio e modifiche nella partecipazione alle catene produttive mondiali²⁰. Tali difficoltà si sono riflesse anche sulla dinamica delle esportazioni e delle importazioni italiane e venete, che comunque, dal 2013 al 2015 hanno esibito variazioni positive e in continua graduale ascesa. La performance positiva ha maggior peso date le difficoltà sopra descritte. Questo implica che probabilmente la crisi precedente ha in parte consentito alle imprese venete, piemontesi ed emiliane di diventare più competitive grazie a miglioramenti di prodotto e di processo. Più deboli sono invece state le dinamiche per le imprese lombarde. Il commercio internazionale è stato modesto nel 2016 a causa di eventi politici e delle tensioni geopolitiche che hanno aumentato l'incertezza. A risentirne è stato anche il commercio del *Made in Italy*. Le esportazioni di beni italiani, seppur positive, hanno rallentato la crescita rispetto agli anni precedenti (+2.2%). Veneto, Emilia Romagna e Lombardia hanno fatto registrare variazioni simili (+2.4%, +2.6% e +1.9%). In controtendenza, invece, i prodotti piemontesi le cui esportazioni sono diminuite dell'1.9%. Il risultato negativo va comunque letto insieme a quello dell'anno precedente, quando la regione aveva fatto registrare un incremento del 7.6%, molto al di sopra della media nazionale. Dal lato delle importazioni, la dinamica è stata positiva a livello nazionale (+3.6%) con il Veneto e la Lombardia in linea, mentre Emilia Romagna e Piemonte hanno visto incrementi più marcati (+7.8% e +6.3%).

Osservando i grafici a torta (Figura 9 e Figura 10) si può notare come la crisi globale che ha caratterizzato il decennio 2007-2016 abbia in parte modificato il ruolo delle province venete nelle esportazioni e nelle importazioni. In particolare la provincia che sembra aver perso maggiori quote di mercato sia in entrata sia in uscita è quella veneziana, che prima della crisi, nel 2007, esportava il 10.5% del totale e importava il 14.4%. Nel 2016 la stessa provincia esportava solo il 7.9% del totale e importava il 12%. Riguardo alle esportazioni, anche la provincia di Vicenza, pur rimanendo la maggiore esportatrice, ha perso leggermente, mentre Padova, Treviso e Rovigo hanno mantenuto la posizione. Hanno guadagnato quote di mercato Belluno e Verona.

²⁰ Banca Centrale Europea (2014).

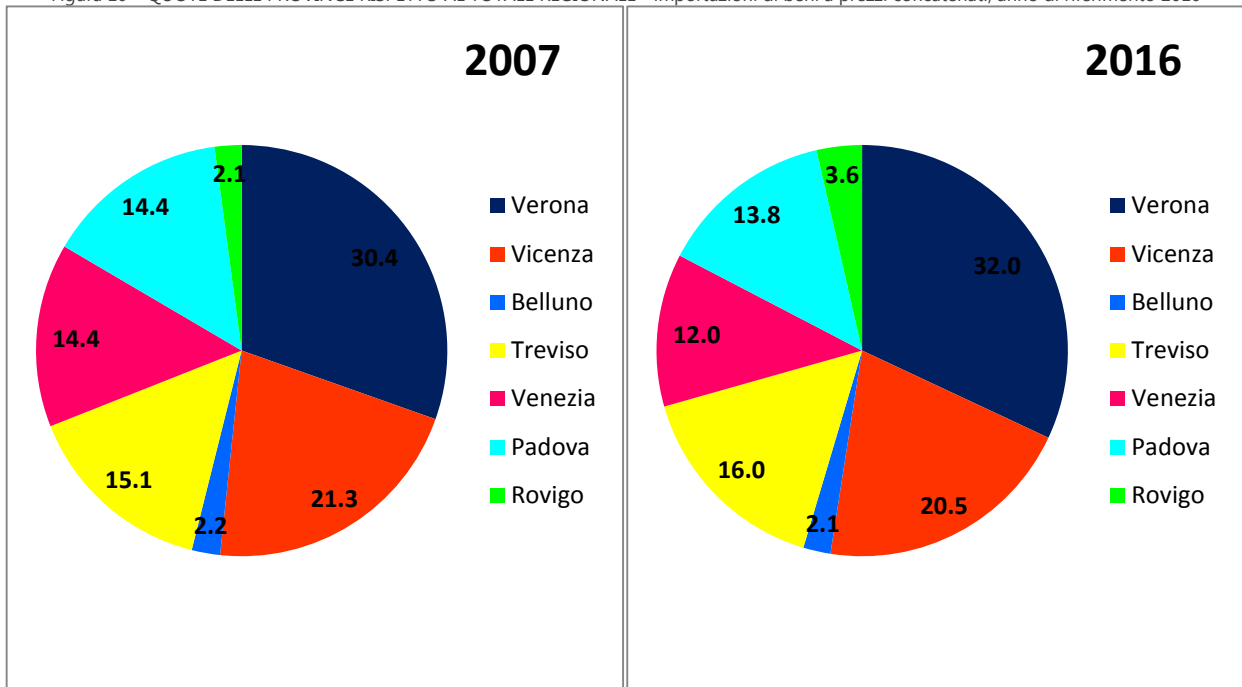
Figura 9 – QUOTE DELLE PROVINCE RISPETTO AL TOTALE REGIONALE - esportazioni di beni prezzi concatenati, anno di riferimento 2010



Fonte: Elaborazioni su dati ISTAT

Per quel che riguarda le importazioni, oltre a Venezia, anche Vicenza e Padova hanno visto diminuire la loro quota sul totale, mentre Rovigo, Verona e Treviso hanno registrato un aumento. Stabile la provincia di Belluno.

Figura 10 – QUOTE DELLE PROVINCE RISPETTO AL TOTALE REGIONALE - importazioni di beni a prezzi concatenati, anno di riferimento 2010



Fonte: Elaborazioni su dati ISTAT

1.2.5 Mercato del Lavoro

Il mercato del lavoro nel corso del 2007 ha registrato una dinamica positiva e simile in Italia e in Veneto, nonostante il rallentamento della crescita macroeconomica. In Italia, secondo i dati ISTAT (Tabella 4) l'occupazione è aumentata dallo 0.6%, portando il tasso di occupazione²¹ al 58.5% dal precedente 58.3% (Tabella 5). Le persone in cerca di occupazione per contro sono diminuite notevolmente (-10.5%) e le forze lavoro sono rimaste costanti. Questo ha portato il tasso di disoccupazione²² al 6.1% dal precedente 6.8% e il tasso di attività delle persone tra i 15 e i 64 anni²³ al 62.4% dal precedente 62.6% (Tabella 5). In Veneto la performance del mercato del lavoro è stata migliore rispetto alla media nazionale. Gli occupati sono aumentati dello 0.9%, la forza lavoro dello 0.2% e le persone in cerca di occupazione sono diminuite del 17.4%. Tali dinamiche hanno portato il tasso di occupazione al 65.7%, quello di disoccupazione al 3.4% e quello di attività al 68%. L'unica regione, tra le competitori, che ha registrato risultati nettamente migliori delle altre è stata l'Emilia Romagna, con un tasso di occupazione del 70.1%, quello di attività oltre il 72% e quello di disoccupazione al 2.8%.

Tabella 4 – VENETO, PIEMONTE, EMILIA ROMAGNA, LOMBARDIA e ITALIA – Occupati, disoccupati e forza lavoro (var. %).

| Anno | Occupati | | | | | Persone in cerca di occupazione | | | | |
|------|----------|-----------|----------|-----------|--------|---------------------------------|-----------|----------|-----------|--------|
| | Veneto | Lombardia | Piemonte | Emilia R. | Italia | Veneto | Lombardia | Piemonte | Emilia R. | Italia |
| 2007 | 0.9 | 0.5 | 0.3 | 1.6 | 0.6 | -17.4 | -8.0 | 3.3 | -15.0 | -10.5 |
| 2008 | 2.0 | 0.9 | 1.4 | 1.3 | 0.9 | 4.3 | 10.0 | 23.7 | 13.6 | 12.4 |
| 2009 | -2.6 | -1.4 | -1.5 | -1.5 | -1.7 | 34.9 | 43.6 | 33.9 | 48.7 | 14.6 |
| 2010 | -0.2 | -0.8 | -0.9 | -0.8 | -0.8 | 21.5 | 4.1 | 10.7 | 19.0 | 7.8 |
| 2011 | 0.9 | -0.2 | 1.0 | 1.5 | 0.3 | -13.4 | 2.4 | 1.7 | -5.9 | 0.3 |
| 2012 | 0.0 | 0.2 | -1.1 | -0.3 | -0.1 | 33.2 | 33.0 | 22.4 | 35.5 | 30.5 |
| 2013 | -2.7 | 1.0 | -2.4 | -1.2 | -1.7 | 16.3 | 10.2 | 13.4 | 20.1 | 14.0 |
| 2014 | 1.1 | 0.4 | 0.1 | 0.4 | 0.4 | -0.5 | 2.6 | 8.3 | -0.3 | 5.5 |
| 2015 | -0.7 | 0.4 | 1.5 | 0.4 | 0.8 | -6.2 | -3.8 | -9.3 | -7.2 | -6.3 |
| 2016 | 1.4 | 1.7 | 0.7 | 2.5 | 1.3 | -3.5 | -4.9 | -8.8 | -8.8 | -0.7 |

| Anno | Forze di lavoro | | | | |
|------|-----------------|-----------|----------|-----------|--------|
| | Veneto | Lombardia | Piemonte | Emilia R. | Italia |
| 2007 | 0.2 | 0.2 | 0.4 | 1.1 | -0.1 |
| 2008 | 2.0 | 1.2 | 2.4 | 1.7 | 1.6 |
| 2009 | -1.3 | 0.3 | 0.3 | 0.1 | -0.6 |
| 2010 | 0.8 | -0.6 | -0.1 | 0.2 | -0.1 |
| 2011 | 0.1 | -0.1 | 1.1 | 1.0 | 0.3 |
| 2012 | 1.6 | 2.1 | 0.7 | 1.5 | 2.4 |
| 2013 | -1.5 | 1.7 | -1.0 | 0.3 | 0.0 |
| 2014 | 1.0 | 0.6 | 1.0 | 0.3 | 1.0 |
| 2015 | -1.1 | 0.1 | 0.2 | -0.3 | -0.1 |
| 2016 | 1.1 | 1.2 | -0.3 | 1.7 | 1.1 |

Fonte: Dati ISTAT

Anche nel 2008 l'occupazione è rimasta positiva in Italia (+0.9%) con una variazione simile o di poco superiore anche nelle regioni considerate, con l'eccezione del Veneto, dove la performance è stata migliore (+2%). Come conseguenza il tasso di occupazione si è portato al 58.6% a livello nazionale e localmente al 66.4%. Nonostante l'intonazione positiva degli occupati, le persone in cerca di occupazione sono aumentate in Italia del 12.4%, mentre le forze lavoro sono cresciute dell'1.6%, portando il tasso di disoccupazione al 6.7% dal precedente 6.1%. In Veneto, l'aumento delle forze lavoro del 2% e il minor incremento dei disoccupati hanno consentito al tasso di disoccupazione di rimanere costante. In tutte le altre regioni considerate, a fronte di un incremento dell'occupazione, si è comunque registrato un peggioramento del mercato del lavoro con l'aumento della disoccupazione.

²¹ Rapporto tra il numero di occupati nella fascia 15-64 anni e la popolazione corrispondente.

²² Rapporto tra le persone in cerca di occupazione e le forze di lavoro.

²³ Rapporto tra le forze di lavoro e la corrispondente popolazione di riferimento.

Nel 2009, il brusco calo del PIL italiano ha portato a una pesante riduzione degli occupati (-1.7%) la prima dal 1995. Le difficoltà delle imprese si sono tradotte, da un lato, nell'aumento delle persone in cerca di occupazione (+14.6%) portando il tasso di disoccupazione al 7.7%, dall'altro, nell'aumento dell'utilizzo degli ammortizzatori sociali. La disoccupazione, infatti, è stata arginata solo dall'elevato uso della Cassa Integrazione Guadagni (CIG). Secondo le rilevazioni INPS, infatti, il totale delle ore autorizzate di CIG (ordinaria, straordinaria e in deroga) è triplicato rispetto all'anno precedente (Tabella 6). Il tasso di attività è diminuito al 62.3% a causa della riduzione delle forze lavoro. Anche in Veneto il 2009 si è concluso con un bilancio economico-sociale molto pesante e un numero crescente di imprese, grandi e piccole, in difficoltà sia per la crisi della domanda sia per il minor accesso al credito. Il rallentamento dell'economia regionale si è riflesso sul mercato del lavoro. La caduta dell'occupazione (-2.6%) è stata superiore a quella del resto del paese e delle altre regioni considerate.

Tabella 5 – VENETO, PIEMONTE, EMILIA ROMAGNA, LOMBARDIA e ITALIA – Principali indicatori del mercato del lavoro.

| Anno | Tasso di occupazione [(Occupati/Popolazione 15-64 anni)'100] | | | | | Tasso di disoccupazione [(Persone in cerca di occupazione/Forze di lavoro)'100] | | | | |
|------|---|-----------|----------|-----------|--------|--|-----------|----------|-----------|--------|
| | Veneto | Lombardia | Piemonte | Emilia R. | Italia | Veneto | Lombardia | Piemonte | Emilia R. | Italia |
| 2007 | 65.7 | 66.7 | 64.9 | 70.1 | 58.6 | 3.4 | 3.4 | 4.2 | 2.8 | 6.1 |
| 2008 | 66.4 | 66.9 | 65.2 | 70.1 | 58.6 | 3.4 | 3.7 | 5.1 | 3.2 | 6.7 |
| 2009 | 64.6 | 65.7 | 63.9 | 68.2 | 57.4 | 4.7 | 5.3 | 6.8 | 4.7 | 7.7 |
| 2010 | 64.4 | 65.0 | 63.5 | 67.1 | 56.8 | 5.7 | 5.5 | 7.5 | 5.6 | 8.4 |
| 2011 | 64.9 | 64.6 | 64.2 | 68.8 | 56.8 | 4.9 | 5.7 | 7.6 | 5.2 | 8.4 |
| 2012 | 64.9 | 64.5 | 63.6 | 69.4 | 56.6 | 6.4 | 7.4 | 9.2 | 7.0 | 10.7 |
| 2013 | 63.1 | 64.8 | 62.2 | 67.9 | 55.5 | 7.6 | 8.0 | 10.5 | 8.4 | 12.1 |
| 2014 | 63.7 | 64.9 | 62.4 | 68.0 | 55.7 | 7.5 | 8.2 | 11.3 | 8.3 | 12.7 |
| 2015 | 63.6 | 65.1 | 63.7 | 68.4 | 56.3 | 7.1 | 7.9 | 10.2 | 7.7 | 11.9 |
| 2016 | 64.7 | 66.2 | 64.4 | 70.2 | 57.2 | 6.8 | 7.4 | 9.3 | 6.9 | 11.7 |

| Anno | Tasso di attività [(Forze di lavoro/Popolazione 15-64 anni)'100] | | | | |
|------|---|-----------|----------|-----------|--------|
| | Veneto | Lombardia | Piemonte | Emilia R. | Italia |
| 2007 | 68.0 | 69.1 | 67.8 | 72.3 | 62.4 |
| 2008 | 68.8 | 69.5 | 68.7 | 72.5 | 62.9 |
| 2009 | 67.8 | 69.4 | 68.6 | 71.9 | 62.3 |
| 2010 | 68.3 | 68.8 | 68.7 | 71.4 | 62.0 |
| 2011 | 68.3 | 68.5 | 69.5 | 71.6 | 62.1 |
| 2012 | 69.4 | 69.8 | 70.2 | 72.7 | 63.5 |
| 2013 | 68.3 | 70.5 | 69.6 | 72.4 | 63.4 |
| 2014 | 69.0 | 70.7 | 70.5 | 72.4 | 63.9 |
| 2015 | 68.6 | 70.8 | 71.1 | 72.4 | 64.0 |
| 2016 | 69.5 | 71.6 | 71.2 | 73.6 | 64.9 |

Fonte: Dati ISTAT

La contrazione dei posti di lavoro ha avuto riflessi negativi sul tasso di occupazione e di disoccupazione. Il primo è diminuito al 64.6%, il secondo è cresciuto più di un punto percentuale, portandosi al 4.7%, sia per effetto dell'aumento delle persone in cerca di lavoro (+34.9%) sia per la contrazione della forza lavoro (-1.3%). Il tasso di disoccupazione è rimasto comunque tra i più bassi in Italia, assieme a quello dell'Emilia Romagna (4.7%). Così come in tutte le regioni a confronto, la contrazione degli occupati è stata frenata solo dal ricorso alla CIG: le ore autorizzate sono aumentate in Veneto del 394%, in Emilia Romagna si sono sestuplicate.

Nonostante la crescita positiva del PIL, nel 2010, il mercato del lavoro non ne ha beneficiato, come risulta lampante dall'ancora massiccio ricorso alla CIG. In Italia in media le ore autorizzate sono aumentate del 30.8%, in Veneto del 53.3%, in Emilia Romagna addirittura dell'81.9%. Piemonte e Lombardia hanno incrementato il ricorso alla CIG "solo" del 12% e del 15.1% rispettivamente. Bisogna comunque notare che il numero di ore autorizzate non corrisponde a quelle effettivamente utilizzate.

Tabella 6 – VENETO e ITALIA – Ore totali di CIG autorizzate (milioni di ore e var. %).

| Anno | CIG Totale ore autorizzate (milioni) | | Var. % | |
|------|--------------------------------------|---------|--------|--------|
| | Veneto | Italia | Veneto | Italia |
| 2008 | 11.4 | 184.4 | 44.2 | 23.9 |
| 2009 | 16.4 | 228.3 | 394.1 | 301.3 |
| 2010 | 81.2 | 916.4 | 53.3 | 30.8 |
| 2011 | 124.5 | 1 198.9 | -30.0 | -18.6 |
| 2012 | 87.2 | 975.4 | 19.7 | 14.3 |
| 2013 | 104.3 | 1 114.6 | 4.7 | -1.2 |
| 2014 | 109.2 | 1 101.6 | -23.3 | -7.5 |
| 2015 | 83.8 | 1 018.8 | -30.9 | -33.0 |
| 2016 | 57.9 | 682.1 | -7.9 | -15.1 |

Fonte: Elaborazioni su dati INPS

Sicuramente la dinamica occupazionale si è rivelata meno negativa rispetto all'anno precedente in Italia, tuttavia, l'occupazione si è ridotta nuovamente dello 0.8% portando il tasso di occupazione al 56.8%. Il numero di disoccupati è aumentato del 7.8% e la forza lavoro è rimasta quasi invariata. Come conseguenza, il tasso di disoccupazione è salito di più di mezzo punto percentuale (all'8.4%) mentre quello di attività è sceso dal 62.3% al 62%, dimostrando la presenza di fenomeni di scoraggiamento. In Veneto l'occupazione è rimasta sostanzialmente invariata rispetto all'anno precedente (-0.2%) registrando una maggior tenuta rispetto al resto del paese e alle regioni a confronto, dove il calo è stato dello 0.8-0.9%. Il tasso di occupazione si è ridotto solo di due decimi di punto percentuale, portandosi al 64.4%. A fronte di questa sostanziale stabilità dell'occupazione, si è registrato un incremento dei disoccupati molto più consistente rispetto alla media nazionale (+21.5%) e maggiore anche rispetto alle regioni competitrici. Tra queste, l'incremento minore è stato registrato in Lombardia (+4.1%) e il maggiore in Emilia Romagna (+19%). Il tasso di disoccupazione nella nostra regione ha proseguito il suo trend crescente portandosi al 5.7%, con un aumento di un punto percentuale. La crescita del tasso di disoccupazione è all'origine dell'incremento del tasso di attività, calcolato con riferimento alla popolazione compresa fra i 15 e i 64 anni, che si è attestato al 68.3 %.

Nel 2011 l'occupazione, dopo 2 anni negativi, è rimasta pressoché stabile (+0.3%) così come le persone in cerca di occupazione. Come conseguenza, il tasso di disoccupazione si è mantenuto all'8.4%. Anche osservando i dati INPS, si evince un lieve miglioramento con il numero di ore di CIG totali autorizzate sceso del 18.6%. Il livello, tuttavia, rimane ben oltre quello registrato nel 2009, quando il ricorso agli ammortizzatori sociali si era già bruscamente intensificato. Gli occupati tra i 15 e i 64 anni sono aumentati dello 0.9%, portando il tasso di occupazione al 64.9%. Nonostante il calo significativo (-13.4%) il numero delle persone in cerca di occupazione in Veneto è rimasto elevato, con il tasso di disoccupazione in diminuzione al 4.9%, molto distante dal 3.4% del 2007-2008, ma anche dall'8.4% registrato a livello nazionale. Il dato è stato il migliore tra le regioni a confronto (5.7% in Lombardia, 7.6% in Piemonte e 5.2 in Emilia Romagna). Anche in Veneto i dati sulla CIG hanno evidenziato una riduzione tendenziale (-30% le ore autorizzate totali) tuttavia la situazione è rimasta difficile, poiché le aziende hanno continuato a ritenere che potesse esserci la necessità di ricorrere alla Cassa Integrazione per un numero di ore pari a sette volte quello del 2007 (124.5 milioni contro 11.4).

Il 2012 si è dimostrato un anno orribile anche per il mercato del lavoro. Se da un lato la flessione del PIL ha ostacolato la creazione di nuova occupazione, dall'altro, le misure adottate per risanare i conti pubblici e privati e l'incertezza sulle attese future hanno aggravato la situazione. Gli occupati sono rimasti, tutto sommato, stazionari sia in Veneto sia in Italia grazie soprattutto alla possibilità di usare strumenti di *labour hoarding* (riduzione ore lavorate, salvaguardia posti di lavoro) al ricorso alla CIG (+19.7% le ore autorizzate in Veneto e +14.3% in Italia) e al part-time. I disoccupati, invece, sono aumentati considerevolmente e, nella regione, più che nel resto del paese (+33.2% contro +30.5%). La ragione di tale incremento delle persone in cerca di occupazione va ricercata nel consistente aumento della forza lavoro (+1.6% in Veneto e +2.4% in Italia) dovuto probabilmente al rientro nel mercato dei lavoratori marginali, ossia di coloro che normalmente non cercano lavoro, ma, data la lunga crisi, sono costretti a farlo. Tali dinamiche hanno portato il tasso di disoccupazione regionale al 6.4%, un punto e mezzo in più rispetto all'anno precedente, e quello nazionale al 10.7%, con un incremento di oltre due punti percentuali. Il tasso di disoccupazione in Veneto si è comunque mantenuto sotto quello delle altre regioni a confronto, anche della stessa Emilia Romagna che nel 2007 partiva con un tasso sotto il 3%.

Nel 2013 la contrazione dell'attività economica ha intaccato, a differenza dell'anno precedente, anche l'occupazione, scesa dell'1.7% nella nazione e del 2.7% in Veneto. Tali variazioni si erano viste solo durante la crisi del 2009. Secondo le indagini di Veneto Lavoro, tuttavia, allora la contrazione era dovuta alle mancate assunzioni, mentre nel 2013 sarebbe stata legata all'aumento delle cessazioni. Pertanto, non solo i giovani hanno continuato a rimanere inoccupati, ma anche

il personale occupato è stato espulso, per l'apertura di nuove crisi aziendali. Solo la Lombardia, tra le regioni esaminate, ha registrato un aumento degli occupati. Il crollo dell'attività produttiva ha quindi portato il tasso di occupazione al 63.1% nel Veneto, dal precedente 64.9%, e al 67.9% da 69.4% in Italia. Anche le forze lavoro sono diminuite, recuperando l'aumento dell'anno precedente, mentre a livello nazionale sono rimaste stabili. Questo divario ha consentito al tasso di disoccupazione regionale di attestarsi al 7.6%, aumentando di 1.2 punti percentuali, contro la media nazionale passata al 12.1% dal 10.7% precedente. Come negli anni precedenti, anche nel 2013 si è fatto massiccio ricorso alla CIG. Le ore autorizzate in totale sono diminuite dell'1.2% in tutta la nazione e aumentate del 4.7% in Veneto.

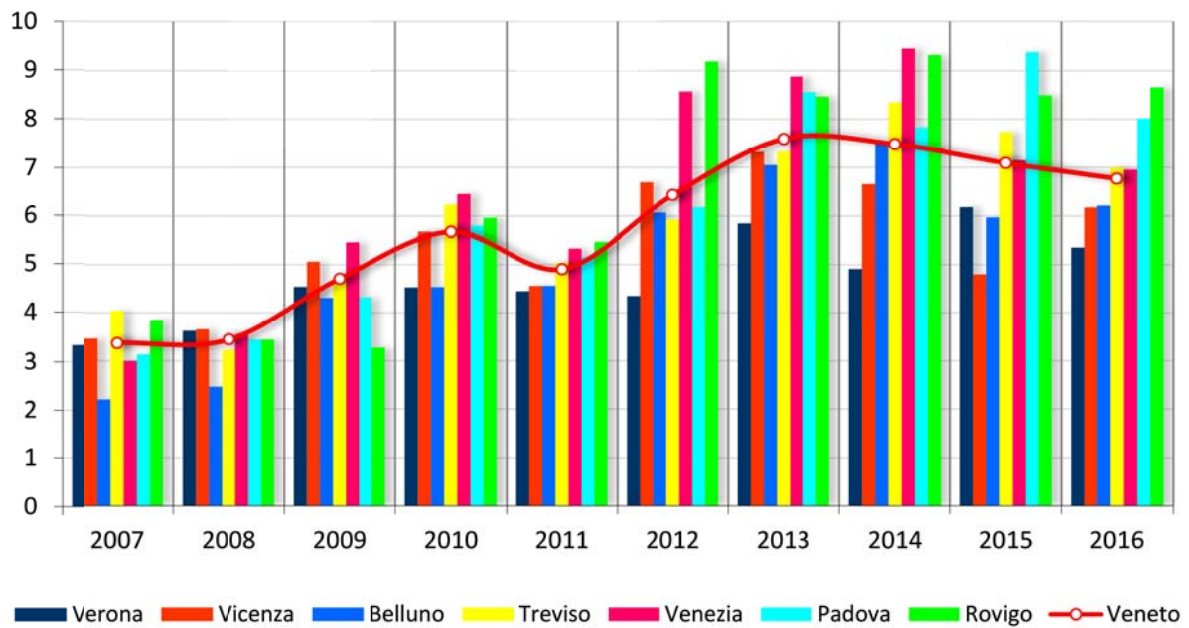
Dal 2014, il miglioramento del ciclo economico ha iniziato a raggiungere il mercato del lavoro con le prime timide variazioni positive dell'occupazione, salita dello 0.4% in Italia. Rispetto alle regioni del Nord considerate, solo il Veneto ha fatto registrare una crescita superiore al punto percentuale (+1.1%). Anche la forza lavoro e la partecipazione sono aumentate in modo generalizzato, tuttavia, le persone in cerca di occupazione sono diminuite, debolmente, solo in Veneto (-0.5%) e in Emilia Romagna (-0.3%) crescendo altrove (+5.5% in Italia). Di conseguenza, il tasso di disoccupazione si è attestato al 12.7% in Italia, in salita dal 12.1% precedente, e al 7.6% in Veneto, pressoché in linea con quello del 2013. Per quel che riguarda il ricorso alla CIG, dal 2014 le ore autorizzate hanno iniziato un trend discendente, rimanendo comunque su livelli molto elevati.

Il 2015 è stato un anno di svolta per il mercato del lavoro, anche se i dati ISTAT non ne evidenziano in modo chiaro le particolarità. L'anno è stato caratterizzato da importanti innovazioni normative, con l'entrata in vigore del *Jobs Act* e dell'esonero contributivo per la stipulazione di contratti a tempo indeterminato o per la trasformazione di rapporti a tempo determinato in indeterminato. In Italia la dinamica degli occupati si è rafforzata (+0.8%) e buoni sono stati anche i segnali dal lato delle persone in cerca di occupazione, diminuite del 6.3%. Il dato, non accompagnato da una variazione consistente delle forze lavoro (-0.1%) ha consentito al tasso di disoccupazione di scendere per la prima volta in otto anni (11.9%). Per quel che riguarda i dati INPS, le ore autorizzate di CIG hanno mostrato una forte contrazione rispetto al 2014. Si deve, tuttavia, tenere conto che il dato soffre del fatto che nel 2015 l'INPS ha bloccato le autorizzazioni per allineare le procedure alle disposizioni normative introdotte dal decreto legislativo 148/2015. In Veneto, in controtendenza rispetto al resto del paese e alle altre regioni a confronto, gli occupati sono diminuiti (-0.7%). Al contempo le persone in cerca di occupazione si sono contratte del 6.2%, in linea con la nazione, determinando un calo consistente del tasso di attività (dal 69% al 68.6%). La disoccupazione in regione è stata comunque elevata (7.1%) rispetto ai livelli pre-crisi, rimanendo sotto quella registrata nelle altre regioni analizzate (7.7% in Emilia Romagna, 7.9% in Lombardia e 10.2% in Piemonte).

Nel 2016 la crescita economica ancora debole, ma in costante ripresa, l'innalzamento della fiducia delle imprese e le nuove normative hanno consentito una dinamica molto positiva del mercato del lavoro italiano. L'occupazione nel paese si è ampliata dell'1.3%, portando il tasso al 57.2%, in aumento di quasi un punto percentuale rispetto al 2014. L'incremento degli occupati in regione è stato poco superiore (+1.4%) mentre in Emilia Romagna è stato particolarmente incisivo (+2.5%) riportando il tasso di occupazione oltre il 70%, come nel 2007-2008, facendone l'unica regione a soddisfare l'obiettivo del trattato di Lisbona. Nell'anno, il calo dei disoccupati è stato meno consistente del periodo precedente, sia in Italia (-0.7%) sia in Veneto (-3.5%) a causa del pronunciato incremento della forza lavoro. Il tasso di disoccupazione, come nel 2015, si è ridotto in modo generalizzato (6.8% in Veneto, 7.4% in Lombardia, 9.3% in Piemonte e 6.9% in Emilia Romagna, 11.7 la media italiana). Le ore di CIG autorizzate sono nuovamente diminuite, mantenendosi comunque ben sopra i livelli pre-crisi. Un segnale molto positivo proviene dall'indagine INPS sul così detto "tiraggio"²⁴, il tasso di utilizzo delle ore di CIG autorizzate. La percentuale di ore utilizzate fino a giugno 2017 e autorizzate nel 2016 è stata pari al 42% in Italia e al 39% in Veneto, quando il tasso di utilizzo delle ore autorizzate nel 2015 e utilizzate fino a giugno del 2017 era stato del 52% a livello nazionale e del 59% in Veneto.

²⁴ Inps - Coordinamento Generale Statistico attuariale (2017).

Figura 11 – VENETO, PROVINCE e ITALIA – Tasso di disoccupazione.



Fonte: Elaborazioni su dati ISTAT

Osservando l'andamento del tasso di disoccupazione regionale rispetto alle province venete (Figura 11) si può notare come la crisi del 2008-2009 sembri aver colpito in modo più consistente Vicenza e Venezia, mentre la meno intaccata è stata Rovigo, che ha fatto registrare un tasso addirittura inferiore a quello degli anni precedenti. Dal 2010, tuttavia, proprio il rodigino ha visto impennarsi la disoccupazione, anche oltre il tasso regionale, portandosi su livelli prossimi a quelli di Treviso e Venezia. Il ritorno della recessione nel 2012 ha innalzato stabilmente il tasso di disoccupazione nella regione, risceso sotto il 7% solo nel 2016. A differenza del periodo 2008-2009, tuttavia, la provincia di Rovigo è stata la più vessata, con un tasso di disoccupazione oltre il 9%, quando la media regionale era del 6.4%, seguita da Venezia e Vicenza. La migliore, con un tasso di disoccupazione quasi stabile tra il 2009 e il 2012 è stata Verona, dove anche nel 2009 l'incremento era stato molto limitato. Nel 2013 alle province in maggiore difficoltà si è aggiunta Padova e, dal 2014, Treviso. Dal 2014, invece, la provincia di Venezia si è riportata stabilmente sotto il dato regionale, registrando una riduzione consistente nel 2015. Le province che, nel 2016, sembrano ancora avere difficoltà a innescare circoli virtuosi in grado di ridurre la disoccupazione sono Padova e Rovigo, la prima stabilmente sopra il dato nazionale dal 2013, la seconda dal 2012.

1.3 SITUAZIONE ATTUALE E PROSPETTIVE FUTURE

I dati per l'economia veneta al momento sono disponibili solo fino al 2016, pertanto, sfruttando le rilevazioni ISTAT per l'Italia ed Eurostat, Fondo Monetario Internazionale (FMI) e OCSE per i dati internazionali, si è utilizzato il modello GREM-VE per stimare il PIL regionale per il 2017. Basandosi, inoltre, sulle ipotesi internazionali e sulle previsioni nazionali formulate da Banca d'Italia²⁵, si è previsto l'andamento del PIL regionale per il biennio 2018-19.

Le previsioni di Banca d'Italia per il PIL italiano (Tabella 7) corretto per gli effetti del numero di giornate lavorative, basate sui dati di contabilità nazionale diffusi dall'ISTAT l'1 dicembre 2017, per il 2018 sono più modeste rispetto a quelle formulate più di recente dalla Commissione Europea²⁶ (+1.4% vs. +1.7%) mentre non si discostano da quelle dell'IMF²⁷. Per il 2019 invece tutti gli esercizi predittivi considerati ipotizzano un rallentamento della crescita (1.1-1.2%).

²⁵ Banca d'Italia (2018).

²⁶ European Commission (2018).

²⁷ International Monetary Fund (2018).

Tabella 7 – ITALIA – Previsioni del PIL a prezzi concatenati (var. %).

| Organizzazione | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------------------------------|------|------|------|
| Banca D'Italia (19 gennaio) | 1.5 | 1.4 | 1.2 |
| European Commission (07 febbraio) | 1.5 | 1.7 | 1.2 |
| IMF (11 gennaio)* | 1.6 | 1.4 | 1.1 |

Fonte: Banca d'Italia (2018), European Commission (2018), IMF (2018)

Le ipotesi sottostanti alle previsioni Banca d'Italia sono riassunte nella (Tabella 8).

Tabella 8 – SCENARIO INTERNAZIONALE – Ipotesi tecniche principali

| Variabile | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------------------------------------|------|------|------|
| Commercio internazionale (var. %) | 5.4 | 4.6 | 4.3 |
| Cambio dollaro/euro (media annua) | 1.13 | 1.20 | 1.20 |
| Prezzo del Brent (media annua) | 54.4 | 66.5 | 62.4 |
| Tasso Euribor a 3 mesi (media annua) | -0.3 | -0.3 | 0 |

Fonte: Banca d'Italia (2018)

Per lo scenario internazionale, dopo la crescita sostenuta del commercio mondiale nel 2017 (+5.4%) la Banca Centrale ipotizza un rallentamento degli scambi (+4.6% e +4.3% rispettivamente nel 2018 e nel 2019). Il tasso di cambio dollaro contro euro è visto ancora debole, sui livelli di fine 2017, e stabile a quota 1.20 per l'intero periodo predittivo. Per quel che riguarda il prezzo del petrolio, il Brent si dovrebbe mantenere tra i 60 e i 70 dollari al barile, presumibilmente calmierati dalla produzione statunitense *shale oil* che secondo l'EIA (*Energy Information Administration*) nel 2018-2019 potrebbe superare la soglia degli 11 milioni di barili al giorno e dall'effetto restrittivo della ripresa dell'inflazione e della normalizzazione delle politiche monetarie delle principali banche centrali.

Per quel che riguarda la politica della BCE, la Banca d'Italia ipotizza il proseguimento della fase accomodante con un graduale aumento tra il 2018 e il 2019 del tasso Euribor a 3 mesi di 30 punti base. Le condizioni di offerta del credito dovrebbero quindi rimanere distese.

Secondo le previsioni di Banca d'Italia, la crescita del PIL italiano, pari all'1.4% e all'1.2% rispettivamente nel 2018 e nel 2019, sarebbe sostenuta principalmente dalla domanda interna (Tabella 9). Questa sarebbe favorita dalle politiche monetarie espansive, nonostante il probabile inizio della fase di normalizzazione, dal miglioramento della fiducia e delle condizioni delle famiglie e dalla riduzione della capacità produttiva inutilizzata delle imprese. Lo scenario agevolerebbe anche l'evoluzione positiva già in atto del mercato del lavoro. Per quel che riguarda il canale estero, in linea con le ipotesi sul commercio internazionale, nel biennio 2018-19 sia le esportazioni sia le importazioni sono viste in crescita ma in rallentamento rispetto al 2017, riflettendo anche gli effetti dell'apprezzamento dell'euro iniziato già a metà del 2017. Sul fronte dei prezzi, l'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo, dopo una debole correzione al ribasso nel 2018, dovrebbe riportarsi attorno all'1.5%, comunque sotto l'obiettivo della BCE.

Tabella 9 – SCENARIO ITALIANO – Alcuni indicatori (Var % se non specificato diversamente)

| Variabile | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|------|------|------|
| PIL ^(*) | 1.5 | 1.4 | 1.2 |
| Consumi delle famiglie ^(*) | 1.5 | 1.4 | 1 |
| Consumi collettivi ^(*) | 0.8 | 0.5 | 0.2 |
| Investimenti fissi lordi ^(*) | 3.4 | 4.3 | 2.2 |
| Esportazioni di beni e servizi ^(*) | 5.2 | 3.4 | 3.1 |
| Importazioni di beni e servizi ^(*) | 5.6 | 4.2 | 2.9 |
| Inflazione su HCPI | 1.3 | 1.1 | 1.5 |
| Tasso di disoccupazione (media annua%) | 11.3 | 11.0 | 10.7 |

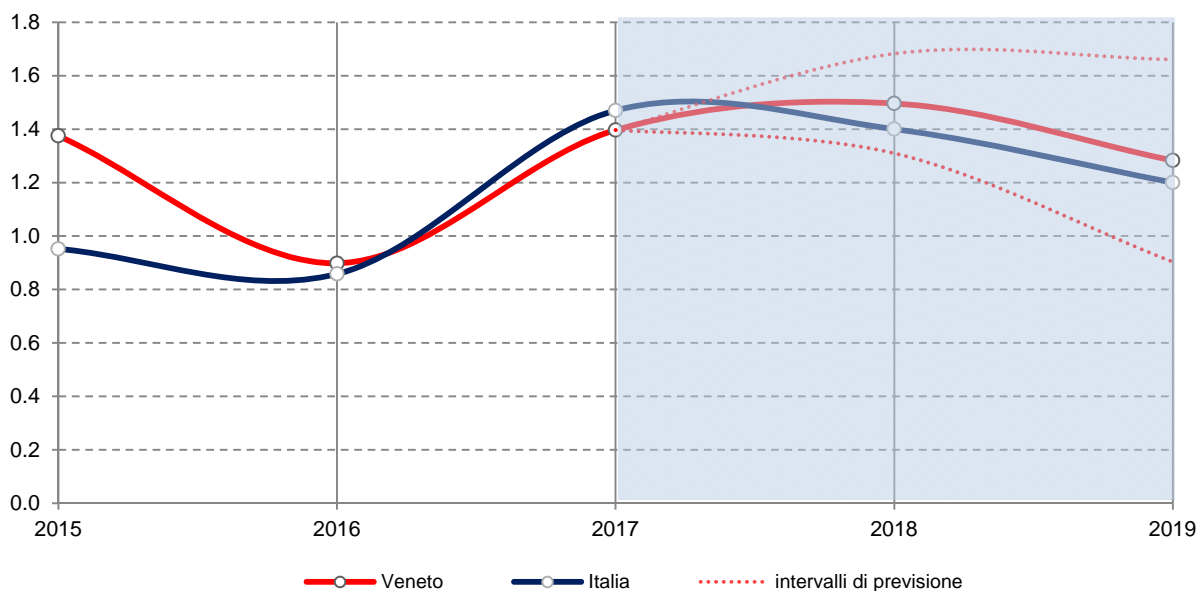
Fonte: Banca d'Italia (2018)

^(*)Valori a prezzi concatenati, anno di riferimento 2010

Come anticipato, per la stima del PIL regionale del 2017, oltre alle rilevazioni delle variabili internazionali, si sono utilizzati i dati di contabilità nazionale, rivisti dall'ISTAT a marzo 2018. Per le previsioni del biennio 2018-2019, come input del modello si sono sfruttate le ipotesi tecniche e le previsioni delle variabili nazionali di Banca d'Italia. La scelta di affidarsi

alle valutazioni della banca centrale è scaturita dal fatto che esse sono in linea e rispecchiano il quadro predittivo concordato tra le banche centrali dell'Eurosistema.

Figura 12 – VENETO e ITALIA – Previsioni del PIL a prezzi concatenati, anno di riferimento 2010 (var. %).



Fonte: Per l'Italia, Banca d'Italia (2018), per il Veneto previsioni GREM-VE.

Nota: Gli intervalli di previsione si allargano man mano che ci si allontana dall'ultimo dato storico italiano (nel caso specifico il 2017). Questo è dovuto alla maggior incertezza che caratterizza le previsioni più remote. All'interno degli intervalli di previsione il fenomeno previsto può variare con un certo livello di confidenza.

Per l'economia veneta, se il modello GREM-VE per il 2017 stima che il PIL a prezzi concatenati crescerà dell'1.4%, lievemente sotto la media nazionale, per il biennio successivo prevede un andamento più favorevole. Nel 2018 la crescita potrebbe essere dell'1.5% e l'anno successivo dell'1.3%: non ancora ai livelli pre-crisi, ma in netto e costante aumento. La regione, grazie agli investimenti produttivi, alla forte vocazione all'export e alla ripresa del settore turistico potrebbe dunque riprendere il ruolo di motore dell'economia nazionale, già ricoperto in passato.

2 DIMENSIONE IMPRESA: ANALISI DEI DATI DI BILANCIO

2.1 I DATI UTILIZZATI E METODOLOGIA

Si sono considerate le aziende della regione Veneto con data di costituzione fino al 2015²⁸, con un Ricavo delle Vendite dal 2007 al 2015 superiore, per almeno un anno, a € 7 000 000; le aziende sono state divise in due categorie:

- Attive (di seguito A.) pari a 5322 nel 2007, cioè quelle che non hanno mai chiuso l'attività dal 2007 al 2015;
- Non Attive (di seguito N.A.), pari a 1290, ossia le aziende che dal 2007 hanno chiuso l'attività. Dal 2012 il numero delle N.A. è calato drasticamente e il database è fortemente incompleto. Per questo motivo i grafici delle N.A. si fermano al 2011.

È stato in ogni caso possibile analizzare la differenza di comportamento, nel periodo in prossimità della crisi del 2009, dei principali parametri di bilancio e degli indicatori industriali, traendo indicazioni sulle diverse performance delle A. e delle N.A. ed evidenziandone le principali caratteristiche di bilancio e di efficienza industriale.

²⁸ La banca dati di riferimento è AIDA.

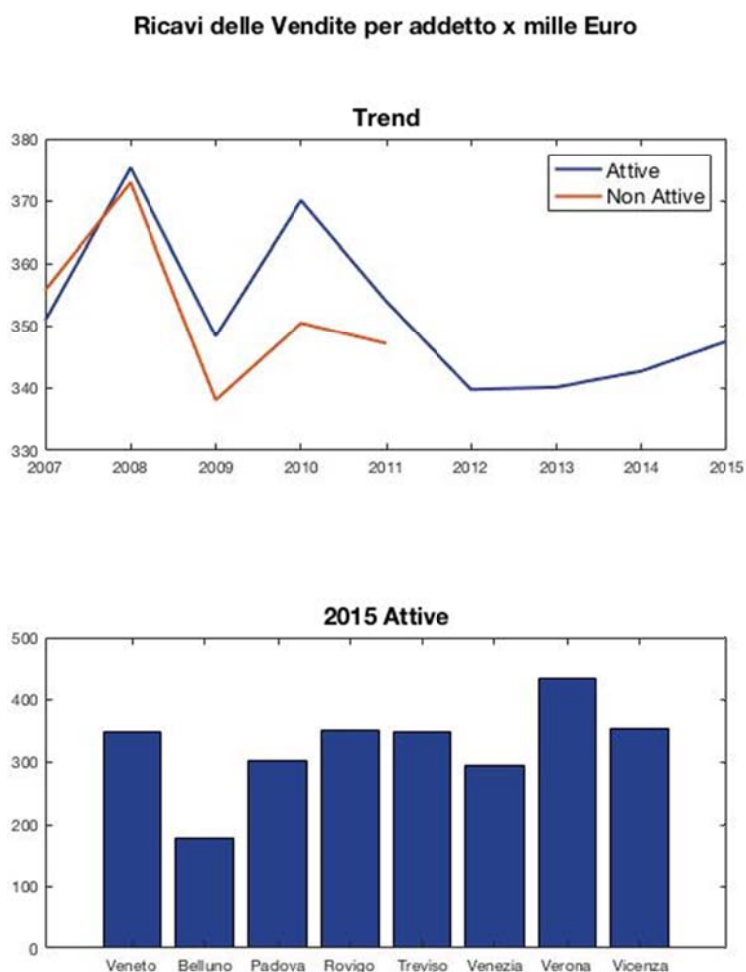
L'analisi fornisce, inoltre, una panoramica delle A. da inserire nel contesto economico produttivo del territorio, evidenziando la ripresa dei principali indicatori e le loro caratteristiche. In tal modo è possibile verificare se le A. hanno intrapreso un percorso di recupero e lo stato dei loro indici di bilancio.

Nelle figure seguenti, relative agli indicatori considerati, il primo grafico pone a confronto il trend dal 2007 al 2015 delle A. e delle N.A.. Il secondo grafico evidenzia la situazione per provincia del 2015 e consente di approfondire in dettaglio la distribuzione degli indicatori utilizzati. Le considerazioni seguenti si riferiscono ai trend; eventuali commenti sulle province si trovano nel paragrafo 2.5.

2.2 RICAVI E REDDITIVITÀ

I Ricavi per addetto (Figura 13) nel 2007 avevano valori simili per le due categorie, pari a 351 e 356 per mille euro rispettivamente, poi quelli delle N.A. hanno avuto un calo più significativo rispetto alle A.; conforta, per queste ultime che nel 2015 il valore sia di 347 per mille euro, valore prossimo a quello del 2007, indice di una ritrovata efficienza e, molto probabilmente, di decisioni significative sugli organici.

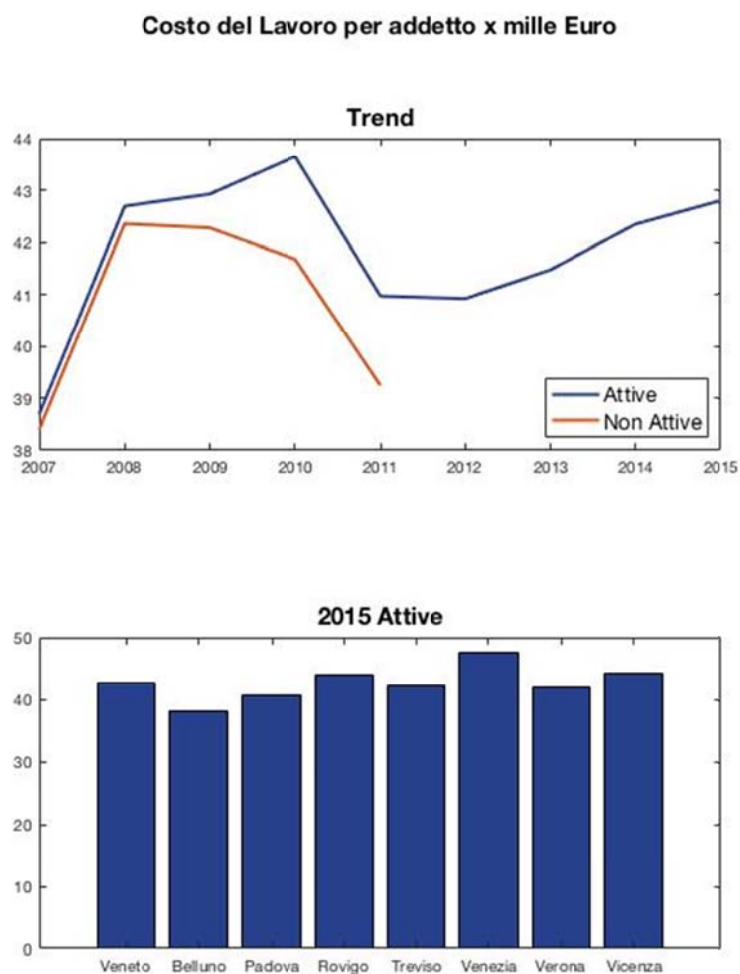
Figura 13: Ricavi delle Vendite per addetto nel tempo per imprese Attive e Non Attive e per provincia.



Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

Il Costo del Lavoro (Figura 14) all'inizio della crisi ammontava a 39 000 euro per le A. e 38 000 per le N.A.; le due categorie avevano quindi personale con costi paragonabili. Per le A., dopo il drastico calo del 2011, il Costo del Lavoro si è posizionato nel 2015 ai livelli del 2008, a quota 43 000 euro circa. Non sono a oggi visibili effetti di riduzione della tassazione.

Figura 14: Costo del Lavoro per addetto nel tempo per imprese Attive e Non Attive e per provincia.

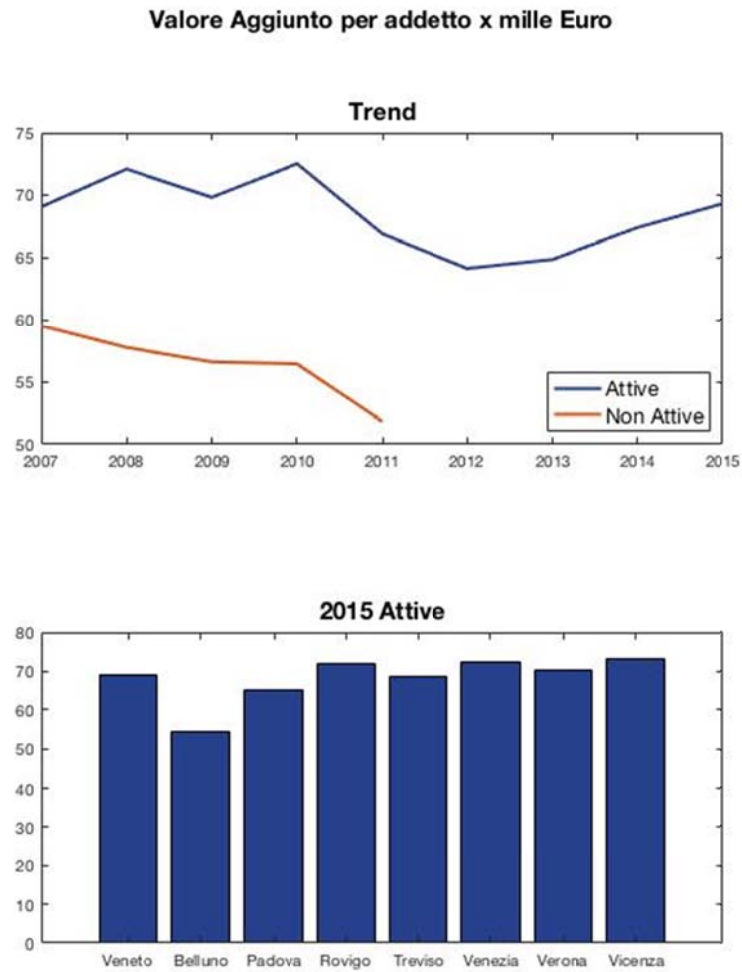


Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

Il Valore Aggiunto per addetto (Figura 15) era pari a 69 000 euro per le A. e a 59 000 per le aziende N. A.: il divario tra le due si è sempre ampliato fino al 2011.

Anche per questo parametro si nota la reazione delle A. alla crisi e il ripristinarsi dei valori pre-crisi, indice di una produttività in recupero.

Figura 15: Valore Aggiunto per addetto nel tempo per imprese Attive e Non Attive e per provincia.

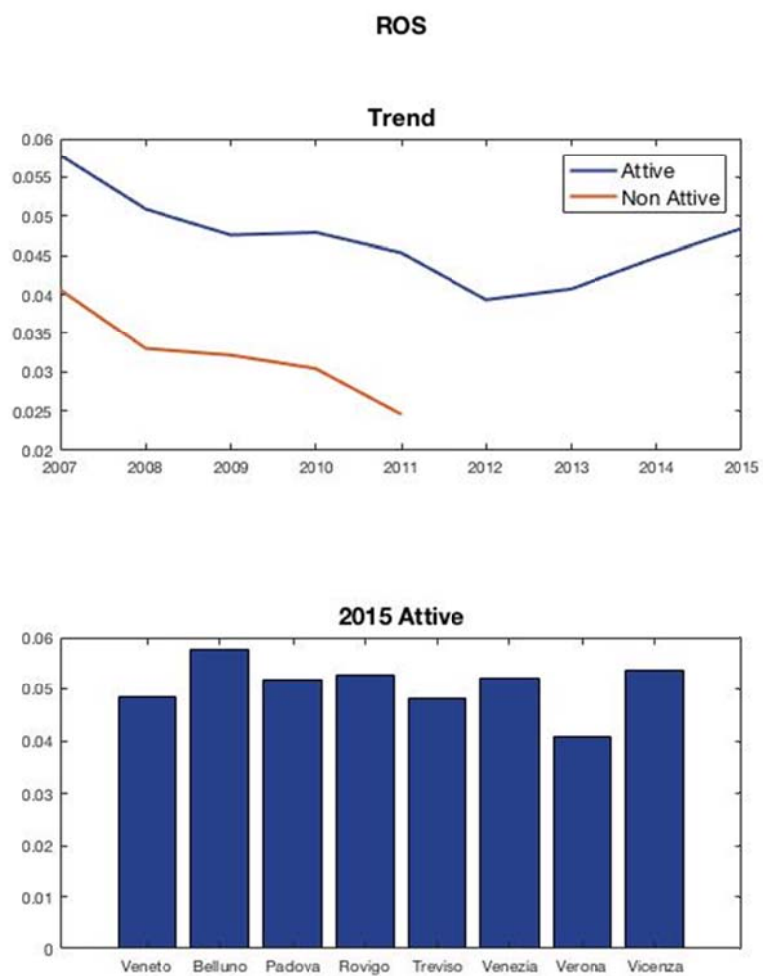


Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

Per quanto riguarda il ROS²⁹ (Figura 16) prima del 2009 vi era una differenza sostanziale fra le A. e N.A., era infatti pari a 5.78% e 4.06% rispettivamente. Si evidenzia, inoltre, l'incapacità delle N.A. di recuperare terreno per tutto il periodo considerato. Da notare invece come le A. abbiano iniziato una buona ripresa della Redditività dei Ricavi, pur non raggiungendo i valori pre-crisi (nel 2015 4.85%).

²⁹ L'acronimo ROS sta per *Return on Sales* ovvero Redditività delle Vendite e rappresenta il risultato operativo medio per unità di ricavo.

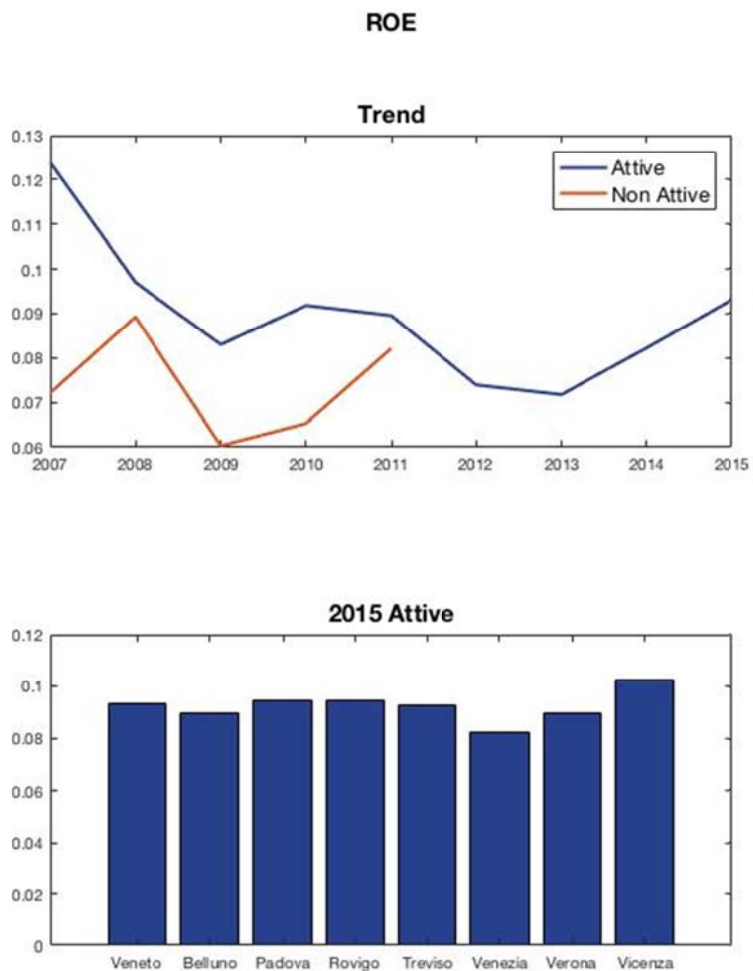
Figura 16: ROS nel tempo per imprese Attive e Non Attive e per provincia.



Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

Il ROE (Figura 17) presentato come Utile Netto/Patrimonio Netto, nel 2007 era pari al 12.4% per le A. e al 7.2% per le N.A. Per l'intero periodo tra il 2007 e il 2011, queste ultime hanno esibito un ROE inferiore rispetto alle prime.

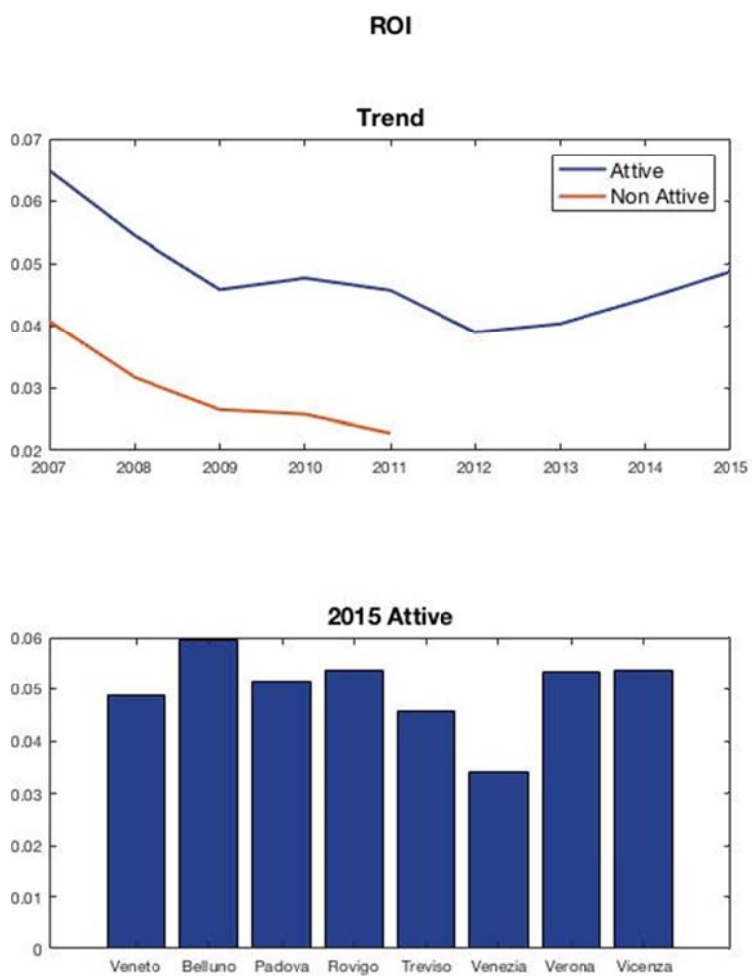
Figura 17: ROE nel tempo per imprese Attive e Non Attive e per provincia.



Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

Analogamente osservando il ROI, la Redditività del Capitale Investito (Figura 18) si osserva una differenza sostanziale fra le A. e le N.A. nei due anni precedenti la crisi, con valori pari al 6.48% e al 4.07% rispettivamente. Anche in questo contesto si nota un parziale recupero per le A. dal 2013 in poi che ha portato l'indice al 4.87% nel 2015.

Figura 18: ROI nel tempo per imprese Attive e Non Attive e per provincia.



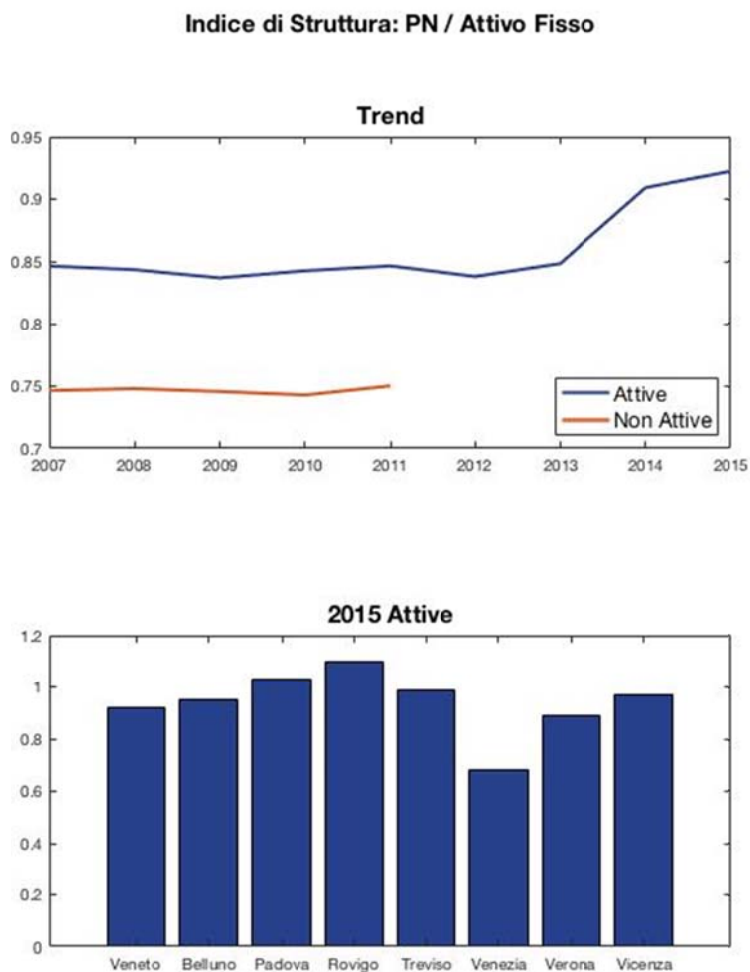
Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

2.3 INDEBITAMENTO

L'Indice di Struttura, definito come Patrimonio Netto/Attivo Fisso (Figura 19) rileva una differenza sostanziale fra le A. e N.A., con valori rispettivamente pari a 0.846 per le prime e a 0.746 per le seconde; tale divario si è mantenuto costante fino al 2011.

Nel 2015 l'indice valeva 0.92 e si avviava verso l'unità, indicando la capacità di ulteriore espansione e quindi dando un segnale di risanamento.

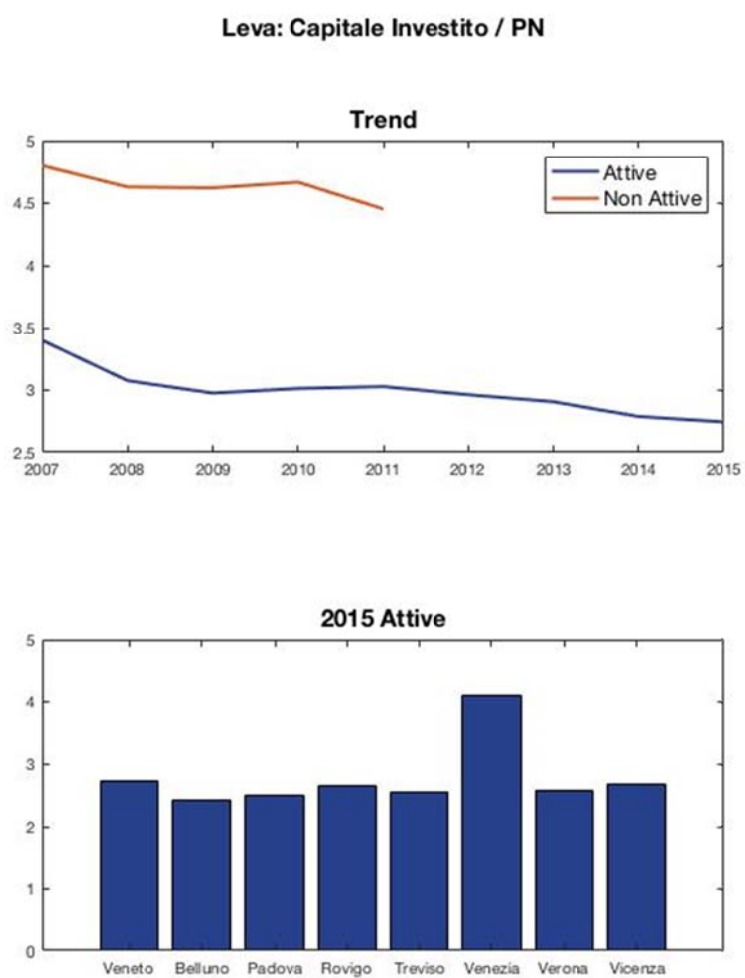
Figura 19: Indice di struttura del PN nel tempo per imprese Attive e Non Attive e per provincia.



Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

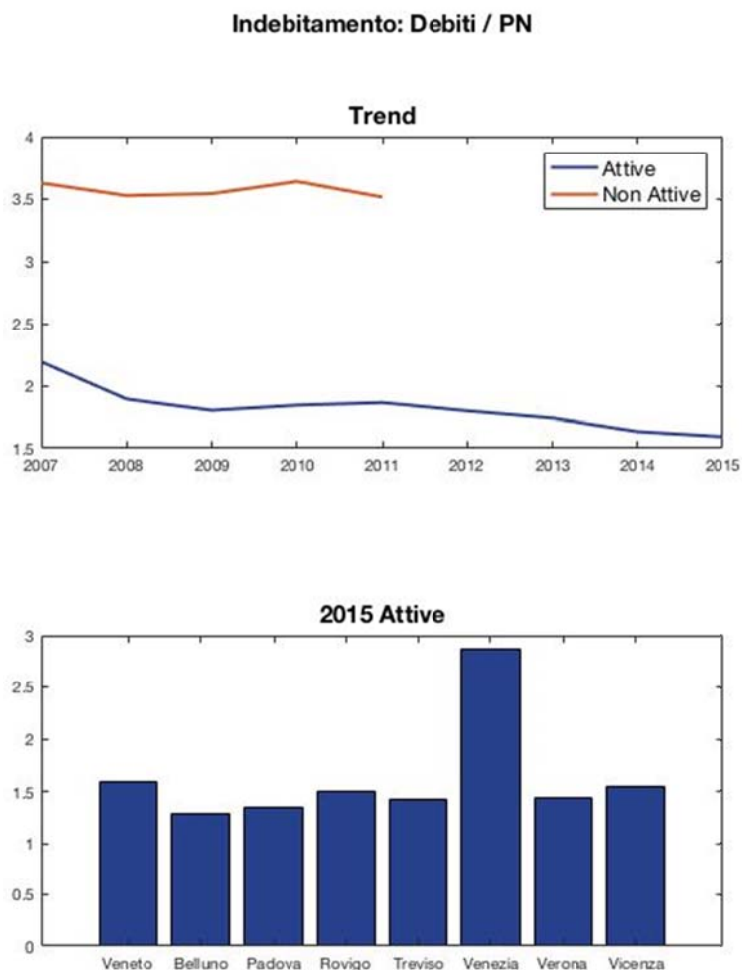
Anche osservando il grafico della Leva (Figura 20) si nota un'ampia differenza fra le A. e le N.A., con valori rispettivamente pari al 3.39% e al 4.80%, e una riduzione progressiva e costante per le A. fino ad arrivare al 2.74% nel 2015. Tale risultato è stato probabilmente determinato dalle difficoltà di accesso al credito ma anche, come si vedrà nel paragrafo successivo, dalla migliorata efficienza nell'uso dei capitali.

Figura 20: Capitale investito su patrimonio netto nel tempo per imprese Attive e Non Attive e per provincia.



Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

Figura 21: Debito su patrimonio netto nel tempo per imprese Attive e Non Attive e per provincia.



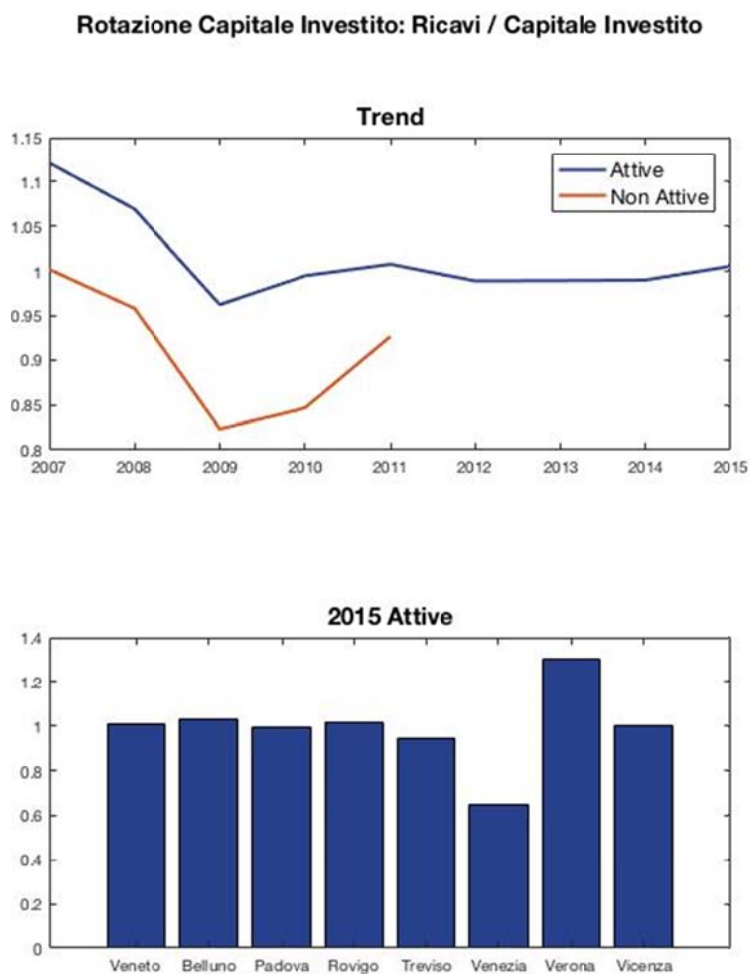
Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

Infine la dinamica dell'Indebitamento, rappresentata nella Figura 21, è molto diversa per le 2 tipologie di aziende. Le A. si sono presentate alla crisi del 2008-2009 con un Indebitamento del 2.19%, mentre le N.A. del 3.62%. Le prime, inoltre, per tutto il periodo fino al 2015, quando l'indice ha raggiunto quota 1.59%, hanno esibito un trend di debole ma costante riduzione dell'Indebitamento. Per le N.A. si osserva invece una sostanziale stabilità, se non un incremento. Questo porta a supporre che queste ultime abbiano avuto una forte e continuativa apertura di credito da parte del sistema bancario, nonostante tutti gli indicatori finora osservati, già dal 2007 segnalavano una situazione di rischio. Di tale credito si esaminerà di seguito l'impiego.

2.4 GESTIONE DEGLI IMPIEGHI

L'indice di Rotazione del Capitale Investito (Figura 22) valeva 1.12 per le A. e 1 per le N.A. nel 2007 e ha raggiunto, per le prime, il valore di 1.01 nel 2015, dopo essere scese fino a 0.96 nel 2009.

Figura 22: Ricavi su Capitale investito nel tempo per imprese Attive e Non Attive e per provincia.

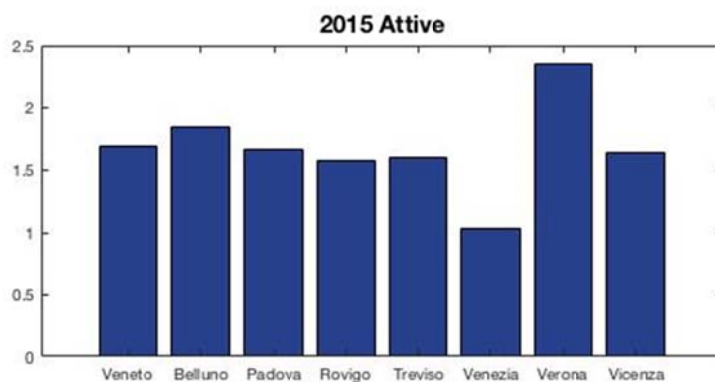
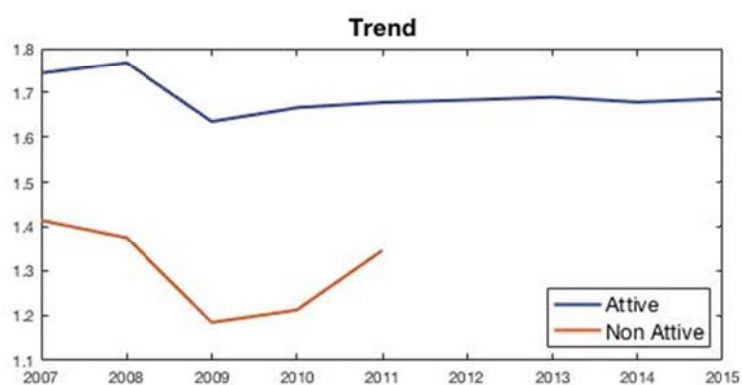


Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

Prima della crisi, nel 2007, l'indice relativo alla Rotazione del Capitale Circolante Lordo (Figura 23) era pari a 1.74 per le A. e a 1.41 per le N.A. Per queste ultime la debole dinamica per tutto il periodo, segnala una scarsa attitudine ad utilizzare in maniera redditizia i capitali considerati, indice di un controllo limitato dei processi aziendali.

Figura 23: Circolante (una visione di breve periodo) nel tempo per imprese Attive e Non Attive e per provincia.

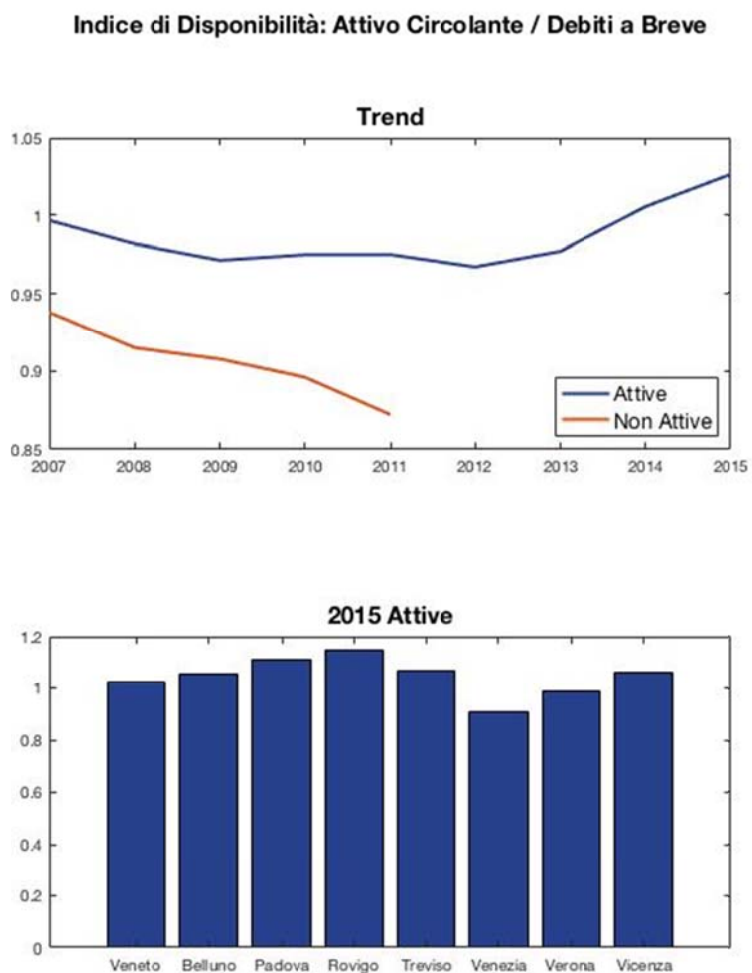
Rotazione Capitale Circolante Lordo: Ricavi / Attivo Circolante



Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

Si vedrà nella Figura 26 che questa bassa Rotazione del Capitale è causata da una bassa rotazione delle scorte. Per le A. si sottolinea un parziale recupero ai livelli pre-crisi: nel 2015 il parametro valeva 1.68.

Figura 24: Disponibilità (una visione di breve periodo) nel tempo per imprese Attive e Non Attive e per provincia.



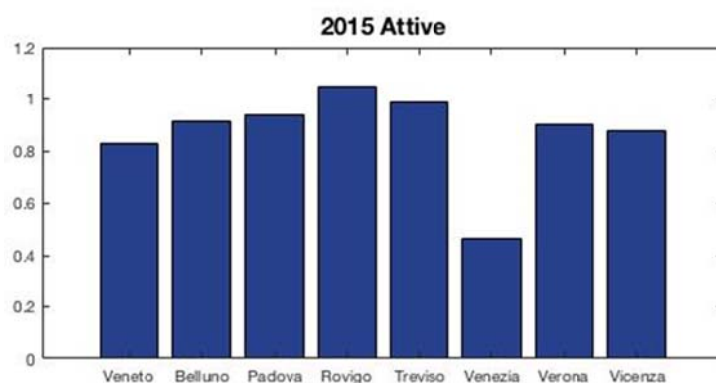
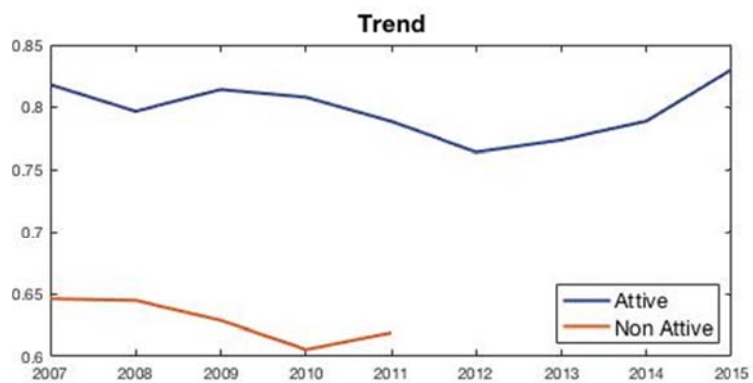
Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

L'Indice di Disponibilità per le A. e le N.A. ha valori comparabili, pari a 0.99 e 0.94 rispettivamente, nel 2007 prima che la crisi iniziasse; saranno le Rimanenze, come si vede nella Figura 24, a compromettere la disponibilità liquida delle N.A.

Per le A. questo indicatore nel 2015 ha superato i livelli pre-crisi, portandosi a 1.025.

Figura 25: Liquidità (una visione di breve periodo) nel tempo per imprese Attive e Non Attive e per provincia.

Indice di Liquidità: (Attivo Circolante - Rimanenze) / Debiti a Breve



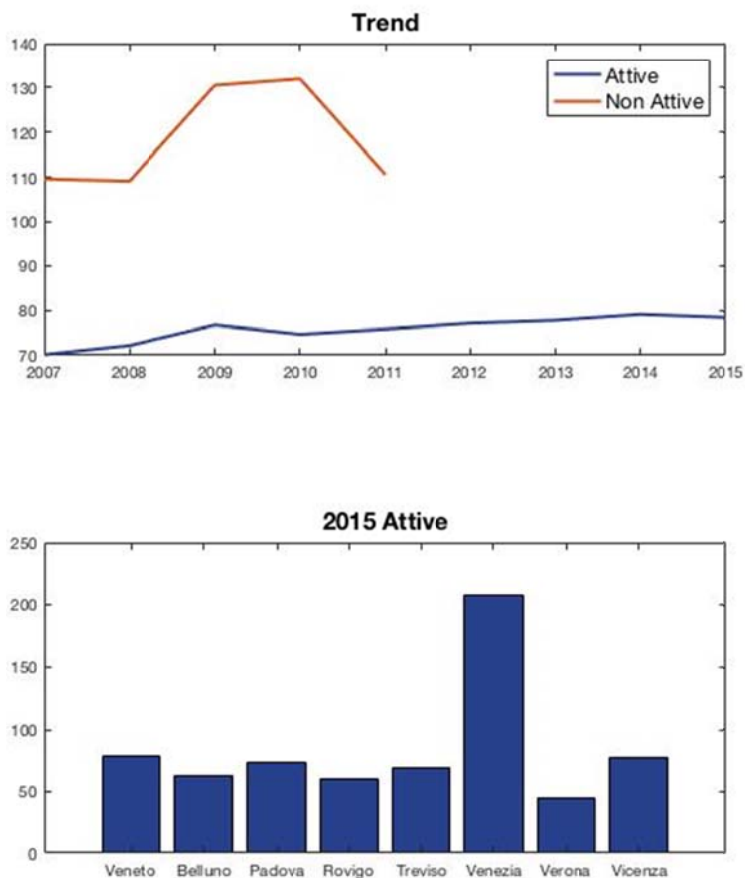
Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

Le A. avevano nel 2007 un decoroso livello dell'Indice di Liquidità (Figura 25) pari a 0.82, a differenza delle N.A. che si posizionavano a 0.65. Questo evidenzia come gli spazi di manovra siano stati ridotti per le N.A. a fronte di un immobilizzo delle risorse.

Anche questo indice è ritornato, per le A., ai valori pre-crisi, arrivando a 0.83, definendo un percorso di recupero.

Figura 26: Rimanenze (in coerenza con l'economia reale) nel tempo per imprese Attive e Non Attive e per provincia.

Giacenza media scorte (gg): $365 \cdot \text{Totale Rimanenze} / \text{Ricavi Vendite}$



Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

Le A. hanno affrontato la crisi con una Giacenza media delle scorte di 70 giorni (Figura 26), contro i 109 delle N.A., a fronte di un Indebitamento importante e di un'ampia disponibilità di Fonti. Evidentemente tali Fonti sono state impiegate dalle N.A. secondo criteri gestionali che hanno portato a una bassa rotazione del capitale, che si è tradotta anche in una bassa rotazione delle scorte.

Le A. si sono portate nel 2015 a un valore di 78 giorni, dimostrando una buona tenuta dei processi logistici e produttivi in un mercato in contrazione.

2.5 SINTESI AZIENDE

Quanto visto nei paragrafi precedenti è riassunto nella Tabella 10, dove sono posti a confronto gli indicatori relativi al 2007 e al 2009 per le 2 categorie di aziende, in percentuale. Per esempio, il valore -1,4%, nella prima cella a sinistra, indica che i Ricavi delle Vendite per addetto delle A. era minore dell'1,4% di quello della N.A. nel 2007.

Tabella 10: DIMENSIONE IMPRESA - Confronto % a. e n.a. nel 2007 e 2009

| | 2007 | 2009 |
|---|--------------------|--------------------|
| | (A.-N.A.)/ N.A. | (A.-N.A.)/ N.A. |
| Ricavi e Redditività | | |
| Ricavi delle Vendite per addetto x mille Euro' | -1,4% | 3,0% |
| Costo del lavoro per addetto x mille Euro | 0,7% | 1,5% |
| Valore Aggiunto per addetto x mille Euro' | 16,0% | 23,3% |
| ROS | 42,3% | 48,0% |
| ROE | 71,7% | 37,6% |
| ROI | 59,2% | 73,1% |
| Indebitamento | | |
| Indice di Struttura: PN/Attivo Fisso | 13,5% | 12,3% |
| Leva: Capitale Investito/PN | -29,2% | -35,7% |
| Indebitamento: Debiti/PN | -39,6% | -49,1% |
| Gestione degli Impieghi | | |
| Rotazione Capitale Investito: Ricavi/Capitale Investito | 11,9% | 16,9% |
| Rotazione Capitale Circolante Lordo | 23,3% | 38,1% |
| Indice di Disponibilità: Attivo Circolante / Debiti a Breve | 6,3% | 7,0% |
| Indice di Liquidità: (Attivo Circolante - Rimanenze) / Debiti a Breve | 26,6% | 29,4% |
| Giacenza media scorte (gg): 365*Totale Rimanenze / Ricavi Vendite | -36,0% | -41,2% |

Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

In sostanza le N.A. hanno affrontato la crisi con Ricavi pro-capite e Costo del Lavoro per addetto simili alle A., ma con un Valore Aggiunto notevolmente inferiore. ROS, ROE e ROI erano notevolmente inferiori rispetto alle A. La scarsa redditività dei Ricavi è stata inoltre appesantita dall'elevato livello di Indebitamento, aggravato da capitali con un basso indice di rotazione.

A questi parametri, già di per sé negativi, si aggiungono le scarse Redditività del Capitale Investito e del Patrimonio Netto.

Le scorte, che sono una voce non trascurabile degli impieghi, per le N.A. avevano nel 2007 una giacenza media superiore del 36,0% rispetto alle A., evidenziando una gestione dell'azienda poco elastica e non idonea a seguire con flessibilità i repentini mutamenti del mercato. Questo evidenzia come le N.A. abbiano affrontato la crisi con una notevole rigidità, segnalata dai parametri finora esaminati. Questa rigidità, evidente e non improvvisa, con l'arrivo della crisi del mercato ne ha determinato la chiusura.

Si può inoltre desumere che per le N.A., nonostante non avessero indici di bilancio ottimali, il credito sia stato erogato per essere poi immobilizzato.

Tabella 11: DIMENSIONE IMPRESA - Confronto % a. nel 2015 - 2007

| | 2015 (A.15-A.07)/ A.07 |
|---|------------------------------|
| Ricavi e Redditività | |
| Ricavi delle Vendite per addetto x mille Euro' | -1,0% |
| Costo del lavoro per addetto x mille Euro | 10,6% |
| Valore Aggiunto per addetto x mille Euro' | 0,4% |
| ROS | -16,2% |
| ROE | -24,8% |
| ROI | -24,8% |
| Indebitamento | |
| Indice di Struttura: PN/Attivo Fisso | 8,9% |
| Leva: Capitale Investito/PN | -19,3% |
| Indebitamento: Debiti/PN | -27,3% |
| Gestione degli Impieghi | |
| Rotazione Capitale Investito: Ricavi/Capitale Investito | -10,3% |
| Rotazione Capitale Circolante Lordo | -3,3% |
| Indice di Disponibilità: Attivo Circolante / Debiti a Breve | 3,0% |
| Indice di Liquidità: (Attivo Circolante - Rimanenze) / Debiti a Breve | 1,5% |
| Giacenza media scorte (gg): 365*Totale Rimanenze / Ricavi Vendite | 11,7% |

Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

Nella Tabella 11 si confrontano, per le sole A., gli indicatori nel 2015 con quelli del 2007, per valutare l'entità del recupero dei valori ante-crisi e come queste aziende abbiano intrapreso un cammino positivo di recupero della redditività e dell'efficienza.

I Ricavi e il Valore Aggiunto per addetto nel 2015 hanno pressoché lo stesso livello del 2007 (-1.0% e 0.4% rispettivamente la variazione percentuale tra i due anni), mentre il Costo del Lavoro è sensibilmente aumentato (+10.6%). Gli indicatori di redditività ROS, ROE e ROI sono diminuiti vigorosamente, segno di un'efficienza non completamente ritrovata.

Il calo deciso dell'indebitamento evidenzia una gestione migliore ma anche, probabilmente, la maggiore difficoltà di accedere al credito. Il Capitale Investito e il Circolante sono stati impiegati con una rotazione più bassa rispetto al 2007 e gli indicatori di Disponibilità e di Liquidità rivelano una struttura solida e in leggero miglioramento.

L'aumento della Giacenza media indica che il mercato nel 2015 aveva ancora delle difficoltà ad assorbire la produzione, oltre che gestioni delle aziende non perfettamente efficienti.

In sintesi, nel 2015 le A. avevano Ricavi per addetto ai livelli del 2007, erano meno indebitate e non avevano ancora ripreso completamente la piena efficienza dei Capitali e dei Ricavi, in parte perché il Costo del Lavoro era aumentato del 10,6%.

Conseguentemente a questa lettura, è auspicabile una ripresa degli investimenti, al fine di recuperare la redditività, assieme ad un maggior accesso al credito, dato che i parametri esaminati segnalano un buon recupero.

Dalla situazione per provincia nel 2015 (Tabella 12) si vede come i parametri siano, ora, abbastanza omogenei, a parte un buon livello di Indebitamento segnalato ancora per Venezia e Vicenza.

Tabella 12: DIMENSIONE IMPRESA - Situazione 2015 per provincia

| Ricavi e Redditività | Veneto | Belluno | Padova | Rovigo | Treviso | Venezia | Verona | Vicenza |
|---|---------------|---------|--------|--------|---------|---------|--------|---------|
| Ricavi delle Vendite per addetto x mille Euro | 347 | 179 | 301 | 349 | 348 | 292 | 434 | 353 |
| Costo del Lavoro per addetto x mille Euro | 43 | 38 | 41 | 44 | 42 | 48 | 42 | 44 |
| Valore Aggiunto per addetto x mille Euro | 69 | 54 | 65 | 72 | 69 | 72 | 70 | 73 |
| ROS | 0.048 | 0.058 | 0.052 | 0.053 | 0.048 | 0.052 | 0.041 | 0.054 |
| ROE | 0.093 | 0.090 | 0.094 | 0.094 | 0.092 | 0.082 | 0.090 | 0.102 |
| ROI | 0.049 | 0.060 | 0.052 | 0.054 | 0.046 | 0.034 | 0.053 | 0.054 |
| Indebitamento | | | | | | | | |
| Indice di Struttura | 0.922 | 0.951 | 1.032 | 1.099 | 0.987 | 0.681 | 0.889 | 0.971 |
| Leva | 2.739 | 2.429 | 2.489 | 2.653 | 2.557 | 4.101 | 2.567 | 2.678 |
| Indebitamento | 1.592 | 1.291 | 1.344 | 1.499 | 1.423 | 2.866 | 1.439 | 1.540 |
| Gestione degli Impieghi | | | | | | | | |
| Rotazione Capitale Investito | 1.006 | 1.030 | 0.996 | 1.019 | 0.947 | 0.653 | 1.302 | 1.000 |
| Rotazione Capitale Circolante Lordo | 1.686 | 1.834 | 1.659 | 1.568 | 1.590 | 1.026 | 2.350 | 1.639 |
| Indice di Disponibilità | 1.026 | 1.057 | 1.112 | 1.150 | 1.071 | 0.910 | 0.988 | 1.061 |
| Indice di Liquidità | 0.830 | 0.914 | 0.936 | 1.050 | 0.987 | 0.462 | 0.899 | 0.876 |
| Giacenza media scorte (gg) | 78 | 63 | 73 | 59 | 69 | 207 | 45 | 78 |

Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

3 LE BANCHE VENETE: ANALISI DELLE CRITICITÀ IN UNA DIMENSIONE DINAMICA E DI BILANCIO

Dal 2007, i sistemi bancari e finanziari stanno sperimentando una fase estremamente critica in tutta Europa e l'Italia è caratterizzata, da sempre, da una struttura economica banco-centrica. In questo scenario di portata internazionale, la situazione di deterioramento del credito del territorio veneto costituisce fonte di preoccupazione, in quanto di difficile assorbimento. Necessita quindi di misure adatte alle specifiche esigenze delle aziende (PMI in particolare) del Nord-Est. La presente analisi evidenzia degli indicatori di rischio ma anche delle potenzialità del sistema bancario in armonia con l'analisi d'impresa e del quadro macroeconomico per contestualizzare in modo costruttivo soluzioni di breve e lungo periodo.

I nostri risultati evidenziano come una ricerca ampia, che consideri l'intero sistema, avrebbe potuto segnalare le criticità: investimenti con **alti rendimenti ma molto rischiosi**, banche poi risultate in difficoltà che presentavano bassa redditività per addetto o sbilanciamento nell'utilizzo delle risorse umane, **l'esigenza di una normativa per la svalutazione degli NPL** che sono invece mantenuti a bilancio oltre il dovuto. Si conferma che le **normative sul capitale** regolamentare sono un indice efficace e un buon deterrente per il mantenimento della stabilità del sistema bancario. Si ritrova, inoltre, il noto fenomeno della restrizione del credito (*credit crunch*) che prima era concesso anche a imprese poco meritevoli e **tensioni di liquidità globale** che, in un sistema interconnesso, si propagano a tutto il settore finanziario.

3.1 INQUADRAMENTO ATTUALE

Le problematiche emergono con le due Popolari oggetto di accesi dibattiti pubblici, Veneto Banca e Popolare di Vicenza, per poi "contagiare" l'intero sistema bancario del Nord-Est.

Con l'attivazione del meccanismo di vigilanza unico (*Single Supervisory Mechanism – SSM*) nel 2014, la Banca Centrale Europea (BCE) ha condotto un'indagine conoscitiva sulle 130 banche ritenute sistemicamente rilevanti. Il documento prodotto evidenzia le criticità dell'intero sistema bancario, ove sono incardinate le banche Popolari, iniziale oggetto d'indagine.

Fra la moltitudine di dati, preme sottolineare il **CET1 ratios for participating banks**, che per le banche italiane mostra livelli molto bassi rispetto a Germania e Francia (a solo titolo di esempio). Il CET1 è l'acronimo di *Common Equity Tier 1* ed è il parametro che misura la solidità di una banca o istituto di credito³⁰. Attualmente per le banche italiane questo è fissato dalla BCE in misura del 10.5%. Anche i **buffer per l'assorbimento delle perdite** presentano per le banche italiane livelli non elevatissimi, purtroppo tuttavia in linea con altre banche europee.

Questi dati manifestano un aspetto critico che l'*International Monetary Fund* (IMF) ha documentato in un lavoro del 2015 intitolato "*A Strategy for Resolving Europe's Problem Loans*" ("Una strategia per risolvere il problema Europeo dei prestiti"). In breve l'IMF ritiene che i crediti non performanti (*Non Performing Loans – NPL*) in Europa siano un grave problema. In particolare, in Italia non esiste ancora un mercato per gli NPL che continuano a rimanere nel bilancio delle banche, spesso a un valore che non corrisponde a quello di reale smobilizzo.

Utilizzando i dati della BCE e della *European Banking Authority* (EBA) secondo l'ultima valutazione del rating sulle banche italiane effettuata dalla banca Centrale, sono cinque gli istituti bancari più sicuri nel nostro paese. Tra i criteri utilizzati per realizzare la classifica nell'ambito della procedura *Supervisory Review and Evaluation Process* (SREP) si trovano:

- il CET1 – valore che misura il livello di sicurezza e solidità di una banca;
- il CET1 ratio – il rapporto che indica la soglia di *capital guidance*.³¹

Le indicazioni date in occasione dell'ultimo stress test della BCE dell'estate 2016 e gli ultimi dati di bilancio delle banche italiane a maggior capitalizzazione mostrano che i requisiti sono già ampiamente rispettati da 5 banche sicure, anche se è opportuno ricordare che entrano in gioco altri eventuali fattori nel definire se effettivamente un istituto sia sicuro.

³⁰ Il CET1 viene calcolato rapportando il capitale ordinario versato (TIER1) con le attività ponderate per il rischio. Indica con quali risorse l'istituto riesce a garantire i prestiti concessi ai clienti e i rischi rappresentati dai crediti deteriorati. La BCE ha stabilito che tale indice non può essere inferiore all'8% in tutti gli stati dell'Eurozona, pena il commissariamento dell'istituto.

³¹ L'*Individual Capital Guidance* (ICP) è un parametro assegnato (in termini percentuali) dalla *Prudential Regulation Authority* (PRA) e indica all'istituto l'ammontare e la qualità del capitale che il PRA considera l'istituto debba detenere per far fronte alla regola di adeguatezza finanziaria all'interno dell'*Internal Capital Adequacy Assessment Process* (ICAAP).

Le indicazioni sono le seguenti:

- 1) Intesa Sanpaolo – Per la BCE il CET1 di Intesa Sanpaolo deve essere almeno del 7.25%, per poi salire ancora al 9.25%. L'obiettivo è stato raggiunto dalla banca italiana già dallo scorso settembre (12.8%);
- 2) Unicredit – La Banca Centrale Europea ha stabilito che Unicredit deve rispettare un CET1 di almeno l'8.75% ma il valore era già ben al di sopra di tale minimo richiesto, all'11% nel settembre del 2016;
- 3) UBI Banca – Da gennaio 2017 UBI avrebbe dovuto avere un CET1 di almeno il 7,5%, ma era all'11.68% lo scorso settembre;
- 4) Credem – Dal 2017 per la BCE il CET1 avrebbe dovuto essere almeno del 6.75%, ma il valore era già al 13.51% a settembre 2016;
- 5) Bper – La richiesta era di un CET1 del 7.25%, ma il valore dello scorso settembre era già al 14.47%.

Visti i criteri e le banche considerate sicure secondo i parametri europei regolamentari, si sono analizzate le banche in crisi, con particolare riferimento a quelle del Nord-Est dell'Italia. Si sono confrontate le Popolari Venete poiché presentano caratteristiche di bilancio simili e sono facilmente comparabili.

La Tabella 13 fornisce alcuni numeri chiave elaborati sulla base dei dati di bilancio disponibili al 31 dicembre 2016 (ultimo bilancio d'esercizio).

Tabella 13: BANCA POPOLARE DI VICENZA e VENETO BANCA - Numeri chiave

| Dati Contabili 31/12/2016 | Banca Popolare di Vicenza | Veneto Banca |
|--|---------------------------|--------------|
| Ricavi milioni di Euro | 720,1 | 669,9 |
| Costi operativi in milioni di Euro | 687,5 | 876,8 |
| Perdite in milioni di Euro | 1.902,4 | 1.501,9 |
| Crediti deteriorati netti in milioni di Euro | 5.160,0 | 5.096,0 |
| Tasso di copertura % | 48,5% | 45,2% |

Fonte: dati di bilancio disponibili al 31 dicembre 2016

Com'è evidente dai dati precedenti, le due popolari erano molto simili in termini di rischio e crediti deteriorati.

La Tabella 14 riporta i dati del 2015 con le previsioni, allora elaborate, relative al 2020. Data la situazione di partenza, tali previsioni risultavano di difficile realizzazione, vista la perdita di bilancio registrata nel 2016.

Tabella 14: BANCA POPOLARE DI VICENZA e VENETO BANCA – Dati al 2015 e previsioni 2020

| | Gruppo Banca Popolare di Vicenza | | VENETO BANCA | |
|---|----------------------------------|-------------|--------------|-------------|
| | 2015 | 2020 | 2015 | 2020 |
| Attività ponderate per il rischio (RWA) | 26,2 mld € | 29,8 mld € | 24,3 mld € | |
| UTILE NETTO | -1,053 mld € | 0,333 mld € | -0,770 mld € | 0,240 mld € |
| Common equity tier 1 (CET1) | 6,8% | 12,4% | 7,1% | 15,7% |
| Ritorno sul capitale Tangibile (ROTE) | -21,9% | 8,6% | -318,0% | 7,0% |
| Indice di copertura della liquidità (LCR) | 91,8% | 112,7% | 89,0% | >110% |
| Cost / Income ratio | 60,8% | 47,9% | 75,2% | 49,8% |
| Copertura Crediti Deteriorati | 39,6% | 43,2% | 36,8% | ≈40% |
| Rating DBRS debito a breve termine | R-2 (low) | | R-4 | |
| Rating DBRS debito a lungo termine | BBB (low) | | BB | |

La Tabella 15 riporta, con riferimento a marzo 2017³², le sofferenze bancarie per tutto il territorio italiano, suddivise per regioni. I dati mostrano che il problema era, ed è, particolarmente rilevante. In particolare, la percentuale delle sofferenze sugli impieghi, evidenzia come non sia possibile considerare la redditività del settore finanziario senza tener conto del rischio. Sebbene, pertanto, il settore bancario avesse riportato utili anche apprezzabili, il rischio era elevato. Il Veneto, regione particolarmente colpita dalla crisi, evidenziava sofferenze per l'11.8% degli impieghi.

³² La data – marzo 2017 – precede il default delle banche venete e quindi mostra la reale entità percentuale dell'ammontare delle sofferenze prima che le banche fossero poste in liquidazione e poi cedute.

La Figura 27 riporta gli stessi dati in misura aggregata e la loro evoluzione temporale, così come da fonti dell'IMF. Si rileva che, da quando sono disponibili i dati per gli Stati Uniti, lo stesso dato per questi ultimi è sempre stato palesemente inferiore, a indicazione di un problema italiano ed europeo in generale.

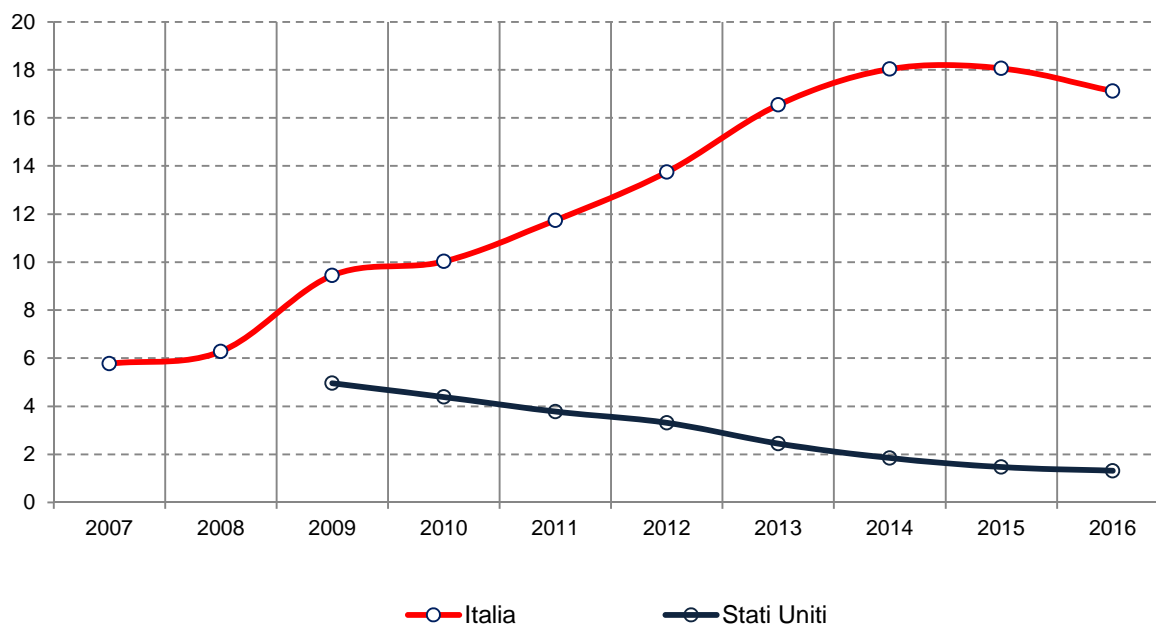
L'elenco riportato nella Tabella 15, fa emergere uno spunto di riflessione sulle possibili misure di risoluzione dei *Non Performing Loans* che in Italia appaiono alquanto carenti rispetto alla normativa degli USA (Garrido, Weber, and Kopp 2016). Suggestisce, inoltre, una possibile proposta di assicurazione e risoluzione che aiuti nel breve periodo lo smaltimento degli NPL. Questa proposta sarà ripresa più avanti.

Tabella 15: REGIONI ITALIANE - Sofferenze bancarie e peso sugli impieghi

| Sofferenze bancarie (riferimento marzo 2017) | | |
|---|-------------------------------------|---------------------------------------|
| Distribuzione per localizzazione della clientela | | |
| Regione | Sofferenze (milioni di euro) | Peso sofferenze sugli impieghi |
| Piemonte | 11104 | 9,8% |
| Valle D'Aosta | 188 | 6,6% |
| Liguria | 3828 | 10,6% |
| Lombardia | 42626 | 9,8% |
| Trentino-Alto-Adige | 3297 | 8,1% |
| Veneto | 18258 | 11,8% |
| Friuli-Venezia Giulia | 3055 | 9,8% |
| Emilia Romagna | 19538 | 13,2% |
| Marche | 6199 | 15,9% |
| Toscana | 16963 | 15,4% |
| Umbria | 3681 | 17,1% |
| Lazio | 23093 | 5,9% |
| Abruzzo | 4153 | 16,9% |
| Molise | 633 | 17,5% |
| Campania | 12414 | 16,1% |
| Puglia | 8736 | 15,7% |
| Basilicata | 1195 | 17,3% |
| Calabria | 3344 | 16,4% |
| Sicilia | 10905 | 16,8% |
| Sardegna | 4324 | 16,2% |

Fonte: Centrale dei Rischi - Banca d'Italia 2018

Figura 27: ITALIA – Prestiti deteriorati su prestiti lordi totali(%)



Fonte: IMF (International Monetary Fund)

Un'altra indagine recente, riportata da *Il Sole 24 Ore* nel marzo 2017 e basata su dati Mediobanca, evidenzia che per ben 114 istituti di credito (uno su 5, per lo più BCC e Casse rurali) gli NPL netti superavano il valore del patrimonio netto tangibile. Nella Tabella 16 si riportano le 114 banche italiane con il semaforo rosso del rischio sofferenze.

Questo permette di scendere ulteriormente nel dettaglio e contestualizzare le banche del territorio su prospettiva nazionale. Appare evidente che gli NPL erano e sono un grave problema a livello italiano. Si nota infatti che, accanto alle due ormai ex Popolari Venete, vi era anche, solo per citare un esempio, la Banca di CC del Veneziano, e questo avrebbe dovuto anticipare la necessità di un intervento ad ampio raggio e molto incisivo.

3.2 DATI STORICI

Sorge spontaneo chiedersi se sarebbe stato possibile rinvenire dai bilanci passati delle banche in oggetto la problematica che si sta analizzando. La risposta è difficile ma l'analisi storica dei valori di bilancio sembra alquanto illuminante.

I dati osservati per ciascuna banca fanno pensare, almeno sino al 2015, a bilanci senza particolari problemi e in linea con gli indici di redditività accettabili dalla compagine aziendale. Ad esempio Veneto Banca, registrava nel 2015 ricavi in migliaia di euro pari a 795.558 e così anche Popolare di Vicenza dichiarava nel 2014 ricavi per 869.275. Nella presente ricerca, tuttavia, si evidenziano delle anomalie, riscontrabili attraverso un'analisi su due livelli:

- comparazione dei dati fra banche nel tempo e dei loro parametri di redditività;
- confronto con i bilanci aziendali delle imprese finanziate e il contesto macroeconomico che si collega indissolubilmente alla situazione delle banche.

Emerge, da quanto premesso sopra, la necessità di svolgere ricerca a livello "sistemico" per diagnosticare le difficoltà del settore finanziario.

Tabella 16: Banche italiane con un rapporto (in %) tra crediti deteriorati netti e patrimonio tangibile che supera il 100% (#=Consolidato, Q=Quotata)

| | # | Banca | Q | Categoria | Totale attivo ('000 €) | Texas Ratio = Crediti Det. Netti / Patrimonio Netto Tangibile (%) | Cost Income Ratio (%) (a) | Saldo Svalutaz. (+) e Rivalutaz. Crediti / Totale Ricavi (%) (b) | Cost Income Ratio + Sval. e Rival Cred / Totale Ricavi (a+b) |
|----|---|---|---|-----------|------------------------|---|---------------------------|--|--|
| 1 | | BANCA DI TERAMO DI CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 207.943 | 777,2 | 88,4 | 194,9 | 283,3 |
| 2 | # | CASSA DI RISPARMIO DI CESENA | | BREVE | 4.358.538 | 593,5 | 75,5 | 261,2 | 336,7 |
| 3 | | UNIPOL BANCA | | BREVE | 11.597.329 | 380,3 | 82,6 | 12,9 | 95,5 |
| 4 | | BANCA ATESTINA DI CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 439.832 | 343,1 | 127,9 | 288,0 | 415,9 |
| 5 | | BANCA DI PISTOIA - CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 668.981 | 306,5 | 76,3 | 71,4 | 147,7 |
| 6 | | CREDITO SALERNITANO - BANCA POPOLARE DELLA PROVINCIA DI SALERNO | | POP | 99.245 | 268,4 | 92,1 | 65,4 | 157,5 |
| 7 | # | BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA | Q | BREVE | 169.011.977 | 262,6 | 67,6 | 43,1 | 110,7 |
| 8 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO "SEN. PIETRO GRAMMATICO" - PACECO | | COOP | 166.822 | 246,8 | 75,0 | 52,8 | 127,8 |
| 9 | | CASSA RURALE VALLI DI PRIMIERO E VANOI | | COOP | 360.246 | 246,3 | 75,3 | 141,3 | 216,6 |
| 10 | | CASSA RURALE DELLA VALLE DEI LAGHI | | COOP | 459.437 | 244,7 | 69,4 | 257,2 | 326,6 |
| 11 | # | CASSA DI RISPARMIO DI SAN MINIATO | | BREVE | 3.269.695 | 240,0 | 81,1 | 99,2 | 180,3 |
| 12 | | CASSA RURALE MORI-BRENTONICO-VAL DI GRESTA | | COOP | 389.726 | 239,3 | 72,1 | 166,1 | 238,2 |
| 13 | # | VENETO BANCA | | POP | 33.349.346 | 238,5 | 100,1 | 97,5 | 197,6 |
| 14 | | CASSA RURALE DI ROVERETO | | COOP | 1.116.707 | 234,5 | 81,5 | 148,1 | 229,6 |
| 15 | | BANCA CARIM - CASSA DI RISPARMIO DI RIMINI | | BREVE | 3.729.084 | 232,5 | 87,9 | 80,1 | 168,0 |
| 16 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DI CASTEL GOFFREDO | | COOP | 582.289 | 227,6 | 103,7 | 134,2 | 237,9 |
| 17 | | BANCA PER LO SVILUPPO DELLA COOPERAZIONE DI CREDITO | | COOP | 2.613.326 | 223,0 | 94,7 | 9,8 | 104,5 |
| 18 | | BANCASCIANO CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 390.860 | 221,8 | 91,3 | 69,0 | 160,3 |
| 19 | # | BANCO POPOLARE | Q | POP | 120.509.595 | 217,9 | 73,7 | 25,4 | 99,1 |
| 20 | # | BANCA POPOLARE DI VICENZA | | POP | 39.783.370 | 210,9 | 132,0 | 134,1 | 266,1 |
| 21 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DEL VENEZIANO | | COOP | 1.207.498 | 207,8 | 101,3 | 44,0 | 145,3 |
| 22 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DI RECANATI E COLMURANO | | COOP | 653.402 | 204,3 | 107,9 | 44,2 | 152,1 |
| 23 | | BANCA DEL FUCINO | | BREVE | 1.556.285 | 201,1 | 91,6 | 21,4 | 113,0 |
| 24 | | BANCA DI FILOTTRANO - CREDITO COOP. DI FILOTTRANO E DI CAMERANO | | COOP | 1.079.032 | 200,3 | 79,0 | 36,9 | 115,9 |
| 25 | | BANCA DI FORLI' - CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 1.213.295 | 198,3 | 71,6 | 93,3 | 164,9 |
| 26 | | MANTOVABANCA 1896 - CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 1.009.745 | 195,7 | 87,6 | 24,2 | 111,8 |
| 27 | | VIBANCA - BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DI S. PIETRO IN VINCIO | | COOP | 303.122 | 194,5 | 75,1 | 73,5 | 148,6 |
| 28 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO COLLI MORENICI DEL GARDA | | COOP | 1.901.988 | 177,3 | 91,8 | 50,0 | 141,8 |
| 29 | | HYPO ALPE-ADRIA-BANK | | BREVE | 1.789.217 | 174,6 | 16,2 | 35,7 | 51,9 |
| 30 | # | BANCA POPOLARE DI BARI | | POP | 14.809.469 | 174,4 | 93,1 | 53,8 | 146,9 |
| 31 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DI GATTEO | | COOP | 471.490 | 172,6 | 99,5 | 41,1 | 140,6 |
| 32 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DI MARCON | | COOP | 512.757 | 169,3 | 71,6 | 38,4 | 110,0 |
| 33 | | BANCA DI ANCONA - CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 350.373 | 169,3 | 102,7 | 33,3 | 136,0 |
| 34 | | BANCA POPOLARE DI SVILUPPO | | POP | 360.064 | 169,3 | 103,0 | 20,5 | 123,5 |
| 35 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO AGROBRESCIANO | | COOP | 1.012.188 | 169,2 | 98,7 | 136,3 | 235,0 |
| 36 | | BANCA POPOLARE LECCHESE | | BREVE | 82.493 | 167,6 | 152,5 | 118,9 | 271,4 |
| 37 | | CREDITO VALDINIEVOLE - BANCA DI C. C. DI MONTECATINI TERME E BIENTINA | | COOP | 814.145 | 167,6 | 76,5 | 54,6 | 131,1 |

| | | | | | | | | | |
|----|---|---|---|-------|------------|-------|-------|-------|-------|
| 38 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO GIUSEPPE TONIOLO - GENZANO DI ROMA | | COOP | 374.177 | 166,9 | 84,0 | 147,4 | 231,4 |
| 39 | # | BANCA CARIGE - CASSA DI RISPARMIO DI GENOVA E IMPERIA | Q | BREVE | 30.298.856 | 165,2 | 95,0 | 37,1 | 132,1 |
| 40 | | CASSA RURALE - BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DI TREVIGLIO | | COOP | 2.259.591 | 164,4 | 82,7 | 101,4 | 184,1 |
| 41 | # | CREDITO VALTELLINESE - BANCA PICCOLO CREDITO VALTELLINESE | Q | POP | 26.901.681 | 162,6 | 72,4 | 52,8 | 125,2 |
| 42 | | CASSA RURALE ADAMELLO - BRENTA - BANCA DI CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 480.729 | 161,2 | 72,4 | 71,4 | 143,8 |
| 43 | | BANCA DON RIZZO - CREDITO COOPERATIVO DELLA SICILIA OCCIDENTALE | | COOP | 531.840 | 160,1 | 95,3 | 57,4 | 152,7 |
| 44 | | BANCA DI ANGIARI E STIA - CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 609.082 | 160,0 | 74,3 | 68,1 | 142,4 |
| 45 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DI CAGLIARI | | COOP | 204.163 | 159,0 | 69,4 | 12,7 | 82,1 |
| 46 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DI CORINALDO | | COOP | 271.946 | 158,5 | 71,3 | 68,5 | 139,8 |
| 47 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DI SESTO SAN GIOVANNI | | COOP | 825.599 | 157,8 | 88,7 | 88,9 | 177,6 |
| 48 | | CASSA DI RISPARMIO DI VOLTERRA | | BREVE | 2.337.405 | 157,6 | 81,6 | 69,1 | 150,7 |
| 49 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DI FALCONARA MARITTIMA | | COOP | 310.001 | 155,7 | 77,0 | 40,5 | 117,5 |
| 50 | | CREDITO COOPERATIVO UMBRO - BCC MANTIGNANA | | COOP | 562.907 | 152,5 | 77,8 | 28,4 | 106,2 |
| 51 | | BANCA SUASA - CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 319.903 | 150,8 | 78,0 | 40,6 | 118,6 |
| 52 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DI MASIANO | | COOP | 390.904 | 149,0 | 80,1 | 14,8 | 94,9 |
| 53 | | BANCO EMILIANO - CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 1.592.793 | 146,5 | 93,6 | 51,6 | 145,2 |
| 54 | | BANCA SANTO STEFANO - CREDITO COOPERATIVO - MARTELLAGO-VENEZIA | | COOP | 1.063.708 | 145,6 | 71,1 | 75,4 | 146,5 |
| 55 | | CASSA RURALE GIUDICARIE VALSABBIA PAGANELLA | | COOP | 1.070.688 | 141,8 | 66,7 | 90,8 | 157,5 |
| 56 | | CASSA RURALE PINETANA FORNACE E SEREGNANO | | COOP | 423.681 | 141,6 | 71,0 | 155,4 | 226,4 |
| 57 | | BANCA CRAS - CREDITO COOP. CHIANCIANO TERME - COSTA ETRUSCA-SOVICILLE | | COOP | 1.122.444 | 141,4 | 94,0 | 46,8 | 140,8 |
| 58 | | ROVIGOBANCA CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 1.059.864 | 140,9 | 101,9 | 30,6 | 132,5 |
| 59 | # | BANCA POPOLARE DELL'EMILIA ROMAGNA | Q | POP | 61.261.231 | 140,9 | 70,0 | 33,1 | 103,1 |
| 60 | | CASSA RURALE DI PINZOLO | | COOP | 223.299 | 140,3 | 73,2 | 59,3 | 132,5 |
| 61 | | BANCA POPOLARE VALCONCA | | POP | 1.312.813 | 138,2 | 62,2 | 71,0 | 133,2 |
| 62 | | BANCA DI RIPATRANSONE - CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 341.453 | 134,7 | 45,1 | 52,6 | 97,7 |
| 63 | | BANCA AREA PRATESE CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 411.214 | 133,9 | 73,8 | 36,4 | 110,2 |
| 64 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO BERGAMO E VALLI | | COOP | 761.683 | 133,3 | 89,7 | 31,7 | 121,4 |
| 65 | | BANCA POPOLARE SANT'ANGELO | | POP | 1.081.349 | 132,0 | 69,2 | 25,7 | 94,9 |
| 66 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DI PIOVE DI SACCO | | COOP | 1.041.309 | 131,0 | 64,1 | 46,5 | 110,6 |
| 67 | | BANCA POPOLARE DI CIVIDALE | | POP | 4.168.018 | 130,8 | 91,4 | 57,7 | 149,1 |
| 68 | | BANCA DI TARANTO - BANCA DI CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 86.760 | 130,3 | 86,6 | 17,6 | 104,2 |
| 69 | | BANCA DI MONASTIER E DEL SILE - CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 1.102.405 | 130,0 | 68,3 | 54,0 | 122,3 |
| 70 | # | CASSA DI RISPARMIO DI RAVENNA | | BREVE | 7.294.705 | 129,5 | 67,7 | 27,9 | 95,6 |
| 71 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DI SAMBUCA DI SICILIA | | COOP | 127.890 | 127,8 | 102,7 | 25,0 | 127,7 |
| 72 | | BANCA POPOLARE DI PUGLIA E BASILICATA | | POP | 4.103.375 | 127,5 | 90,6 | 54,4 | 145,0 |
| 73 | | BANCA POPOLARE DI FONDI | | POP | 728.224 | 126,9 | 72,1 | 42,8 | 114,9 |
| 74 | | CASSA DI RISPARMIO DI SALUZZO | | BREVE | 1.051.169 | 126,8 | 85,2 | 69,9 | 155,1 |
| 75 | | CASSA RURALE DI MEZZOCORONA | | COOP | 243.912 | 126,4 | 75,1 | 111,5 | 186,6 |
| 76 | | BANCA DI CESENA - CREDITO COOPERATIVO DI CESENA E RONTA | | COOP | 580.222 | 126,1 | 89,5 | 99,5 | 189,0 |
| 77 | | CREDIUMBRIA BANCA DI CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 578.323 | 125,8 | 75,1 | 32,3 | 107,4 |
| 78 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DEI COMUNI CILENTANI | | COOP | 550.441 | 124,8 | 86,5 | 27,6 | 114,1 |
| 79 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DI BEDIZZOLE - TURANO VALVESTINO | | COOP | 644.327 | 124,0 | 86,7 | 75,7 | 162,4 |
| 80 | | BANCA DEI COLLI EUGANEI - CREDITO COOPERATIVO DI LOZZO ATESTINO | | COOP | 482.995 | 123,1 | 85,7 | 36,9 | 122,6 |
| 81 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DI SASSANO | | COOP | 198.359 | 122,9 | 74,9 | 67,8 | 142,7 |
| 82 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DI SALA DI CESENATICO | | COOP | 603.299 | 122,4 | 72,6 | 74,5 | 147,1 |
| 83 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO PICENA | | COOP | 630.343 | 122,3 | 81,7 | 47,4 | 129,1 |

| | | | | | | | | | |
|-----|---|--|---|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 84 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DI POMPIANO E DELLA FRANCIACORTA | | COOP | 2.699.317 | 122,0 | 64,8 | 92,4 | 157,2 |
| 85 | | CASSA RURALE DI LAVIS - VALLE DI CEMBRA - BANCA DI CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 826.560 | 120,8 | 70,9 | 105,7 | 176,6 |
| 86 | | CASSA RURALE ED ARTIGIANA - BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DI FISCIANO | | COOP | 356.287 | 119,6 | 96,3 | 52,2 | 148,5 |
| 87 | | CASSA RAIFFEISEN NOVA LEVANTE | | COOP | 139.325 | 119,3 | 72,8 | 27,9 | 100,7 |
| 88 | | BANCA SVILUPPO ECONOMICO | | BREVE | 73.198 | 119,2 | 101,6 | 150,9 | 252,5 |
| 89 | # | UBI BANCA | Q | POP | 117.200.765 | 117,8 | 74,2 | 24,4 | 98,6 |
| 90 | | CASSA RURALE DI ALDENO E CADINE | | COOP | 707.056 | 116,3 | 62,2 | 115,1 | 177,3 |
| 91 | # | CASSA DI RISPARMIO DI BOLZANO | | BREVE | 8.214.258 | 116,0 | 81,4 | 24,0 | 105,4 |
| 92 | | CASSA RURALE DI ISERA BANCA DI CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 145.479 | 116,0 | 79,3 | 62,6 | 141,9 |
| 93 | # | BANCA NAZIONALE DEL LAVORO | | BREVE | 77.494.458 | 113,8 | 66,4 | 29,8 | 96,2 |
| 94 | | BANCA ANNIA - CREDITO COOPERATIVO DI CARTURA E DEL POLESINE | | COOP | 1.044.712 | 113,3 | 77,5 | 51,8 | 129,3 |
| 95 | # | BANCA DI PISA E FORNACETTE CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 2.526.374 | 113,2 | 78,2 | 43,9 | 122,1 |
| 96 | | BANCA DI SALERNO - CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 477.300 | 112,2 | 100,1 | 67,6 | 167,7 |
| 97 | | CASSA RURALE VALSUGANA E TESINO | | COOP | 523.279 | 111,3 | 74,8 | 44,6 | 119,4 |
| 98 | | BANCA DI CREDITO POPOLARE | | POP | 2.292.514 | 111,2 | 70,8 | 24,1 | 94,9 |
| 99 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DI CHERASCO | | COOP | 1.101.149 | 111,0 | 78,8 | 44,7 | 123,5 |
| 100 | | BANCA PICENA TRUENTINA - CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 750.049 | 108,9 | 73,8 | 67,5 | 141,3 |
| 101 | | CASSA RURALE VAL DI FASSA E AGORDINO - BANCA DI CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 620.754 | 108,5 | 68,7 | 27,5 | 96,2 |
| 102 | | BANCA DI ROMANO E S.CATERINA - CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 606.044 | 108,1 | 68,0 | 44,3 | 112,3 |
| 103 | | EMIL BANCA - CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 2.827.739 | 106,3 | 77,4 | 65,2 | 142,6 |
| 104 | # | BANCO DI DESIO E DELLA BRIANZA | Q | BREVE | 12.248.130 | 106,1 | 67,5 | 30,5 | 98,0 |
| 105 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO ABRUZZESE | | COOP | 486.483 | 105,9 | 73,5 | 43,5 | 117,0 |
| 106 | | BANCA DELLA MAREMMA - CREDITO COOPERATIVO DI GROSSETO | | COOP | 557.671 | 105,6 | 79,2 | 30,9 | 110,1 |
| 107 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DEL TUSCOLO | | COOP | 257.474 | 105,0 | 87,5 | 17,6 | 105,1 |
| 108 | | BANCA DI CREDITO COOPERATIVO DI BARBARANO ROMANO | | COOP | 99.330 | 104,3 | 85,2 | 44,0 | 129,2 |
| 109 | | BANCA DEL CILENTO E LUCANIA SUD - CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 504.094 | 102,6 | 87,5 | 12,4 | 99,9 |
| 110 | | BANCA SAN GIORGIO QUINTO VALLE AGNO - CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 1.989.957 | 102,1 | 77,3 | 39,8 | 117,1 |
| 111 | | BANCA DEL VALDARNO - CREDITO COOPERATIVO | | COOP | 667.315 | 101,8 | 75,3 | 32,0 | 107,3 |
| 112 | | BANCA VALSABBINA | | POP | 4.218.379 | 101,8 | 72,9 | 48,2 | 121,1 |
| 113 | # | CASSA DI RISPARMIO DI PARMA E PIACENZA | | BREVE | 51.373.177 | 101,2 | 66,6 | 16,5 | 83,1 |
| 114 | | CASSA RURALE DI LEVICO TERME | | COOP | 188.558 | 100,2 | 87,3 | 139,4 | 226,7 |

Fonte: R&S Mediobanca su dati di bilancio 2015

3.3 ANALISI EMPIRICA

L'analisi empirica ha riguardato tutte le banche del territorio veneto e non solamente le 15 con il maggior numero di sportelli al 2016 riportate nella Tabella 17. Il motivo dell'inclusione di tutte le banche del territorio è chiaro, alla luce dei capitoli dedicati alle imprese e al quadro macroeconomico. Come si è già detto, infatti, è necessario inquadrare il problema a livello "sistemico".

Tabella 17: Banche con più sportelli in Veneto

| Posizione | Banca | Agenzie | Comuni |
|-----------|--|---------|--------|
| 1 | <u>Unicredit SpA</u> | 543 | 306 |
| 2 | <u>Cassa di Risparmio del Veneto SpA</u> | 374 | 242 |
| 3 | <u>Banco Popolare - Società Cooperativa</u> | 304 | 165 |
| 4 | <u>Banca Monte dei Paschi di Siena SpA</u> | 293 | 201 |
| 5 | <u>Banca Popolare di Vicenza SCpA</u> | 259 | 194 |
| 6 | <u>Veneto Banca S.C.P.A.</u> | 165 | 126 |
| 7 | <u>Cassa di Risparmio di Venezia SpA</u> | 96 | 39 |
| 8 | <u>Banca Popolare Friuladria SpA</u> | 93 | 65 |
| 9 | <u>Banca Nazionale del Lavoro Spa</u> | 71 | 38 |
| 10 | <u>Banca Popolare di Marostica - SCpA A Responsabilità Limitata</u> | 50 | 41 |
| 11 | <u>Banca Popolare Dell'Alto Adige SCpA (In tedesco Sudtiroler Volksbank Gen. Auf Aktien)</u> | 47 | 40 |
| 12 | <u>Banca Carige Italia Spa</u> | 46 | 34 |
| 13 | <u>Cassa di Risparmio di Bolzano SpA - Südtiroler Sparkasse Ag</u> | 38 | 32 |
| 14 | <u>Banco di Brescia San Paolo Cab SpA</u> | 37 | 29 |
| 15 | <u>Banca Padovana Credito Cooperativo S. C.</u> | 34 | 30 |

Fonte: Banche e istituzioni finanziarie – articolazione territoriale – Banca d'Italia

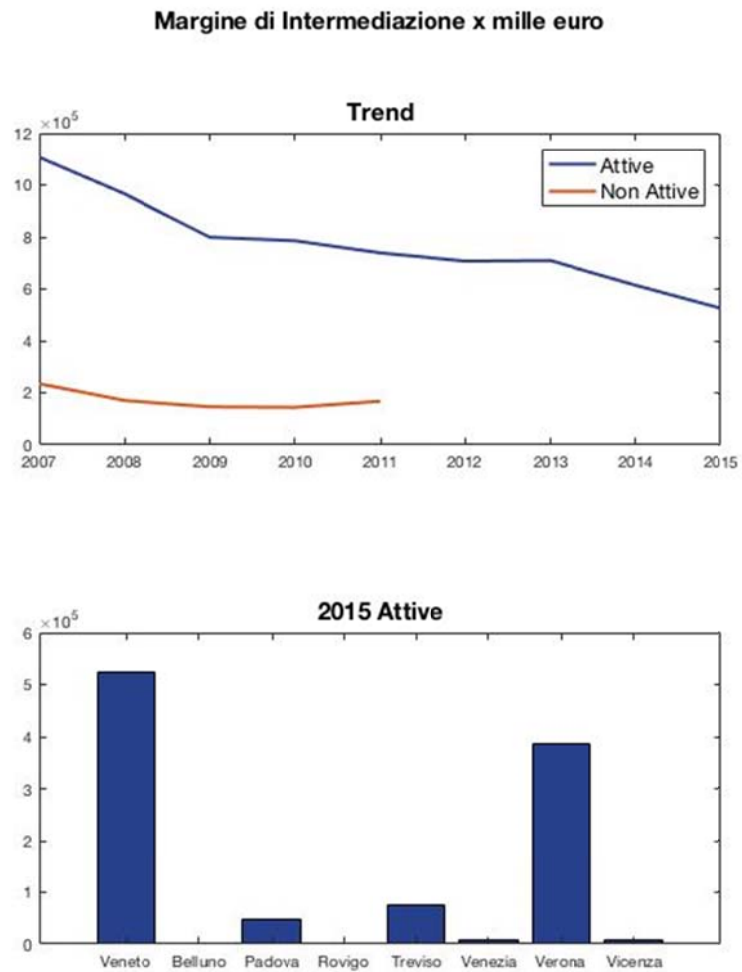
Le banche considerate sono 111 e il periodo di analisi va dal 2007 al 2016 ove i dati siano disponibili. Per quanto possibile le rappresentazioni grafiche seguono i criteri di comparazione utilizzati per l'analisi d'impresa, poiché il prestito bancario è speculare alle risorse assorbite dal settore dell'economia reale.

La suddivisione dell'analisi in banche Attive e Non Attive è un aspetto chiave e consente di sottolineare che un calo dei più consolidati e riconosciuti indici di redditività rappresenta un "campanello" d'allarme o, con un termine ora utilizzato in finanza, un *Early Warning System (EWS) Component* (componente di avviso preventivo) di successive difficoltà.

La Figura 28 illustra come le banche, poi divenute inattive, mostravano un livello del margine d'Intermediazione in calo. Importante sottolineare che anche le banche Attive hanno registrato un calo dei loro ricavi nel tempo

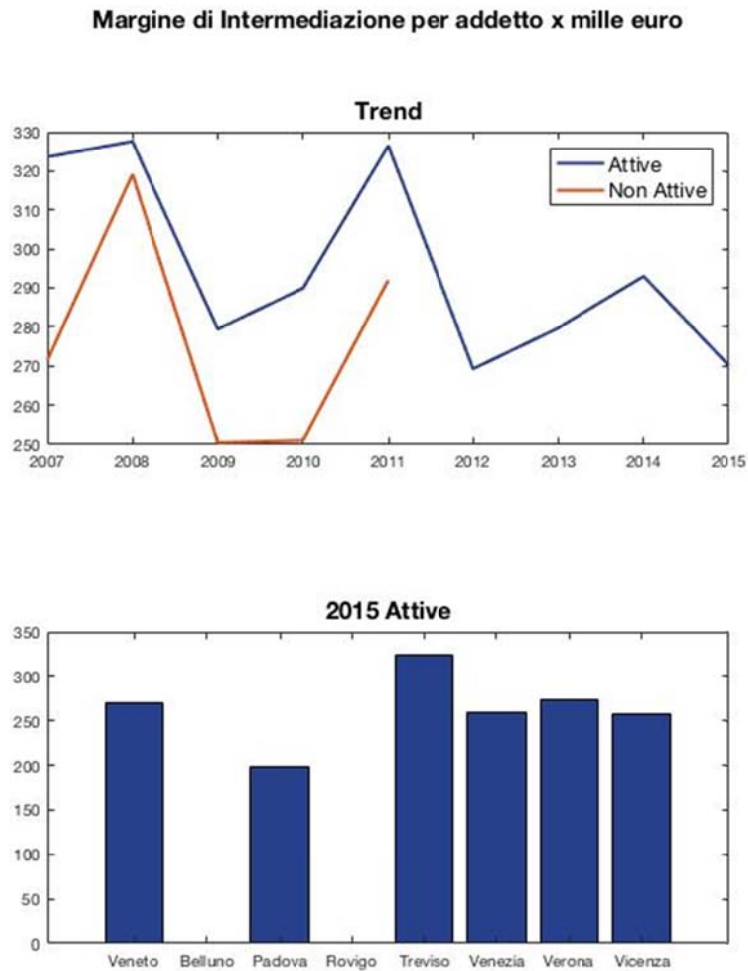
La provincia con maggior numero di banche attive nel 2015 era Verona. Interpretare questo dato significa ipotizzare che fossero cessati alcuni piccoli crediti cooperativi nelle provincie di Vicenza (ad esempio CrediVeneto).

Figura 28: Margine di Intermediazione nel tempo per banche Attive e Non Attive e per provincia.



Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

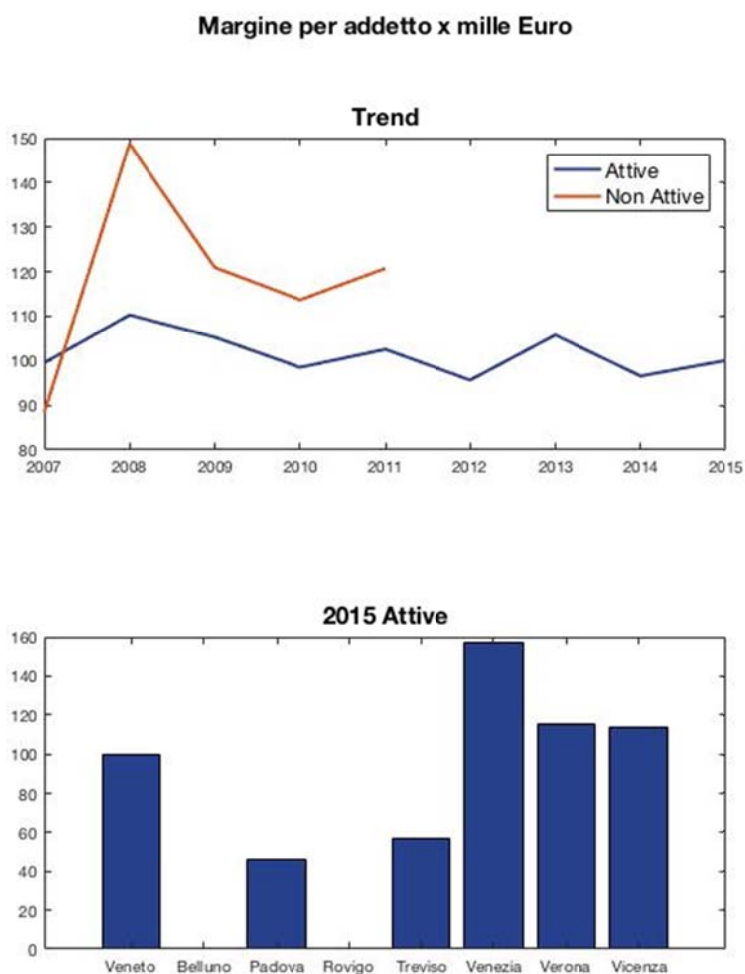
Figura 29: Margine di Intermediazione per addetto nel tempo per banche Attive e Non Attive e per provincia.



Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

La Figura 29 rappresenta un altro importante indice di salute ed efficienza del settore bancario. Le banche Non Attive evidenziavano, già nel 2007, una minore produttività in termini di margine d'Intermediazione per addetto. Per le Attive, l'indice è drasticamente diminuito e giustifica la riduzione di personale che il settore bancario sta attuando in questi ultimi anni. Tale figura è sovrapponibile con quella relativa alle imprese (Figura 13) e al deterioramento macroeconomico del periodo considerato (paragrafo 1.2).

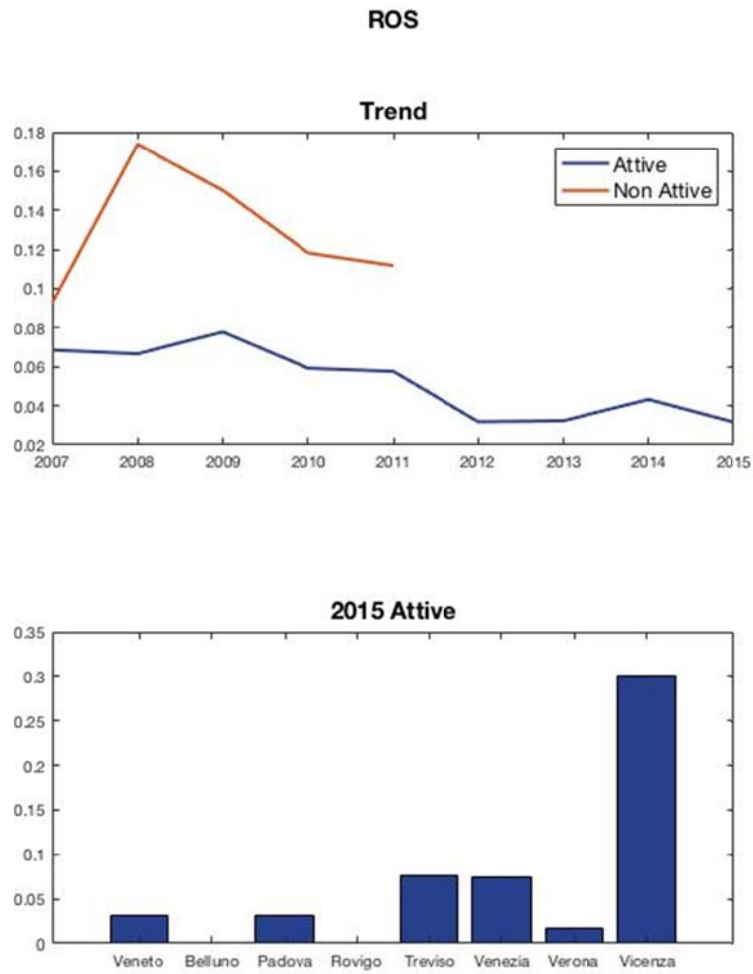
Figura 30: Margine per addetto misurato come: Margine di Intermediazione – Costi Operativi= Risultato di Gestione nel tempo per banche Attive e Non Attive e per provincia.



Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

Un'ulteriore conferma del dato per addetto è riscontrabile nella Figura 30. Il Risultato di Gestione per addetto nel periodo considerato è stato abbastanza stabile per le banche Attive, mentre era molto volatile per quelle risultate poi in difficoltà. Emergono, probabilmente, anche problemi di organizzazione e sottodimensionamento delle piccole banche: un messaggio che deve richiamare l'attenzione sulla necessità di un miglior utilizzo delle risorse umane all'interno della banca.

Figura 31: ROS misurato come (Margine di Intermediazione – Costi Operativi)/Margine di Intermediazione nel tempo per banche Attive e Non Attive e per provincia.



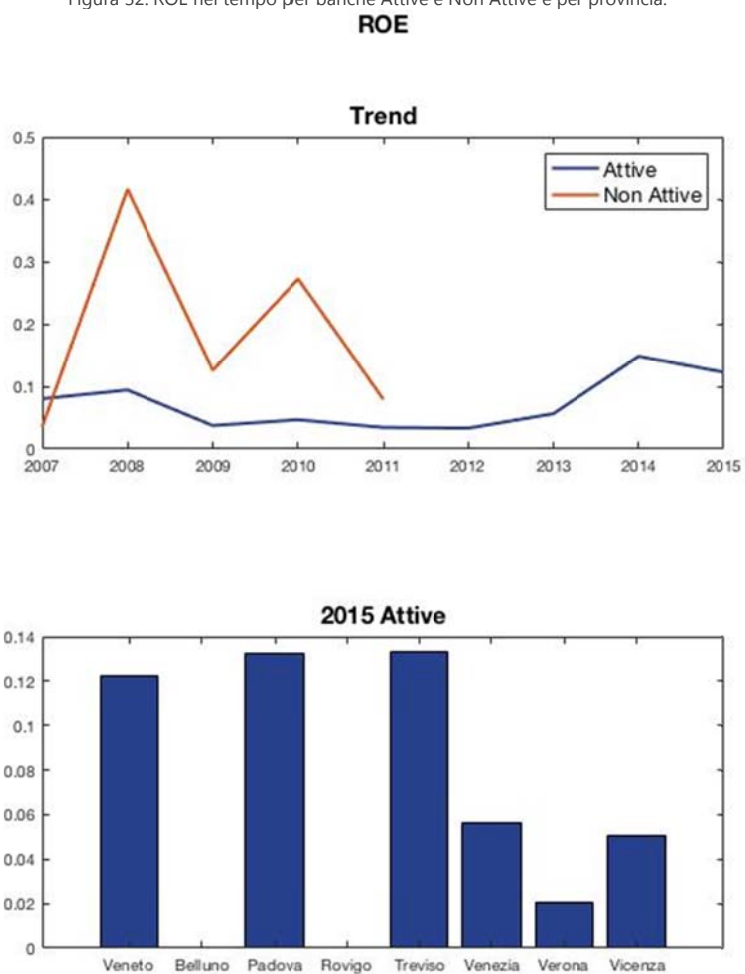
Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

La Figura 31 riporta un indice comparabile con facilità con quello delle aziende (Figura 16), il *Return On Sales* (ROS), che, nella dimensione bancaria, rappresenta **il margine operativo ovvero il rendimento della gestione caratteristica della banca**³³. A riconferma di quanto emerso dalla Figura 31, si evidenzia una gestione sorprendente nelle banche poi risultate inattive. Probabilmente alla ricerca di alti indici di redditività, le banche poi risultate in grave dissesto hanno intrapreso investimenti molto rischiosi.

³³ L'indicatore utilizzato è il complemento a 1 del *Cost-income ratio* calcolato dalla Banca d'Italia nelle sue analisi ovvero Costi Operativi su Risultato di Gestione.

La Figura 32, rappresentante il *Return On Equity* (ROE) conferma la Figura 31. Le banche che hanno manifestato gravi difficoltà avevano rendimenti molto elevati, ma per questo sicuramente altamente rischiosi.

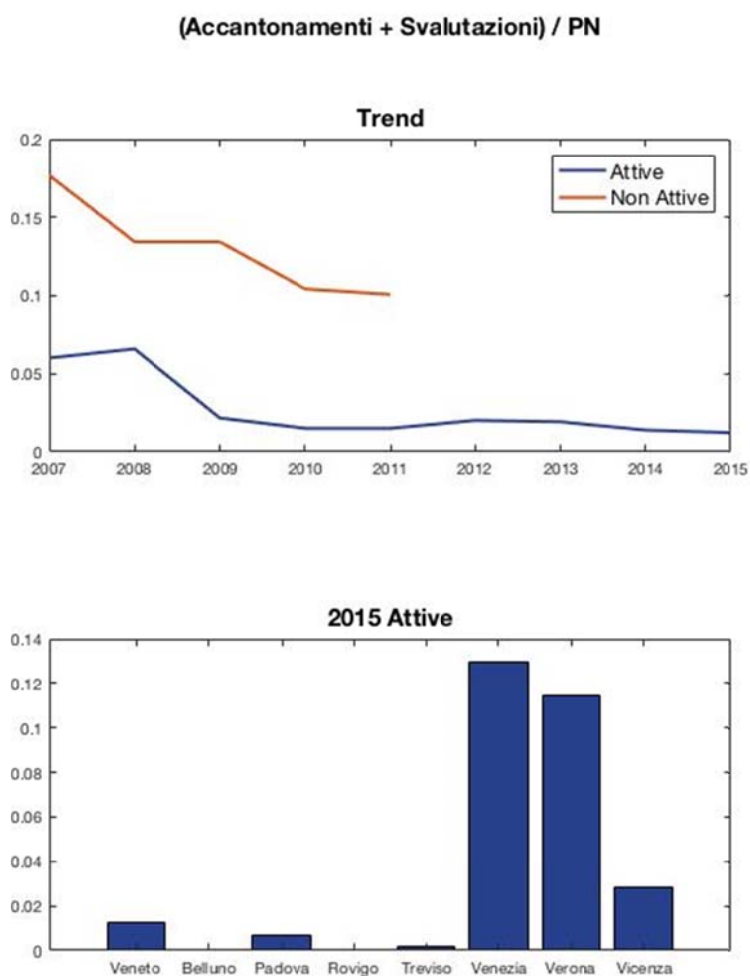
Figura 32: ROE nel tempo per banche Attive e Non Attive e per provincia.



Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

La Figura 33 pone l'attenzione su un aspetto cruciale già emerso nell'introduzione: solo nel 2016 sono stati rettificati, doverosamente, i crediti deteriorati. Questo richiama l'esigenza di una normativa per la svalutazione degli NPL che sono invece mantenuti a bilancio oltre il dovuto, complice una legislazione lacunosa e forse penalizzante sulle svalutazioni degli stessi.

Figura 33: Accantonamenti e svalutazioni sul patrimonio netto nel tempo per banche Attive e Non Attive e per provincia.

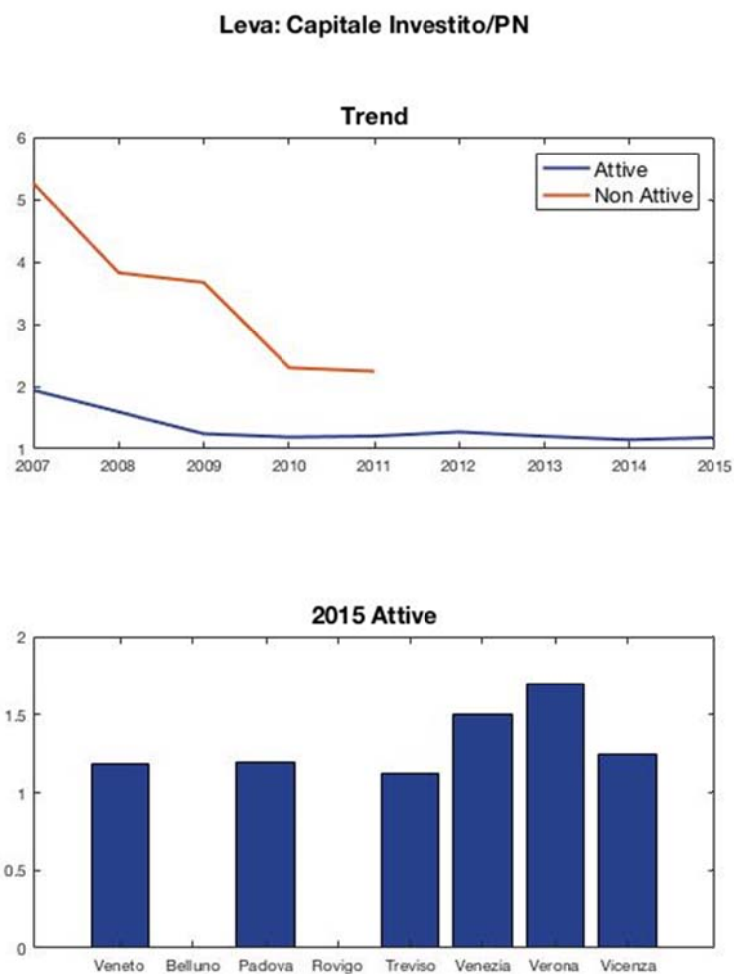


Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

La provincia di Vicenza, ove molte banche hanno poi evidenziato gravissime difficoltà, non ha operato grandi svalutazioni, almeno sino a data recente.

La Figura 34 chiarisce una problematica legata al *credit crunch* o restrizione di credito. Inizialmente, le banche, soprattutto quelle meno solide, hanno elargito molti prestiti, probabilmente a imprese non meritevoli di credito.

Figura 34: Capitale investito su patrimonio netto nel tempo per banche Attive e Non Attive e per provincia.



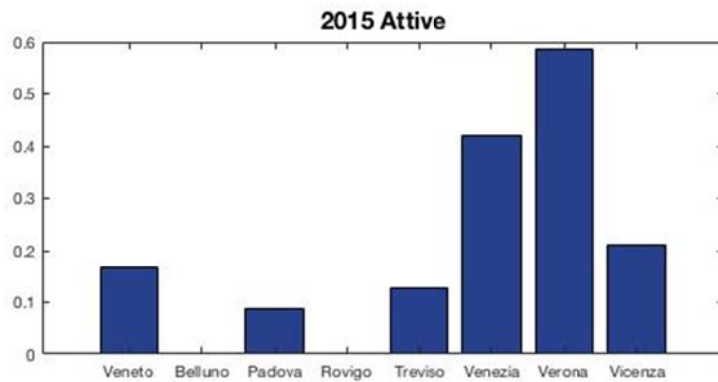
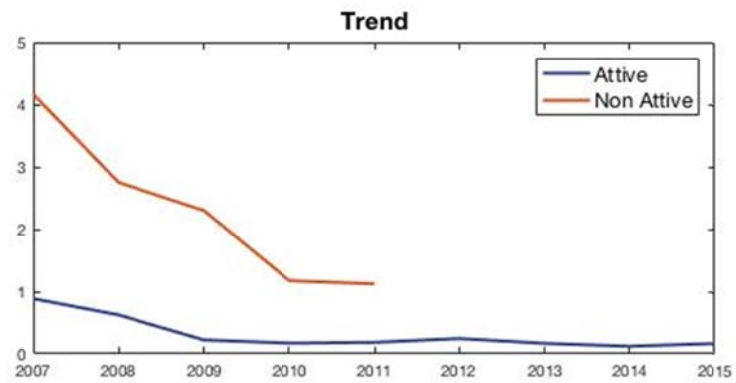
Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

Successivamente, si è verificata una marcata riduzione degli investimenti a detrimento anche di imprese sane.

L'indebitamento, riscontrabile in Figura 35, richiama ancora l'attenzione sull'eccessivo sbilanciamento della composizione fra debiti e capitale netto, soprattutto nelle banche in difficoltà.

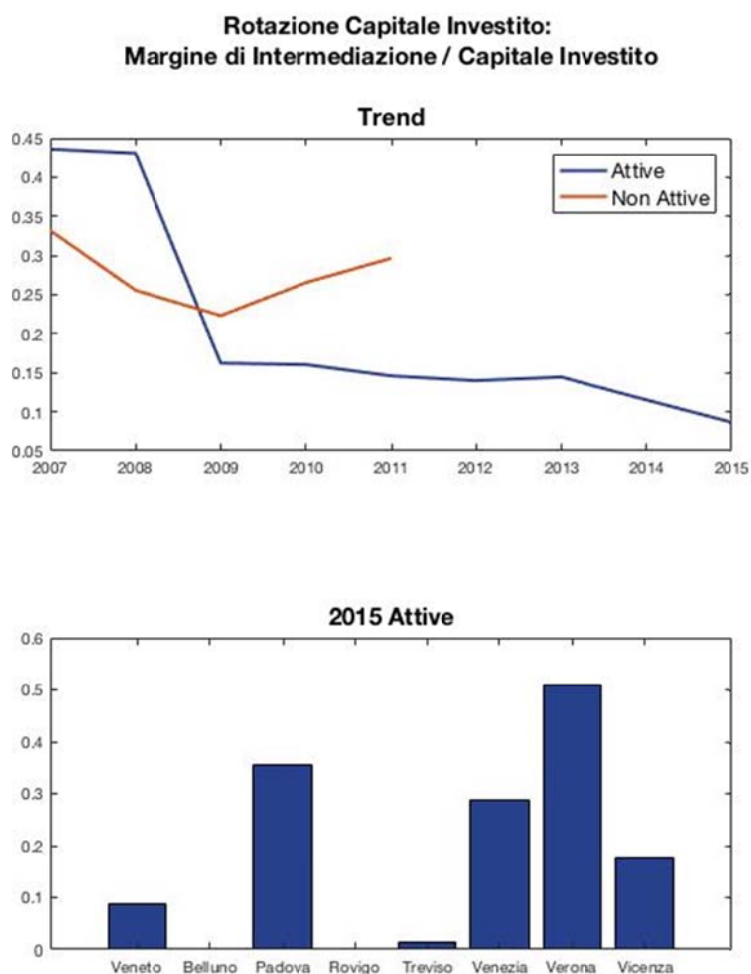
Figura 35: Debito su patrimonio netto nel tempo per banche Attive e Non Attive e per provincia.

Indebitamento: (Depositi + Debiti vs Banche + altre passività) / PN



Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

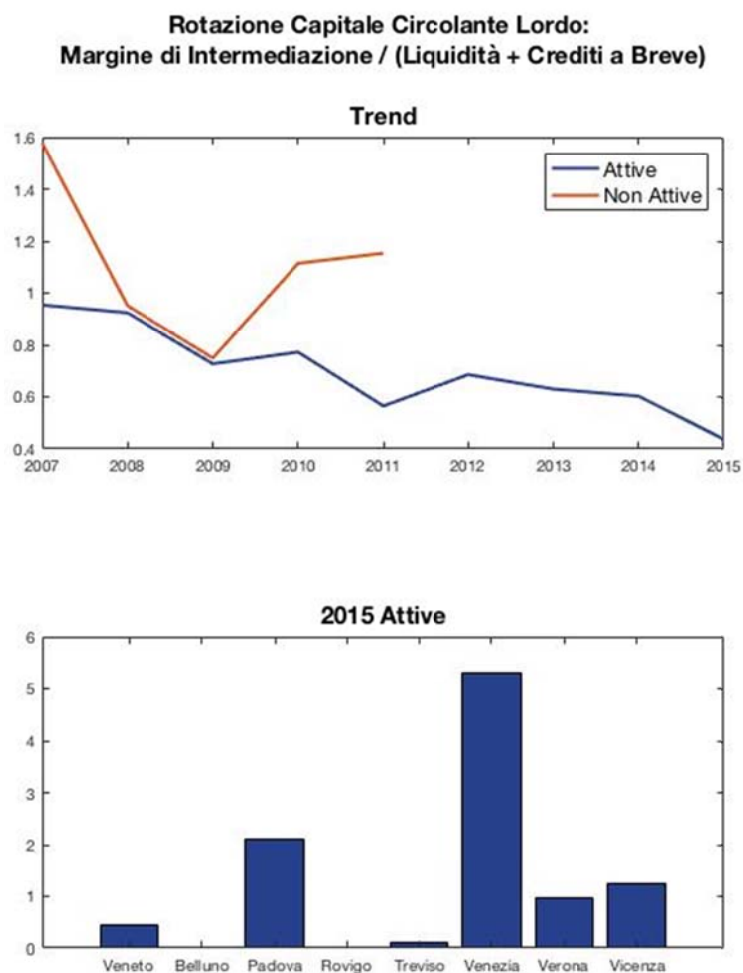
Figura 36: Margine di Intermediazione su Capitale investito nel tempo per banche Attive e Non Attive e per provincia.



Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

I ricavi, pesati per il capitale investito (Figura 36) si sono assottigliati per le banche Attive mentre, è confermato il trend di quelle poi risultate inattive che hanno cercato elevati ricavi, ma con profili di rischio successivamente rivelatisi fatali.

Figura 37: Circolante (una visione di breve periodo) nel tempo per banche Attive e Non Attive e per provincia.

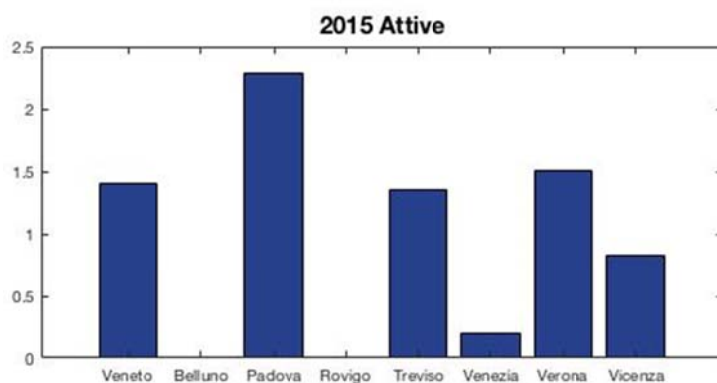
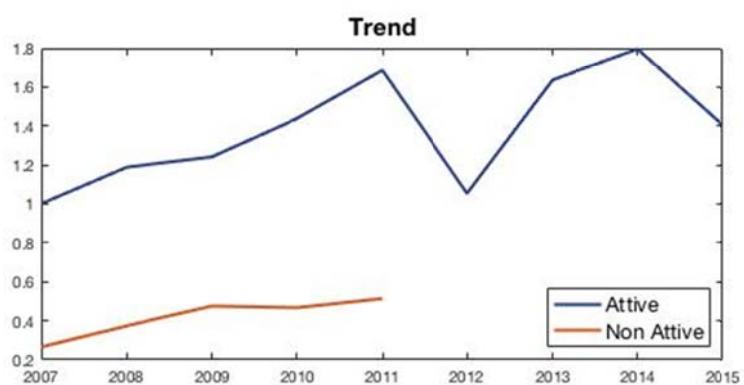


Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

Anche la situazione di breve periodo conferma una diminuzione del circolante (Figura 37) e le banche inattive, con i loro anomali comportamenti, avrebbero potuto richiamare l'attenzione sul problema sistemico di squilibrio fra impieghi a termine e a breve. **I margini d'Intermediazione sono pertanto distribuiti in modo poco omogeneo e di difficile prevedibilità fra attività a breve e a lungo termine.**

Figura 38: Disponibilità (una visione di breve periodo) nel tempo per banche Attive e Non Attive e per provincia.

**Indice di Disponibilità:
(Liquidità + Crediti a Breve) / (Depositi a Breve + Debiti a Breve)**

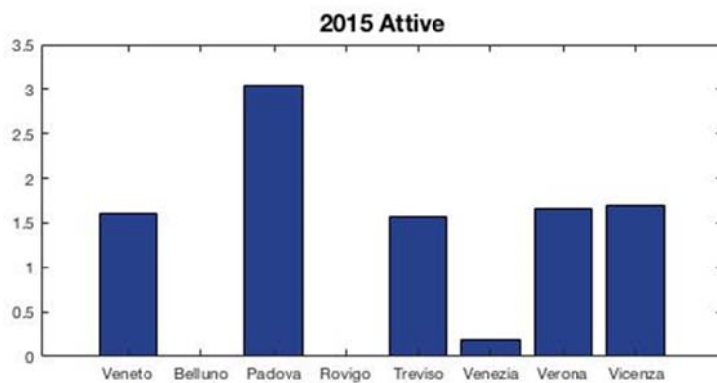
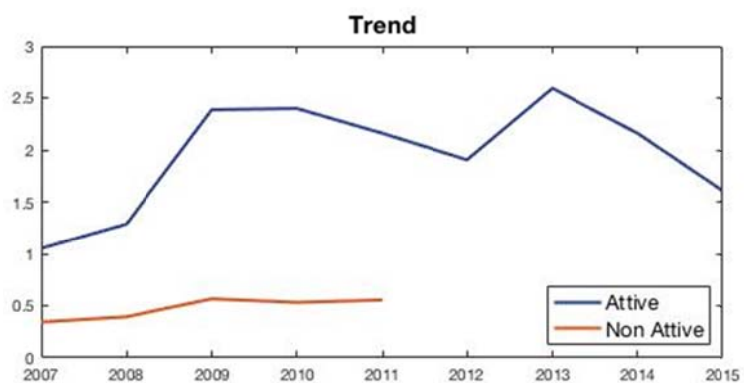


Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

Come dimostra la Figura 38, le disponibilità a breve scarseggiavano nelle banche poi inattive, a riconferma di gravi tensioni di liquidità.

Figura 39: Liquidità (una visione di breve periodo) nel tempo per banche Attive e Non Attive e per provincia.

Indice di Liquidità:
(Liquidità + Disponibilità Finanziarie) / (Depositi a Breve + Debiti a Breve)



Fonte: Elaborazioni su dati AIDA

La Figura 39 può essere interpretata in modo complementare alla Figura 25 ed evidenzia tensioni di liquidità di sistema che, in una rete bancaria interconnessa, si propagano a tutto il settore finanziario.

4 ARGOMENTAZIONI E PROPOSTE FINALI

Le analisi rilevano come il credito sia stato concesso anche ad aziende con parametri non idonei e questo è probabilmente dovuto a diverse cause:

- la vicinanza fra i centri decisionali di erogazione e le aziende stesse permette di acquisire informazioni extra-contabili talvolta preziose ma favorisce anche legami fiduciari interpersonali tra banca erogatrice e azienda finanziata non sempre motivati rispetto al merito di credito, soprattutto se questo è assente per lunghi periodi di tempo, diventando persistente;
- il sopraggiungere della crisi economico-finanziaria e la sua lunga durata nel tempo ha impedito il rientro delle aziende dalle posizioni debitorie nei tempi usuali pre-crisi e ha messo in seria difficoltà quelle scarsamente competitive nel proprio mercato di riferimento. La banca ha insistito nella sua azione erogatrice nella speranza del rientro, senza cogliere i segnali persistenti dell'effettiva impossibilità che ciò avvenisse, resa evidente anche da una corretta lettura dei dati di bilancio.

Al fine di ridurre questo effetto si auspica che i centri decisionali siano meno influenzabili dal territorio: i criteri di erogazione dovrebbero essere più legati a valutazioni oggettive e aziende con parametri non adeguati dovrebbero avere meno accessibilità al credito. Questo non significa che informazioni aggiuntive di tipo qualitativo, purché oggettive e riscontrabili, debbano essere bandite dai criteri di valutazione del merito creditizio ma è necessario che mantengano un'importanza subordinata e complementare. Criteri di erogazione più oggettivi e meno legati al territorio hanno, inoltre, come conseguenza valutazioni più attente all'effettivo merito che non alla dimensione. In questo modo si eviterebbe che le aziende meno strutturate siano escluse dal circuito erogatore, qualora i dati di bilancio ne permettano l'utilizzo.

È, inoltre, opportuno che i centri decisionali a livello di singola banca siano più autonomi e possano giudicare in modo oggettivo.

Per quanto attiene il sistema bancario con ampia visione integrata micro/macro, in sintesi si può affermare che:

- un'analisi sistemica e nel tempo avrebbe potuto evidenziare delle anomalie nel sistema bancario;
- gli elevati indici di redditività (ma con elevato rischio) come quelli delle banche, poi divenute inattive poiché assorbite e incorporate in altri istituti, costituiscono utili "campanelli" d'allarme;
- il patrimonio netto, in linea con i requisiti di Basilea, è un buon indicatore di solidità come confermato dall'importante letteratura scientifica citata;
- manca una regolamentazione per la svalutazione dei titoli non performanti;
- inizialmente il credito è stato concesso anche a imprese non meritevoli, mentre la successiva restrizione dei prestiti ha riguardato anche per imprese meritevoli;
- le banche che successivamente hanno manifestato difficoltà erano in tensione di liquidità corrente;
- le tensioni di liquidità di sistema, a causa di una fitta rete di interconnessioni, si sono propagate a tutto il settore finanziario.

4.1 COLLEGAMENTI MACROECONOMIA – AZIENDE – BANCHE.

L'analisi condotta sulle tre aree in dettaglio, macroeconomica, aziendale e bancaria, suggerisce delle considerazioni conclusive d'insieme.

La crisi del 2007 ha portato alla flessione della crescita del PIL veneto che, comunque, si è mantenuta in territorio positivo (+1.6%); nel 2008 l'impatto rafforzato della crisi finanziaria ha aperto la strada a una decrescita del PIL (-2.1%) culminata con il -5.9% del 2009 (Figura 2). Dopo un leggero recupero nel 2010, il trend negativo è ripreso a causa anche dell'acuirsi della crisi nel 2012, segnando un -3.2%. Ancora una contrazione si è registrata nel 2013 e, dal 2014, sono iniziati i primi deboli segnali di ripresa che, a oggi, si possono ritenere consolidati, anche alla luce delle stime/previsioni del modello GREM-VE per il triennio 2017-2019 (Figura 12). Questi dati, se confrontati con le medie nazionali, dimostrano una buona tenuta rispetto agli eventi negativi e anche una discreta capacità di recupero che non teme confronti con le regioni più industrializzate. Tale situazione macroeconomica è paragonabile con quella che emerge dall'analisi delle aziende (Figura 13: Ricavi delle Vendite per addetto nel tempo per imprese Attive e Non Attive e per provincia.). È, tuttavia, interessante notare che, a fronte di parametri di redditività deteriorati per le aziende Non Attive (Figura 16) il loro indebitamento sia rimasto comunque elevato (Figura 21). Essendo le Non Attive aziende fallite, si ritiene possibile che questo sia stato il canale attraverso il quale la crisi si è rapidamente trasferita al settore bancario. A titolo di esempio si rammentano i dati di bilancio delle due maggiori banche venete (Tabella 13) che trovano conforto nel Margine di Intermediazione per addetto del settore bancario del territorio (Figura 29).

La redditività delle banche fallite, inoltre, consente di evidenziare come siano stati forse assunti rischi eccessivi, dato in linea con il grafico relativo al ROS (Figura 31) dal quale emerge una situazione esattamente speculare alla Figura 3: le banche destinate al fallimento avevano una redditività molto elevata.

La situazione attuale per quanto riguarda le aziende trova ancora una volta riscontro nell'andamento macroeconomico della regione evidenziato nella Figura 2. Dal punto di vista dei ricavi, nel 2015 si erano quasi raggiunti i livelli pre-crisi e si osserva un notevole incremento del costo del lavoro, mentre, per quanto riguarda la redditività, sembra che vi sia ancora del cammino da fare (Tabella 11).

Per quanto riguarda l'indebitamento, inoltre, nel 2015 si è registrato un 27.3% in meno rispetto ai livelli pre-crisi, dato che, per le Attive, non era comunque particolarmente preoccupante. Complessivamente, una situazione nella quale l'indebitamento è in miglioramento e la redditività non ancora completamente ritrovata può essere espressione di debolezza sul fronte degli investimenti. Tale riflessione sembrerebbe confermata anche dal calo degli ammortamenti, che potrebbe indicare il perdurare, nel 2015, di condizioni ancora restrittive per il credito.

4.2 ESEMPIO DI COPERTURA PER CATASTROFI NATURALI

Nell'ambito delle garanzie e assicurazioni per ristabilire il credito alle imprese, si riporta l'esempio delle catastrofi naturali come spunto di riflessione per la costituzione di un fondo di garanzia e aiuto alle imprese colpite dalla crisi.

I costi economici delle catastrofi naturali sono andati aumentando nel tempo. Come riportano gli studi di scienze naturali, fra il 1944 e il 1990, le spese dello Stato in queste voci sono state pari a 74 miliardi di euro, di cui 34 per il terremoto del 1980 in Basilicata-Irpinia (magnitudo 6.9) e 11 per quello del Friuli del 1976 (2 scosse di magnitudo 6.5). Il costo economico dei due terremoti (magnitudo circa 6) dell'Aquila del 2009 (10 miliardi di euro) e dell'Emilia del 2012 (13 miliardi di euro) è paragonabile a quello del Friuli, malgrado la magnitudo inferiore¹.

Nel solo settore agricolo, che interessa particolarmente regioni come il Vento, vi è sempre stata una grande attenzione ai rischi ambientali, cambiamenti climatici e fitopatie. La recente Conferenza Stato-Regioni ha approvato il decreto del **Ministero delle Politiche Agricole Alimentari e Forestali (MiPAAF)** per il riconoscimento, la costituzione e la gestione dei **fondi di mutualizzazione** in agricoltura che potranno beneficiare dei sostegni previsti nell'ambito del **Piano di Sviluppo Regionale (PSR) 2014-2020**. I fondi possono essere utilizzati per coprire **perdite economiche** causate da **avversità atmosferiche, insorgenza di focolai, fitopatie, emergenze ambientali** e da un **drastico calo del reddito**. Il Ministro delle Politiche Agricole Alimentari e Forestali ha sottolineato come tale intervento sia pari a **1,6 miliardi di euro** e alimentato con fondi nazionali ed europei².

4.3 Perdite stimate da parte delle persone giuridiche coinvolte nelle due Popolari venete.

Per valutare, anche in modo sommario, quali possano essere stati gli effetti per le imprese con azioni nelle due Popolari, si rileva che Veneto Banca contava a fine 2014 un numero di soci pari a 87 989, dei quali l'11.5% era costituito da persone giuridiche. Popolare di Vicenza, alla fine del 2015, aveva 111 041 soci, dei quali il 10.1% era costituito da persone giuridiche. Considerando i patrimoni delle due banche valutati agli ultimi prezzi approvati e successivamente azzerati e sommando gli importi, ipotizzando che la percentuale di azioni possedute dalle persone giuridiche non sia inferiore alla loro rilevanza in seno alla complessiva compagine degli azionisti, si può calcolare che **le persone giuridiche hanno subito una perdita teorica di 1 218 336 473.2 euro. Tale dato è probabilmente una sottostima delle perdite delle persone giuridiche, poiché è verosimile che il numero di azioni detenute da queste sia superiore alla media generale e che fra le persone fisiche vi siano anche microimprese.**

¹ Scandone (2015).

² Pelliconi (2016).

Tabella 18: Stima delle perdite materializzate per le persone giuridiche

| | Popolare di Vicenza | Veneto Banca |
|-----------------------------------|------------------------|------------------|
| Azioni in circolazione | 100.587.829 | 124.486.701 |
| Prezzo massimo | 62,50 | 40,75 |
| Perdita | 6.286.739.312,5 | 5.072.833.065,75 |
| Persone giuridiche in % | 10,10 | 11,50 |
| Perdita persone giuridiche | 634.960.670,6 | 583.375.802,6 |
| SOMMA (persone giuridiche) | 1.218.336.473,2 | |

Fonte: Elaborazioni su dati di bilancio

Tuttavia, come motivato nella parte quantitativa, fra le imprese giuridiche vi possono essere forme societarie che non sono di interesse al fine della quantificazione della perdita.

4.4 PROPOSTE SPECIFICHE

La raccolta dati e la ricognizione tecnico-scientifica ha fatto emergere l'urgenza e la necessità di agire su diversi fronti in un'ottica di **breve periodo** e con una contemporanea azione ad **orizzonte futuro**.

Fra le azioni immediate vi sono quelle rivolte alle sole imprese con l'intervento di Veneto Sviluppo e il ripristino del clima di fiducia dei cittadini nei confronti del sistema creditizio. La creazione di un Consorzio di Garanzia Privato, unitamente ad altre azioni di coinvolgimento del territorio, creerebbe, inoltre, una struttura ancor più resistente.

La Mappatura dei NPL e lo Stress test per le aziende costituirebbero una base di conoscenza utile a prevenire eventuali nuove crisi.

L'opera di lungo periodo si fonda sul raggiungimento di un adeguato ed esteso livello di alfabetizzazione finanziaria ottenibile con interventi mirati, fra i quali includiamo la formazione per il settore bancario e l'*advisory*.

L'impegno profuso dalla Commissione con le misure proposte attiverrebbe un clima di fiducia da parte della popolazione. È innegabile come la crisi bancaria abbia fortemente compromesso il rapporto fiduciario, vitale per le attività creditizie, costruito con notevole sforzo negli ultimi decenni.

4.4.1 Fondo di Garanzia

Si propongono, in primo luogo, l'estensione del mandato di Veneto Sviluppo con l'auspicio di una collaborazione con Confidi e l'eventuale approvazione di un decreto legge per l'utilizzo dei finanziamenti d'impresa per circolante e non unicamente per investimenti produttivi, come tradizionalmente concepito nelle attività di Veneto Sviluppo. Come indicano i numeri della crisi, le imprese hanno subito una forte contrazione delle opportunità d'investimento, una diminuzione degli ordinativi e del fatturato, un evidente danno di redditività. Allo stesso tempo è importante sottolineare il fatto che una delle tre macro-aree d'intervento di Veneto Sviluppo, sino a pochi anni fa attraente, fosse il credito agevolato. Oggi, a causa dei tagli ai tassi, tale attività è di minore interesse per le imprese che invece necessitano liquidità immediata.

In merito all'attuazione delle misure proposte, il Fondo Regionale di Garanzia, DGR n. 1116/2011 e LR 19/2004, prevede il sostegno alle PMI. Con apposito atto di notifica della Giunta Regionale per calamità economica potrebbe esserne previsto l'utilizzo a fini specifici, così come fatto per le delibere anticrisi già applicate. Fra i diversi capitoli previsti dal Fondo di Garanzia, vi sono i finanziamenti alle PMI che, controllando le limitazioni di diversificazione del rischio e di sostegno delle imprese in "difficoltà", potrebbero essere rinforzati destinando maggiori risorse.

Nell'autonomia operativa di Veneto Sviluppo e nei limiti della regolamentazione in materia bancaria, si auspica l'utilizzo del Fondo di Garanzia per il sostegno del circolante delle PMI o del credito a breve in generale e per la finanza innovativa. In tal senso, preme fare attenzione all'Allegato A alla DGR n. 789/2012 punto 3.2 (b) che riporta:

" 3.2 Nell'ambito del Portafoglio, non possono essere ricompresi Finanziamenti a Imprese:

... omissis...

(b) qualificabili come Imprese In Difficoltà o che presentino una probabilità di default superiore a quella corrispondente alla quarta classe di qualità creditizia della tabella di cui alla Comunicazione della

4.4.2 *Un Consorzio di Garanzia privato*

Negli USA, caratterizzati da un mercato degli NPL esteso e completo, si prevedono delle contrattazioni similari atte a valorizzare equamente gli NPL e a evitare eccessive svalutazioni. In Europa, dove il mercato degli NPL non è sviluppato, vi è quindi la necessità di costituire un Consorzio di banche che provveda alla muta assicurazione e intervento per la salvaguardia di crediti non esigibili ma con una possibilità di recupero maggiore rispetto a quanto avviene se si acquisita da società finanziarie.

Appare urgente provvedere all'assicurazione, a mezzo di consorzi bancari, degli NPL per evitare la completa svalutazione, con conseguente consegna alle finanziere come discusso in precedenza, e le implicazioni economiche nel territorio.

Una soluzione potrebbe essere l'estensione del meccanismo tecnico dei CoFIDI alle poste bancarie relative agli NPL. Un **Consorzio di Garanzia**, al quale aderiscano le diverse banche con lo scopo di muta assistenza, eviterebbe l'eccessivo *risk-taking* e *moral hazard* che può generare una normale forma assicurativa.

Sarebbe opportuno richiedere agli organi competenti la trattazione di questa tematica, considerando anche la predisposizione di incentivi per le banche aderenti al Consorzio. Quest'ultimo dovrà, peraltro, nell'interesse di tutti gli aderenti, effettuare uno screening sulle diverse tipologie di NPL e garantire "il salvataggio" delle imprese che necessitano solamente di liquidità per poter riprendere la propria attività.

4.4.3 *Minibond e altre attività finanziarie sul territorio*

Fra le misure da attivare nel breve e medio periodo sono da considerare la maggior promozione di strumenti già esistenti quali i minibond e le cambiali finanziarie, nonché la possibilità di sensibilizzare fondi (come Solidarietà Veneto e Veneto Sviluppo) al reinvestimento nel territorio delle risorse raccolte, nel rispetto delle esigenze di diversificazione imposte dalle regolamentazioni. Tali strumenti possono essere attivati con la collaborazione di controparti quali la Banca Europea per gli Investimenti (BEI) così come è avvenuto per gli Idrobond, e il Fondo Europeo degli Investimenti (FEI).

4.4.4 *Mappatura degli NPL banche e aziende*

Allo stato attuale l'economia del Veneto è in lento miglioramento, confermato dagli indicatori economici e dalla situazione macroeconomica mondiale. Sarebbe opportuno, in questa fase, non disperdere le energie e cercare il più possibile di essere efficienti nell'erogazione del credito, utilizzandolo come volano di crescita. A questo fine si suggerisce una **completa ed esaustiva mappatura degli NPL**, creando una base conoscitiva delle relazioni che legano banche e aziende; è evidente infatti la necessità di **limitare la volatilità e quindi la gestione degli NPL nel bilancio di aziende meritevoli di tutela**. In tal modo sarebbe possibile valutare, ad esempio, l'impatto indiretto del credito concesso a un'azienda su una seconda, fortemente correlata alla prima dal punto di vista commerciale. Presumibilmente, infatti, la seconda azienda potrà beneficiare di una maggior facilità di far fronte ai propri debiti, innescando un circolo virtuoso per tutti i soggetti coinvolti.

Un esempio potrà chiarire meglio tale dinamica. Si considerino l'Azienda 1, la Banca 1, l'Azienda 2 e la Banca 2. Si supponga che l'Azienda 1 costruisca motori e che li venda, in una percentuale non trascurabile, all'Azienda 2 e che abbia credito presso entrambe le banche. Qualora ci siano le condizioni e se le sinergie tra i soggetti fossero note, Banca 2 potrebbe trovare interessante erogare credito all'Azienda 2, che potrà quindi continuare ad acquistare motori dall'Azienda 1. Quest'ultima avrà maggiori possibilità di saldare i propri debiti presso la Banca 2 stessa e la Banca 1. A sua volta, la Banca 1 potrebbe essere interessata a meccanismi simili verso altre aziende e banche. La completa ed esaustiva mappatura degli NPL e del credito consentirebbe alle banche e alle aziende che volessero partecipare al progetto, di sfruttare il più possibile tutte le concatenazioni rilevate. La proposta punta quindi a favorire le azioni di erogazione mirate e la mappatura faciliterebbe anche l'attività di screening descritta nel punto 4.4.2.

4.4.5 *Stress test per le aziende*

Analogamente al settore bancario, sarebbe di pratica utilità uno strumento analitico in grado di determinare la possibilità di fallimento di un'azienda, dato il suo mercato, la sua struttura aziendale e le dinamiche economiche dell'area geografica d'interesse. La realizzazione di tale **strumento di stress test** permetterebbe di valutare appieno la pericolosità di un credito, prima che essa si manifesti, e di decidere con anticipo se permangono o no le situazioni di mercato e le capacità operative dell'azienda quando la situazione macroeconomica diventa turbolenta³.

³ L'Università Ca' Foscari, grazie anche alla sua collaborazione con GRETA (<http://www.greta.it/>) ha maturato una considerevole esperienza nell'elaborare e implementare modelli macro-econometrici, nell'analisi di scenario e nelle simulazioni complesse. Considerando ad esempio gli strumenti già esistenti per l'analisi a livello internazionale, nazionale e regionale, il modello MEFIM (<http://www.greta.it/mefim.htm>) e il modello GREM (<http://www.greta.it/grem.htm>)

4.4.6 Rating integrato

Il Rating integrato è un altro esempio di misura "mista" da combinare alle proposte precedenti. Il progetto, promosso da CCAA Treviso con Ca' Foscari, Unindustria e Centro Banca Marca, analizza i bilanci di piccole e medie imprese allo scopo di costruire un nuovo strumento valutativo del merito creditizio.

Già dal suo avvio operativo sono emerse le prime evidenze sul bisogno di disporre di strumenti innovativi sui quali rifondare il rapporto fra banca e impresa, specie quelle di più piccole dimensioni. Nel periodo analizzato (2008-2011) un'impresa su cinque ha dimostrato anomalie negli indicatori di rischio aziendale e una su dieci ha invece evidenziato discontinuità annue nei rischi patiti. Il 4% delle imprese analizzate si è caratterizzata per entrambe le criticità: "sono anomale in modo anomalo". Il dato fa riflettere, se confrontato con i tassi delle nuove sofferenze bancarie.

Lo studio che si basa su un campione di 16.560 aziende e appare promettente soprattutto per fornire un eventuale supporto alle piccole imprese (ad esempio con gli strumenti previsti da Veneto Sviluppo).

4.4.7 Formazione per il settore bancario

Gli eventi recenti sollevano la necessità di formazione e monitoraggio per evitare il deteriorarsi della situazione come accaduto sino ad oggi. I criteri per l'erogazione del credito sono costituiti, generalmente, da indicazioni fornite dai dati di bilancio. Tali informazioni sono sicuramente indicative dello stato di salute dell'azienda, tuttavia vi sono altri indicatori, relativi, ad esempio, alla struttura aziendale, utili a inferirne l'effettiva capacità operativa. Per questo motivo si suggerisce un **percorso di formazione specifico** per i professionisti dell'erogazione del credito, in modo che essi siano in grado di definire un quadro completo ed esaustivo dello stato dell'azienda beneficiaria e di valutarne l'effettiva resilienza alle avversità di mercato, anche attraverso la corretta interpretazione dei risultati degli stress test aziendali menzionati al paragrafo 4.4.5.

4.4.8 Advisory finanziario

L'*Advisory* deve essere affiancato al sostegno di tipo finanziario sopra prefigurato. Il campo dell'*advisory* è stato, sino a oggi, affidato a società private e di consulenza finanziaria, non sempre alla portata del cittadino e di dubbia indipendenza, quanto meno economica. La Commissione potrebbe proporre un ruolo istituzionale di guida delle piccole/medie imprese attraverso la collaborazione di istituzioni accademiche, Veneto Sviluppo e Confidi.

4.4.9 Alfabetizzazione finanziaria

Fra le misure di lungo periodo e di competenza diretta della Regione, vi è l'**alfabetizzazione finanziaria** con l'intento di elaborare una normativa efficace per la sua implementazione. Come rilevato dal Rapporto OCSE-PISA 2012, i risultati dell'Italia in materia di alfabetizzazione finanziaria sono inferiori alla media dei 13 paesi ed economie dell'OCSE considerati nella ricerca (fra i quali Germania, Francia, Danimarca, Italia, ecc.). Oltre uno studente su cinque in Italia (il 21.7% rispetto al 15.3% in media nei paesi ed economie dell'OCSE) non riesce a raggiungere il livello di riferimento per le competenze di alfabetizzazione finanziaria (indicato come Livello 2). Gli studenti, tuttavia, riconoscono la differenza tra bisogni e desideri, sono in grado di prendere decisioni semplici sulle spese quotidiane e riconoscono lo scopo di documenti finanziari nella vita di ogni giorno, come ad esempio una fattura. Solo il 2.1% degli studenti italiani raggiunge il livello più elevato nella scala PISA (rispetto a una media del 9.7% nei paesi ed economie dell'area OCSE).

Il quadro disegnato dall'OCSE conferma la proposta avanzata dalla Commissione da attuarsi con strumenti eterogenei al fine di raggiungere il maggior numero di cittadini possibile.

Alcuni esempi di formazione degli studenti e dell'utenza del sistema finanziario in generale sono stati già concretizzati dall'Università Ca' Foscari attraverso social network⁴, programmi di lezioni rivolte alla cittadinanza⁵, azioni di

possono fornire le proiezioni delle principali variabili macroeconomiche considerando le ipotesi di scenario ritenute plausibili. Utilizzando poi l'output di tali modelli come input per le aziende e le banche, si possono implementare strumenti di simulazione per le variabili aziendali e bancarie in modo da valutare la loro robustezza in situazioni economiche avverse. Il test può essere completato con la valutazione delle risorse di gestione dell'azienda e le eventuali necessità di nuovo credito, delimitando così le aree d'intervento e la resilienza dell'azienda.

⁴ Economia a Prova di IGNO – Lezioni in "pillole" dedicate a "Il Risparmio" (Monica Billio, Università Ca' Foscari Venezia, https://www.youtube.com/watch?v=jQvj9_eZ6Q) e a "Le Pensioni" (Agar Brugiavini, Università Ca' Foscari Venezia, https://www.youtube.com/watch?v=GI1LFKMh6RQ&index=1&list=PLaMuVAIzqPqvB70QXapXhB8_wi5c7XFAB).

⁵ Con il patrocinio della città di Treviso. La bozza del programma prevede lezioni dedicate a: Reddito, risparmio, ricchezza (Giancarlo Corò, Università Ca' Foscari Venezia), Chi Intermedia il denaro? (Monica Billio e Marcella Lucchetta, Università Ca' Foscari Venezia), Banche e Regolamentazione (Elisa Cavezzali, Università Ca' Foscari Venezia), Investimenti e Immobili (Ernesto Serraglia, Presidente Fondazione Luciano Iglesias), Quanto rischiare? (Mario Bellia, Università Ca' Foscari Venezia e Goethe University Frankfurt), Strategia e valore finanziario dell'impresa (Guido Massimiliano Mantovani, Università Ca' Foscari Venezia).

sensibilizzazione nelle scuole medie⁶ e con l'attivazione di uno sportello atto a promuovere il risparmio consapevole e la previdenza alternativa⁷.

Le eventuali iniziative proposte andrebbero promosse e gestite attraverso un piano di comunicazione al quale potrebbe cooperare la Fondazione di Venezia.

BIBLIOGRAFIA

Anginer Deniz e Asli Demirguc-Kunt (2014) "Bank Capital and Systemic Stability", *Policy Research Working Paper*, 6948. World Bank, Washington DC.

Banca Centrale Europea (2010) *Rapporto annuale 2010*.

Banca Centrale Europea (2014) *Rapporto annuale 2014*.

Banca d'Italia (2015) *Economie regionali*, 21, giugno 2015.

Banca d'Italia (2017) *Bollettino Statistico*, primo trimestre 2017.

Banca d'Italia (2018) *Bollettino economico*, 1, 19 gennaio 2018.

Demirguc-Kunt Asli, Enrica Detragiache e Ouarda Merrouche (2013) "Bank Capital: Lessons from the Financial Crisis", *Journal of Money, Credit and Banking*, 45.6 (2013): 1147-1164.

European Banking Authority – EBA (2016) "2016 EU-Wide Stress Test Results", 29 July 2016.

European Commission (2018) *European Economic Forecast*, Winter 2018 (Interim), 07 febbraio 2018

Flannery Mark J. (2016) "Stabilizing Large Financial Institutions with Contingent Capital Certificates", *Quarterly Journal of Finance*, 6.02 (2016): 1650006.

Garrido José, Anke Weber e Emanuel A. Kopp (2016) "Cleaning-up Bank Balance Sheets: Economic, Legal, and Supervisory Measures for Italy", *IMF Working Papers*.

Inps – Coordinamento Generale Statistico attuariale (2017) "Cassa Integrazione Guadagni e Disoccupazione", *Report mensile*, agosto 2017.

International Monetary Fund (2018) *World Economic Outlook Update*, gennaio 2018

Pavesi Fabio (2017) "Ecco le 114 banche italiane a rischio per le sofferenze", *Il Sole 24 Ore*, 25 marzo 2017.

Pelliconi Lorenzo (2016) "MiPAAF, ok ai fondi di mutualizzazione", *Agronotizie*, 18 aprile 2016.

Scandone Roberto (2015) "Le catastrofi naturali in Italia", *Scienze e Ricerche*, 10, agosto 2015. *eco*

Unioncamere del Veneto (2009) *Relazione sulla situazione economica del Veneto nel 2009*.

Unioncamere del Veneto (2010) *Relazione sulla situazione economica del Veneto nel 2010*.

⁶ La prof.ssa Billio ha promosso e coordinato diversi incontri con le scuole medie ed elementari, sottolineando l'importanza di formare personale qualificato ad alfabetizzare i ragazzi nelle scuole.

⁷ Sportello similare a INFO-FUTURO (http://www.unive.it/nqcontent.cfm?a_id=142247).