

MEFIM

MODELLO
ECONOMETRICO
FINANZIARIO
INTERNAZIONALE
MENSILE

Settembre 2017

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.

Il modello è stimato con dati che vanno da maggio 1986 a agosto 2017.

Nell'individuazione della struttura ottimale si sono sottoposti a verifica empirica i concetti della teoria economica e finanziaria tramite l'analisi econometrica. In particolare l'uso dell'analisi di cointegrazione è stato in grado di mettere in evidenza la struttura che nel lungo periodo governa i tassi di interesse, i depositi e gli impieghi bancari al fine di poter inserire nel modello equazioni nella forma ECM (Error Correction Mechanism).

Gli scenari di coerenza, come risultato del modello, sono forniti mensilmente sulla base di simulazioni che tengono conto delle nuove informazioni derivanti dall'aggiornamento dei dati.

Con la stessa frequenza GRETA riunisce il proprio Comitato Finanza formato da docenti dell'Università "Ca' Foscari" di Venezia e da esperti del settore bancario al fine di valutare gli andamenti prospettici delle variabili esogene del modello e verificare la coerenza dei risultati sulle variabili endogene ottenute da MEFIM.

La pubblicazione è a cura di Lucia Trevisan e Francesca Volo.

Questa nota ha finalità puramente informative e riflette le opinioni di GRETA. Essa non intende sollecitare posizioni di rischio di alcun tipo. I dati sono derivati da fonti ritenute affidabili, ma nel merito delle quali GRETA non ha responsabilità diretta.

IL QUADRO GENERALE

Sul finire del mese di agosto, le tensioni geopolitiche si sono intensificate dopo che la Corea del Nord ha lanciato un missile balistico a medio raggio che ha sorvolato i cieli del Giappone e ha minacciato di colpire l'isola di Guan, avamposto americano sul Pacifico. Il dollaro si è indebolito contro tutte le principali valute. Quest'ultimo atto di provocazione da parte di Pyongyang non ha fatto altro che enfatizzare una tendenza della valuta statunitense già iniziata in luglio, per l'*empasse* della politica fiscale di Trump e i messaggi della Fed di una maggiore prudenza nel rialzo dei tassi ufficiali.

Intanto, la ripresa economica si è intensificata nel secondo trimestre dell'anno in corso in tutte e tre le macroaree, USA, Eurozona e Giappone, portando la crescita tendenziale al di sopra del 2%

(2.2%, 2.2% e 2.1%, rispettivamente), con una sincronizzazione dei cicli. Tuttavia, l'assenza di segnali inflazionistici concreti ha convinto gli operatori finanziari che la normalizzazione delle politiche monetarie, dopo anni di stimoli ultra espansivi, ha più margini di tempo per essere attuata. Questo si è riflesso sui rendimenti dei titoli di Stato americani ed europei *core* che sono scesi di circa 10 punti base sulla scadenza decennale (quelli giapponesi sono controllati dalla Banca Centrale).

Tenendo conto che, dalle stesse dichiarazioni dei componenti del *Board*, la probabilità nel breve termine di un'approvazione di uno stimolo fiscale è diminuita ulteriormente o che lo stimolo sarà più limitato del previsto, riteniamo che alla riunione di settembre la Fed non interverrà sui tassi ufficiali. In quell'occasione molto probabilmente darà maggiori indicazioni sulla tempistica del piano di normalizzazione del suo bilancio. In base a quanto dichiarato finora e già riportato nel nostro documento del mese scorso, ridurrà gradualmente i titoli in portafoglio mediante reinvestimenti decrescenti dei titoli in scadenza. Saranno reinvestiti solo i titoli di Stato in eccesso rispetto al tetto massimo di 6 miliardi di dollari mensili, soglia fissata a 4 miliardi per i *corporate*. Il tetto massimo sarà poi aumentato di 6 e 4 miliardi di dollari, rispettivamente, ogni 3 mesi nell'intervallo di un anno fino a raggiungere i 30 e i 20 miliardi.

Assegniamo, tuttavia, una probabilità del 60% (Scenario C) all'eventualità che la Fed aumenti di 25 punti base i tassi ufficiali a dicembre di quest'anno. Ovviamente il rialzo dipenderà dall'andamento dell'inflazione. Su questo tema i componenti del *Board* sono divisi, come è emerso dalle minute della riunione di luglio: alcuni hanno dichiarato che le aspettative di mercato sui prezzi sono sotto controllo, altri sostengono che potrebbero aumentare improvvisamente e temono un *overshooting* dell'occupazione. Dal canto nostro riteniamo, pur consapevoli della minore correlazione tra crescita e inflazione (sottolineata nel documento precedente), che il rischio di qualche tensione sui prezzi stia aumentando. I fattori da considerare sono: 1) il mercato del lavoro è vicino al pieno impiego; 2) se è vero che l'atteso effetto espansivo della riforma fiscale si sta sgonfiando, dall'altro la spinta alla ripresa dovrebbe giungere dal canale estero, per l'indebolimento del dollaro in atto oramai da tre/quattro mesi, e dal fronte interno per la ricostruzione nelle aree distrutte dall'uragano Harvey, 3) il prezzo del petrolio potrebbe essere sostenuto dalle tensioni geopolitiche e dai tempi di rimessa in funzione delle raffinerie (si veda il commento riportato di seguito); 4) la sensibilità dei mercati agli indicatori inflazionistici rende elevata la probabilità di una sovra-reazione anche in presenza di un minimo segnale.

Si sottolineano, infine, due importanti appuntamenti: 1) entro la fine di settembre il Congresso deve rifinanziare l'attività dell'amministrazione federale, per evitare il rischio di *shutdown*, cioè il blocco totale delle spese non essenziali a causa del raggiungimento del tetto del debito; 2) a febbraio del 2018 scade il mandato di Janet Yellen alla presidenza della Fed.

Al di qua dell'Atlantico, l'euro non è solo sostenuto dalla debolezza del dollaro, ma anche da una forza propria. I fattori sono 1) il rafforzamento della ripresa economica in tutta l'area, emerso con i dati trimestrali del PIL del secondo trimestre, che vede anche i Paesi periferici, come l'Italia, accorciare le distanze in termini di crescita rispetto al locomotore della Germania; 2) le tensioni geopolitiche tra la Corea del Nord e gli USA, che fanno prediligere l'Eurozona come mercato-rifugio in cui investire. Da inizio anno si è rafforzato del 14% contro il dollaro

| | |
|-----------------------------|----|
| Il quadro generale | 3 |
| Gli ultimi dati | 5 |
| Gli scenari | 10 |
| Grafici variabili esogene | 11 |
| Commento ai risultati | 13 |
| Grafici variabili endogene | 14 |
| Grafici struttura a termine | 16 |
| Grafici volumi | 17 |
| Tabella scenario A | 18 |
| Tabella scenario B | 19 |
| Tabella scenario C | 20 |
| Grafici storici | 21 |

e la tendenza dovrebbe mantenersi anche nella seconda parte dell'anno. Questo complica il processo di normalizzazione della politica monetaria della BCE che ha iniziato il *Quantitative Easing* a marzo 2015 acquistando finora circa 2.3 trilioni di euro di obbligazioni. **Messaggi di politica restrittiva (l'atteso *Tapering*, cioè il ridimensionamento del *QE*) rafforzerebbero ancora di più l'euro, minando la ripresa in atto.** La crescita sarebbe penalizzata attraverso un indebolimento delle esportazioni e si limiterebbero i rischi inflazionistici. In pratica, **il recente rafforzamento dell'euro riduce l'urgenza di rimuovere lo stimolo monetario.** Per questo motivo ribadiamo quanto detto il mese scorso: **probabilmente la BCE inizierà a discutere del *Tapering* alla riunione di settembre, ma sarà molto cauta nel linguaggio di comunicazione, rinviando l'annuncio in merito a dicembre di quest'anno, quando cioè il *QE* scadrà, e l'intervento effettivo in autunno del 2018 (Scenario C – probabilità 60%).** In ogni caso, le tensioni all'interno del *Board* non mancheranno nei prossimi mesi. La Germania metterà pressioni affinché il *Tapering* venga implementato già nella prima parte del 2018 (Scenario B - probabilità 10%). Un messaggio implicito in tale direzione è già giunto dalla Bundesbank, con la pubblicazione degli stress test sulle banche tedesche minori non rientranti nella sfera della BCE. Sessantotto istituti sono stati bocciati. Non sono stati comunicati i nomi delle banche che potrebbero essere in difficoltà, ma solo il numero: circa il 4.5% su 1 550 istituti monitorati non rispetterebbe i minimi prudenziali previsti. La causa di questo risultato è attribuita alla loro bassa redditività, penalizzati dalla politica di tassi ufficiali nulli. La comunicazione dei risultati non era obbligatoria, appare quindi come un monito alla BCE sulle conseguenze del protrarsi troppo a lungo dell'attuale politica monetaria. È da sottolineare, infine, che **le elezioni tedesche previste per il 24 settembre non dovrebbero costituire fonte di tensione.** I sondaggi danno il partito conservatore, il CDU guidato dalla cancelliera Angela Merkel, ai primi posti del consenso popolare (38%), seguito dall'SPD di Martin Schulz (24%). Quindi, la probabilità di una conferma dello status quo è molto alta, ma anche in caso di vittoria di Schulz lo scenario non cambierebbe più di tanto essendo anch'egli filo europeista.

Il Giappone, con i dati trimestrali del PIL relativi al secondo trimestre, è riuscito ad accorciare le distanze in termini di crescita rispetto agli USA e all'Area Euro, portando il tendenziale al di sopra del 2%, anche se di poco. I dati mensili al momento disponibili, relativi al terzo trimestre ancora non noto, non sono privi di ombre, ma il circolo virtuoso innescato dalle buone condizioni del mercato del lavoro sta dando segnali tangibili di ripresa. **Alcuni fattori potrebbero però attenuare la crescita.** 1) **Se le tensioni geopolitiche a livello internazionale si intensificassero, lo yen si rafforzerebbe** come è già avvenuto in agosto, poiché il Giappone è il maggior creditore al mondo e se si dovesse materializzare una crisi, gli investitori nipponici rimpatrierebbero i loro fondi. Questo, ovviamente, non farebbe bene alla crescita, per il ridimensionamento delle esportazioni. 2) **Come già sottolineato il mese scorso, le questioni politiche potrebbero offuscare lo scenario: il Governo in carica, guidato da Abe, ha registrato recentemente un calo dei consensi a favore dell'opposizione.** Tenendo conto che finora Abe, insieme al suo prescelto Koruda alla guida della Banca Centrale del Giappone, è stato visto come il paladino della lotta alla deflazione, un'eventuale crisi politica interna nuocerebbe al ciclo economico.

Qualche tensione sul prezzo del petrolio potrebbe emergere nei prossimi mesi. Da un lato, infatti, l'Agenzia Internazionale dell'Energia (IEA) ha dichiarato che in luglio è diminuito al 94% il taglio della produzione dei Paesi OPEC e non OPEC rispetto agli accordi presi; in agosto, le scorte di greggio sono diminuite più del previsto e la domanda mondiale di petrolio è leggermente aumentata; l'Uragano Harvey, che ha colpito il Texas e la Louisiana in agosto, ha messo a rischio la produzione nel Golfo degli Stati Uniti. **Tuttavia, dall'altro lato, riteniamo che le pressioni sul prezzo del petrolio rimarranno limitate, fungendo più da impedimento a quotazioni sotto i 50 dollari al barile per il Brent (quotato a Londra) e sotto i 45 per il WTI (quotato in Texas), che da rilevanti e durature spinte verso l'alto.** Questo perché l'uragano Harvey non dovrebbe avere le stesse ripercussioni sul greggio rispetto a Katrina, che colpì New Orleans nel 2005. Allora il 95% della produzione petrolifera si paralizzò e il petrolio superò i 70 dollari al barile. Harvey, invece, è stato meno devastante e ha colpito soprattutto le raffinerie sulla terraferma e in misura minore le piattaforme off-shore. Il ritorno alla normalità della produzione di greggio dovrebbe quindi essere più veloce. **Solo l'intensificarsi delle tensioni geopolitiche potrà portare le quotazioni sopra i 50 dollari per il WTI e 55 per il Brent.**

GLI ULTIMI DATI

In USA, la revisione al rialzo dei dati sul PIL del secondo trimestre del 2017 ha reso più evidente la ripresa, dopo la battuta d'arresto dei primi tre mesi dell'anno. Il PIL è, infatti, cresciuto di +3% t/t annualizzato rispetto al preliminare più contenuto di +2.6% t/t, battendo anche le attese (+2.7%). Il vantaggio in termini tendenziali è più limitato con una crescita di +2.2% a/a anziché di +2.1%, ma comunque consolida la ripresa al di sopra del 2%. **Il miglioramento è da attribuire essenzialmente alle voci di consumi e investimenti, mentre la spesa pubblica è stata rivista al ribasso** a -0.3% t/t da +0.7%, rendendo negativo il suo contributo (-0.1% t/t da +0.1% del preliminare). In particolare, i consumi sono stati rivisti al rialzo a +3.3% t/t da +2.8% pubblicato in fase preliminare. Tale aggiustamento ha consentito a questa componente, che rappresentava l'anello debole nel primo trimestre e principale fonte di preoccupazione tra i componenti del *Board* della Fed, di contribuire più incisivamente alla crescita grazie ad un apporto di +2.3% t/t dal preliminare di +1.9%. Analoga correzione vi è stata per gli investimenti, che sono stati rivisti al rialzo a +3.6% t/t da +2.2%, grazie soprattutto a quelli non residenziali che sono cresciuti di +6.9% t/t anziché di +5.2%, con un contributo più corposo di quasi +1% t/t. **Il comparto residenziale, invece, rimane debole** con un calo di -6.5% t/t, rivisto leggermente al rialzo da -6.8%. Il canale estero ha subito una revisione al ribasso sia in termini di esportazioni sia di importazioni, lasciando inalterato a +0.2% t/t il suo contributo alla crescita. Le scorte sono rimaste neutrali. **In definitiva, i nuovi dati trimestrali confermano che le incertezze sui consumi di inizio anno avevano carattere transitorio. In termini prospettici, gli investimenti potrebbero risentire della delusione latente sulla politica fiscale per le difficoltà di Trump nel far approvare le riforme annunciate, mentre la tendenza del dollaro a indebolirsi dovrebbe consentire al canale estero di registrare risultati migliori nel resto dell'anno.**

I dati mensili, relativi prevalentemente a luglio, quindi rilevanti perché riferiti al terzo trimestre ancora non noto, confermano il buono stato di salute dell'economia americana, con un mercato del lavoro in ulteriore rafforzamento, domanda e offerta che dimostrano un andamento soddisfacente e un'inflazione che stenta a farsi vedere. I dati relativi al mercato del lavoro di luglio, infatti, sono stati molto positivi, battendo le attese, e quelli del mese precedente sono stati rivisti al rialzo: il tasso di disoccupazione è ritornato a 4.3% da 4.4% di giugno, ai minimi da sedici anni; l'occupazione è aumentata di +209 000 unità, sostanzialmente tutte nel settore privato, al di sopra di un'aspettativa di +180 000, e il dato di giugno si è rafforzato a +231 000 rispetto alla precedente stima di +222 000. **Nonostante questo ulteriore progresso, non sono emerse per il momento pressioni inflazionistiche dai salari**, che hanno mantenuto la dinamica tendenziale di giugno (+2.5% a/a). Il costo unitario del lavoro nel secondo trimestre ha registrato addirittura una battuta d'arresto a +0.6% t/t annualizzato a fronte di una crescita di +5.4% t/t del trimestre precedente. **Dal lato dell'offerta, sempre a luglio, la produzione industriale ha confermato la sua dinamica positiva** con un aumento di +0.2% m/m, dopo il +0.4% di giugno. L'unico dato negativo è rappresentato dagli ordini di beni durevoli che sono diminuiti drasticamente di -6.8% m/m. Tuttavia, da un'attenta lettura dei dati, si evince che il calo è giustificato dalla forza del mese precedente (+6.4% m/m) e, se si escludono i trasporti, diventa positivo a +0.5%. **Resta, invece, debole il settore edilizio**, come già emerso dalle rilevazioni trimestrali commentate in precedenza: a luglio tutti gli indicatori sono negativi, con l'avvio di nuovi cantieri in calo di -4.8% m/m e le vendite di nuove case di -9.4% m/m. Infine, **in agosto, la fiducia delle imprese, secondo l'indice NAPM di Chicago, è risultata stabile** a 58.9, dopo la pesante correzione verso il basso di luglio da 65.7 di giugno. **Dal lato della domanda, i dati confermano che l'incertezza dei consumi registrata nel primo trimestre dell'anno è stata in parte superata:** in luglio, le vendite al dettaglio sono

USA

Il ciclo economico si rafforza grazie ai consumi. Sta aumentando il rischio di qualche segnale inflazionistico

aumentate di +0.6% m/m, contro un'aspettativa di una dinamica un po' meno positiva (+0.3%); il dato di giugno è stato rivisto al rialzo, permettendo alla variazione mensile dell'indicatore di cambiare di segno a +0.3% dalla precedente stima di -0.2%. In agosto, **la fiducia dei consumatori**, attraverso l'indicatore del *Conference Board*, ha evidenziato un ulteriore miglioramento a 122.9 da 120 di luglio, mese in cui aveva già registrato un sostanzioso rialzo da 117.3 di giugno. **In questo scenario positivo di crescita, i segnali inflazionistici rimangono ancora assenti:** in luglio, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi PCE (*Personal Consumption Expenditures*) è rimasta invariata a +1.4% a/a rispetto al mese precedente ed è la stessa dell'indice *core*, depurato dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, in ridimensionamento da +1.5% a/a di giugno.

In conclusione, **nonostante l'incertezza sull'implementazione della politica fiscale espansiva, il rafforzamento del ciclo economico e l'indebolimento del dollaro (che dovrebbe alimentare le esportazioni) stanno aumentando il rischio che qualche segnale inflazionistico emerga nei prossimi mesi.** Ribadiamo, pertanto, lo scenario del mese precedente: **è probabile che la Fed non aumenti i tassi ufficiali a settembre, ma intervenga a dicembre con un rialzo di 25 punti base (Scenario C - probabilità 60%).**

Anche in Giappone, i dati trimestrali del PIL del secondo trimestre, dopo la debolezza di inizio anno, evidenziano una sostanziale ripresa economica, trainata dalle componenti interne dei consumi e degli investimenti. Il PIL nipponico, infatti, tra aprile e giugno è aumentato di +1%, al di sopra delle aspettative (+0.6%), portando la variazione tendenziale a +2.1% a/a. Si tratta di un notevole rinvigorimento della ripresa se paragonato al risultato del primo trimestre, limitato a +1.4% (rivisto al rialzo da +1.3%). **La componente che ha trainato maggiormente la crescita è stata quella degli investimenti**, contribuendo con un +0.7% t/t. Più accentuata è risultata la dinamica positiva dei consumi che, aumentando di +0.9% t/t, rispetto a +0.4% del trimestre precedente, hanno supportato la ripresa con un +0.5% t/t. **Si è rivelato buono anche l'apporto della spesa pubblica (+0.3% t/t), mentre il canale estero ha sottratto crescita per un -0.3% t/t a causa di un doppio effetto negativo prodotto da un calo delle esportazioni di -0.5% t/t e da un concomitante aumento delle importazioni di +1.4% t/t.** Dai dati mensili, relativi prevalentemente a luglio, emergono tuttavia luci e ombre, **soprattutto dal lato dell'offerta.** Se da un lato le buone condizioni del mercato del lavoro, che ha confermato il tasso di disoccupazione di giugno (+2.8%), sostengono la domanda, dall'altro l'offerta ha registrato segnali di incertezza. A luglio, infatti, l'incremento rilevante delle vendite al dettaglio di +1.1% m/m conferma l'inversione di tendenza di giugno (+0.2%), dopo l'importante calo di maggio (-1.5%), andando ben oltre le attese di +0.3%. Lo stesso è accaduto al reddito disponibile in termini reali, che a luglio è aumentato di +2.2% m/m, proseguendo la dinamica positiva imboccata dal brillante +6.9% di giugno. La fiducia dei consumatori si è portata a +43.8 da +43.3 del mese precedente. **L'unico dato negativo dal lato della domanda è stato quello dei consumi privati (-4.1% m/m a luglio) che non hanno saputo sfruttare il buon andamento del reddito disponibile:** i consumatori restano cauti nelle loro decisioni di spesa. **Dal lato dell'offerta, invece, le ombre sono più numerose:** dopo il brillante incremento di giugno (+2.2% m/m, tra l'altro, rivisto al rialzo da +1.6%), **la produzione industriale è diminuita di -0.8% m/m.** Le aspettative erano per una correzione, ma in termini meno pessimistici (-0.3%). **Gli ordini di macchinari all'industria non sono riusciti a invertire la tendenza negativa in atto ormai da tre mesi:** a giugno hanno registrato un altro calo di -1.9% m/m, dopo quelli consistenti di -3.6% di maggio e -3.1% di aprile. Sono state completamente deluse le aspettative del mercato che contava su di una decisa inversione di tendenza (+3.6%). Nonostante ciò, la fiducia dei produttori manifatturieri, letta attraverso il PMI di agosto, è aumentata a 52.8 da 52.1 del mese precedente.

GIAPPONE

Sostanziale la ripresa nel secondo trimestre. Dai dati relativi a luglio emerge qualche incertezza dal lato dell'offerta

Scarsi risultano i progressi sull'inflazione, che rimane sempre ben lontana dall'obiettivo del 2% della Banca Centrale: a luglio, il CPI globale ha registrato una variazione percentuale tendenziale di +0.4% a/a da +0.3% del mese precedente e l'indice *core* si è portato a +0.5% a/a da +0.3% di giugno. I segnali sono incoraggianti, ma ancora troppo limitati.

In conclusione, il processo di trasmissione dal mercato del lavoro alla domanda e da qui all'offerta sta proseguendo, anche se con lentezza. È probabile che nei prossimi mesi anche l'offerta possa risentire in positivo del processo virtuoso, ma la cautela rimane d'obbligo. In ogni caso, la bassissima inflazione fa del Giappone il Paese con più probabilità di mantenere ancora molto a lungo la politica monetaria ultra espansiva, come dichiarato dallo stesso Presidente della Banca Centrale, Koruda.

Per l'Area Euro, i dati trimestrali del PIL del secondo trimestre, disponibili per il momento solo in forma aggregata, confermano e rafforzano la ripresa in atto. La crescita si è attestata a +0.6% t/t, portando la variazione tendenziale a +2.2% a/a da +1.9% del trimestre precedente. Il buon risultato era nelle attese. Gli effetti benefici della politica monetaria espansiva della BCE sono diventati veramente tangibili e la crescita dovrebbe essere garantita anche nel resto dell'anno, dal momento che il *Quantitative Easing* è assicurato dalle parole di Draghi fino a fine 2017. La ripresa è guidata dalla Germania, ma anche negli altri Paesi, come Francia e Italia, i segnali vanno in questa direzione.

I nuovi dati mensili, relativi principalmente a giugno-luglio, confermano la buona intonazione, soprattutto della domanda e della fiducia di consumatori e imprenditori, a fronte di un'inflazione ancora contenuta. A luglio, infatti, il mercato del lavoro ha consolidato il livello del tasso di disoccupazione di 9.1% del mese precedente e nel primo trimestre dell'anno l'incremento di 660.000 nuovi occupati supera il risultato del trimestre precedente (+555.000). Il tasso di disoccupazione rimane ovviamente ancora molto elevato, ma i miglioramenti stanno supportando la domanda: le vendite al dettaglio di giugno non solo hanno rafforzato la dinamica positiva dei mesi precedenti con un +0.5% m/m, rispetto a +0.4% di maggio e +0.1% di aprile, ma hanno anche battuto le aspettative di un'invarianza. La fiducia di produttori e consumatori continua a mantenersi ai massimi degli ultimi 6 anni: ad agosto, l'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) ha proseguito la sua corsa verso l'alto, raggiungendo quota 111.9 da 111.3 di luglio (rivisto da 111.2) e 111.1 di giugno. Il PMI (che testa la fiducia dei produttori) del settore manifatturiero si è allontanato ulteriormente dalla soglia dei 50 punti, al di sopra della quale indica un'economia in espansione, portandosi a 57.4 da 56.6 del mese precedente; solo quello del settore dei servizi ha evidenziato qualche incertezza con un ridimensionamento a 54.9 da 55.4. Meno brillanti sono stati i dati dal lato dell'offerta: a giugno, la produzione industriale è diminuita di -0.6% m/m (in linea con le attese di -0.5%), ma va tenuto conto che in maggio si era registrato un incremento cospicuo di +1.2%. Piuttosto debole risulta il settore delle costruzioni: queste ultime sono scese di -0.5% m/m, anche se il dato di maggio è stato rivisto in positivo, riducendo il calo a -0.2% da -0.7% della stima precedente.

Sul fronte dell'inflazione, ad agosto, la variazione tendenziale dell'indice globale HCPI si è portata a +1.5% a/a da +1.3% del mese precedente. Il risultato è dovuto al +1.8% a/a della Germania, ma negli altri Paesi dell'area mancano ancora pressioni sui prezzi. Inoltre, il *core*, che esclude le componenti più volatili dell'energia e degli alimentari, ad agosto è rimasto invariato a +1.2% a/a, ben lontano dall'obiettivo del 2%.

La crescita senza reali pressioni inflazionistiche ci fa ribadire quanto affermato il mese scorso. Riteniamo che la BCE possa iniziare a discutere di *Tapering* in autunno di quest'anno per pronunciarsi solo a dicembre, quando scadrà il *Quantitative Easing*, ma che la sua vera implementazione non avvenga prima dell'autunno del 2018 (Scenario C – probabilità 60%).

AREA EURO

Si conferma e rafforza la ripresa in atto, ma senza pressioni inflazionistiche

Resta, comunque, il fatto che il recente rilevante rafforzamento dell'euro imporrà a Draghi un atteggiamento cauto nel generare aspettative di un'inversione di tendenza della politica monetaria se non vuole vanificare i progressi ottenuti finora sul ciclo economico dell'Eurozona.

In Germania, i dati trimestrali del PIL del secondo trimestre rafforzano la ripresa in atto dall'inizio dell'anno in corso. La crescita dell'economia tedesca si è attestata a +0.6% t/t, portando il tasso tendenziale a +2.1% a/a da +1.9% del trimestre precedente. Quest'ultimo è stato rivisto al rialzo da +1.7%, grazie ad un aggiustamento della variazione congiunturale a +0.7% t/t da +0.6% della precedente stima. **Mentre nel primo trimestre era stato il canale estero a trainare la crescita**, con un contributo rilevante di +0.7% t/t, **ora questa componente si è rivelata la più debole**: le esportazioni nette hanno sottratto crescita per -0.3% t/t, a causa di un aumento delle importazioni (+1.7% t/t) più incisivo di quello delle esportazioni (+0.7% t/t). **Nel secondo trimestre sono stati i consumi a contribuire maggiormente alla ripresa** con un +0.4% t/t, grazie ad un potenziamento della loro dinamica di +0.8% t/t da +0.4% del dato precedente. **Gli investimenti sono cresciuti di meno** (+1% t/t rispetto a +2.7% del primo trimestre), per cui il loro contributo si è ridimensionato a +0.2% t/t dal più consistente +0.6%. La spesa pubblica è rimasta più o meno neutrale, mentre **è da segnalare un parziale riaggiustamento delle scorte** (+0.2% t/t) dopo il decumulo di inizio anno (-0.7%).

I nuovi dati mensili disponibili sono stati piuttosto deboli e si sono dimostrati in genere inferiori alle attese, segnalando forse un momento di pausa nella ripresa: a luglio, le vendite al dettaglio sono diminuite di -1.2% m/m dopo il brillante dato di +1.3% del mese precedente (rivisto da +1.1%) e +0.5% di maggio. Gli operatori si attendevano un ridimensionamento della dinamica (-0.6% m/m), ma non di tale entità. **A giugno, la produzione industriale è scesa** di -1.1% m/m, azzerando la crescita di maggio (+1.2%). Anche in questo caso le aspettative erano caute (+0.2% m/m), ma non tali da ritenere probabile un dato negativo. **Il settore delle costruzioni rimane in sofferenza**: dopo il calo di maggio di -1.3% m/m (rivisto al ribasso da -1%), la tendenza non si è invertita a giugno con un altro segnale negativo (-1% m/m). **Tuttavia, la serie degli ordini all'industria**, che dà indicazioni sull'evoluzione in futuro della produzione industriale e, quindi, importante per valutare la debolezza dei dati correnti, **ha proseguito la sua dinamica positiva**, registrando a giugno un altro +1% m/m, dopo il +1.1% di maggio. **Ad agosto, la fiducia dei produttori è rimasta sui massimi storici**, con l'indice Ifo a 115.9, registrando solo una trascurabile limatura verso il basso da 116 del mese precedente, e il PMI in rialzo sia nel settore manifatturiero (a 59.4 da 58.1 di luglio) sia in quello dei servizi (a 53.4 da 53.1). **Infine, il mercato del lavoro resta solido** con una conferma del tasso di disoccupazione a 5.7% in agosto. **Pertanto, la recente debolezza dei dati mensili dovrebbe avere carattere temporaneo**, forse influenzata dalla fisiologica incertezza per le elezioni politiche del 24 settembre.

A preoccupare, invece, è il fronte dell'inflazione: in agosto l'HCPI in termini tendenziali è aumentato a +1.8% a/a da +1.5% di luglio. È vero che l'indice *core*, disponibile per luglio, è rimasto stabile a +1.5% a/a, ma l'accorciamento della distanza di quello globale dall'obiettivo della BCE del 2%, darà filo da torcere a Draghi: **negli altri Paesi dell'area l'inflazione è ancora bassa**, ma il dato tedesco di agosto darà fiato all'endemica contrarietà della Germania al *Quantitative Easing*.

Germania

In Francia, la revisione dei dati relativi al secondo trimestre ha in sostanza confermato il recupero del ciclo economico. Il PIL è cresciuto di +1.7% a/a (di poco sotto al +1.8% del preliminare) e l'incremento congiunturale è rimasto +0.5% t/t. **Non si sono registrate variazioni di rilievo**, se non per le esportazioni nette, il cui contributo alla crescita si è leggermente ridimensionato a +0.6% t/t da +0.8% del preliminare, mantenendo

Francia

comunque la posizione di traino dell'economia. Risulta importante il riequilibrio delle scorte, già segnalato il mese scorso.

I dati mensili disponibili, che sono in prevalenza relativi a giugno, e quindi non aggiungono nuove informazioni rispetto ai trimestrali, hanno un po' deluso: la produzione industriale è scesa di -1.1% m/m, anche se va valutata alla luce del dato particolarmente forte di maggio (+1.9%); le costruzioni hanno continuato la tendenza negativa del mese precedente con un -0.6% m/m e le vendite al dettaglio sono diminuite di -0.3% m/m. Tuttavia, i pochi dati disponibili di luglio e agosto, più importanti perché relativi al terzo trimestre ancora non noto, lasciano presagire un proseguimento della ripresa: a luglio, i consumi delle famiglie sono aumentati di +0.7% m/m, la fiducia dei consumatori di agosto ha, tutto sommato, tenuto il livello del mese precedente (103 rispetto a 104) e quella dei produttori si è rafforzata con l'indice Insee a quota 111 da 108 di luglio.

Dall'altro lato, l'inflazione francese rimane ancora tra le più basse dell'Area Euro: la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi al consumo armonizzato si è attestata a +1% a/a e il *core*, disponibile solo per luglio, è fermo a +0.6% a/a.

Anche in Italia, i dati trimestrali del PIL del secondo trimestre, disponibili solo in forma aggregata, hanno confermato la ripresa: la crescita congiunturale è stata pari a +0.4% t/t, portando quella tendenziale a +1.5% a/a da +1.2% del trimestre precedente. Pur rimanendo in coda rispetto agli altri Paesi dell'Area Euro, ha accorciato la distanza e rappresenta la crescita tendenziale più alta degli ultimi sei anni.

Italia

I nuovi dati mensili, anche se riferiti al secondo trimestre già noto in forma preliminare, sono tutti molto positivi, sia dal lato dell'offerta sia della domanda, lasciando presagire un proseguimento della crescita nei prossimi trimestri. La produzione industriale a giugno è aumentata di +1.1% m/m, dopo il sostanzioso incremento di +0.7% di maggio, superando di molto le attese di +0.2%. Le serie delle costruzioni e degli ordini non sono state aggiornate (verranno rilasciate a settembre), ma ricordiamo che a maggio le prime hanno registrato un aumento rilevante di +3% m/m e i secondi, che danno indicazioni sull'evoluzione futura della produzione industriale, hanno segnato un balzo di +4.3% m/m. Le vendite al dettaglio a giugno sono aumentate di +0.6% m/m, battendo le aspettative di una sostanziale invarianza (+0.1%). In ogni caso sono positivi anche i dati mensili che rientrano nel terzo trimestre ancora non noto. In agosto la fiducia dei produttori ha raggiunto livelli massimi degli ultimi dieci anni, sia nel settore manifatturiero, per il quale l'indice si è portato a quota 108.1 da 107.8 di luglio, sia in quello dei servizi (107 da 105.1 di luglio). Ancora più incisivo è stato il balzo della fiducia dei consumatori a 110.8 da 106.9 del mese precedente, a fronte di un'attesa invarianza. L'unico dato meno soddisfacente è quello del tasso di disoccupazione che a luglio è aumentato a 11.3% da 11.2 di giugno, ma la correzione rimane limitata.

Sul fronte dei prezzi, si è registrata qualche correzione al rialzo, ma gli indicatori restano ancora ben lontani dall'obiettivo del 2% della BCE: ad agosto, la variazione tendenziale del HCPI globale si è attestata a +1.4% a/a da +1.2% del mese precedente e l'indice *core* a +1.1% da +0.8% a/a di luglio.

I rendimenti dei titoli di Stato italiani non dovrebbero subire importanti incrementi fino alla fine dell'anno. Qualche tensione potrà verificarsi con la presa in considerazione di un eventuale *Tapering* da parte della BCE. Va sottolineato che già nella prima parte del 2018 peseranno il clima elettorale e il ravvicinarsi dell'inversione di tendenza della politica monetaria. Quest'ultima, quando avverrà, influirà di più sui nostri titoli rispetto agli altri Paesi dell'Eurozona in termini di maggiore spesa per interessi, dato l'elevato debito pubblico italiano.

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

GLI SCENARI

A (30%)

USA: Naufraga gran parte della riforma fiscale per il disaccordo all'interno del partito stesso del Presidente Trump, giudicando eccessivi i rischi sul debito pubblico che il piano comporta. La delusione e il mancato effetto espansivo della politica fiscale implicano un ridimensionamento del ciclo economico con una crescita del PIL sotto il 2%. A fronte di questo quadro di debolezza economica, la Fed non interviene sui tassi ufficiali per il resto del 2017 e si limita ad attuare un graduale piano di normalizzazione del suo bilancio annunciandolo in autunno. I rendimenti decennali in USA scendono verso il 2% e il dollaro si indebolisce oltre 1.2 contro l'euro.

Area Euro: Continua la ripresa, ma in termini moderati per 1) l'apprezzamento dell'euro in gran parte dovuto alla debolezza del dollaro, che penalizza le esportazioni europee e 2) il contesto internazionale di crescita economica meno favorevole. La BCE inizia a discutere di *Tapering* in autunno di quest'anno, lo annuncia in dicembre, ma lo implementa non prima dell'autunno del 2018 perché la dinamica inflazionistica resta ancora contenuta. I rendimenti decennali dell'Eurozona rimangono intorno ai livelli di fine agosto per buona parte del restante 2017, con uno spread BTP/Bund intorno a 170 punti base. Nella primavera del 2018, le elezioni in Italia generano tensioni portando il rendimento del BTP a 10 anni a 2.2%.

B (10%)

USA: Viene approvata una riforma fiscale solo parziale per difficoltà di accordo tra i Repubblicani e per limitare i problemi di eccessivo debito pubblico, ma in ritardo rispetto allo scenario C. Il PIL cresce intorno tra 2-2.5% ed emergono rischi inflazionistici da salari, ma solo nel 2018. La Fed annuncia in autunno un graduale piano di normalizzazione del suo bilancio, ma rinvia a marzo del 2018 l'aumento dei tassi di riferimento di 25 punti base. Il dollaro resta debole per il resto del 2017 e ritorna a 1.17 solo a primavera del 2018. I rendimenti del decennale americano rimarranno sotto tono fino a dicembre e raggiungeranno il 2.3-2.4% al momento del secondo intervento sui tassi ufficiali previsto per giugno del 2018.

Area Euro: Una ripresa solida tra il 2-2.5% e un'inflazione prossima all'obiettivo del 2%, inducono la BCE ad anticipare il *Tapering* nella prima parte del 2018. L'inversione di tendenza della politica monetaria verso un sentiero restrittivo fa aumentare i rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona. L'Italia, più fragile per l'elevato debito pubblico e alle prese anche con l'incertezza politica delle elezioni, sarà particolarmente penalizzata: il rendimento decennale nella prima parte del 2018 può raggiungere il livello di 2.4-2.5% con uno spread verso i 190 punti base rispetto al Bund.

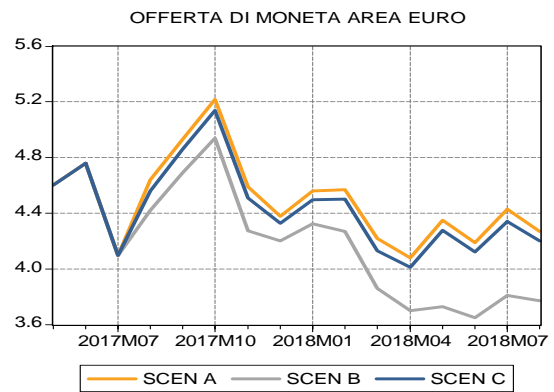
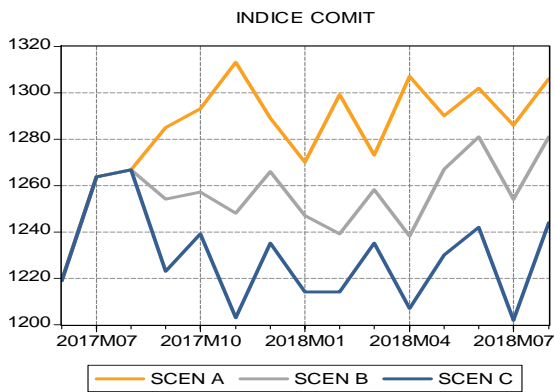
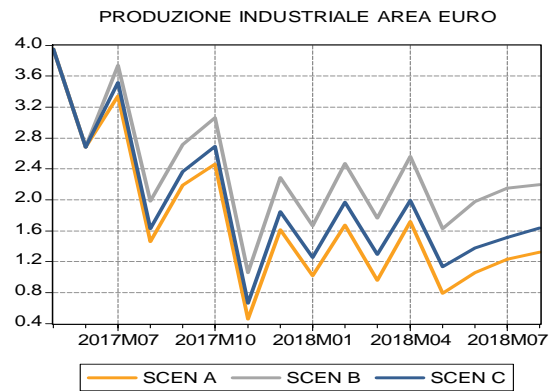
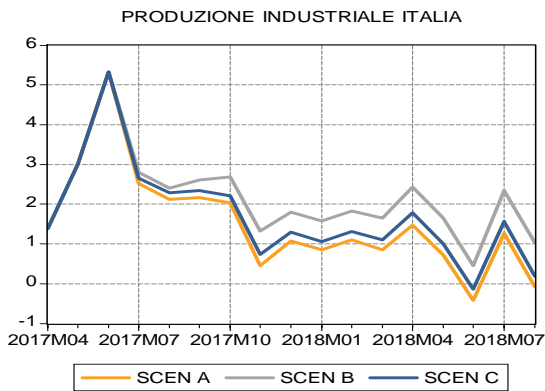
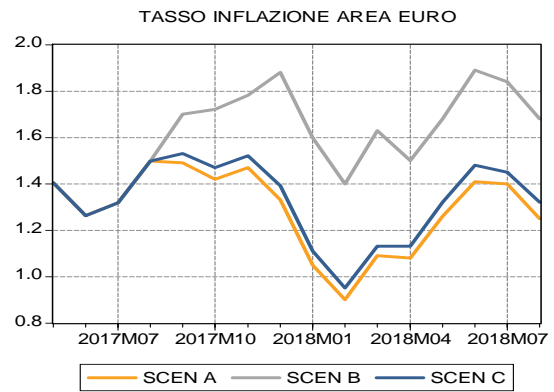
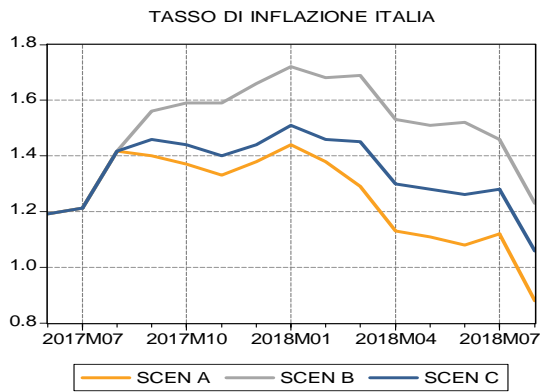
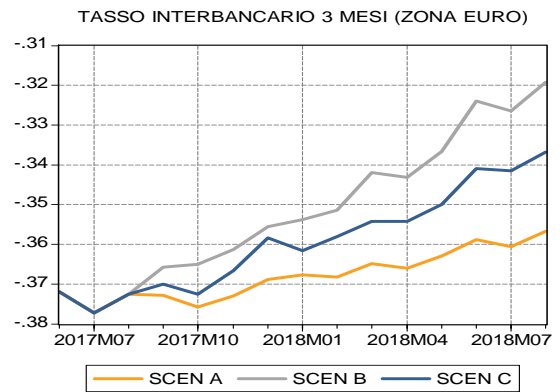
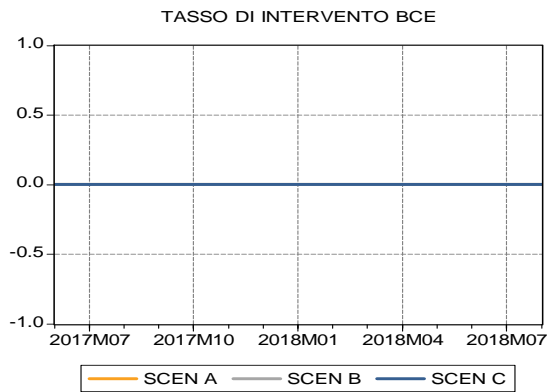
C (60%)

USA: Viene approvata una riforma fiscale solo parziale per difficoltà di accordo tra i Repubblicani e per limitare i problemi di eccessivo debito pubblico. Il PIL cresce intorno tra 2-2.5% ed emergono rischi inflazionistici da salari. La Fed aumenta i tassi di riferimento di 25 punti base a dicembre, oltre ad attuare il piano di ridimensionamento del suo bilancio annunciandolo in autunno. Il dollaro ritorna a 1.17, ma rimane debole, e i rendimenti del decennale americano a 2.3%. Un secondo intervento sui tassi è previsto per giugno del 2018.

Area Euro: Continua la ripresa, ma in termini moderati per 1) l'apprezzamento dell'euro in gran parte dovuto alla debolezza del dollaro, che penalizza le esportazioni europee e 2) il contesto internazionale meno favorevole dal punto di vista della crescita economica, in particolare negli USA. La BCE inizia a discutere di *Tapering* in autunno di quest'anno, ma lo implementa non prima dell'autunno del 2018 perché la dinamica inflazionistica resta ancora contenuta. I rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona risalgono in sintonia con quelli americani. Nella primavera del 2018, le elezioni in Italia generano tensioni portando il rendimento del BTP decennale italiano a 2.3% e lo spread BTP/Bund sopra a 170 punti base.

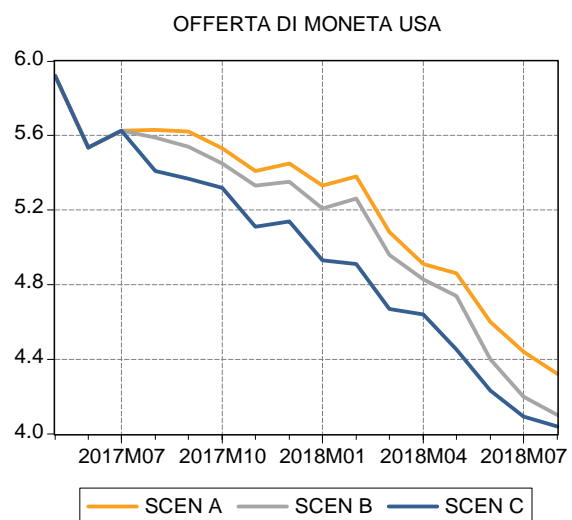
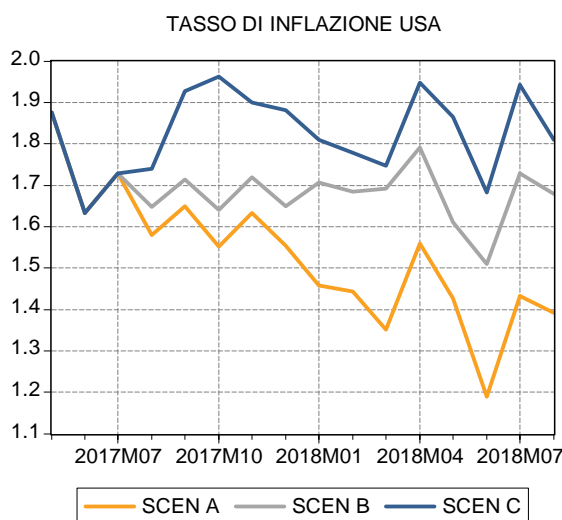
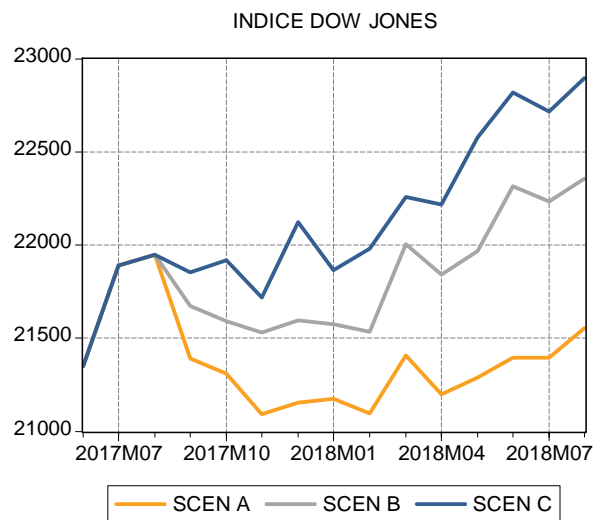
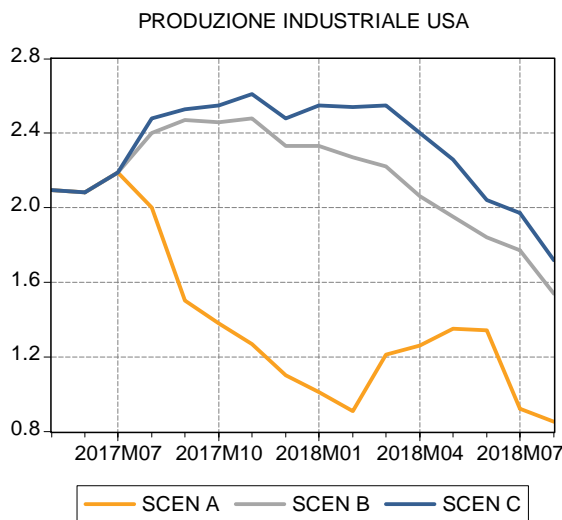
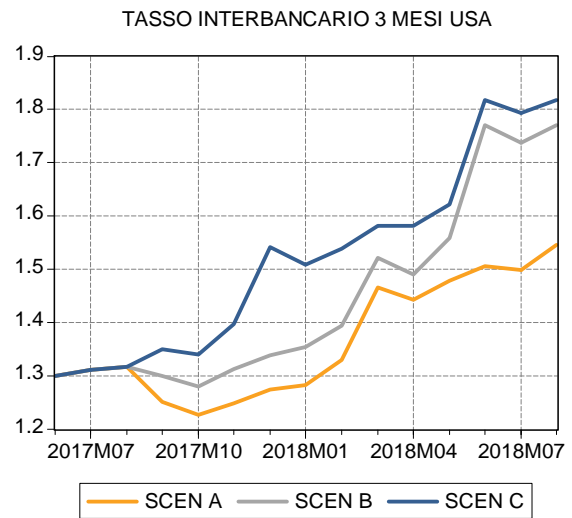
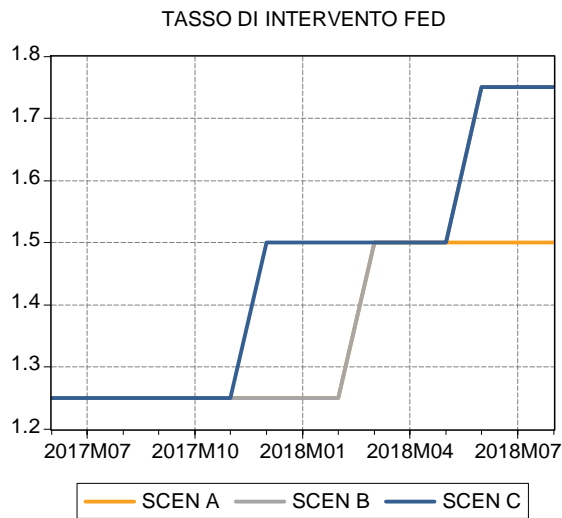
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

Ancora stagnante il mercato interbancario europeo in agosto, con i tassi ormai stabili tra il -0.3% e il -0.4% per le scadenze da 1 a 6 mesi. **La crescita economica moderata ma stabile e l'inflazione contenuta potrebbero permettere alla BCE di rinviare il *Tapering* a non prima dell'autunno del 2018, pur iniziando a parlarne nell'autunno di quest'anno (Scen. C e A).** Anche se l'inflazione dovesse accelerare, la probabilità che l'avvio del *Tapering* sia anticipato alla prima parte del 2018, rimane bassa (Scen. B). L'intervento sui tassi di riferimento dovrebbe comunque essere ancora fuori dall'orizzonte di previsione, entro il quale **i saggi interbancari sono visti stabili o in debolissima ripresa in tutti e tre gli scenari** (il tasso a 1 mese dovrebbe mantenersi circa a -0.4%, il 3 mesi tra -0.3% e -0.4% e il 6 mesi prossimo a -0.3%).

In agosto i rendimenti statunitensi ed europei sono diminuiti circa di 10 pb. poiché, nonostante il rafforzamento della crescita economica, l'assenza di segnali inflazionistici concreti ha convinto gli operatori finanziari che la normalizzazione delle politiche monetarie ha più margini di tempo per essere attuata. In Italia il calo è stato più contenuto e il tasso a 3 anni si è portato a +0.19% da +0.22%, il 5 anni a +0.86% da +0.90%, il 7 anni a +1.53% da +1.55% e il 10 anni a +2.14% da +2.18%. **Nello scenario C, se la riforma fiscale in USA fosse approvata parzialmente, la Fed potrebbe innalzare i tassi a dicembre 2017 e a giugno 2018, per contenere le pressioni inflazionistiche.** La BCE potrebbe iniziare a discutere di *Tapering* in autunno per poi implementarlo non prima dell'autunno del 2018. Sulla scia dei rendimenti statunitensi, anche quelli europei sono visti in rialzo. In particolare quelli italiani, nella primavera del 2018, potrebbero risentire delle tensioni per le elezioni politiche (+0.44%, +1.08%, +1.84% e +2.34% rispettivamente il 3, 5, 7, e 10 anni ad agosto 2018). A parità di condizioni in Area Euro, se negli USA la riforma fiscale dovesse naufragare quasi in toto e la Fed decidesse di non fare rialzi nel 2017, limitandosi a normalizzare il suo bilancio (scenario A), i rendimenti italiani, seppur in ripresa, rimarrebbero più contenuti (+0.32% il 3 anni, +0.96% il 5 anni, +1.73% il 7 anni e +2.28% il 10 anni ad agosto 2018). Nello scenario B, il ritardo nell'approvazione parziale della riforma fiscale potrebbe spingere la Fed a rimandare il rialzo, previsto a dicembre in C, a marzo del 2018. In Europa, il raggiungimento dell'obiettivo d'inflazione al 2% prima del previsto potrebbe indurre la BCE a considerare un eventuale *Tapering* già nella prima parte del 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 esserne particolarmente penalizzata (+0.67% il 3 anni, +1.30% il 5 anni, +2.05% il 7 anni e +2.60% il 10 anni alla fine del periodo di previsione).

In giugno 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, i tassi bancari sono visti sostanzialmente stabili su questi livelli per tutto il periodo di previsione.**

Anche in giugno i prestiti totali (+2% a/a) hanno confermato la serie di aumenti iniziata a marzo (+1.5% a/a in maggio). I depositi, seppur rallentando la dinamica rispetto al trimestre precedente (+5% a/a in marzo, +5.1% in aprile e +4.3% in maggio) hanno mantenuto una crescita molto positiva (+2.5% a/a). **In base ai risultati delle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica sia degli impieghi (+2.2% a/a in C, +2% in A e +2.7% in B, ad agosto 2018) sia dei depositi totali (+3.6%, +3.2% e +4.3% rispettivamente) dovrebbe rimanere sostenuta per l'intero periodo di previsione.**

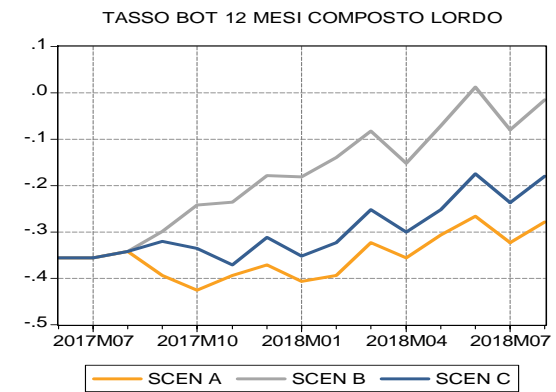
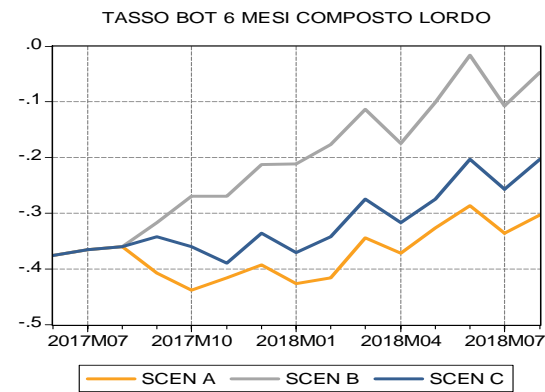
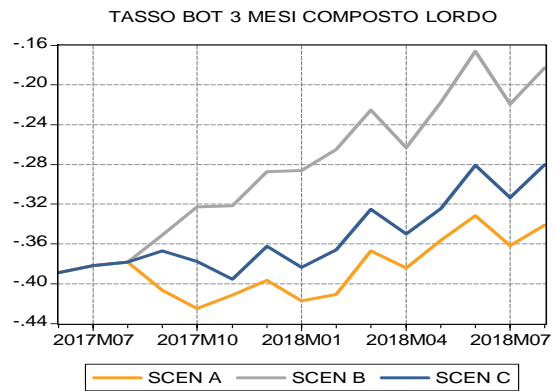
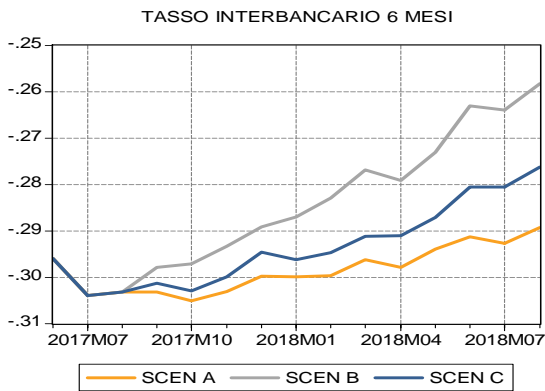
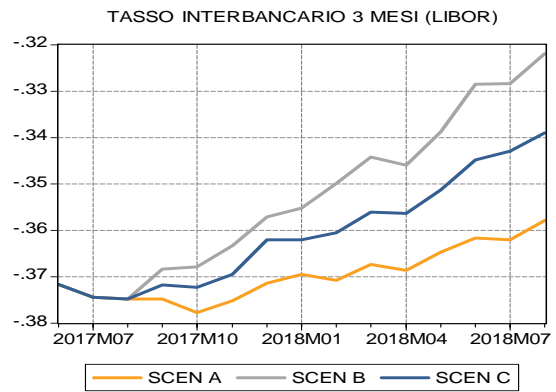
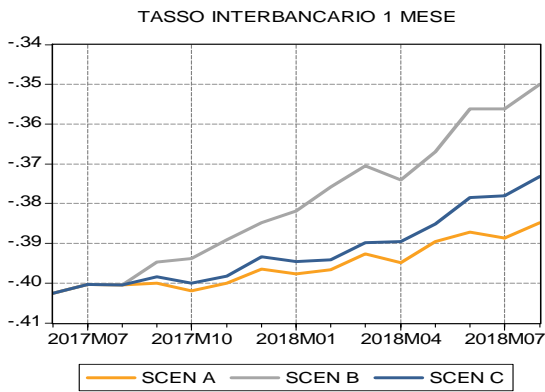
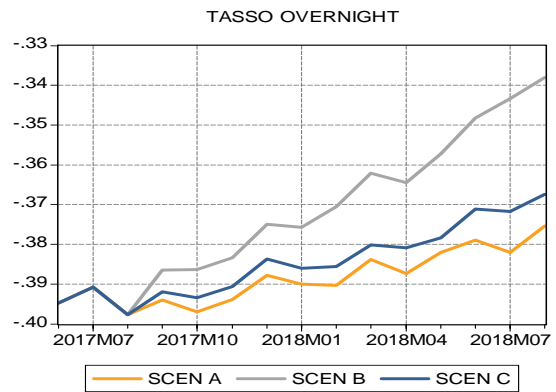
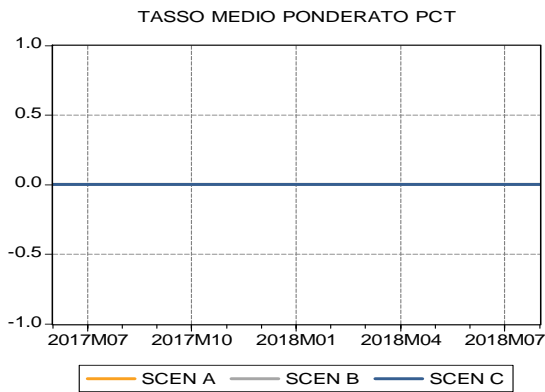
TASSI INTERBANCARI

STRUTTURA A TERMINE

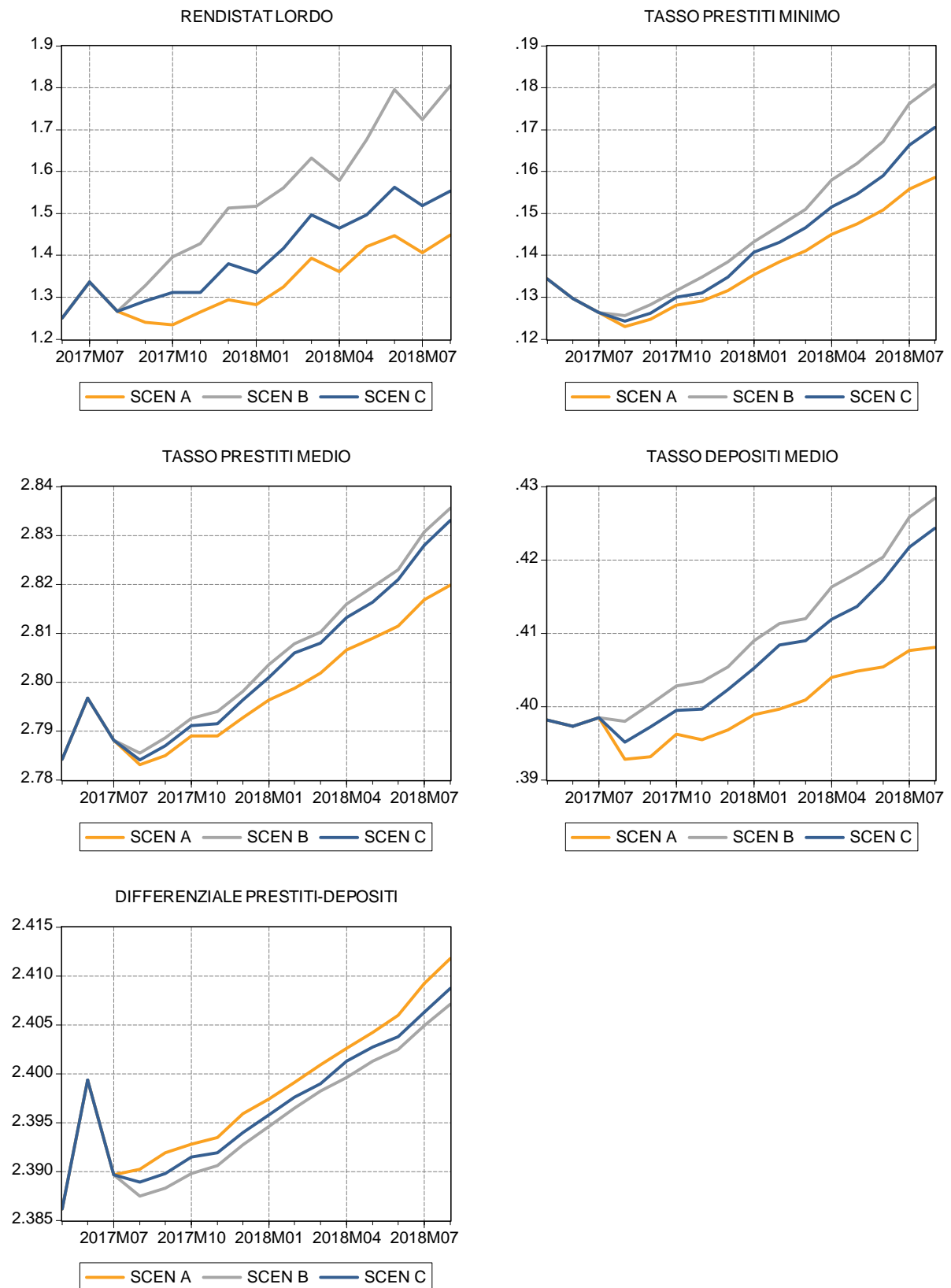
TASSI BANCARI

VOLUMI

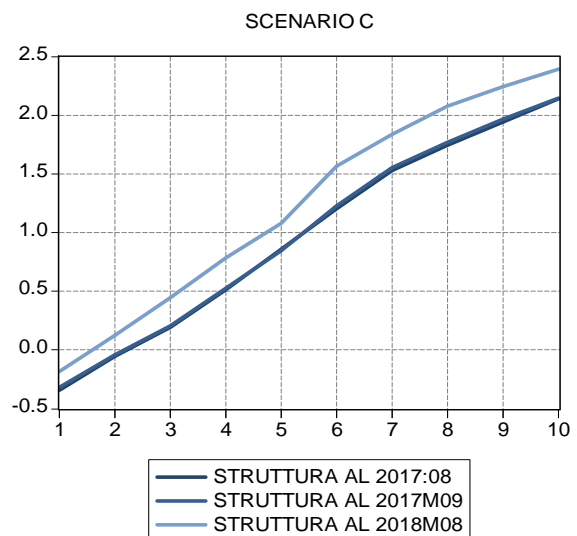
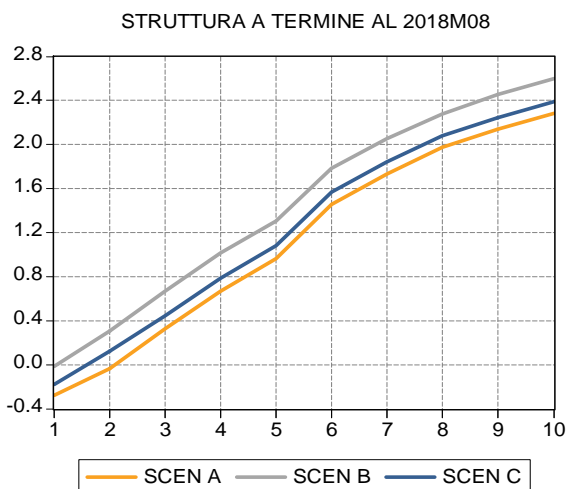
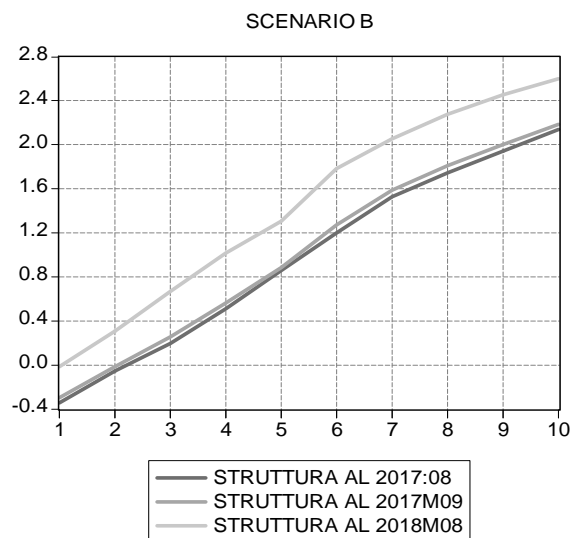
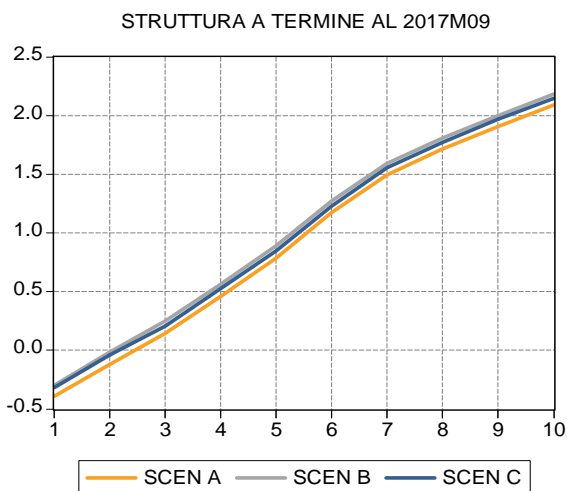
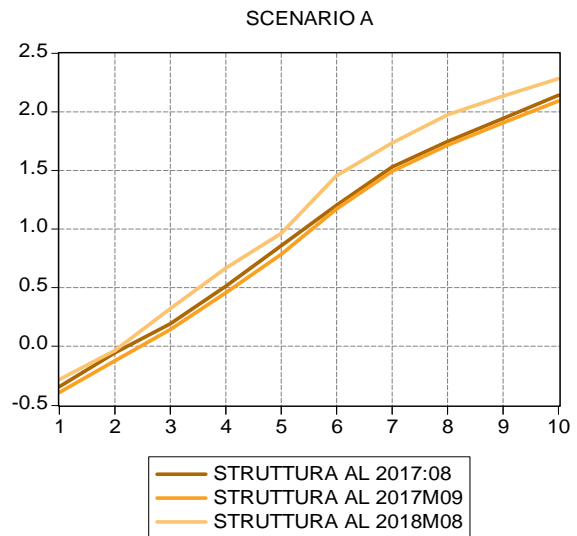
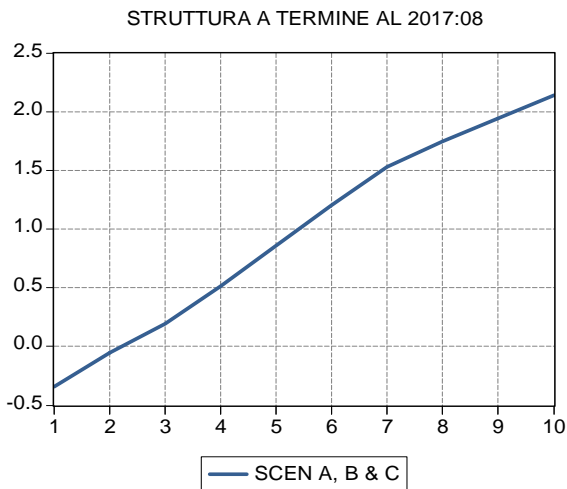
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



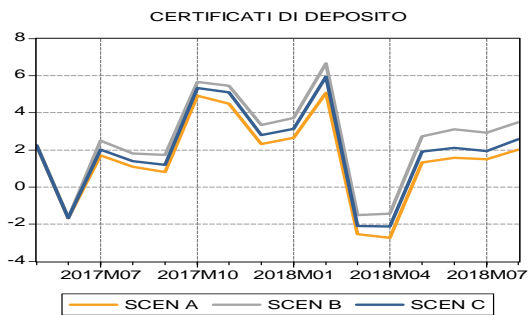
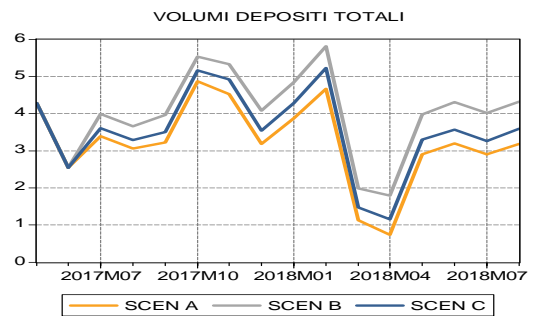
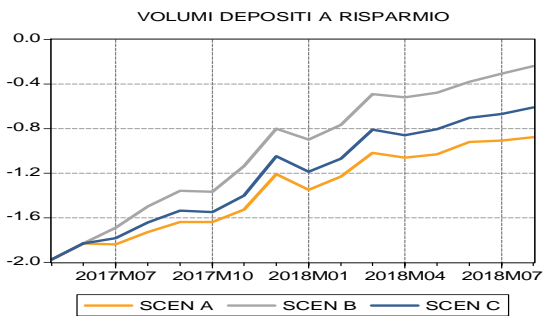
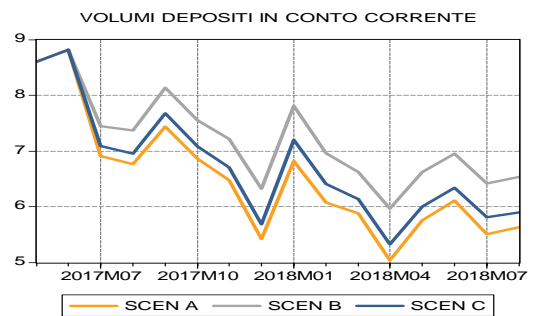
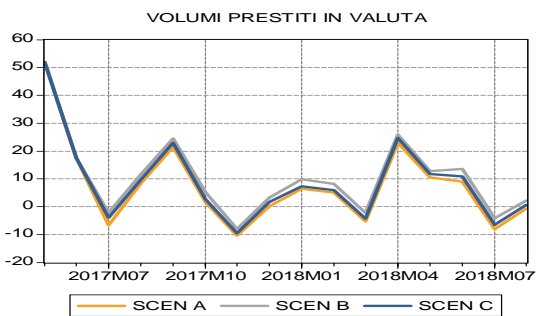
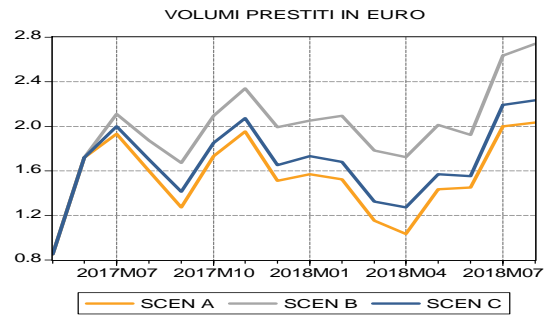
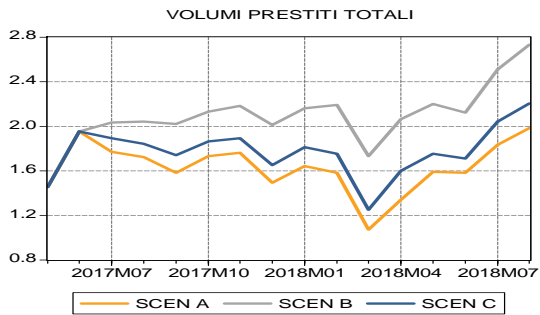
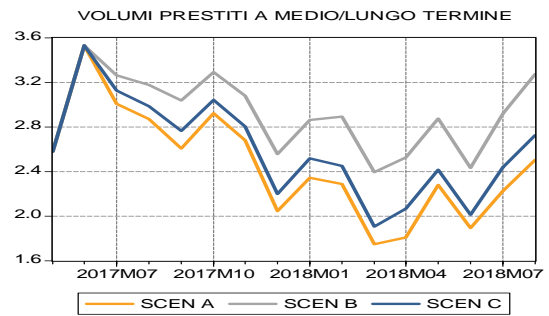
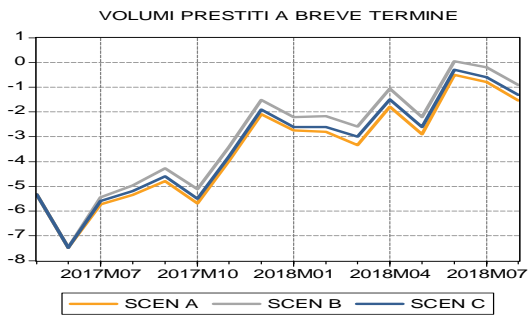
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



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



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



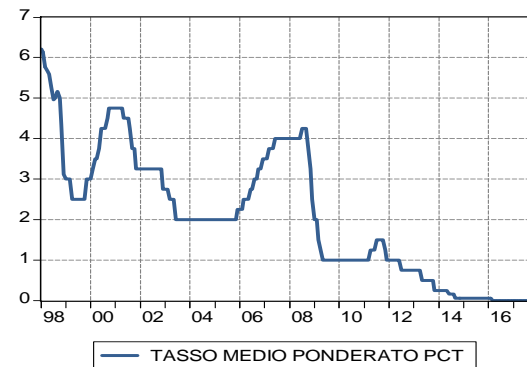
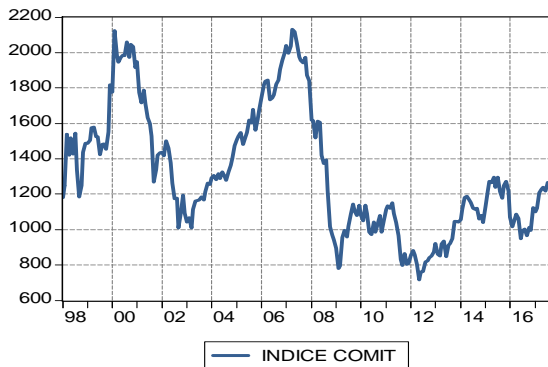
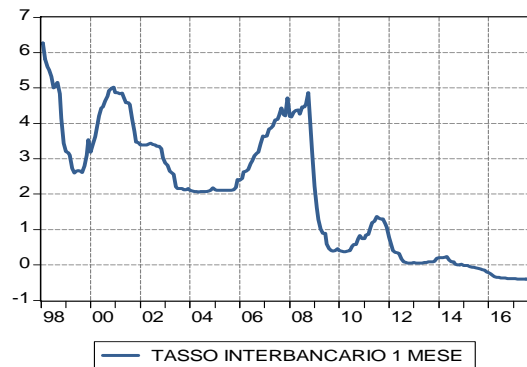
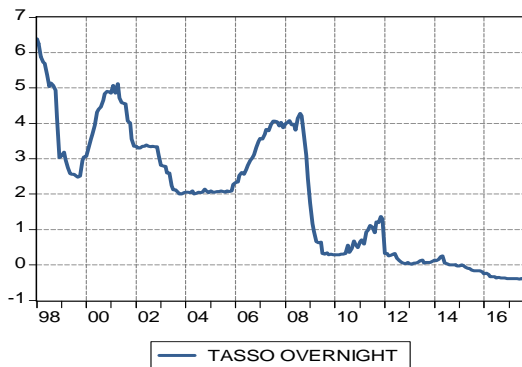
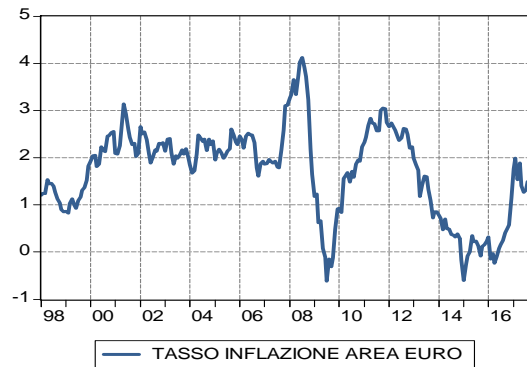
| SCENARIO A | 17 2 | 17 3 | 17 4 | 17 5 | 17 6 | 17 7 | 17 8 | 17 9 | 17 10 | 17 11 | 17 12 | 18 1 | 18 2 | 18 3 | 18 4 | 18 5 | 18 6 | 18 7 | 18 8 |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| ESOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di intervento | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Indice COMIT (livello) | 1121 | 1208 | 1228 | 1237 | 1219 | 1264 | 1267 | 1285 | 1293 | 1313 | 1289 | 1270 | 1299 | 1273 | 1307 | 1290 | 1302 | 1286 | 1306 |
| Produzione Industriale (Var. % a/a) | 2.3 | 2.9 | 1.4 | 3.0 | 5.3 | 2.5 | 2.1 | 2.2 | 2.0 | 0.5 | 1.1 | 0.8 | 1.1 | 0.9 | 1.5 | 0.7 | -0.4 | 1.3 | -0.1 |
| Tasso di Inflazione (Arm.) | 1.6 | 1.4 | 2.0 | 1.6 | 1.2 | 1.2 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 0.9 |
| 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 | -0.38 | -0.39 | -0.39 | -0.38 | -0.39 | -0.39 | -0.40 | -0.39 | -0.40 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.38 | -0.39 | -0.38 | -0.38 | -0.38 |
| T. Interb. 1m lett. | -0.39 | -0.39 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.38 |
| T. Interb. 3m lett. | -0.35 | -0.36 | -0.36 | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.38 | -0.38 | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.36 | -0.36 | -0.36 | -0.36 |
| T. Interb. 6m lett. | -0.25 | -0.25 | -0.26 | -0.27 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.31 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.29 | -0.29 | -0.29 | -0.29 |
| T. Depositi medio | 0.41 | 0.41 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.39 | 0.39 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.41 | 0.41 | 0.41 |
| T. Prestiti medio | 2.85 | 2.83 | 2.80 | 2.78 | 2.80 | 2.79 | 2.78 | 2.79 | 2.79 | 2.79 | 2.79 | 2.80 | 2.80 | 2.80 | 2.81 | 2.81 | 2.81 | 2.82 | 2.82 |
| T.prest. medio - T.dep. medio | 2.44 | 2.41 | 2.41 | 2.39 | 2.40 | 2.39 | 2.39 | 2.39 | 2.39 | 2.39 | 2.40 | 2.40 | 2.40 | 2.40 | 2.40 | 2.40 | 2.41 | 2.41 | 2.41 |
| T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾ | -0.34 | -0.34 | -0.36 | -0.38 | -0.39 | -0.38 | -0.38 | -0.41 | -0.42 | -0.41 | -0.40 | -0.42 | -0.41 | -0.37 | -0.38 | -0.36 | -0.33 | -0.36 | -0.34 |
| T. BOT comp. lordo 6m | -0.30 | -0.30 | -0.33 | -0.36 | -0.38 | -0.37 | -0.36 | -0.41 | -0.44 | -0.42 | -0.39 | -0.43 | -0.42 | -0.34 | -0.37 | -0.33 | -0.29 | -0.34 | -0.30 |
| T. BOT comp. lordo 12m | -0.25 | -0.23 | -0.24 | -0.31 | -0.36 | -0.36 | -0.34 | -0.39 | -0.43 | -0.39 | -0.37 | -0.41 | -0.39 | -0.32 | -0.36 | -0.31 | -0.27 | -0.32 | -0.28 |
| Rendistat lordo | 1.48 | 1.50 | 1.41 | 1.33 | 1.25 | 1.34 | 1.27 | 1.24 | 1.23 | 1.27 | 1.29 | 1.28 | 1.33 | 1.39 | 1.36 | 1.42 | 1.45 | 1.41 | 1.45 |
| Rendistat netto | 1.30 | 1.31 | 1.23 | 1.16 | 1.09 | 1.17 | 1.11 | 1.09 | 1.08 | 1.11 | 1.13 | 1.12 | 1.16 | 1.22 | 1.19 | 1.24 | 1.27 | 1.23 | 1.27 |
| STRUTTURA A TERMINE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rend. BTP a 3 anni | 0.39 | 0.41 | 0.35 | 0.28 | 0.26 | 0.22 | 0.19 | 0.14 | 0.13 | 0.15 | 0.18 | 0.16 | 0.19 | 0.27 | 0.23 | 0.29 | 0.33 | 0.28 | 0.32 |
| Rend. BTP a 5 anni | 0.96 | 1.11 | 1.07 | 0.97 | 0.95 | 0.90 | 0.86 | 0.79 | 0.76 | 0.77 | 0.80 | 0.78 | 0.81 | 0.89 | 0.86 | 0.92 | 0.96 | 0.92 | 0.96 |
| Rend. BTP a 7 anni | 1.65 | 1.72 | 1.72 | 1.64 | 1.63 | 1.55 | 1.53 | 1.49 | 1.49 | 1.52 | 1.55 | 1.54 | 1.58 | 1.66 | 1.63 | 1.68 | 1.73 | 1.68 | 1.73 |
| Rend. BTP a 10 anni | 2.13 | 2.34 | 2.32 | 2.26 | 2.23 | 2.18 | 2.14 | 2.09 | 2.08 | 2.09 | 2.12 | 2.10 | 2.14 | 2.21 | 2.18 | 2.23 | 2.28 | 2.24 | 2.28 |
| VOLUMI (LIVELLI in mld) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2303.179 | 2376.565 | 2383.520 | 2360.830 | 2387.481 | 2359.855 | 2361.474 | 2371.742 | 2368.416 | 2365.094 | 2377.01 | 2352.56 | 2339.57 | 2401.99 | 2415.46 | 2398.37 | 2425.20 | 2403.04 | 2408.23 |
| Prestiti in euro | 2265.109 | 2347.117 | 2349.898 | 2319.066 | 2346.691 | 2319.795 | 2317.057 | 2328.231 | 2339.339 | 2332.865 | 2339.888 | 2317.75 | 2299.539 | 2374.11 | 2374.10 | 2352.23 | 2380.72 | 2366.19 | 2364.09 |
| Prestiti in valuta | 38.070 | 29.448 | 33.622 | 41.764 | 40.789 | 40.061 | 44.417 | 43.511 | 29.077 | 32.228 | 37.126 | 34.806 | 40.031 | 27.886 | 41.357 | 46.139 | 44.485 | 36.850 | 44.138 |
| Prestiti a breve | 319.599 | 317.127 | 310.450 | 313.867 | 310.959 | 309.055 | 307.320 | 308.957 | 303.451 | 308.962 | 307.426 | 311.650 | 310.650 | 306.567 | 304.924 | 304.765 | 309.404 | 306.613 | 302.618 |
| Prestiti a m / l | 1983.581 | 2059.438 | 2073.070 | 2046.963 | 2076.521 | 2050.801 | 2054.154 | 2062.785 | 2064.965 | 2056.132 | 2069.588 | 2040.906 | 2028.920 | 2095.428 | 2110.535 | 2093.602 | 2115.798 | 2096.428 | 2105.613 |
| Depositi totali | 2261.671 | 2369.785 | 2389.088 | 2336.074 | 2332.591 | 2341.574 | 2323.759 | 2339.442 | 2371.498 | 2353.831 | 2380.268 | 2370.088 | 2367.291 | 2396.563 | 2406.768 | 2404.054 | 2407.234 | 2409.713 | 2397.887 |
| Depositi in c / c | 965.980 | 979.576 | 1004.033 | 993.842 | 998.005 | 1001.652 | 991.259 | 1003.214 | 1014.929 | 1011.212 | 1041.407 | 1026.961 | 1024.711 | 1037.175 | 1054.636 | 1050.988 | 1058.984 | 1056.843 | 1047.067 |
| Depositi a risparmio | 298.283 | 297.034 | 296.333 | 295.680 | 294.940 | 294.454 | 294.744 | 294.186 | 293.215 | 292.774 | 294.315 | 294.740 | 294.615 | 294.005 | 293.192 | 292.635 | 292.226 | 291.775 | 292.150 |
| Certif. deposito | 997.408 | 1093.175 | 1088.722 | 1046.552 | 1039.646 | 1045.467 | 1037.756 | 1042.042 | 1063.354 | 1049.845 | 1044.546 | 1048.387 | 1047.965 | 1065.384 | 1058.939 | 1060.431 | 1056.024 | 1061.095 | 1058.670 |
| VOLUMI (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | -2.21 | 0.96 | 1.73 | 1.45 | 1.95 | 1.77 | 1.72 | 1.58 | 1.73 | 1.76 | 1.49 | 1.64 | 1.58 | 1.07 | 1.34 | 1.59 | 1.58 | 1.83 | 1.98 |
| Prestiti in euro | -2.36 | 1.54 | 2.18 | 0.85 | 1.72 | 1.93 | 1.60 | 1.27 | 1.73 | 1.95 | 1.51 | 1.57 | 1.52 | 1.15 | 1.03 | 1.43 | 1.45 | 2.00 | 2.03 |
| Prestiti in valuta | 7.26 | -30.78 | -22.36 | 51.93 | 17.46 | -6.71 | 8.40 | 21.48 | 1.73 | -10.34 | 0.25 | 6.53 | 5.15 | -5.31 | 23.01 | 10.47 | 9.06 | -8.01 | -0.63 |
| Prestiti a breve | -4.57 | -5.04 | -5.18 | -5.32 | -7.47 | -5.74 | -5.35 | -4.79 | -5.70 | -3.96 | -2.09 | -2.74 | -2.80 | -3.33 | -1.78 | -2.90 | -0.50 | -0.79 | -1.53 |
| Prestiti a m / l | -1.82 | 1.95 | 2.85 | 2.58 | 3.53 | 3.01 | 2.87 | 2.61 | 2.92 | 2.68 | 2.04 | 2.34 | 2.29 | 1.75 | 1.81 | 2.28 | 1.89 | 2.22 | 2.51 |
| Depositi totali | 0.42 | 5.04 | 5.12 | 4.28 | 2.54 | 3.39 | 3.06 | 3.22 | 4.87 | 4.53 | 3.19 | 3.88 | 4.67 | 1.13 | 0.74 | 2.91 | 3.20 | 2.91 | 3.19 |
| Depositi in c / c | 8.69 | 8.99 | 8.49 | 8.60 | 8.82 | 6.91 | 6.77 | 7.44 | 6.86 | 6.48 | 5.42 | 6.82 | 6.08 | 5.88 | 5.04 | 5.75 | 6.11 | 5.51 | 5.63 |
| Depositi a risparmio | -2.10 | -2.27 | -2.20 | -1.98 | -1.83 | -1.84 | -1.73 | -1.64 | -1.64 | -1.53 | -1.21 | -1.35 | -1.23 | -1.02 | -1.06 | -1.03 | -0.92 | -0.91 | -0.88 |
| Certif. deposito | -5.79 | 3.78 | 4.26 | 2.25 | -1.65 | 1.71 | 1.10 | 0.81 | 4.92 | 4.48 | 2.32 | 2.64 | 5.07 | -2.54 | -2.74 | 1.33 | 1.58 | 1.49 | 2.02 |

| SCENARIO B | 17 2 | 17 3 | 17 4 | 17 5 | 17 6 | 17 7 | 17 8 | 17 9 | 17 10 | 17 11 | 17 12 | 18 1 | 18 2 | 18 3 | 18 4 | 18 5 | 18 6 | 18 7 | 18 8 |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| ESOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di intervento | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Indice COMIT (livello) | 1121 | 1208 | 1228 | 1237 | 1219 | 1264 | 1267 | 1254 | 1257 | 1248 | 1266 | 1247 | 1239 | 1258 | 1238 | 1267 | 1281 | 1254 | 1281 |
| Produzione Industriale (Var. % a/a) | 2.3 | 2.9 | 1.4 | 3.0 | 5.3 | 2.8 | 2.4 | 2.6 | 2.7 | 1.3 | 1.8 | 1.6 | 1.8 | 1.6 | 2.4 | 1.7 | 0.4 | 2.4 | 1.0 |
| Tasso di Inflazione (Arm.) | 1.6 | 1.4 | 2.0 | 1.6 | 1.2 | 1.2 | 1.4 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.5 | 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 | -0.38 | -0.39 | -0.39 | -0.38 | -0.39 | -0.39 | -0.40 | -0.39 | -0.39 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.37 | -0.36 | -0.36 | -0.36 | -0.35 | -0.34 | -0.34 |
| T. Interb. 1m lett. | -0.39 | -0.39 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.40 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.36 | -0.36 | -0.35 |
| T. Interb. 3m lett. | -0.35 | -0.36 | -0.36 | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.36 | -0.36 | -0.36 | -0.35 | -0.34 | -0.35 | -0.34 | -0.33 | -0.33 | -0.32 |
| T. Interb. 6m lett. | -0.25 | -0.25 | -0.26 | -0.27 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.29 | -0.29 | -0.29 | -0.28 | -0.28 | -0.28 | -0.27 | -0.26 | -0.26 | -0.26 |
| T. Depositi medio | 0.41 | 0.41 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.42 | 0.42 | 0.42 | 0.43 | 0.43 |
| T. Prestiti medio | 2.85 | 2.83 | 2.80 | 2.78 | 2.80 | 2.79 | 2.79 | 2.79 | 2.79 | 2.79 | 2.80 | 2.80 | 2.81 | 2.81 | 2.82 | 2.82 | 2.82 | 2.83 | 2.84 |
| T.prest. medio - T.dep. medio | 2.44 | 2.41 | 2.41 | 2.39 | 2.40 | 2.39 | 2.39 | 2.39 | 2.39 | 2.39 | 2.39 | 2.39 | 2.40 | 2.40 | 2.40 | 2.40 | 2.40 | 2.40 | 2.41 |
| T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾ | -0.34 | -0.34 | -0.36 | -0.38 | -0.39 | -0.38 | -0.38 | -0.35 | -0.32 | -0.32 | -0.29 | -0.29 | -0.26 | -0.23 | -0.26 | -0.22 | -0.17 | -0.22 | -0.18 |
| T. BOT comp. lordo 6m | -0.30 | -0.30 | -0.33 | -0.36 | -0.38 | -0.37 | -0.36 | -0.32 | -0.27 | -0.27 | -0.21 | -0.21 | -0.18 | -0.11 | -0.18 | -0.10 | -0.02 | -0.11 | -0.05 |
| T. BOT comp. lordo 12m | -0.25 | -0.23 | -0.24 | -0.31 | -0.36 | -0.36 | -0.34 | -0.30 | -0.24 | -0.24 | -0.18 | -0.18 | -0.14 | -0.08 | -0.15 | -0.07 | 0.01 | -0.08 | -0.02 |
| Rendistat lordo | 1.48 | 1.50 | 1.41 | 1.33 | 1.25 | 1.34 | 1.27 | 1.33 | 1.40 | 1.43 | 1.51 | 1.52 | 1.56 | 1.63 | 1.58 | 1.68 | 1.80 | 1.73 | 1.80 |
| Rendistat netto | 1.30 | 1.31 | 1.23 | 1.16 | 1.09 | 1.17 | 1.11 | 1.16 | 1.22 | 1.25 | 1.32 | 1.33 | 1.37 | 1.43 | 1.38 | 1.47 | 1.57 | 1.51 | 1.58 |
| STRUTTURA A TERMINE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rend. BTP a 3 anni | 0.39 | 0.41 | 0.35 | 0.28 | 0.26 | 0.22 | 0.19 | 0.25 | 0.32 | 0.34 | 0.41 | 0.41 | 0.44 | 0.52 | 0.46 | 0.56 | 0.68 | 0.60 | 0.67 |
| Rend. BTP a 5 anni | 0.96 | 1.11 | 1.07 | 0.97 | 0.95 | 0.90 | 0.86 | 0.89 | 0.94 | 0.96 | 1.03 | 1.02 | 1.06 | 1.14 | 1.08 | 1.18 | 1.30 | 1.23 | 1.30 |
| Rend. BTP a 7 anni | 1.65 | 1.72 | 1.72 | 1.64 | 1.63 | 1.55 | 1.53 | 1.59 | 1.67 | 1.70 | 1.77 | 1.77 | 1.81 | 1.89 | 1.83 | 1.93 | 2.04 | 1.98 | 2.05 |
| Rend. BTP a 10 anni | 2.13 | 2.34 | 2.32 | 2.26 | 2.23 | 2.18 | 2.14 | 2.18 | 2.25 | 2.27 | 2.34 | 2.33 | 2.37 | 2.44 | 2.39 | 2.48 | 2.59 | 2.54 | 2.60 |
| VOLUMI (LIVELLI in mld) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2303.179 | 2376.565 | 2383.520 | 2360.830 | 2387.481 | 2365.884 | 2368.903 | 2382.015 | 2377.729 | 2374.855 | 2389.19 | 2364.59 | 2353.62 | 2417.68 | 2432.62 | 2412.77 | 2438.10 | 2425.27 | 2433.57 |
| Prestiti in euro | 2265.109 | 2347.117 | 2349.898 | 2319.066 | 2346.691 | 2323.891 | 2323.215 | 2337.427 | 2347.617 | 2341.790 | 2350.952 | 2328.70 | 2312.450 | 2388.90 | 2390.32 | 2365.68 | 2391.75 | 2385.01 | 2386.87 |
| Prestiti in valuta | 38.070 | 29.448 | 33.622 | 41.764 | 40.789 | 41.993 | 45.688 | 44.588 | 30.111 | 33.066 | 38.240 | 35.889 | 41.169 | 28.784 | 42.304 | 47.089 | 46.348 | 40.258 | 46.703 |
| Prestiti a breve | 319.599 | 317.127 | 310.450 | 313.867 | 310.959 | 310.005 | 308.586 | 310.645 | 305.350 | 310.699 | 309.216 | 313.348 | 312.664 | 308.913 | 307.159 | 306.962 | 311.115 | 309.385 | 305.809 |
| Prestiti a m / l | 1983.581 | 2059.438 | 2073.070 | 2046.963 | 2076.521 | 2055.879 | 2060.316 | 2071.371 | 2072.379 | 2064.156 | 2079.977 | 2051.243 | 2040.956 | 2108.766 | 2125.461 | 2105.806 | 2126.981 | 2115.882 | 2127.765 |
| Depositi totali | 2261.671 | 2369.785 | 2389.088 | 2336.074 | 2332.591 | 2355.162 | 2337.288 | 2356.214 | 2386.423 | 2371.846 | 2400.797 | 2391.991 | 2393.074 | 2416.706 | 2431.853 | 2429.050 | 2433.126 | 2449.840 | 2438.259 |
| Depositi in c / c | 965.980 | 979.576 | 1004.033 | 993.842 | 998.005 | 1006.711 | 996.829 | 1009.751 | 1021.483 | 1018.239 | 1050.298 | 1036.479 | 1033.212 | 1044.423 | 1063.974 | 1059.635 | 1067.367 | 1071.342 | 1062.022 |
| Depositi a risparmio | 298.283 | 297.034 | 296.333 | 295.680 | 294.940 | 294.904 | 295.434 | 295.023 | 294.020 | 293.934 | 295.537 | 296.084 | 295.987 | 295.579 | 294.792 | 294.261 | 293.819 | 293.990 | 294.725 |
| Certif. deposito | 997.408 | 1093.175 | 1088.722 | 1046.552 | 1039.646 | 1053.547 | 1045.024 | 1051.440 | 1070.920 | 1059.673 | 1054.963 | 1059.428 | 1063.875 | 1076.704 | 1073.087 | 1075.155 | 1071.940 | 1084.508 | 1081.511 |
| VOLUMI (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | -2.21 | 0.96 | 1.73 | 1.45 | 1.95 | 2.03 | 2.04 | 2.02 | 2.13 | 2.18 | 2.01 | 2.16 | 2.19 | 1.73 | 2.06 | 2.20 | 2.12 | 2.51 | 2.73 |
| Prestiti in euro | -2.36 | 1.54 | 2.18 | 0.85 | 1.72 | 2.11 | 1.87 | 1.67 | 2.09 | 2.34 | 1.99 | 2.05 | 2.09 | 1.78 | 1.72 | 2.01 | 1.92 | 2.63 | 2.74 |
| Prestiti in valuta | 7.26 | -30.78 | -22.36 | 51.93 | 17.46 | -2.21 | 11.50 | 24.49 | 5.35 | -8.01 | 3.25 | 9.84 | 8.14 | -2.26 | 25.82 | 12.75 | 13.63 | -4.13 | 2.22 |
| Prestiti a breve | -4.57 | -5.04 | -5.18 | -5.32 | -7.47 | -5.45 | -4.96 | -4.27 | -5.11 | -3.42 | -1.52 | -2.21 | -2.17 | -2.59 | -1.06 | -2.20 | 0.05 | -0.20 | -0.90 |
| Prestiti a m / l | -1.82 | 1.95 | 2.85 | 2.58 | 3.53 | 3.26 | 3.18 | 3.04 | 3.29 | 3.08 | 2.56 | 2.86 | 2.89 | 2.40 | 2.53 | 2.87 | 2.43 | 2.92 | 3.27 |
| Depositi totali | 0.42 | 5.04 | 5.12 | 4.28 | 2.54 | 3.99 | 3.66 | 3.96 | 5.53 | 5.33 | 4.08 | 4.84 | 5.81 | 1.98 | 1.79 | 3.98 | 4.31 | 4.02 | 4.32 |
| Depositi in c / c | 8.69 | 8.99 | 8.49 | 8.60 | 8.82 | 7.45 | 7.37 | 8.14 | 7.55 | 7.22 | 6.32 | 7.81 | 6.96 | 6.62 | 5.97 | 6.62 | 6.95 | 6.42 | 6.54 |
| Depositi a risparmio | -2.10 | -2.27 | -2.20 | -1.98 | -1.83 | -1.69 | -1.50 | -1.36 | -1.37 | -1.14 | -0.80 | -0.90 | -0.77 | -0.49 | -0.52 | -0.48 | -0.38 | -0.31 | -0.24 |
| Certif. deposito | -5.79 | 3.78 | 4.26 | 2.25 | -1.65 | 2.49 | 1.81 | 1.72 | 5.67 | 5.46 | 3.34 | 3.72 | 6.66 | -1.51 | -1.44 | 2.73 | 3.11 | 2.94 | 3.49 |

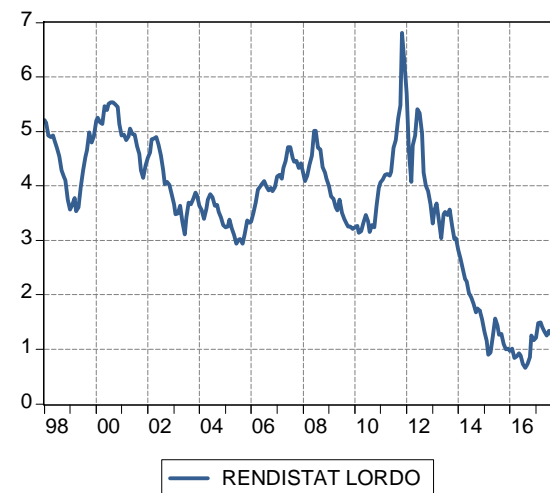
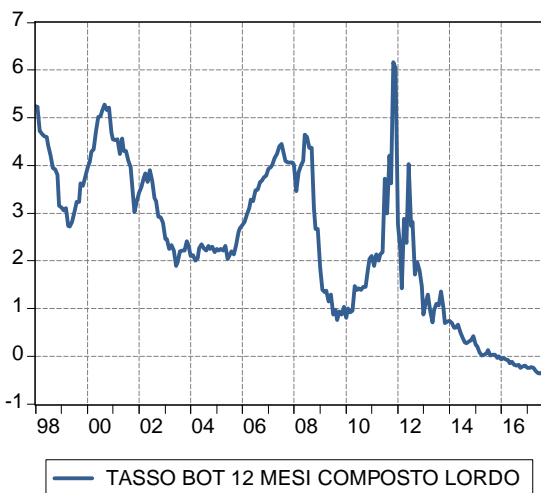
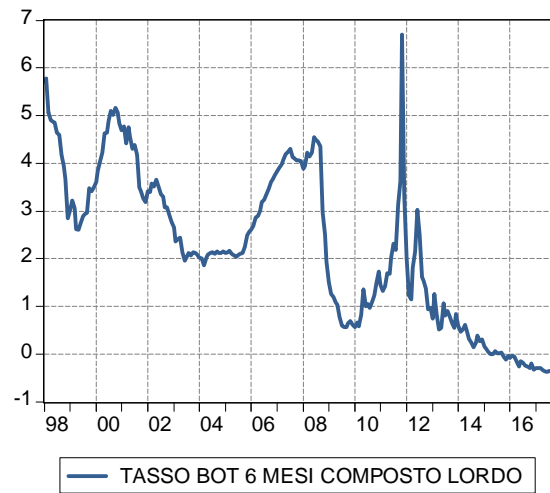
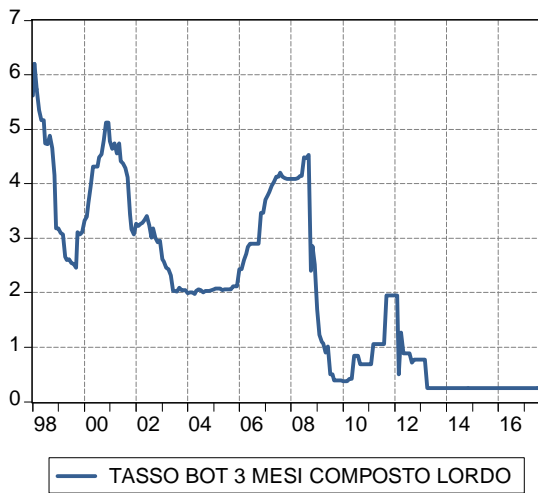
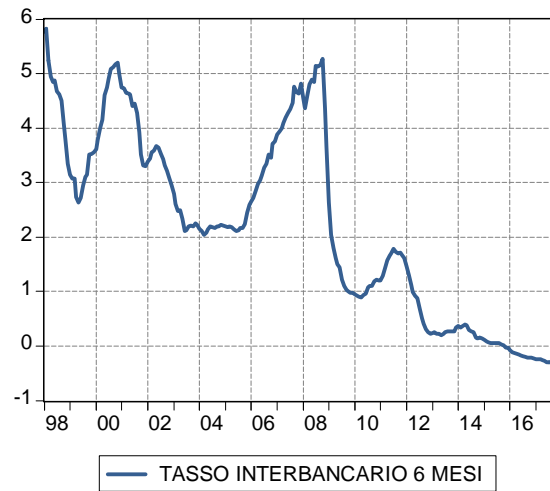
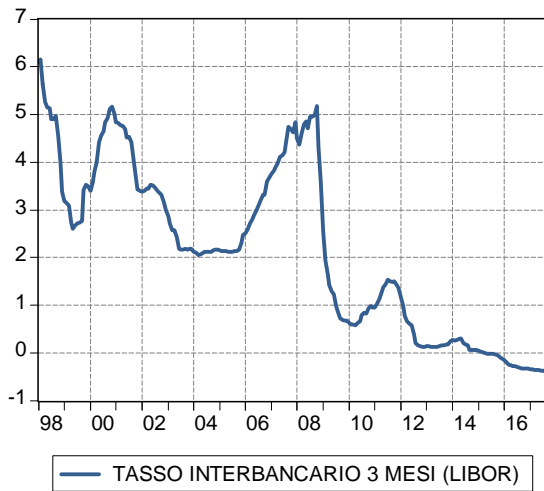
| SCENARIO C | 17 2 | 17 3 | 17 4 | 17 5 | 17 6 | 17 7 | 17 8 | 17 9 | 17 10 | 17 11 | 17 12 | 18 1 | 18 2 | 18 3 | 18 4 | 18 5 | 18 6 | 18 7 | 18 8 |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| ESOGENE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tasso di intervento | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Indice COMIT (livello) | 1121 | 1208 | 1228 | 1237 | 1219 | 1264 | 1267 | 1223 | 1239 | 1203 | 1235 | 1214 | 1214 | 1235 | 1207 | 1230 | 1242 | 1202 | 1244 |
| Produzione Industriale (Var. % a/a) | 2.3 | 2.9 | 1.4 | 3.0 | 5.3 | 2.7 | 2.3 | 2.3 | 2.2 | 0.7 | 1.3 | 1.1 | 1.3 | 1.1 | 1.8 | 1.0 | -0.1 | 1.6 | 0.2 |
| Tasso di Inflazione (Arm.) | 1.6 | 1.4 | 2.0 | 1.6 | 1.2 | 1.2 | 1.4 | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 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 | -0.38 | -0.39 | -0.39 | -0.38 | -0.39 | -0.39 | -0.40 | -0.39 | -0.39 | -0.39 | -0.38 | -0.39 | -0.39 | -0.38 | -0.38 | -0.38 | -0.37 | -0.37 | -0.37 |
| T. Interb. 1m lett. | -0.39 | -0.39 | -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 | -0.38 | -0.38 | -0.37 |
| T. Interb. 3m lett. | -0.35 | -0.36 | -0.36 | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.37 | -0.36 | -0.36 | -0.36 | -0.36 | -0.36 | -0.35 | -0.34 | -0.34 | -0.34 |
| T. Interb. 6m lett. | -0.25 | -0.25 | -0.26 | -0.27 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.30 | -0.29 | -0.30 | -0.29 | -0.29 | -0.29 | -0.29 | -0.28 | -0.28 | -0.28 |
| T. Depositi medio | 0.41 | 0.41 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.40 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.41 | 0.42 | 0.42 | 0.42 |
| T. Prestiti medio | 2.85 | 2.83 | 2.80 | 2.78 | 2.80 | 2.79 | 2.78 | 2.79 | 2.79 | 2.79 | 2.80 | 2.80 | 2.81 | 2.81 | 2.81 | 2.82 | 2.82 | 2.83 | 2.83 |
| T.prest. medio - T.dep. medio | 2.44 | 2.41 | 2.41 | 2.39 | 2.40 | 2.39 | 2.39 | 2.39 | 2.39 | 2.39 | 2.39 | 2.40 | 2.40 | 2.40 | 2.40 | 2.40 | 2.40 | 2.41 | 2.41 |
| T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾ | -0.34 | -0.34 | -0.36 | -0.38 | -0.39 | -0.38 | -0.38 | -0.37 | -0.38 | -0.40 | -0.36 | -0.38 | -0.37 | -0.33 | -0.35 | -0.32 | -0.28 | -0.31 | -0.28 |
| T. BOT comp. lordo 6m | -0.30 | -0.30 | -0.33 | -0.36 | -0.38 | -0.37 | -0.36 | -0.34 | -0.36 | -0.39 | -0.34 | -0.37 | -0.34 | -0.28 | -0.32 | -0.28 | -0.20 | -0.26 | -0.20 |
| T. BOT comp. lordo 12m | -0.25 | -0.23 | -0.24 | -0.31 | -0.36 | -0.36 | -0.34 | -0.32 | -0.34 | -0.37 | -0.31 | -0.35 | -0.32 | -0.25 | -0.30 | -0.25 | -0.18 | -0.24 | -0.18 |
| Rendistat lordo | 1.48 | 1.50 | 1.41 | 1.33 | 1.25 | 1.34 | 1.27 | 1.29 | 1.31 | 1.31 | 1.38 | 1.36 | 1.42 | 1.50 | 1.47 | 1.50 | 1.56 | 1.52 | 1.55 |
| Rendistat netto | 1.30 | 1.31 | 1.23 | 1.16 | 1.09 | 1.17 | 1.11 | 1.13 | 1.15 | 1.15 | 1.21 | 1.19 | 1.24 | 1.31 | 1.28 | 1.31 | 1.37 | 1.33 | 1.36 |
| STRUTTURA A TERMINE | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rend. BTP a 3 anni | 0.39 | 0.41 | 0.35 | 0.28 | 0.26 | 0.22 | 0.19 | 0.21 | 0.21 | 0.20 | 0.25 | 0.21 | 0.27 | 0.35 | 0.30 | 0.36 | 0.45 | 0.40 | 0.44 |
| Rend. BTP a 5 anni | 0.96 | 1.11 | 1.07 | 0.97 | 0.95 | 0.90 | 0.86 | 0.85 | 0.84 | 0.82 | 0.87 | 0.83 | 0.89 | 0.97 | 0.93 | 0.98 | 1.07 | 1.03 | 1.08 |
| Rend. BTP a 7 anni | 1.65 | 1.72 | 1.72 | 1.64 | 1.63 | 1.55 | 1.53 | 1.55 | 1.57 | 1.56 | 1.62 | 1.59 | 1.65 | 1.73 | 1.69 | 1.74 | 1.83 | 1.80 | 1.84 |
| Rend. BTP a 10 anni | 2.13 | 2.34 | 2.32 | 2.26 | 2.23 | 2.18 | 2.14 | 2.15 | 2.15 | 2.14 | 2.18 | 2.16 | 2.21 | 2.29 | 2.25 | 2.30 | 2.38 | 2.35 | 2.39 |
| VOLUMI (LIVELLI in mld) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | 2303.179 | 2376.565 | 2383.520 | 2360.830 | 2387.481 | 2362.638 | 2364.260 | 2375.478 | 2371.443 | 2368.115 | 2380.76 | 2356.49 | 2343.49 | 2406.27 | 2421.66 | 2402.14 | 2428.31 | 2410.84 | 2416.27 |
| Prestiti in euro | 2265.109 | 2347.117 | 2349.898 | 2319.066 | 2346.691 | 2321.388 | 2319.338 | 2331.450 | 2342.099 | 2335.611 | 2343.115 | 2321.40 | 2303.163 | 2378.10 | 2379.74 | 2355.48 | 2383.06 | 2372.23 | 2371.06 |
| Prestiti in valuta | 38.070 | 29.448 | 33.622 | 41.764 | 40.789 | 41.250 | 44.922 | 44.028 | 29.344 | 32.504 | 37.646 | 35.090 | 40.322 | 28.173 | 41.914 | 46.669 | 45.242 | 38.610 | 45.214 |
| Prestiti a breve | 319.599 | 317.127 | 310.450 | 313.867 | 310.959 | 309.514 | 307.807 | 309.574 | 304.095 | 309.477 | 308.023 | 312.098 | 311.289 | 307.613 | 305.793 | 305.706 | 310.026 | 307.657 | 303.806 |
| Prestiti a m / l | 1983.581 | 2059.438 | 2073.070 | 2046.963 | 2076.521 | 2053.124 | 2056.453 | 2065.904 | 2067.348 | 2058.638 | 2072.739 | 2044.392 | 2032.196 | 2098.659 | 2115.863 | 2096.438 | 2118.280 | 2103.179 | 2112.468 |
| Depositi totali | 2261.671 | 2369.785 | 2389.088 | 2336.074 | 2332.591 | 2346.556 | 2328.767 | 2345.856 | 2378.056 | 2362.675 | 2388.303 | 2379.188 | 2379.797 | 2404.633 | 2416.797 | 2413.203 | 2415.749 | 2423.142 | 2412.456 |
| Depositi in c / c | 965.980 | 979.576 | 1004.033 | 993.842 | 998.005 | 1003.355 | 992.945 | 1005.403 | 1017.000 | 1013.343 | 1044.067 | 1030.599 | 1027.907 | 1039.675 | 1057.494 | 1053.489 | 1061.272 | 1061.676 | 1051.549 |
| Depositi a risparmio | 298.283 | 297.034 | 296.333 | 295.680 | 294.940 | 294.615 | 295.002 | 294.492 | 293.484 | 293.151 | 294.793 | 295.226 | 295.096 | 294.625 | 293.782 | 293.292 | 292.865 | 292.636 | 293.202 |
| Certif. deposito | 997.408 | 1093.175 | 1088.722 | 1046.552 | 1039.646 | 1048.586 | 1040.820 | 1045.962 | 1067.572 | 1056.182 | 1049.443 | 1053.363 | 1056.794 | 1070.334 | 1065.521 | 1066.422 | 1061.612 | 1068.830 | 1067.705 |
| VOLUMI (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Prestiti totali | -2.21 | 0.96 | 1.73 | 1.45 | 1.95 | 1.89 | 1.84 | 1.74 | 1.86 | 1.89 | 1.65 | 1.81 | 1.75 | 1.25 | 1.60 | 1.75 | 1.71 | 2.04 | 2.20 |
| Prestiti in euro | -2.36 | 1.54 | 2.18 | 0.85 | 1.72 | 2.00 | 1.70 | 1.41 | 1.85 | 2.07 | 1.65 | 1.73 | 1.68 | 1.32 | 1.27 | 1.57 | 1.55 | 2.19 | 2.23 |
| Prestiti in valuta | 7.26 | -30.78 | -22.36 | 51.93 | 17.46 | -3.94 | 9.63 | 22.92 | 2.66 | -9.57 | 1.65 | 7.40 | 5.91 | -4.33 | 24.66 | 11.75 | 10.92 | -6.40 | 0.65 |
| Prestiti a breve | -4.57 | -5.04 | -5.18 | -5.32 | -7.47 | -5.60 | -5.20 | -4.60 | -5.50 | -3.80 | -1.90 | -2.60 | -2.60 | -3.00 | -1.50 | -2.60 | -0.30 | -0.60 | -1.30 |
| Prestiti a m / l | -1.82 | 1.95 | 2.85 | 2.58 | 3.53 | 3.12 | 2.98 | 2.76 | 3.04 | 2.80 | 2.20 | 2.52 | 2.45 | 1.90 | 2.06 | 2.42 | 2.01 | 2.44 | 2.72 |
| Depositi totali | 0.42 | 5.04 | 5.12 | 4.28 | 2.54 | 3.61 | 3.28 | 3.50 | 5.16 | 4.92 | 3.54 | 4.28 | 5.22 | 1.47 | 1.16 | 3.30 | 3.57 | 3.26 | 3.59 |
| Depositi in c / c | 8.69 | 8.99 | 8.49 | 8.60 | 8.82 | 7.09 | 6.95 | 7.67 | 7.08 | 6.70 | 5.69 | 7.20 | 6.41 | 6.14 | 5.32 | 6.00 | 6.34 | 5.81 | 5.90 |
| Depositi a risparmio | -2.10 | -2.27 | -2.20 | -1.98 | -1.83 | -1.79 | -1.64 | -1.54 | -1.55 | -1.40 | -1.05 | -1.19 | -1.07 | -0.81 | -0.86 | -0.81 | -0.70 | -0.67 | -0.61 |
| Certif. deposito | -5.79 | 3.78 | 4.26 | 2.25 | -1.65 | 2.01 | 1.40 | 1.19 | 5.34 | 5.11 | 2.80 | 3.13 | 5.95 | -2.09 | -2.13 | 1.90 | 2.11 | 1.93 | 2.58 |

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili

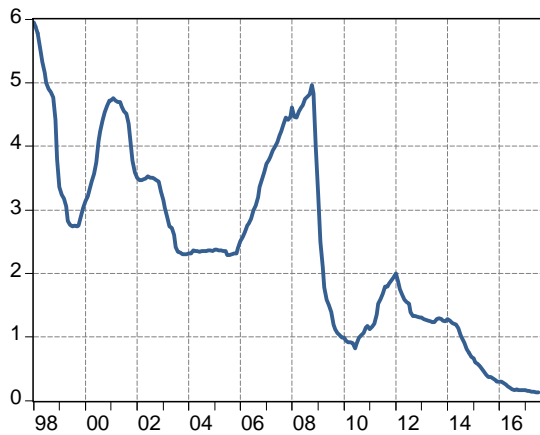


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
 Dati mensili

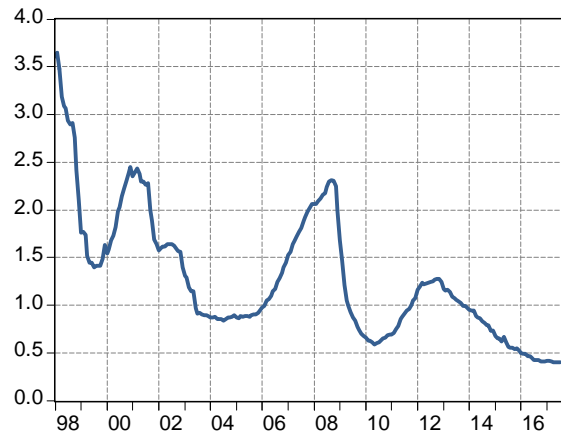


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

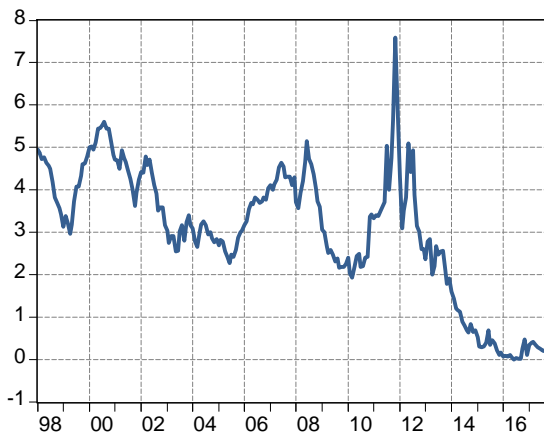
Dati mensili



TASSO PRESTITI MINIMO



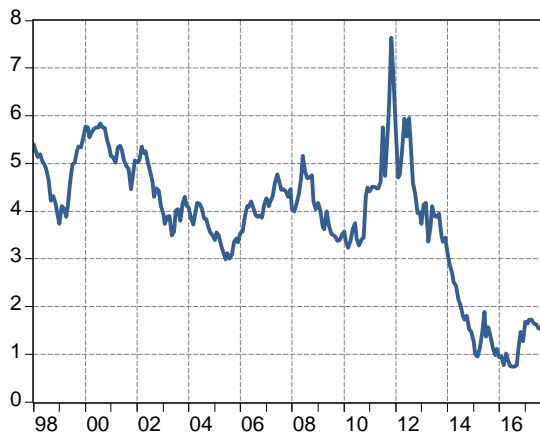
TASSO DEPOSITI MEDIO



RENDIMENTO A 3 ANNI



RENDIMENTO A 5 ANNI



RENDIMENTO A 7 ANNI



RENDIMENTO A 10 ANNI

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

