

MEFIM

MODELLO
ECONOMETRICO
FINANZIARIO
INTERNAZIONALE
MENSILE

Febbraio 2018

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

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

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

Le esogene sono: 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 gennaio 2018.

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

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

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

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

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

IL QUADRO GENERALE

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'invertirà 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 trascinarsi 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

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

mercato secondario da 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. **Desti, 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.

USA

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

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. 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, assegriamo 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.

GIAPPONE

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

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.

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.

Dai dati mensili, relativi principalmente a novembre, per il momento non emergono

AREA EURO

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

Germania

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.

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.

Francia

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. 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.

Italia

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%)

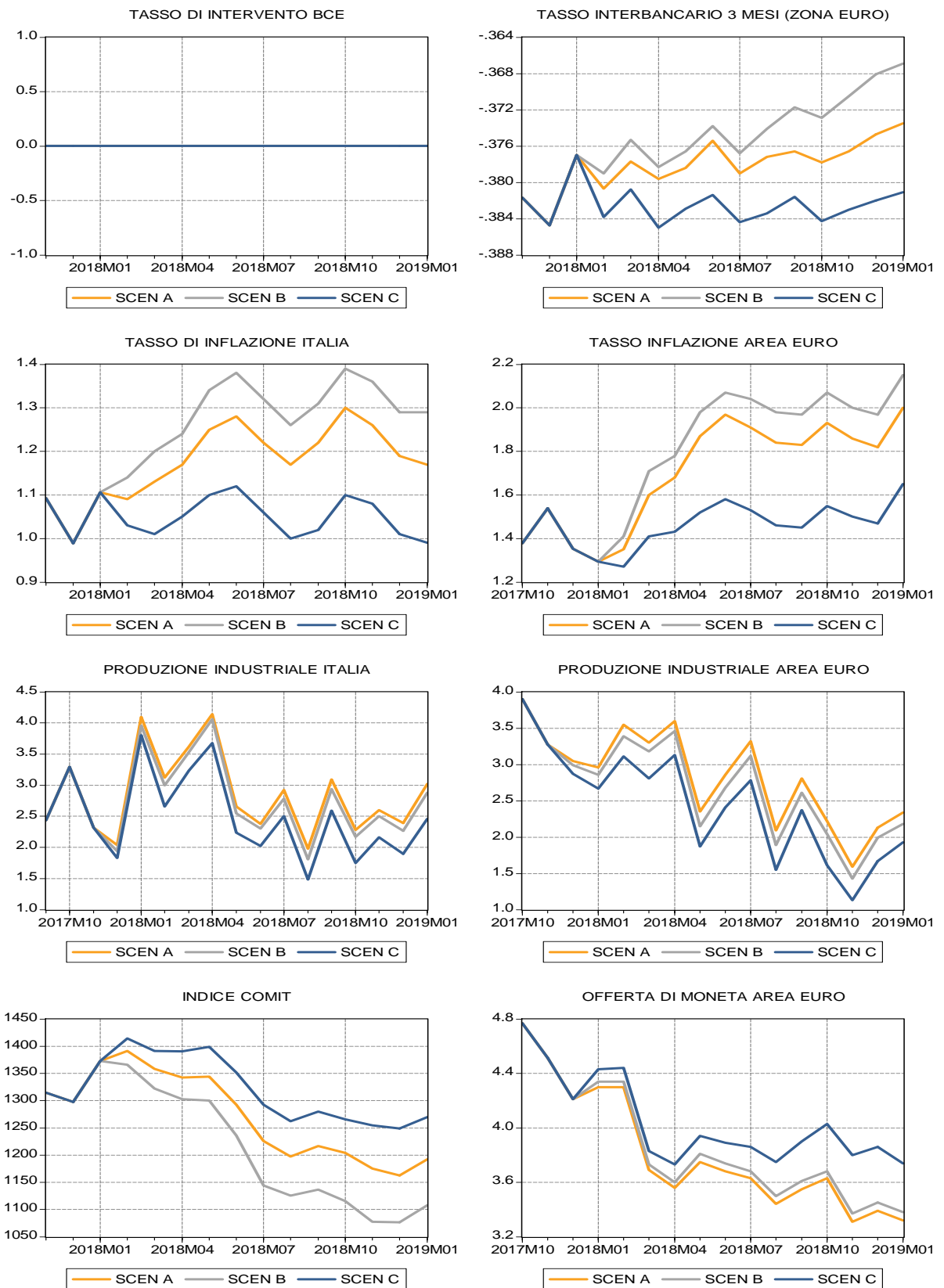
USA: la riforma fiscale ha un effetto molto espansivo, che si va a sommare a quello del deprezzamento del dollaro, delineando una crescita del PIL tra il 3% e il 3.5% a/a. Il prezzo del petrolio aumenta alimentando rischi inflazionistici da materie prime che s'intrecciano con quelli da salari. Per evitare 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.**

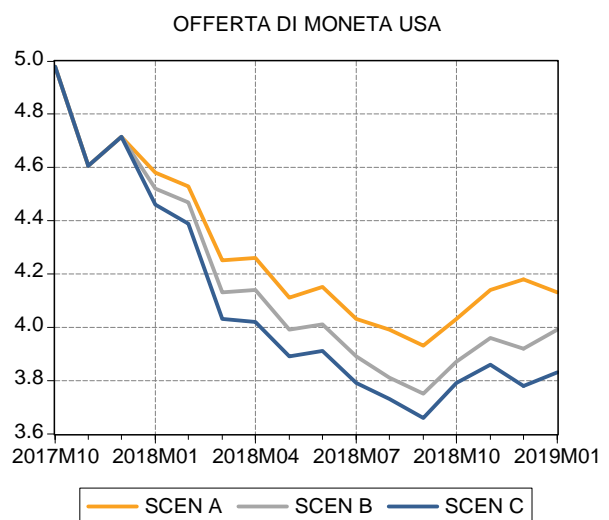
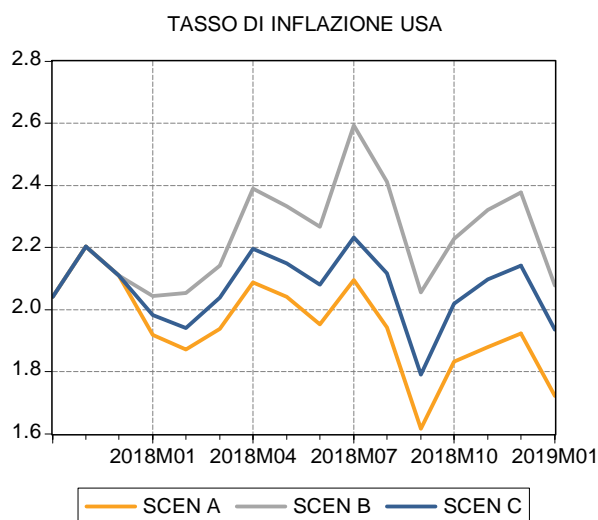
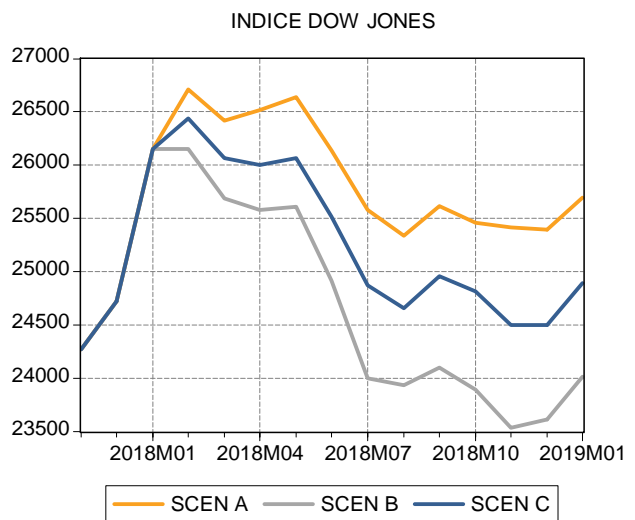
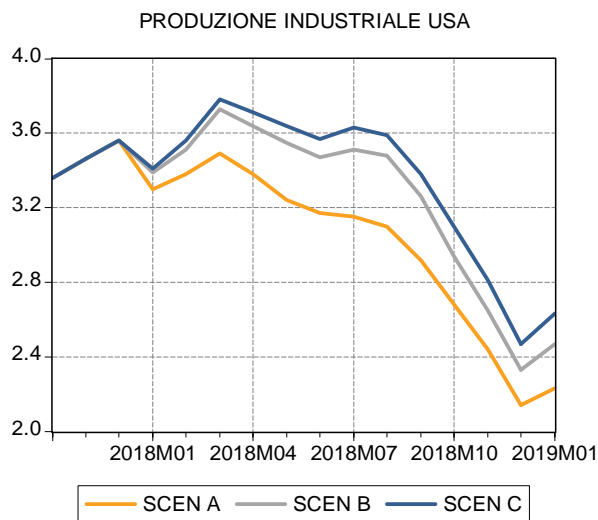
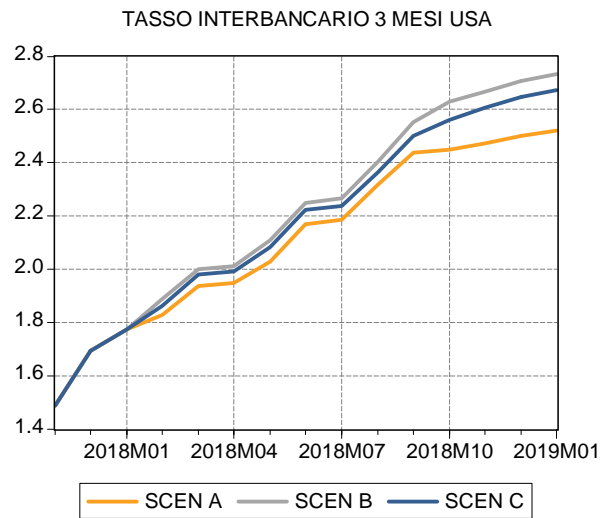
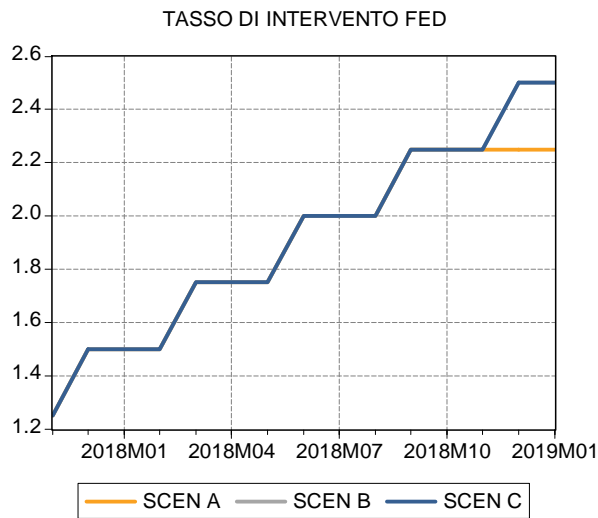
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

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.**

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%.

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 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 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.**

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.**

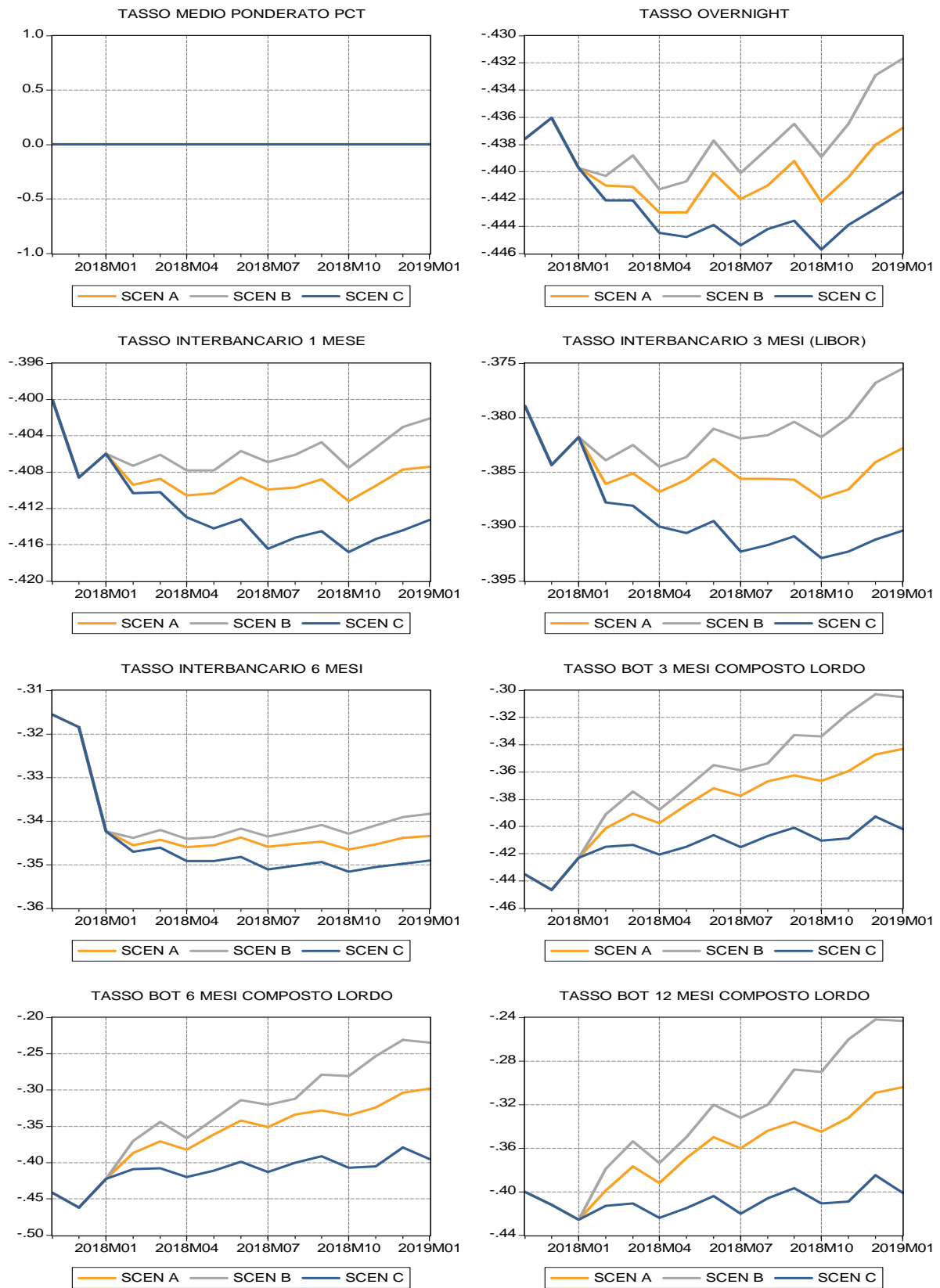
TASSI INTERBANCARI

STRUTTURA A TERMINE

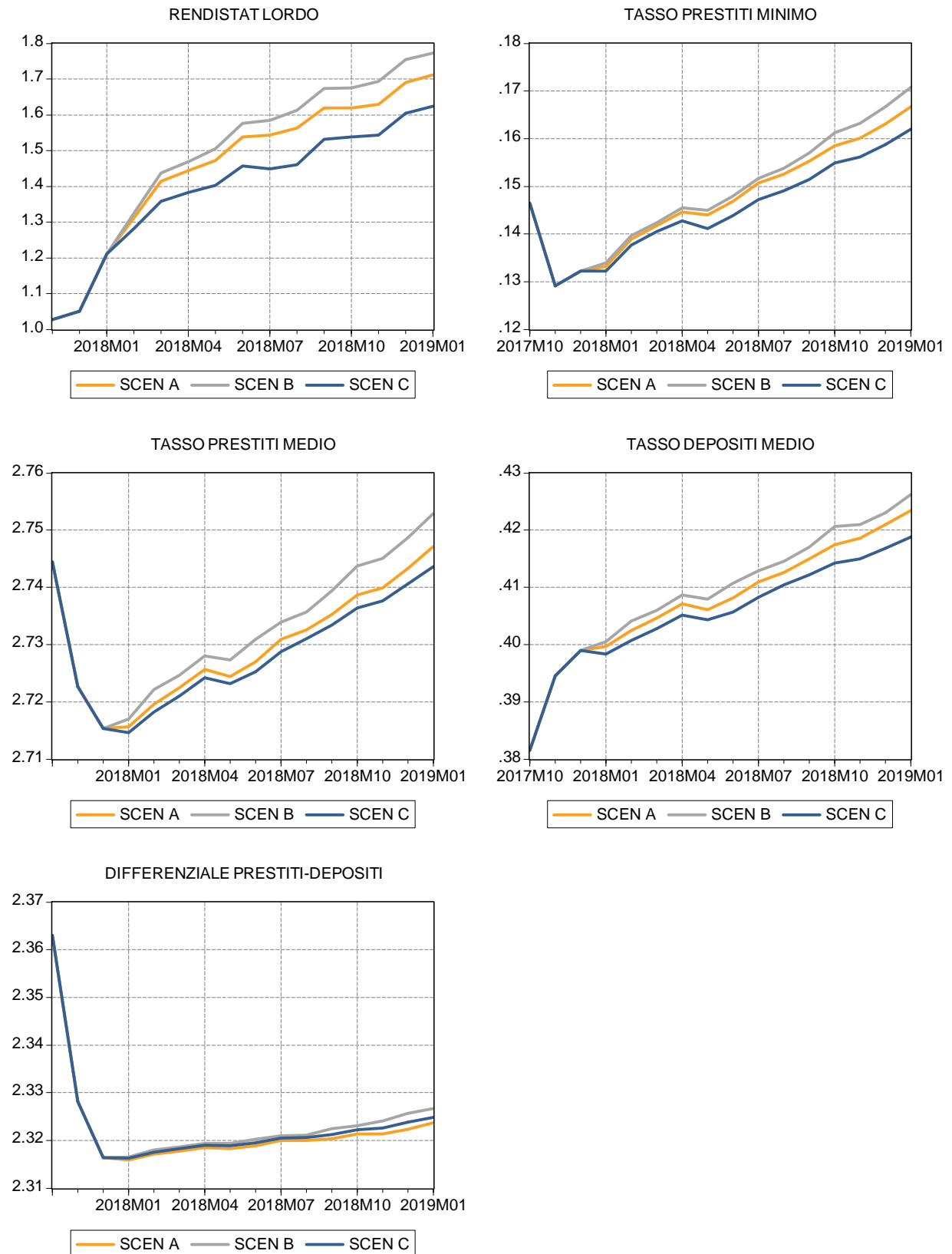
TASSI BANCARI

VOLUMI

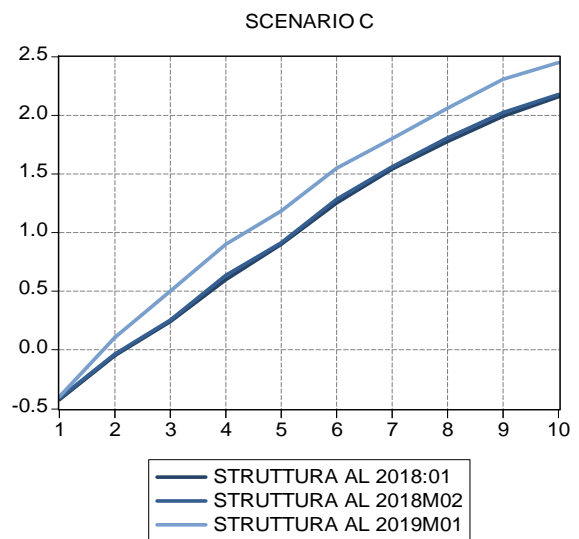
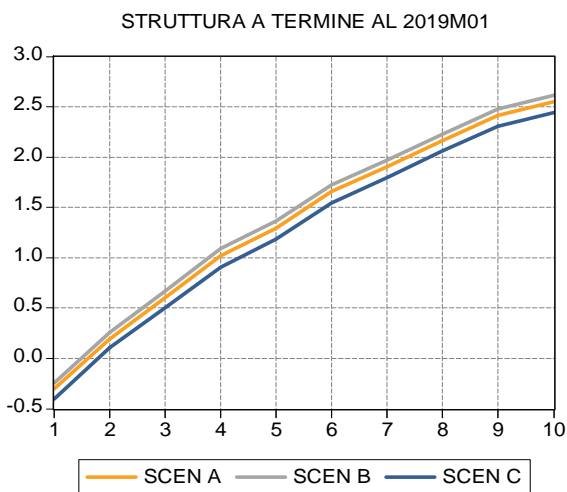
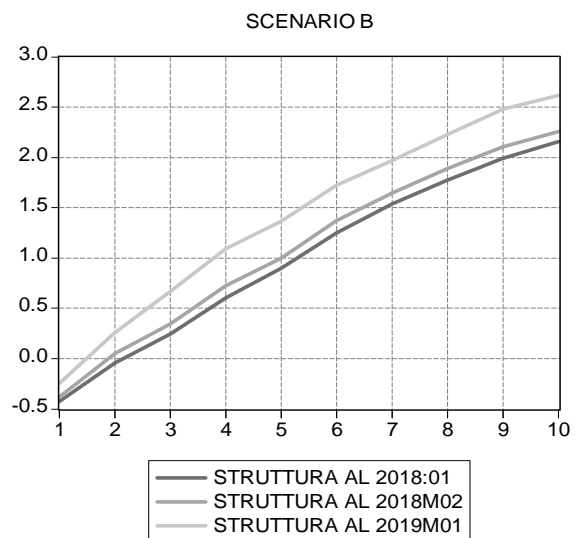
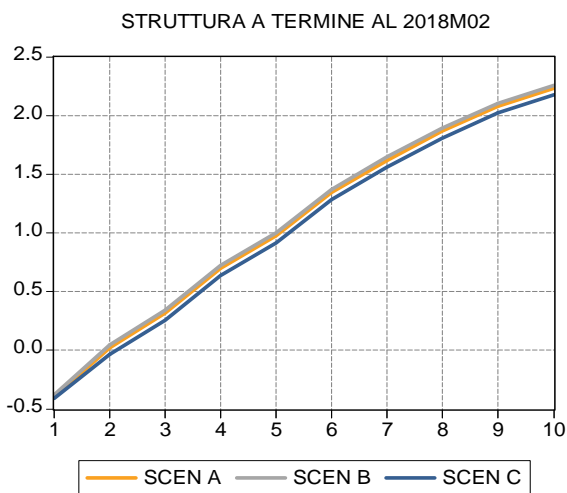
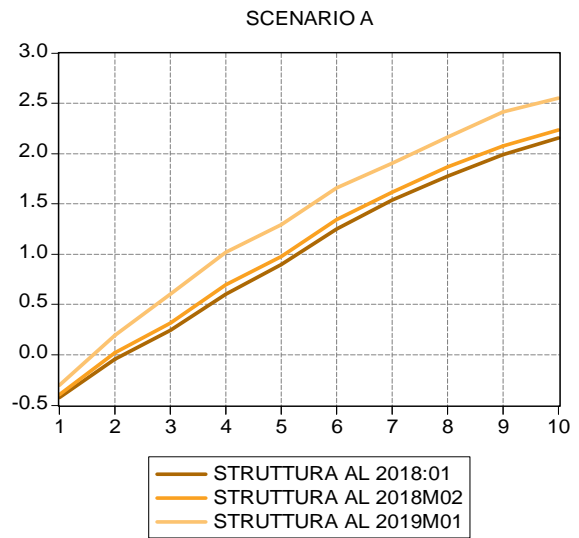
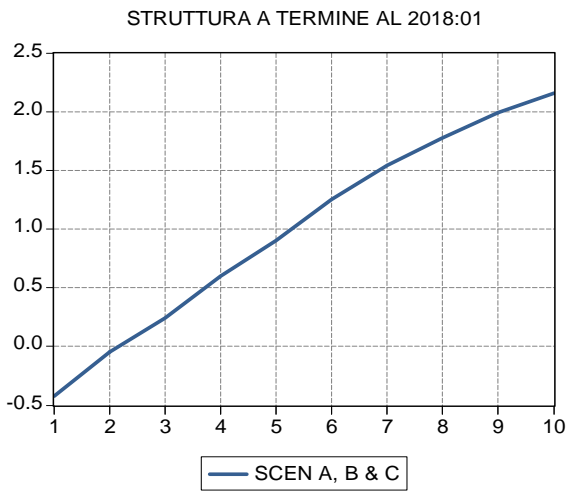
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



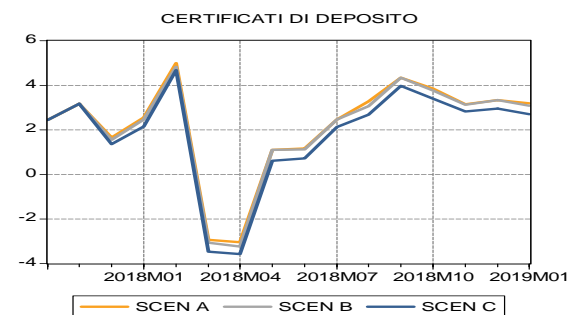
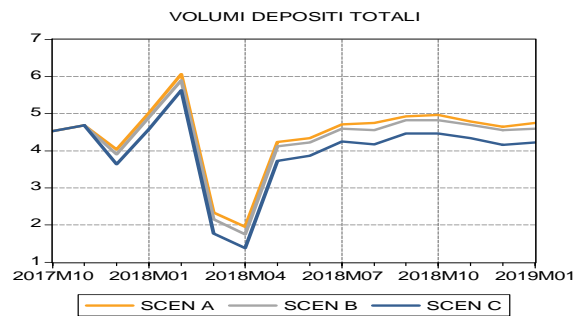
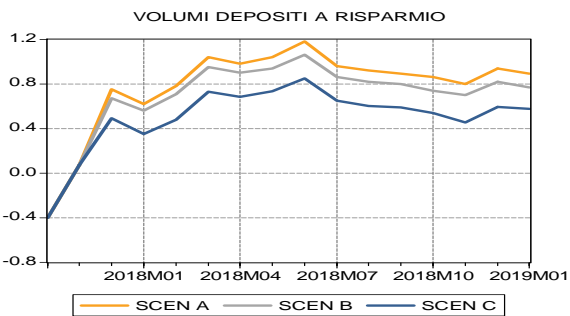
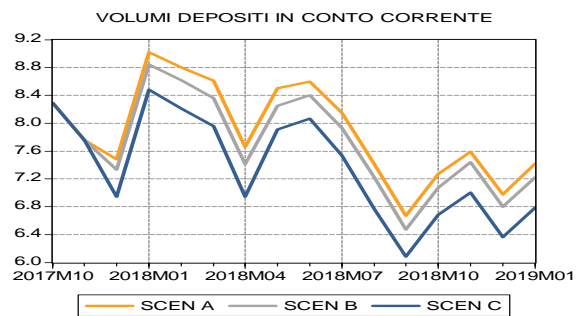
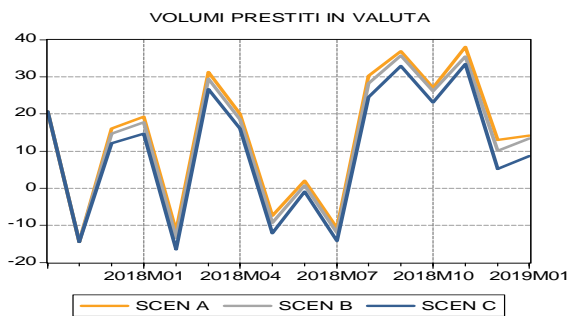
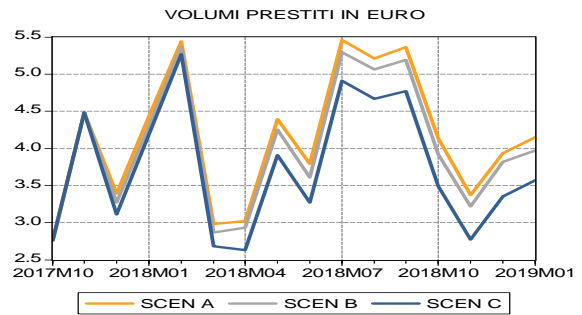
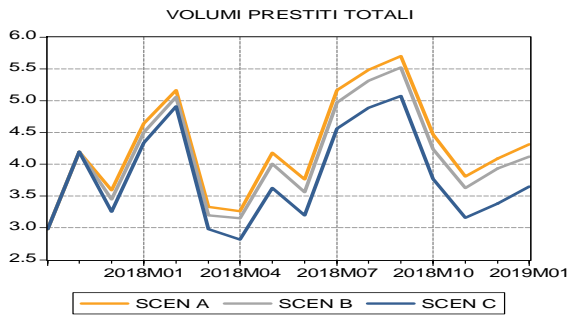
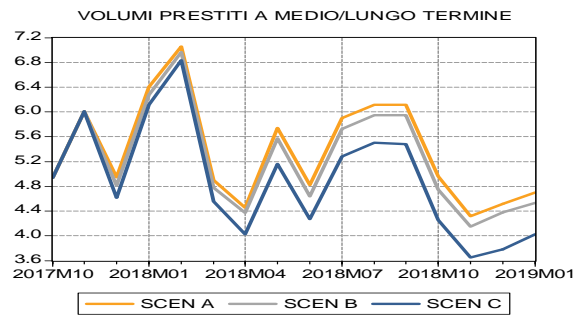
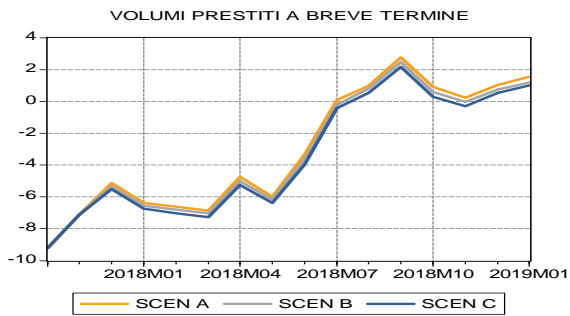
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



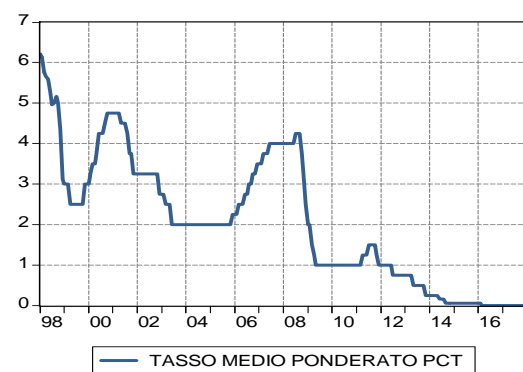
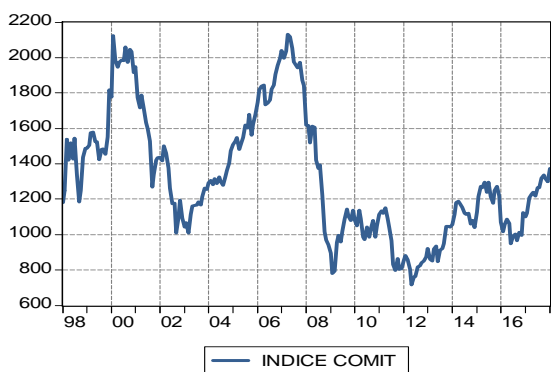
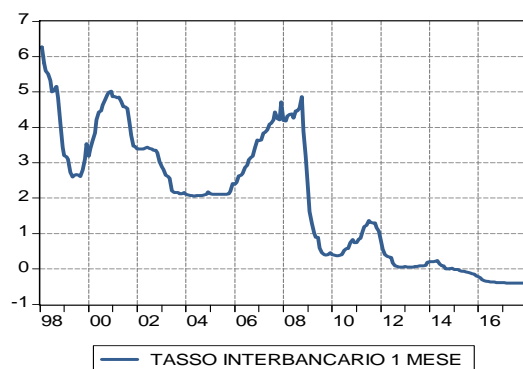
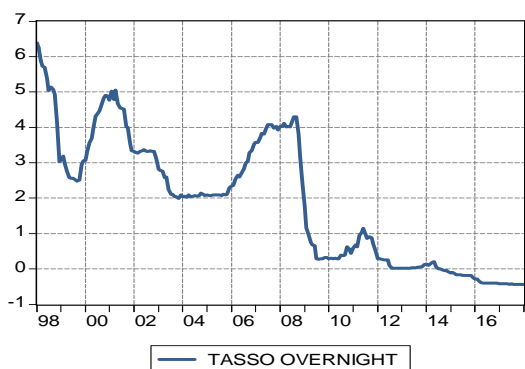
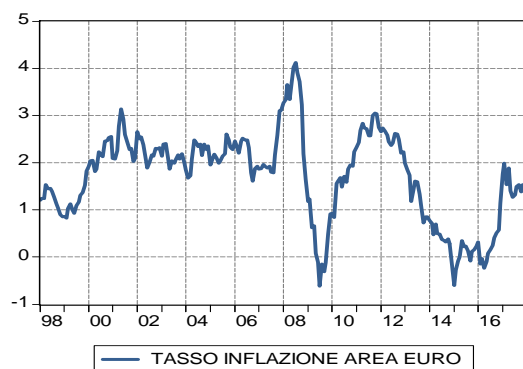
SCENARIO A	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1264	1267	1319	1338	1314	1297	1373	1391	1358	1342	1344	1292	1226	1197	1217	1204	1175	1163	1192	
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	
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	
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	-0.40	-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
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 ⁽¹⁾	-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	-0.36	-0.35	-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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	
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	

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	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	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	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	0.43	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	2.74	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 ⁽¹⁾	-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	-0.32	-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

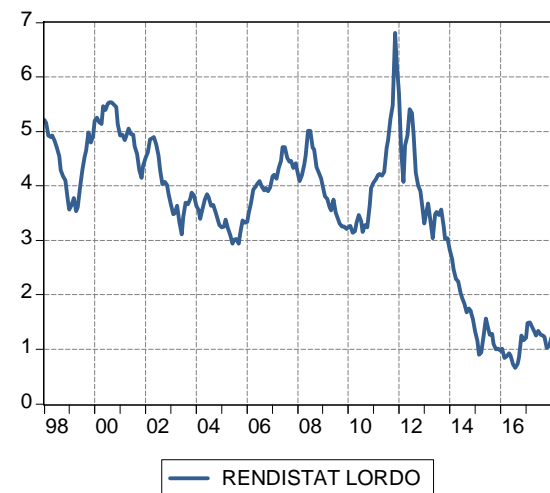
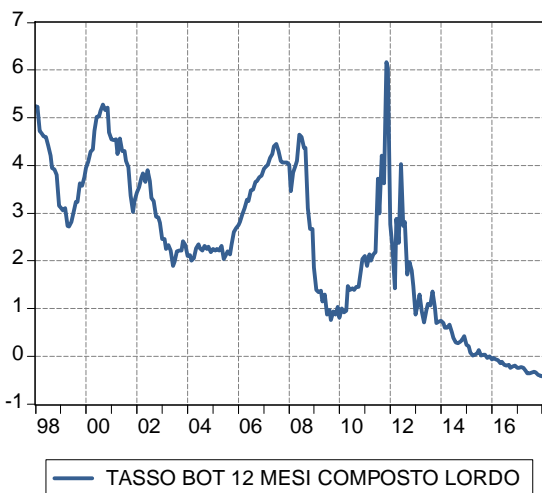
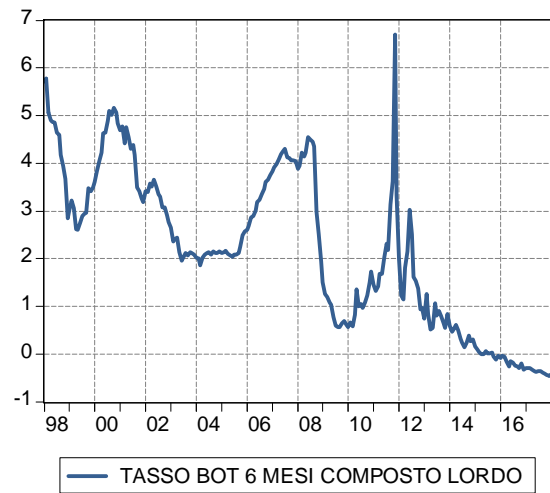
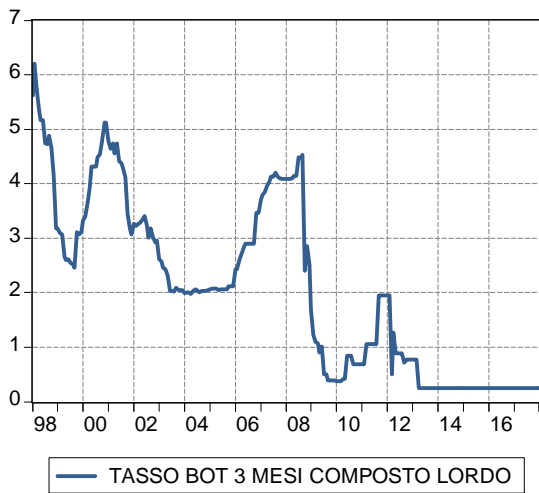
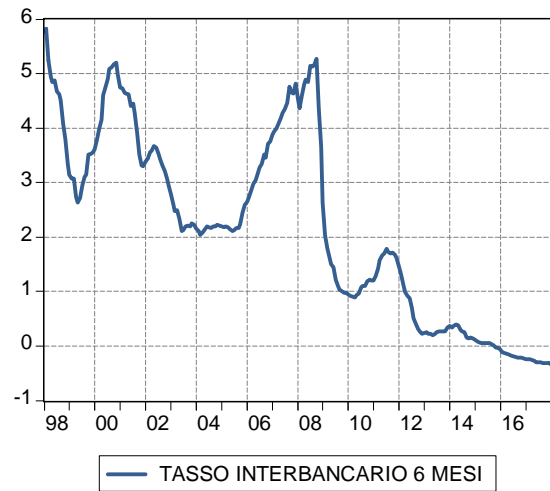
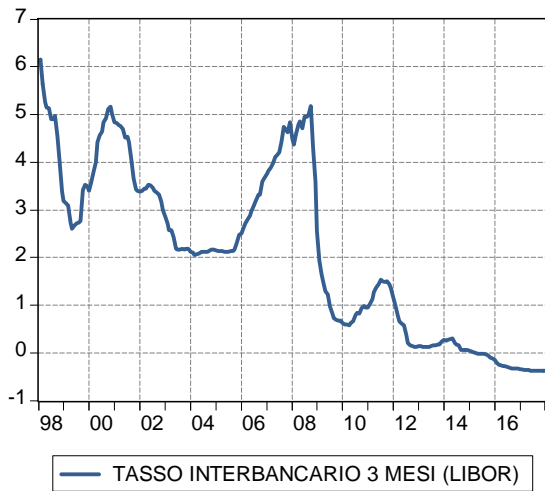
SCENARIO C	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1264	1267	1319	1338	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	-0.45	-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	-0.42	-0.42	-0.41	-0.42	-0.42	-0.42	-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	0.42	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 ⁽¹⁾	-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	-0.39	-0.40	-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

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili

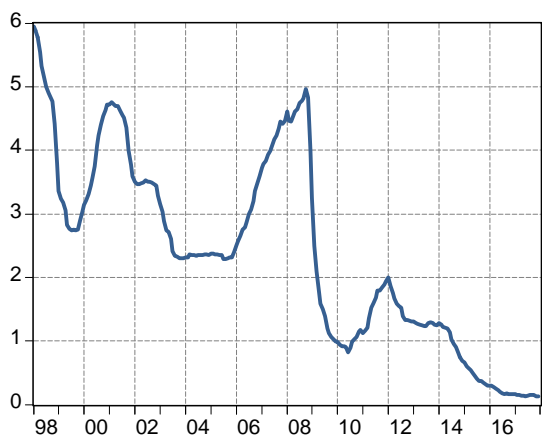


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili

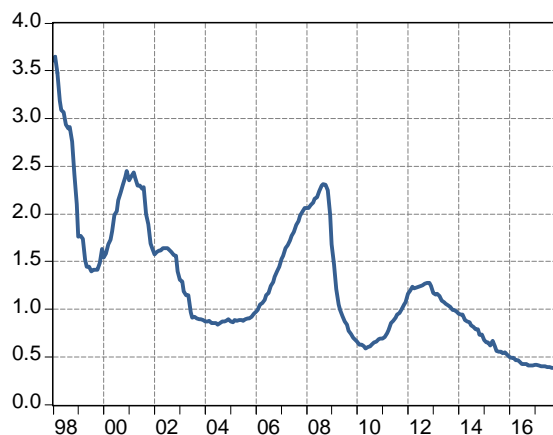


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

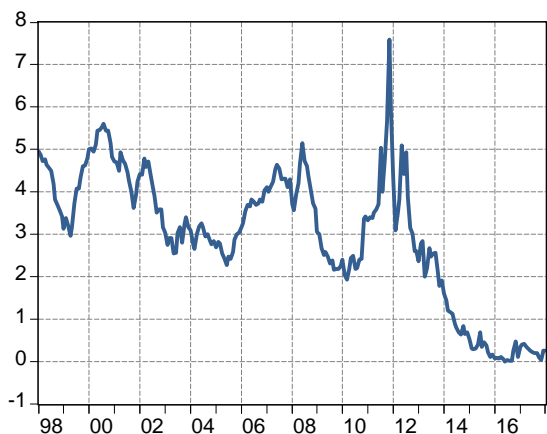
Dati mensili



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

