

# MEFIM

MODELLO  
ECONOMETRICO  
FINANZIARIO  
INTERNAZIONALE  
MENSILE

Febbraio 2019

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 sia in alcuni principali sotto categorie;

Le esogene sono: il tasso di riferimento, l'indice COMIT globale (calcolato da Intesa Sanpaolo), l'indice della produzione industriale, il tasso d'inflazione.

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

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

Il modello è stimato con dati che vanno da maggio 1986 a gennaio 2019.

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.

## I FATTORI CRITICI DELLO SCENARIO

- Guerra dei dazi
- *Shutdown*
- Elezioni del Parlamento Europeo e Brexit
- Conti pubblici dell'Italia

## IL QUADRO GENERALE

Il mese scorso è stato caratterizzato da un cambiamento nel linguaggio di comunicazione delle due principali Banche Centrali, Fed e BCE, indicando un possibile stop al processo di normalizzazione della loro politica monetaria, se l'economia lo richiedesse. La Banca Centrale del Giappone non l'ha modificato perché non aveva ancora iniziato questo processo.

In particolare, alla riunione di fine gennaio la Fed ha apportato due importanti cambiamenti al comunicato che in genere rilascia a conclusione dell'incontro. In primo luogo, ha tolto la frase "sono probabili alcuni ulteriori aumenti gradualmente dei tassi ufficiali", dichiarando, invece, che "alla luce degli sviluppi economici e finanziari globali e delle minori pressioni inflazionistiche, il Comitato sarà paziente nel determinare la tempistica e la dimensione degli interventi futuri, valutando le condizioni economiche realizzate e previste". Durante la conferenza stampa, il Presidente J. Powell ha più volte ripetuto le parole "cautela" e "pazienza" e ha sottolineato che le decisioni future dipenderanno dai dati macroeconomici. In secondo luogo, mentre alla riunione di dicembre il programma di *exit strategy* doveva continuare con il "pilota automatico", a gennaio la Fed ha aperto la strada a una sua modifica. Si ricorda che, in base a tale programma, a settembre del 2017 aveva iniziato il processo di normalizzazione del proprio bilancio, riducendo gradualmente i titoli in portafoglio mediante reinvestimenti decrescenti di quelli in scadenza, precedentemente acquistati con il *Quantitative Easing*. Si sarebbero reinvestiti soltanto quelli eccedenti il tetto iniziale di 10 miliardi di dollari mensili, poi progressivamente portato a 50 a regime (da ottobre del 2018). Alla riunione di gennaio, "il Comitato della Fed, pur continuando a considerare i tassi ufficiali come strumento principale di politica monetaria, è pronto ad adeguare il programma di normalizzazione del bilancio alla luce degli sviluppi economici e finanziari", allentando l'effetto restrittivo dell'*exit strategy*.

La BCE alla riunione di gennaio ha ribadito che i tassi rimarranno a zero almeno fino all'estate 2019 e la politica monetaria accomodante continuerà attraverso i pieni reinvestimenti dei titoli in scadenza acquistati in precedenza con il QE, ma ha anche sottolineato che è pronta a modificarla in termini più espansivi, se necessario, utilizzando tutti gli strumenti a disposizione. In conferenza stampa, il Presidente M. Draghi ha precisato che "le cartucce non sono finite; la Banca Centrale ha ancora tutti gli strumenti a disposizione" e che le LTRO (*Long Term Refinancing Operation*), operazioni di mercato aperto di lunga durata, sono state menzionate dai membri del Comitato, anche se non è stata presa nessuna decisione in tal senso, mentre ha escluso la riapertura di un nuovo QE.

Questa predisposizione a eventuali allentamenti di politica monetaria ha ridato impulso alle quotazioni del mercato azionario, soprattutto in USA, e a un calo dei rendimenti, soprattutto nell'Area Euro. Essa trova giustificazione nel deterioramento del contesto macroeconomico internazionale, già messo in evidenza nei mesi scorsi, ma che si è intensificato alla luce degli ultimi dati disponibili e dell'evoluzione dei fattori critici dello scenario.

La guerra dei dazi non ha avuto sviluppi in positivo. Le date indicate il mese scorso del 7 gennaio, quando era previsto l'incontro di due delegazioni, americana e cinese, e del 22-26 gennaio al *World Economic Forum* a Davos, hanno lasciato USA e Cina ancora lontane da un accordo. Tutto è, quindi, rinviato al 2 marzo, quando scadrà la proroga di 90 giorni concessa a fine novembre per le trattative e che vedrà l'aumento dei dazi al 25% sui beni cinesi importati negli Stati Uniti in caso di mancata conciliazione. Consapevole del rischio destabilizzante di quest'ultima evenienza, il Presidente Trump ha preparato i mercati a un possibile accordo solo di massima per quella data, necessitando più tempo poi per definire i dettagli.

Nel frattempo i dati macroeconomici hanno evidenziato un clima di fiducia di produttori e consumatori in forte ridimensionamento a livello generalizzato che, trattandosi di rilevazioni riferite prevalentemente a gennaio, alimentano aspettative di una partenza sotto tono dell'anno in corso.

I fattori critici dello scenario	3
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

Negli USA, il protrarsi dello **shutdown**, la chiusura degli uffici governativi per il mancato accordo al Congresso sul bilancio, rischia di penalizzare pesantemente la crescita economica, oltre ad aver generato un vuoto informativo per l'assenza di pubblicazione della maggior parte dei dati. La forza del mercato del lavoro resta indiscussa, ma lo *shutdown*, il più lungo della storia degli Stati Uniti, iniziato il 22 dicembre e sospeso temporaneamente il 4 febbraio per 15 giorni, potrebbe sottrarre crescita per uno 0.5%-0.8% al mese, lasciando 800.000 dipendenti pubblici senza stipendio e impedendo lo svolgimento di attività anche private, se collegate a quelle pubbliche. Tutto ciò, assieme a un clima particolarmente rigido che non favorisce l'attività produttiva, rischia di aggiungere un fattore temporaneo rilevante a quello generato dalla guerra dei dazi.

Nell'Area Euro, i dati macroeconomici, pur registrando una crescita economica positiva intorno all'1% a/a nel quarto trimestre del 2018, hanno messo in evidenza la sofferenza del canale estero che ha pesato sull'offerta. L'Italia è in recessione tecnica, dopo due trimestri di crescita negativa del PIL, e la Germania rischia di seguirla, visto che, anche se i dati dell'ultimo trimestre dell'anno scorso non sono ancora noti, quelli mensili relativi a quel periodo sono stati tutti negativi. Si tenga in considerazione che i due Paesi formano il 50% del PIL dell'area. Tutto ciò rischia di enfatizzare il fattore critico dei **conti pubblici italiani**, per la minore capacità di ripagare il debito. Il 7 febbraio la Commissione Europea pubblicherà le nuove previsioni di crescita per l'Area Euro ed è alta la probabilità che riveda al ribasso le stime del PIL italiano, riaprendo il rischio di una procedura per debito pubblico eccessivo.

In attesa delle **elezioni del Parlamento Europeo** del 23-26 maggio, che potrebbero far emergere pericolosi populismi, su questo fronte gli occhi sono puntati sulla **Brexit** perché è aumentata la probabilità di un'uscita dall'Unione Europea programmata per il 29 marzo senza un accordo. Se entro il 13 febbraio il primo Ministro britannico T. May non sarà stata in grado di produrre un nuovo accordo con l'UE con una soluzione diversa per quanto riguarda il confine irlandese e che sia stato approvato dalla Camera dei Comuni, presenterà una mozione emendabile che in sostanza lascerà al Parlamento la scelta di come procedere: se andare al *no deal* (Brexit senza accordo con UE); se chiedere un'estensione dell'articolo 50 del trattato sull'Unione Europea (il cui ricorso ha dato avvio all'uscita dall'UE) per rinviare la data del 29 marzo o addirittura il ritiro della procedura; se indire un secondo referendum o nuove elezioni. Pur nella convinzione che questo fattore penalizzi principalmente il Regno Unito, con la fuga delle multinazionali verso l'Area Euro già in atto, la situazione di incertezza che si verrebbe a creare in caso di un *no deal* deprimerebbe anche i Paesi esportatori dell'UE. In caso di rinvio della data di uscita, inoltre, si rischia di invalidare l'intero voto delle Europee, se il Regno Unito rinunciasse a organizzare le elezioni del Parlamento sul proprio territorio, come impone il Trattato dell'UE a ogni Stato membro, e se la *Brexit* avvenisse dopo l'1 luglio, giorno prima della riunione costitutiva a Strasburgo del nuovo Parlamento.

Alla luce della precedente analisi, si assegna un'elevata probabilità all'eventualità che, entro l'1 marzo, USA e Cina raggiungano un accordo solo di massima, imponendo alla Fed un atteggiamento neutrale per tutto l'anno in corso e che la BCE apra alla possibilità di politica monetaria espansiva attraverso lo strumento delle LTRO nella seconda parte del 2019 (Scenario A – Probabilità 70%). Nel caso non si raggiunga un accordo per quella data e scattino i nuovi dazi, non si esclude che vi siano allentamenti monetari attraverso strumenti non convenzionali anche in USA e che la BCE anticipi la mossa delle LTRO nella prima parte del 2019 (Scenario C – Probabilità 20%).

L'Italia beneficerebbe poco dell'eventuale atteggiamento più espansivo della BCE in termini di rendimenti sui titoli di Stato, come si è già visto in gennaio, perché tale decisione di politica monetaria sarebbe dettata da una mancata ripresa del ciclo economico dell'Area Euro, compreso quello italiano, compromettendo i conti pubblici del nostro Paese.

Il mercato azionario statunitense potrebbe essere sostenuto dalla ritrovata concorrenza nei confronti dell'obbligazionario, dopo che i rendimenti americani sulla scadenza decennale si sono portati ben sotto il 3% ma attenzione che in primavera il rallentamento previsto dell'economia potrebbe interrompere i rialzi delle quotazioni. Questa ipotesi è legata anche alla durata dello *shutdown* che, al momento, non è prevedibile.

Sul fronte del prezzo del petrolio, le quotazioni del greggio hanno recuperato terreno in gennaio portandosi intorno a 63 dollari al barile per il Brent e a 55 per il WTI, tuttavia, dati i molti fattori messi in evidenza nella precedente analisi che pesano sulla crescita economica internazionale, si assegna una bassa probabilità che la tendenza al rialzo sia duratura per la questione di un eccesso di offerta di petrolio generata anche dal continuo aumento della produzione *shale oil* negli Stati Uniti.

## GLI ULTIMI DATI

In USA, il vuoto informativo causato dello *shutdown*, la chiusura degli uffici governativi, inclusi quelli che pubblicano la maggior parte dei dati statistici sull'economia, per la mancata approvazione del bilancio da parte del Congresso, **obbliga a un'analisi parziale**. Le rilevazioni sul PIL per il quarto trimestre saranno disponibili il 21 febbraio, quindi, possiamo solo ribadire che, fino all'autunno del 2018, la crescita economica negli Stati Uniti era solida, anche se ridimensionata in termini congiunturali, a +3.4% t/t rispetto al +4.2% del secondo trimestre, con una variazione tendenziale di +3% a/a.

Il ciclo economico era trainato dai consumi. Gli investimenti residenziali in contrazione evidenziavano gli effetti della politica monetaria restrittiva della Fed che ha reso meno convenienti i mutui. I dati avevano già dimostrato una certa sofferenza per gli effetti della guerra commerciale, penalizzando il canale estero che aveva sottratto un -2% t/t alla crescita. La causa era da attribuire alla forte dinamica delle importazioni (+9.3% t/t) a fronte di un calo delle esportazioni (-4.9% t/t). L'altro aspetto importante da sottolineare è l'ampio accumulo di scorte, con un contributo alla crescita del PIL per un +2.3% t/t. Questo potrebbe penalizzare il dato del quarto trimestre, ancora non noto, per il necessario smaltimento di merce invenduta. **In termini prospettici, è atteso un nuovo ridimensionamento del ciclo economico, non solo nel quarto trimestre del 2018, ma anche nei primi tre mesi dell'anno in corso. All'incertezza generata dalla guerra dei dazi si è aggiunto, infatti, anche il fattore dello *shutdown*, iniziato il 22 dicembre e sospeso il 4 febbraio solo temporaneamente per 15 giorni, che impedisce lo svolgimento di molte attività, non solo quelle pubbliche, ma anche quelle private ad esse collegate. I prossimi dati saranno di difficile lettura, perché non si potrà distinguere l'effetto transitorio della chiusura delle attività governative dalla tendenza di fondo dell'economia americana.**

I dati mensili disponibili sono davvero pochi e sembrano confermare la crescita economica. In dicembre, la produzione industriale ha confermato il trend rialzista, con un incremento di +0.3% m/m, che segue un +0.4% del mese precedente (rivisto da +0.6%). Le aspettative degli economisti erano più caute (+0.2%). La capacità produttiva è aumentata a 78.7% da 78.6% di novembre. **Il mercato del lavoro ha ancora una volta sorpreso per la sua forza** con +312 000 nuovi occupati, quasi il doppio di quanto atteso (184 000). È stato rivisto ampiamente al rialzo anche il dato precedente, a 176 000 da 155 000 inizialmente rilevati. L'aggiustamento verso l'alto del tasso di disoccupazione al 3.9% dal 3.7% di novembre, va interpretato in termini positivi per l'aumento del tasso di partecipazione a 63.1% da 62.9%. **Come sottolineato dalla Fed, tuttavia, è il peggioramento del clima aziendale e dei consumatori che impone cautela:** la fiducia degli imprenditori in dicembre, letta attraverso l'indice ISM, si è notevolmente ridimensionata a 54.3 da 58.8 del mese precedente per il settore manifatturiero e a 58 da 60.4 per quello dei servizi; il PMI di Chicago, disponibile per gennaio, evidenzia un'accentuazione della tendenza negativa, con una drastica correzione al ribasso a 56.7 da 65.4 di dicembre. A novembre era a quota 66.4. Tutti i dati hanno deluso le aspettative dei mercati. Non è da meno la fiducia dei consumatori, misurata attraverso il *Conference Board*, che a gennaio si è portato a quota 120.2 da 126.6 del mese precedente, quest'ultimo rivisto al ribasso da 128.1. Tenendo conto che in novembre era a 134.6 e in ottobre a 137.9, possiamo dire che dall'autunno del 2018 la fiducia si è ridotta di 18 punti! È evidente che **l'euforia dettata dai vantaggi della riforma fiscale ha completamente lasciato il posto all'incertezza della guerra dei dazi.**

Sul fronte inflazionistico sono disponibili nuovi dati solo sui salari orari che in dicembre mantengono una dinamica tendenziale sopra il 3% (+3.2% a/a da +3.1%). Riteniamo, tuttavia, che il percorso dell'inflazione verso valori sotto l'obiettivo del 2%, iniziato a novembre, debba proseguire, grazie al venir meno delle tensioni da costi delle materie prime per il calo del prezzo del petrolio.

## USA

*I dati mensili confermano la crescita, ma crolla la fiducia di produttori e consumatori*

Alla luce della precedente analisi, riteniamo che una crescita in ridimensionamento e le minori tensioni inflazionistiche dal lato delle materie prime renderanno la Fed molto cauta nel 2019. È probabile che a fine febbraio la guerra dei dazi trovi solo un accordo di massima tra USA e Cina, imponendo alla Fed un prolungato periodo di neutralità (Scenario A – probabilità 70%).

In Giappone, non ci sono nuove informazioni dai dati sul PIL, pertanto, possiamo solo ribadire quanto messo in evidenza il mese scorso: **nel terzo trimestre del 2018, l'economia nipponica ha subito una pesante contrazione congiunturale di -0.6% t/t che ha praticamente azzerato quella tendenziale (+0.1% a/a da +1.4% del trimestre precedente)**. Le tre componenti principali, consumi, investimenti e canale estero hanno sottratto crescita; in particolare gli investimenti fissi, diminuiti di -2.2% t/t, con un contributo di -0.5% t/t. Le scorte e la spesa pubblica sono state neutrali sul ciclo economico. Come già messo in evidenza il mese scorso, **questi dati vanno interpretati con cautela, perché distorti da una serie di disastri naturali**, come inondazioni, un tifone e un terremoto, che hanno colpito seriamente l'attività economica, **ma** dalle stesse dichiarazioni della Banca Centrale e dai dati mensili della parte finale dell'anno **la domanda e la produzione legate al ripristino di tali calamità non si sono dimostrate forti quanto atteso**.

I dati mensili, relativi prevalentemente a dicembre, infatti, **sono stati deboli soprattutto dal lato dell'offerta**, in sintonia con quanto rilevato già per quelli di novembre. La produzione industriale è diminuita di -0.1% m/m, dopo il forte calo di -1.0% m/m del mese precedente. Gli ordini di macchinari industriali sono rimasti invariati, ma si riferiscono a novembre. Se teniamo conto del -18.3% m/m di settembre e del +7.6% di ottobre, il bilancio rimane negativo e lascia presagire una debolezza dell'attività economica anche nel quarto trimestre ancora non noto del 2018. **Il canale estero in dicembre evidenzia ancora una certa sofferenza**, con un calo delle esportazioni di -1.3% m/m. Il saldo della bilancia commerciale migliora solo grazie a una contrazione più pesante delle importazioni (-5.3%). **Recupera, invece, la domanda: in dicembre, le vendite al dettaglio hanno sorpreso in positivo le attese di +0.4%**, mettendo a segno un incremento di +0.9% m/m, dopo lo scivolone di -1.1% m/m del mese precedente (rivisto da -1%). **Il mercato del lavoro rimane solido**, anche se il tasso di disoccupazione ha aggiustato leggermente verso l'alto al 2.5% dal 2.4% di ottobre. **Come per gli Stati Uniti, tuttavia, anche in Giappone i dati più preoccupanti riguardano la fiducia di produttori e consumatori, che, essendo riferita a gennaio, dà una prima indicazione sullo scenario d'inizio 2019 e i segnali giunti non lasciano presagire nulla di buono: la fiducia dei produttori si è ridimensionata a 50 da 52.6 del mese precedente (si ricorda che 50 punti rappresenta la soglia sotto la quale l'attività economica è in contrazione) e quella dei consumatori è scesa a 41.9 da 42.7 di dicembre. Gli economisti speravano in un aggiustamento più contenuto (42.4).**

La debolezza del ciclo economico e il calo del prezzo del petrolio, hanno riaperto il rischio di deflazione, giacché gli indicatori dei prezzi si sono portati vicino allo zero. In dicembre, la variazione tendenziale dell'indice dei prezzi in termini globali si è ridimensionata a +0.2% a/a da +0.7% del mese precedente, deludendo le aspettative di +0.3%, e quella *core* a +0.7% a/a da +0.9%. Le prospettive di basse quotazioni del greggio anche nel 2019 non agevoleranno il compito della Banca Centrale del Giappone di riportare l'inflazione verso il 2%. Una mano potrebbe darla l'aumento dell'IVA programmato per ottobre del 2019, ma se la domanda si mantiene debole anche nella seconda parte dell'anno in corso, l'aggiustamento verso l'alto dell'aliquota sui consumi potrebbe tradursi in una contrazione della quantità venduta.

In Area Euro, sono disponibili i dati preliminari del PIL del quarto trimestre solo in forma aggregata. **La crescita congiunturale è positiva, ma ha mantenuto il passo ridotto di +0.2% t/t del trimestre precedente.**

## GIAPPONE

*Anche qui diminuisce la fiducia di produttori e consumatori.*

*Riemergono i rischi deflazionistici*

## AREA EURO

*La crescita è positiva ma debole, per le*

Il ritmo cauto ha ridimensionato la variazione tendenziale a +1.2% a/a da +1.6% del terzo trimestre. Non avendo a disposizione informazioni sulle componenti, non è possibile al momento individuare la causa dell'incertezza del ciclo economico dell'Area. Sarà importante verificare se ciò sia dovuto ancora una volta alla guerra dei dazi che aveva penalizzato la crescita nel terzo trimestre attraverso il canale estero. I dati mensili, che seguono, vanno un po' in questa direzione. In base all'analisi per Paese, sul risultato globale ha pesato sicuramente la contrazione congiunturale dell'Italia, mentre non si possono trarre conclusioni sulla Germania perché non sono ancora stati pubblicati i dati sul PIL del quarto trimestre.

I dati mensili, relativi prevalentemente a novembre, sono stati deboli dal lato dell'offerta, forse penalizzata dalla contrazione delle esportazioni, mentre la domanda probabilmente è stata supportata dal buon andamento del mercato del lavoro. In novembre, la produzione industriale è diminuita di -1.7% m/m e il dato del mese precedente, già debole, è stato rivisto al ribasso a +0.1% da +0.2%. Gli economisti si attendevano comunque un risultato negativo (-1.5%). Le costruzioni, dopo il calo di -1.6% m/m, non sono riuscite a invertire la tendenza negativa, registrando un -0.1%. Il canale estero, che aveva registrato un certo recupero in ottobre, è tornato a soffrire registrando un calo delle esportazioni di -1% m/m. Il surplus della bilancia commerciale è migliorato solo grazie a una diminuzione delle importazioni di -1.9% più rilevante di quella dei flussi in uscita. I risultati deludenti hanno intaccato la fiducia dei produttori che in gennaio è scesa a 50.5 da 51.4 del mese precedente nel settore manifatturiero e a 50.8 da 51.2 in quello dei servizi. Migliori risultano, invece, i dati dal lato della domanda, con le vendite al dettaglio che sono riuscite a mantenere la buona dinamica del mese precedente di +0.6%, sorpendendo in positivo le aspettative di +0.2%. Il dato precedente è stato rivisto al rialzo a +0.6% da +0.3%. Il mercato del lavoro si mantiene in buona salute, con un tasso di disoccupazione al 7.9% in novembre e dicembre, in ridimensionamento dal 8.1% di ottobre. Tutto ciò si è riflesso in positivo sulla fiducia dei consumatori, letta attraverso la sotto-componente dell'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) che in gennaio è migliorata a -7.9% da -8.3% del mese precedente. Se ne deduce che il calo dell'ESI globale, che interpreta la fiducia di produttori e consumatori, a 106.2 da 107.4 di dicembre è attribuibile al pessimismo dei primi, data l'analisi precedente dell'offerta.

La minor forza del ciclo economico e il calo del prezzo del petrolio negli ultimi due mesi del 2018, hanno ridimensionato l'inflazione: in dicembre, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi al consumo HCPI (*Harmonized Consumer Price Index*) si è portata a +1.6% a/a da +1.9% del mese precedente, e quella *core* è rimasta ferma a +1% a/a.

Alla luce di 1) una crescita moderata dell'Area Euro, 2) un rallentamento generalizzato a livello globale, 3) le incognite derivanti dal quadro dei conti pubblici italiani, 4) il rischio di un rafforzamento dei populismi in sede di elezioni del Parlamento Europeo a maggio e di una *Brexit* senza un accordo, è molto probabile che la BCE prenda in considerazione la possibilità di una politica monetaria espansiva attraverso lo strumento delle LTRO nella seconda parte del 2019 (Scenario A – Probabilità 70%).

In Germania, non sono disponibili nuove informazioni sui dati trimestrali del PIL rispetto al mese scorso, pertanto, possiamo solo ribadire che, nel terzo trimestre, l'economia ha registrato una brusca frenata, con un calo congiunturale di -0.2% t/t, da +0.5% dei tre mesi precedenti, che ha limitato la crescita tendenziale a +1.2% a/a da +1.9%. Le cause vanno ricercate nella debolezza del canale estero e dei consumi interni. Il primo ha sottratto -1% t/t alla crescita, per un calo delle esportazioni di -0.9% t/t e un concomitante incremento delle importazioni di +1.3%, i secondi un -0.1% per una dinamica negativa di -0.3% t/t. Dovrebbe trattarsi di un fattore temporaneo dovuto a criticità nel settore dell'auto per la nuova normativa, che vieta la circolazione delle vecchie auto diesel, procurando ai produttori tedeschi qualche difficoltà.

*incertezze sull'offerta  
più che sulla domanda.  
L'inflazione si  
ridimensiona*

## Germania

Il risultato complessivo del PIL, tuttavia, è stato arginato da un importante accumulo di scorte di +0.7%, che probabilmente riflette merce invenduta, data la debolezza dei consumi. Difficilmente il quarto trimestre potrà, pertanto, tornare a una crescita rilevante.

I dati mensili, relativi prevalentemente a novembre, sono tutti negativi e hanno ampiamente deluso le aspettative sia dal lato della domanda sia dell'offerta. La produzione industriale, le costruzioni e gli ordini all'industria sono diminuiti di -1.9% m/m, -1.7% e -1% rispettivamente. I mercati si attendevano sulla produzione un risultato positivo di +0.3% e sugli ordini una contrazione limitata a -0.1%. Rilevanti sono state anche le revisioni al ribasso dei dati del mese precedente: a -0.8% m/m, -1.2% e +0.2% da -0.5%, -0.3% e +0.3%, rispettivamente. Soffre ancora il canale estero con una contrazione delle esportazioni di -0.3% m/m. La debolezza dei consumi interni si è riflessa sulle importazioni che sono diminuite di -1.4%. Ancora peggiore è stata la domanda con una pesante contrazione delle vendite al dettaglio in dicembre di -4.3% m/m, ben al di là di quanto di aspettavano gli economisti (-0.6%). L'unica nota positiva proviene dal mercato del lavoro che in gennaio ha mantenuto il tasso di disoccupazione fermo ai livelli bassi del 5%.

La fiducia di produttori e consumatori, disponibile per gennaio, lascia presagire un ciclo economico tedesco debole anche all'inizio dell'anno in corso: l'indice Ifo ha corretto nuovamente al ribasso a 99.1 da 101 del mese precedente e così pure il PMI del settore manifatturiero a 49.9 da 51.5. Il risultato sotto la soglia dei 50 punti, anche se solo di poco, se venisse confermato anche nei prossimi mesi, indicherebbe un'attività economica in contrazione. Solo nel settore dei servizi la fiducia è migliorata (a 53.1 da 51.8). È evidente che tutto ciò deriva dalla penalizzazione più marcata per la Germania rispetto agli altri Paesi dell'Area derivante dal rallentamento della crescita globale e dalla guerra dei dazi, poiché l'economia tedesca è *export-oriented*.

Nonostante la debolezza dell'economia, l'inflazione si è mantenuta stabile: in gennaio, la variazione tendenziale dell'indice HCPI globale è rimasta ferma a +1.7 a/a; quella dell'indice *core*, disponibile però solo per dicembre, si è portata a +1.4% a/a da +1.2%. Alla luce dell'analisi precedente, è tuttavia lecito attendersi un ridimensionamento nei prossimi mesi.

In Italia, sono disponibili i dati sul PIL del quarto trimestre solo in forma aggregata e sanciscono l'entrata in recessione dal punto di vista tecnico del nostro Paese, poiché la variazione congiunturale è stata, per la seconda volta consecutiva, negativa, con un -0.2% t/t dopo il -0.1% del terzo trimestre. In termini tendenziali il ciclo economico ha ripiegato a +0.1% a/a rispetto a +0.7% dei tre mesi precedenti. In mancanza dei dati per le singole componenti, per ora non si possono trarre conclusioni sulle cause. Fino all'autunno, la negatività non era da attribuire al contesto internazionale debole, visto che il canale estero aveva contribuito positivamente alla crescita con un +0.1% t/t, ma a fattori interni di incertezza politica che avevano penalizzato la componente degli investimenti.

I dati mensili, che si riferiscono prevalentemente a novembre e dicembre, hanno evidenziato che, nella parte finale dell'anno, ha pesato anche la debolezza della componente estera e che l'offerta sta soffrendo. Le esportazioni verso l'Unione Europea, infatti, in novembre hanno registrato una contrazione di -1.3% m/m e quelle verso i Paesi extra UE, disponibili per dicembre, sono crollate di -5.6% dopo aver resistito nei due mesi precedenti (+0.6% in novembre e +5.3% in ottobre). Nonostante anche le importazioni siano scese di -2.2%, non si è potuta evitare un'erosione importante del surplus della bilancia commerciale extra UE. Sul fronte interno, in novembre, la produzione industriale è diminuita di -1.6% m/m, contro un'aspettativa meno pessimista di -0.3%, e il dato di ottobre è stato rivisto al ribasso a -0.1% da +0.1%. Anche gli ordini sono risultati in contrazione con un -0.2% m/m, proseguendo la tendenza negativa del mese precedente (-0.5%, rivisto al ribasso da -0.3%). Solo il settore delle costruzioni ha

Italia

dato segnali positivi, anche se deboli, aumentando di +0.2% m/m a fronte di un calo di -1.7% in ottobre. **Migliori, invece, risultano le condizioni della domanda: in novembre, le vendite al dettaglio hanno messo a segno un buon rialzo di +0.7% m/m, potenziando la dinamica positiva di +0.2% del mese precedente e in dicembre il tasso di disoccupazione è ritornato ai livelli di tre mesi prima, 10.3%, dopo il momentaneo aumento al 10.6% di ottobre e al 10.5% di novembre. I dati disponibili per gennaio sulla fiducia di produttori e consumatori rispecchiano l'analisi precedente: il pessimismo dei primi si è tradotto in un nuovo ridimensionamento dell'indice Istat sulle imprese a 102.1 da 103.4 del mese precedente nel settore manifatturiero e a 98.6 da 99.5 nei servizi (si ricorda che in settembre era a 104.9). Va sottolineato, inoltre, che il PMI, disponibile soltanto per novembre, nel settore manifatturiero è sotto la soglia dei 50 punti a 49.2, indicando un'economia in contrazione. Dall'altro lato, la fiducia dei consumatori è migliorata a 114 da 113.2, probabilmente in attesa della manovra fiscale sul reddito di cittadinanza e di quota 100 sulle pensioni. Anche per l'Italia, l'inflazione si è ridimensionata. In dicembre, la variazione tendenziale dell'indice HCPI globale si è portata a +1.2% a/a da +1.6% del mese precedente e quella *core* a +0.6% a/a da +0.7%.**

La recessione tecnica e l'indebolimento della congiuntura internazionale acuiranno il rischio sui conti pubblici, anche se le difficoltà del ciclo economico dell'Area Euro si dovessero accentuare, inducendo la BCE a un atteggiamento più espansivo di politica monetaria.

In Francia, i dati sul PIL del quarto trimestre del 2018 hanno confermato la dinamica congiunturale di +0.3% dei tre mesi precedenti. Anche se ciò ha ridimensionato la variazione tendenziale a +0.9% a/a da +1.3% (quest'ultimo rivisto da +1.4%) **i risultati testimoniano che l'economia d'oltralpe gode di salute migliore rispetto a Germania e Italia. La forza trainante del ciclo economico francese resta, sorprendentemente, ancora il canale estero, con un contributo alla crescita di +0.2% t/t, grazie a un aumento delle esportazioni di +2.4% t/t, più ampio di quello delle importazioni di +1.6%. Scarso è stato, invece, l'apporto della domanda interna, con i consumi che sono rimasti neutrali e un limitato contributo positivo degli investimenti fissi di +0.1%. Da segnalare, infine, che è proseguito il decumulo di scorte che hanno sottratto alla ripresa un -0.1%, nonostante il -0.5% del trimestre precedente. La ricostituzione del magazzino potrebbe fornire un supporto alla crescita nella prima parte del 2019.**

## Francia

I dati mensili disponibili rientrano nel trimestre già noto, quindi non aggiungono nuove informazioni rispetto all'analisi precedente. In ogni caso, è da sottolineare che la buona performance del canale estero sopracitata è attribuibile al risultato di ottobre, quando le esportazioni avevano registrato un importante incremento di +6.1% m/m. In novembre, anche la Francia ha iniziato a soffrire per la debolezza della congiuntura internazionale con un calo dei flussi commerciali in uscita di -4.4%. Gli effetti si sono ripercossi sulla produzione industriale, che ha azzerato il risultato di ottobre con una diminuzione di -1.3% m/m. Più solido si è dimostrato il settore delle costruzioni (+1.4%). Dal lato della domanda, sempre in novembre, le vendite al dettaglio sono rimaste praticamente ferme (+0.1%) e la contrazione a dicembre dei consumi delle famiglie di -1.2% lascia qualche ombra sul futuro, soprattutto se letta assieme all'incremento del tasso di disoccupazione al 9.1% dal 8.9% di novembre. **In controtendenza rispetto agli altri Paesi dell'Area, la fiducia di consumatori e produttori rimane, tuttavia, positiva: in gennaio, la prima è aumentata a 91 da 86 e la seconda, letta attraverso il PMI, a 51.2 da 49.7, superando l'importante soglia dei 50 punti, nel settore manifatturiero; solo in quello dei servizi è emersa qualche difficoltà (47.5 da 49). Sempre in gennaio, l'inflazione globale si è ridimensionata a +1.4% a/a da +1.9% del mese precedente; quella *core*, riferita però a dicembre, a +0.6% a/a da +0.7%.**

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

## GLI SCENARI

## A (70%)

**USA:** un accordo con la Cina sui dazi a fine febbraio, solo di massima, non impedisce alla crescita economica di ridimensionarsi intorno a +1% a/a, dopo dieci anni di fase positiva ininterrotta del ciclo economico e l'esaurirsi dell'effetto espansivo della politica fiscale. **I rischi inflazionistici scompaiono** per il venir meno delle tensioni sui salari e per il calo del prezzo del petrolio, **facendo rientrare le esigenze di ulteriori rialzi dei tassi ufficiali nel 2019.** Nel medio termine, il decennale americano scende sotto il 2.6% e il dollaro si deprezza leggermente intorno a quota 1.15 nei confronti dell'euro.

**Area Euro:** la crescita del PIL reale si ridimensiona all'1% a/a in sintonia con un contesto internazionale di cicli economici deboli. **La BCE apre alla possibilità di politica monetaria espansiva attraverso lo strumento delle LTRO nella seconda parte del 2019.** In Italia, lo scenario di minore crescita globale e uno stallo nella domanda interna riaprono il problema dell'elevato debito pubblico. I rendimenti sui titoli di Stato italiani vengono penalizzati, portandosi verso il 3% sulla scadenza decennale e lo *spread* intorno ai 280 punti base nei confronti del *Bund* tedesco.

## B (10%)

**USA:** un accordo con la Cina sui dazi chiaro e completo a fine febbraio, che scongiura un'escalation delle ritorsioni commerciali, **lascia più spazio al proseguimento della crescita economica**, che, pur in ridimensionamento, si mantiene intorno al 2% a/a. I rischi inflazionistici derivanti dalla forza del mercato del lavoro sono mitigati dalle basse quotazioni del prezzo del petrolio, pertanto **la Fed si limita a un solo rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base a settembre.** I rendimenti sul decennale americano aumentano limitatamente, portandosi poco sopra il 2.7% e il dollaro rimane intorno a quota 1.14 nei confronti dell'euro.

**Area Euro:** continua la crescita positiva anche se inferiore a quella del 2018, rimanendo intorno all'1.5% a/a, con un'inflazione moderata. **La BCE mantiene un atteggiamento accomodante di politica monetaria, focalizzando l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio per tutto il 2019.** In Italia, la promessa della Commissione Europea di vigilare sugli effetti della manovra di bilancio, di fatto, non riapre il problema di un avvio della procedura d'infrazione per debito pubblico eccessivo. Il rendimento sul decennale italiano aumenta ma beneficia della politica monetaria espansiva nella seconda parte del 2019, con uno *spread* BTP/*Bund* intorno a 260 punti base.

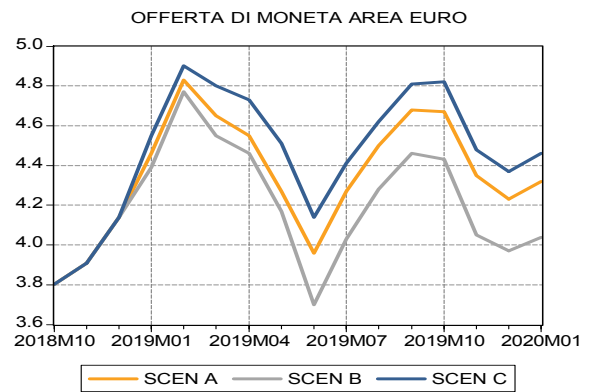
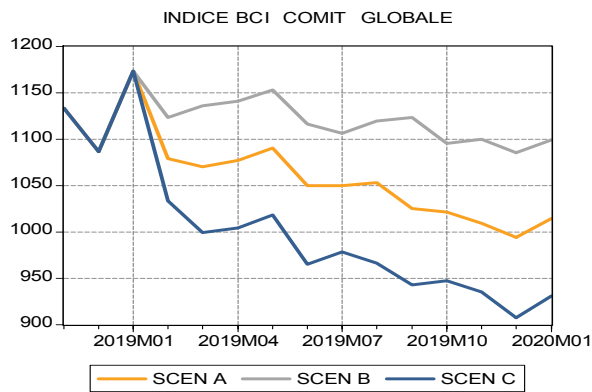
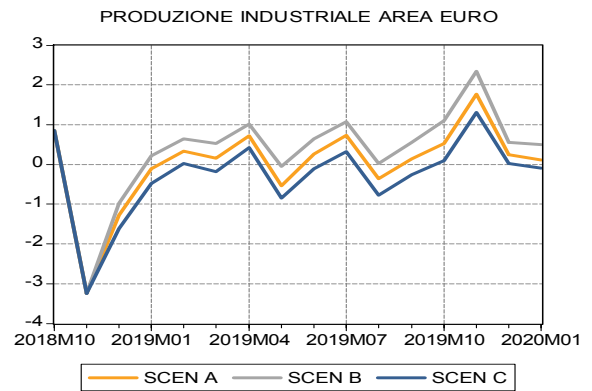
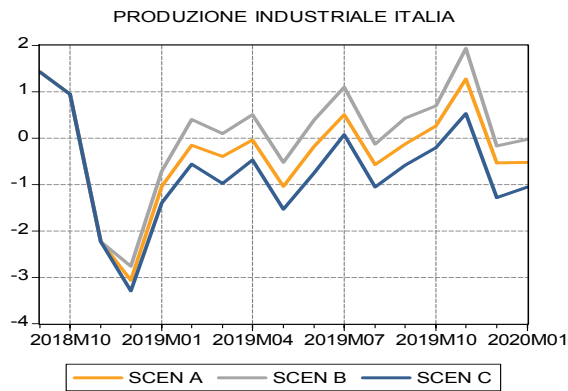
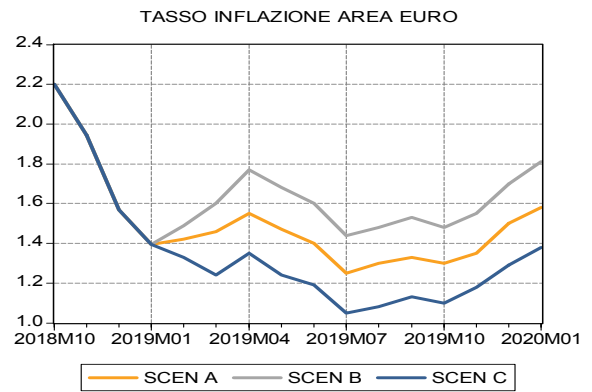
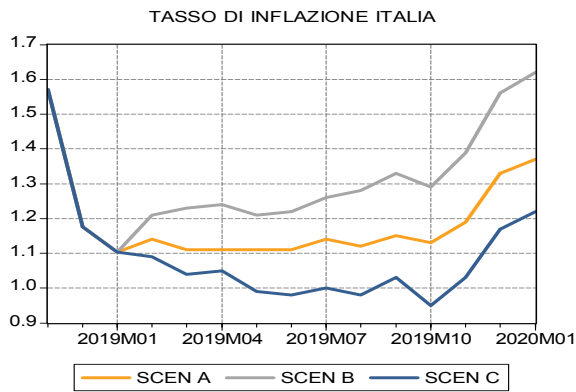
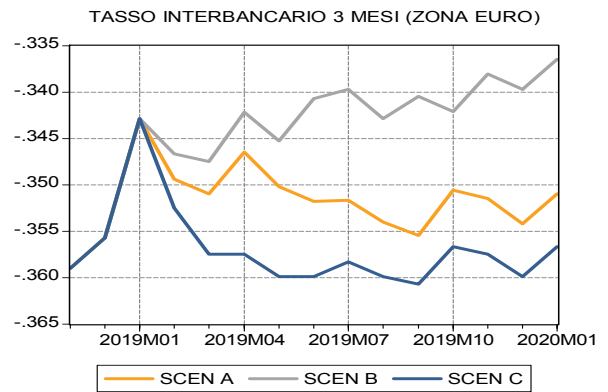
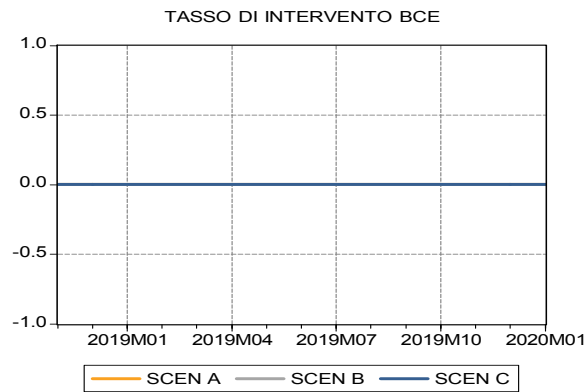
## C (20%)

**USA:** il protrarsi delle trattative con la Cina sui dazi frena pesantemente la crescita per aspettative di ritorsioni tra Paesi. Tutto ciò, unito all'esaurimento dell'effetto espansivo della politica fiscale, rende concreti i rischi di recessione nel medio termine. L'importante calo del prezzo del petrolio e il rientro della dinamica salariale a causa del ripiegamento del ciclo economico riportano l'inflazione ben sotto l'obiettivo del 2%. **Il timore, da parte della Fed, che dopo dieci anni d'ininterrotta crescita s'ineschi un trend negativo impone alla Banca Centrale di ritornare sui suoi passi, non solo lasciando i tassi ufficiali invariati ma anche aprendo la strada a nuovi allentamenti monetari attraverso strumenti non convenzionali.** I rendimenti del decennale scendono anche sotto il 2.5% e il dollaro si deprezza verso quota 1.16 nei confronti dell'euro.

**Area Euro:** la crescita si porta sotto l'1% a/a a causa del protezionismo e delle serie difficoltà del ciclo economico internazionale. **La BCE apre alla possibilità di politica monetaria espansiva attraverso lo strumento delle LTRO nella prima parte del 2019.** In Italia, i rischi di una seria recessione si fanno più incalzanti, enfatizzando il problema dell'elevato debito pubblico e riaprendo la questione di una procedura d'infrazione presso la Commissione Europea. Tutto ciò, nonostante l'allentamento monetario anticipato alla prima parte del 2019, penalizza fortemente i rendimenti sui titoli di Stato italiani, che aumentano verso il 3% sulla scadenza decennale. Lo *spread* può spingersi fino a 300 punti base rispetto al *Bund*.

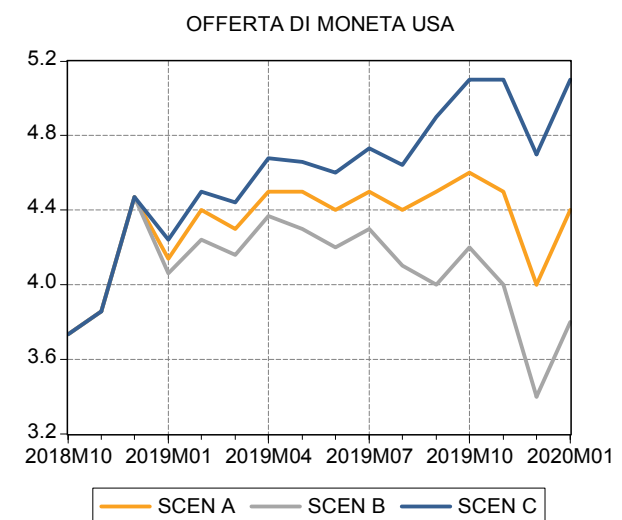
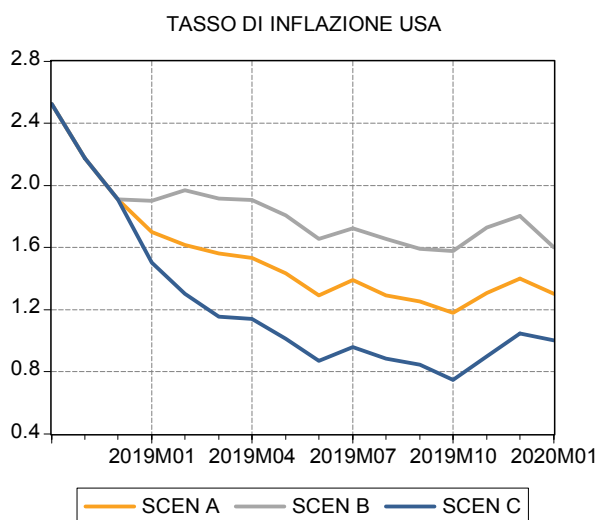
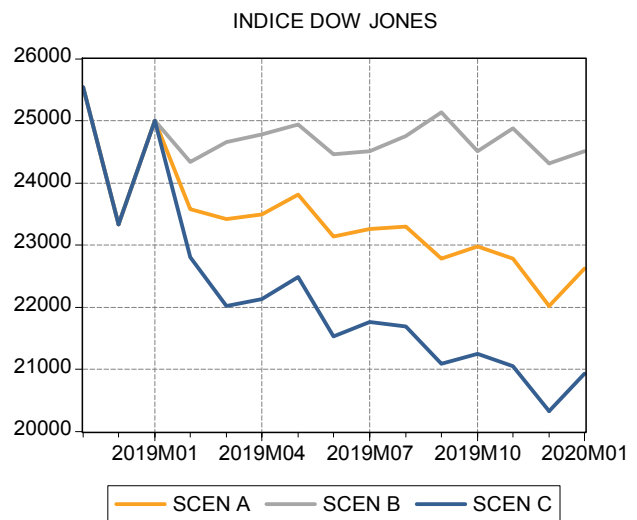
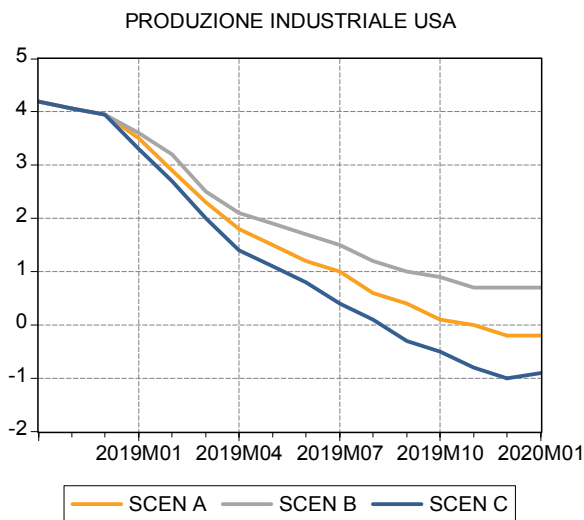
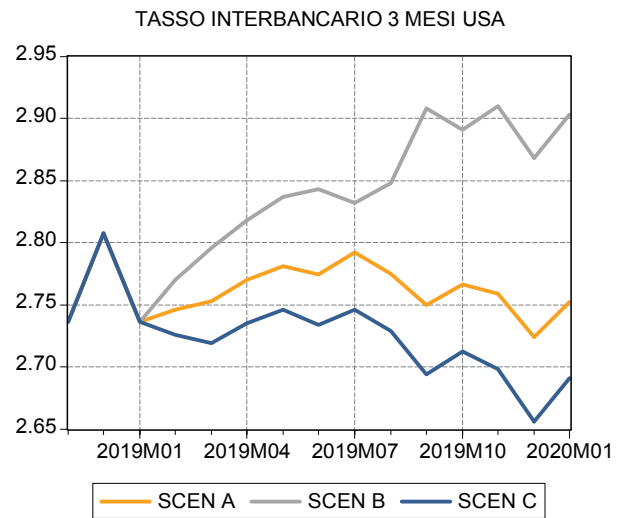
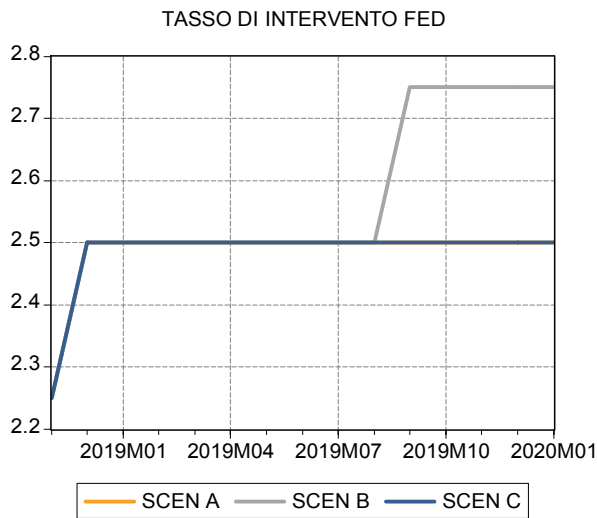
## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

### Dati mensili



## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

### Dati mensili



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

Anche in questo inizio 2019 i tassi interbancari europei sono rimasti appiattiti per tutte le scadenze, a quote comprese tra il -0.4 e il -0.3%. Sia che la BCE decida di fare ricorso alle LTRO nella seconda (scenario A) o già nella prima parte del 2019 (C) sia che decida di mantenere un atteggiamento accomodante per tutto il 2019, focalizzandosi sul reinvestimento dei titoli già in portafoglio (B) i saggi interbancari dovrebbero mantenersi in questo intervallo di variazione.

La prospettiva che l'*exit strategy* della Fed possa essere molto più lenta del previsto, se non addirittura abbandonata per tornare ad atteggiamenti più accomodanti, e che la BCE possa tornare a usare strumenti di stimolo come le LTRO, in gennaio, ha disteso il clima sui mercati. Nonostante il calo congiunturale del PIL italiano nel quarto trimestre, infatti, i rendimenti dei titoli di Stato sono diminuiti a tutte le scadenze (+0.95%, +1.63%, +2.12% e +2.68% per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni, rispettivamente da +1.16%, +1.88%, +2.33% e +2.80%). Nei prossimi 12 mesi, se l'accordo commerciale tra Cina e USA fosse solo di massima e portasse a un ridimensionamento della crescita intorno all'1% del PIL sia americano sia europeo (scenario A) la Fed potrebbe decidere di rimanere neutrale, mentre la BCE potrebbe fare ricorso alle operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO) nella seconda parte del 2019. In Italia il contesto economico globale debole riaprirebbe il problema dell'eccessivo debito pubblico, penalizzando i rendimenti della struttura a termine (a gennaio 2020, 1.48%, 2.06%, 2.59% e 3.03% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni). Se invece l'accordo USA-Cina fosse chiaro e definito fin da subito (scenario B) la crescita, pur ridimensionandosi, potrebbe proseguire in entrambe le macro-aree. La Fed potrebbe rialzare i tassi a settembre mentre la BCE potrebbe mantenere l'attuale politica di reinvestimento dei titoli già in suo possesso. In Italia, il miglior contesto macroeconomico consentirebbe ai rendimenti di godere, in parte, della politica monetaria espansiva (+1.25% il 3 anni, +1.85% il 5 anni, +2.44% il 7 anni e +2.83% il 10 anni a dicembre 2019). Il protrarsi delle trattative commerciali tra USA e Cina (scenario C) potrebbe invece frenare pesantemente la crescita, spingendo la Fed a ricorrere nuovamente a strumenti non convenzionali e la BCE alle LTRO già nella prima parte del 2019. Il rischio di una recessione incalzante in Italia azzerava il beneficio della politica accomodante della Banca Centrale penalizzando fortemente i rendimenti dei titoli di Stato (+1.66% il 3 anni, +2.23% il 5 anni, +2.74% il 7 anni e +3.19% il 10 anni alla fine dell'orizzonte di previsione).

In novembre i tassi medi sia sui depositi sia sui prestiti sono rimasti pressoché invariati rispetto al mese precedente (+0.4% e +2.6% rispettivamente). In tutti gli scenari, entrambi i tassi sono visti stabili sui valori attuali.

In novembre è proseguito il pesante calo dei prestiti totali (-6.1% a/a, da -4.1% di ottobre) mentre i depositi, pur in rallentamento, hanno continuato ad aumentare (+1.4% a/a, da +2.9%). In base alle simulazioni, la dinamica degli impieghi dovrebbe tornare positiva dal prossimo autunno (+1.3% a/a in A, +1.8% in B e +0.9% in C, a gennaio 2020) e i depositi totali dovrebbero mantenere il trend in salita (+2.3%, +3.1% e +1.5% rispettivamente).

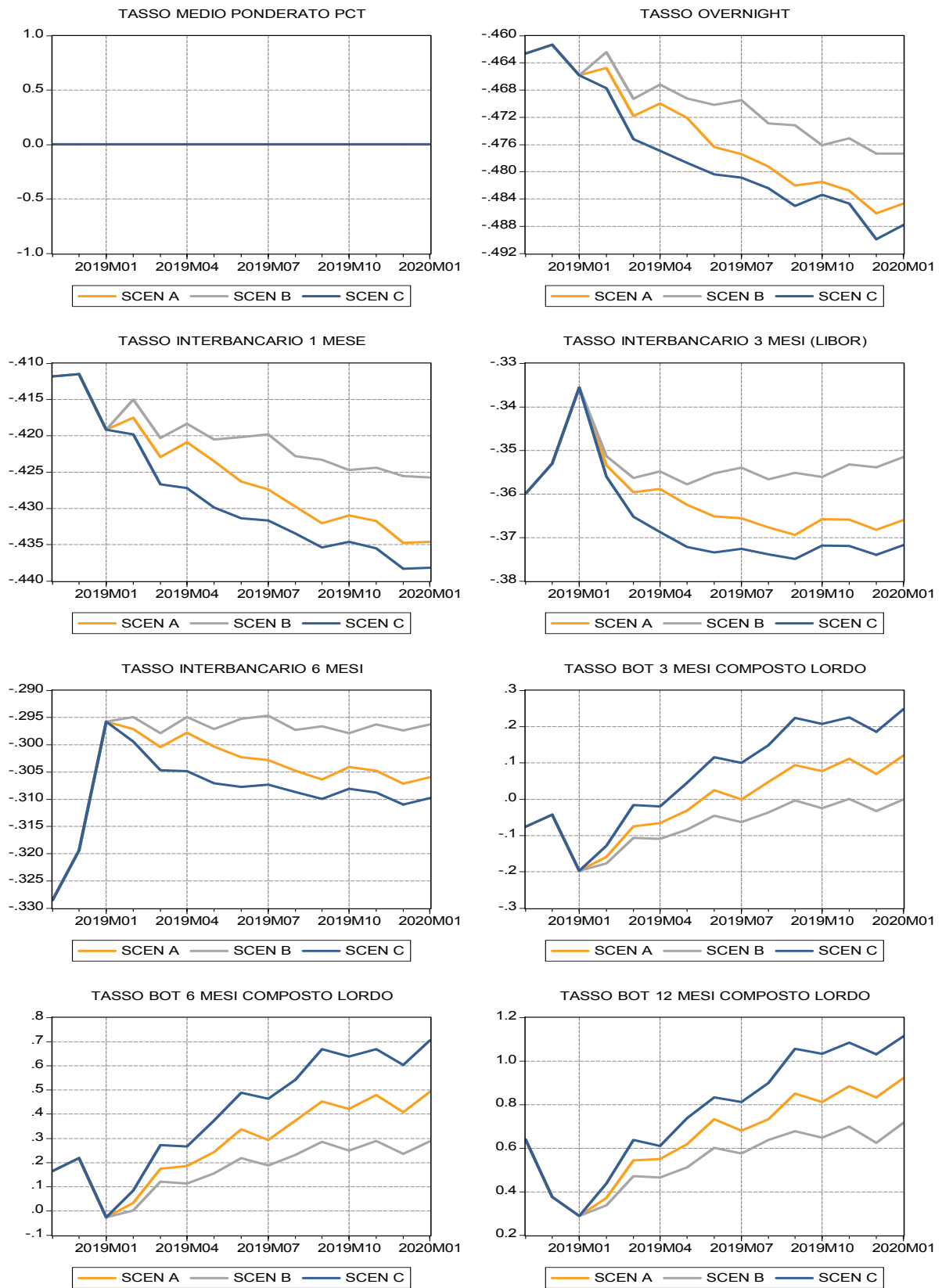
### TASSI INTERBANCARI

### STRUTTURA A TERMINE

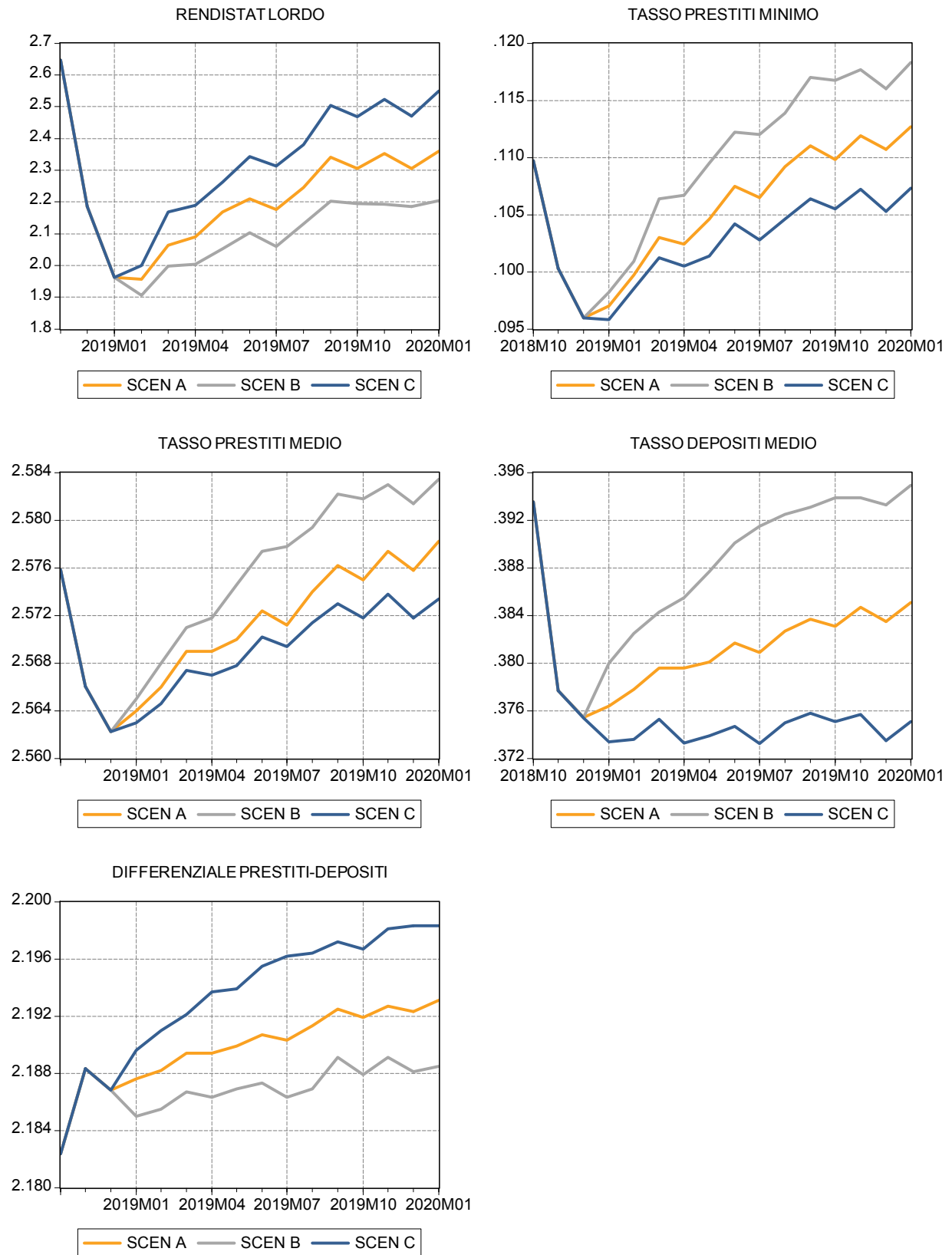
### TASSI BANCARI

### VOLUMI

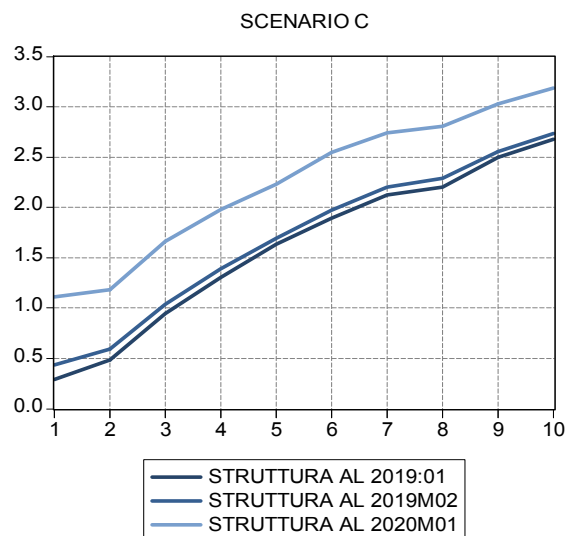
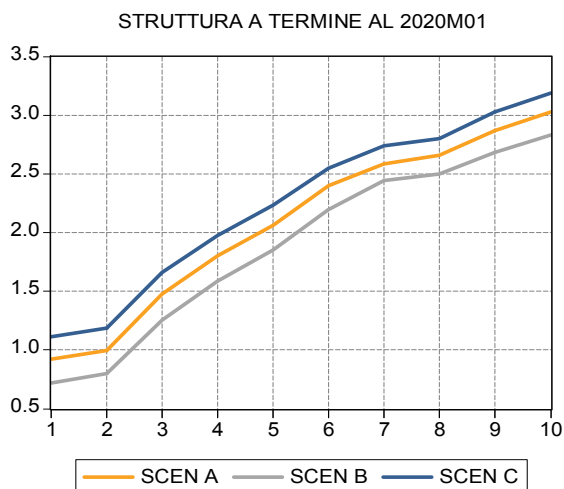
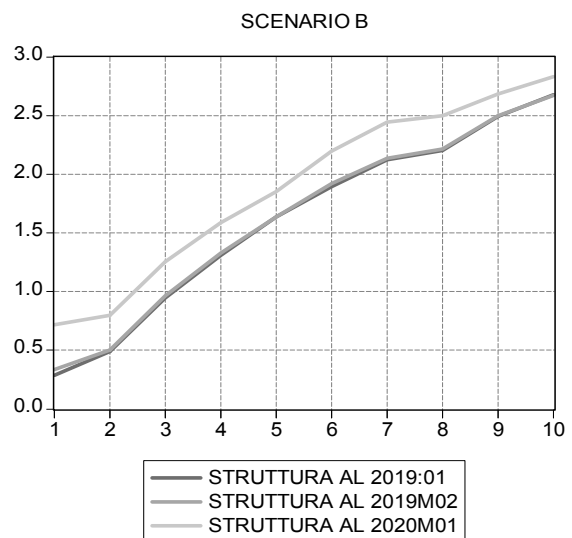
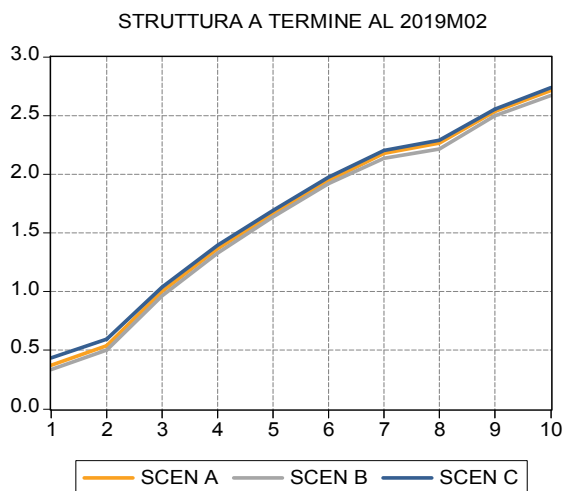
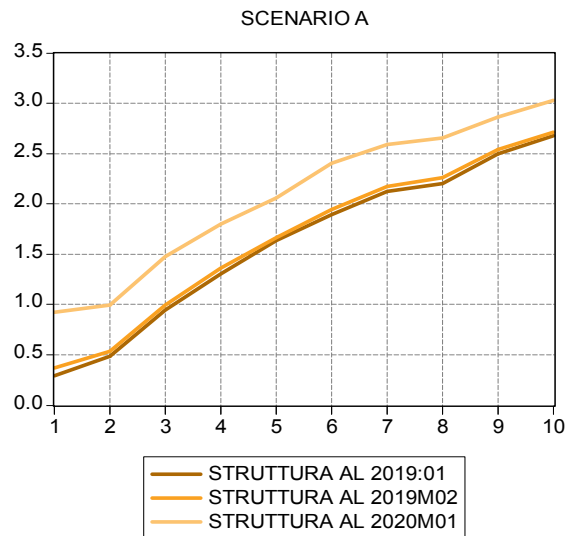
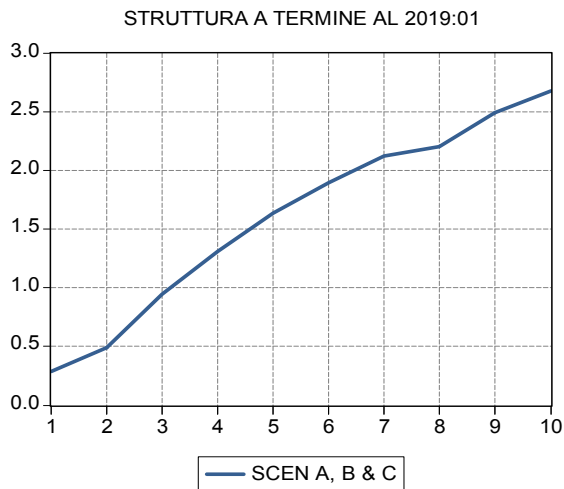
## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



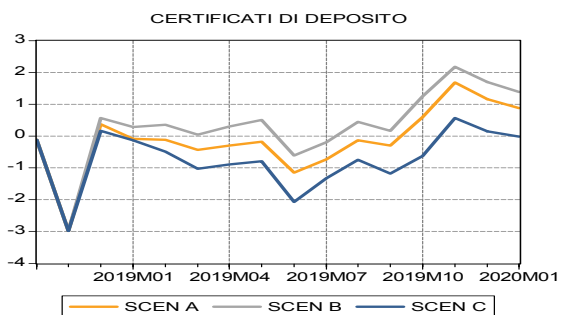
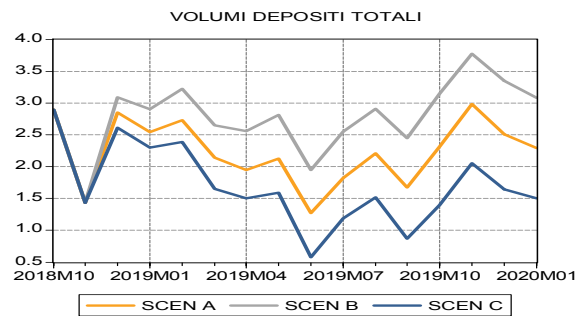
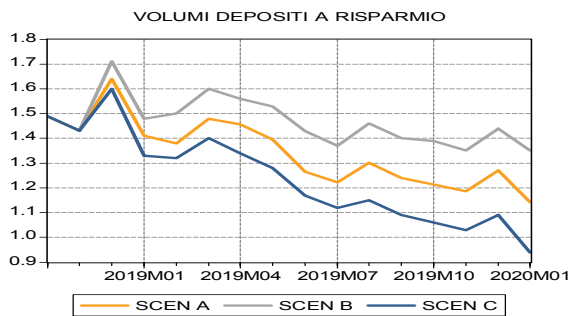
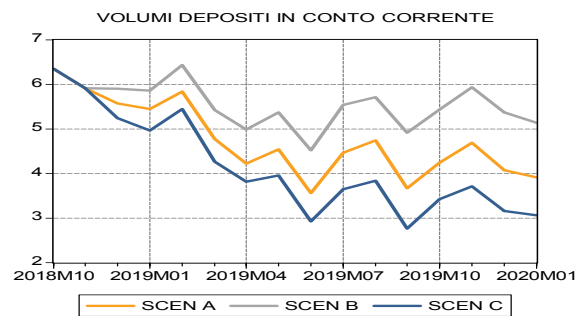
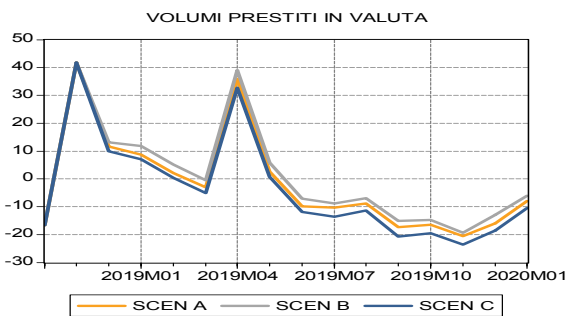
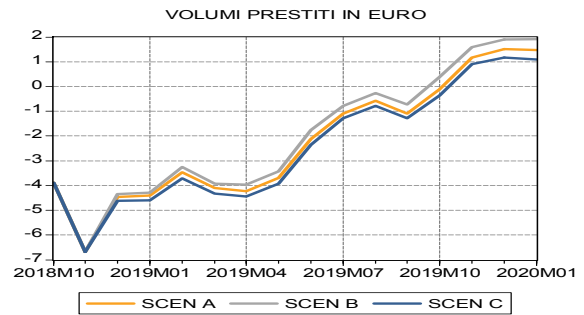
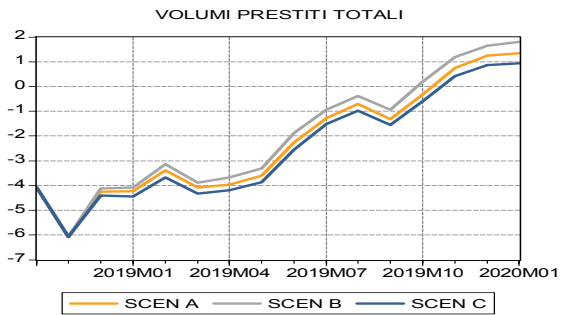
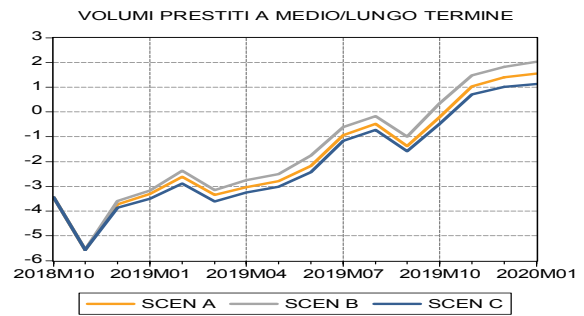
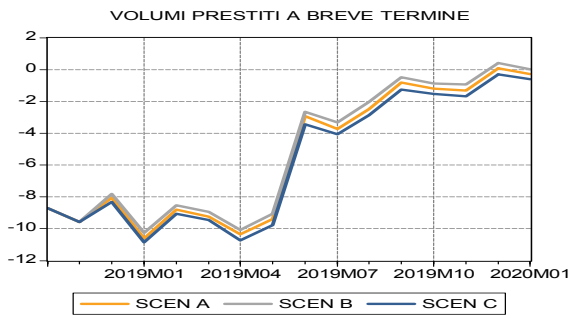
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE  
TASSI - Dati mensili



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



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



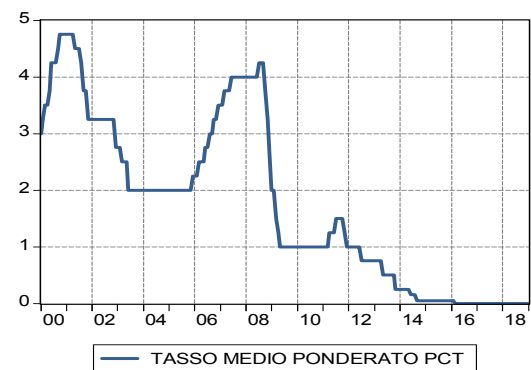
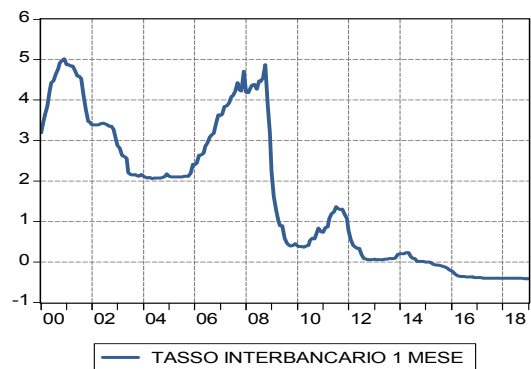
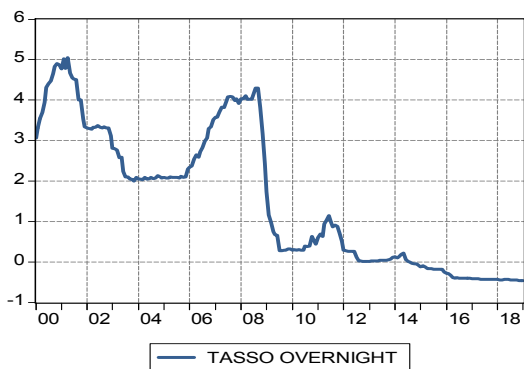
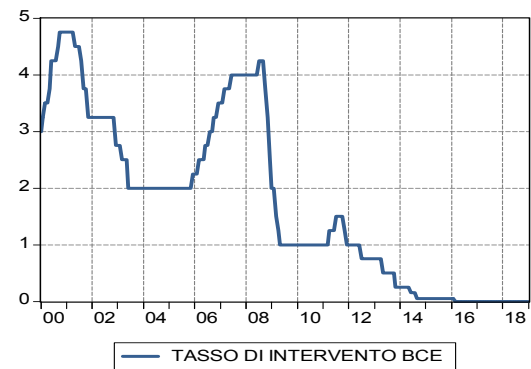
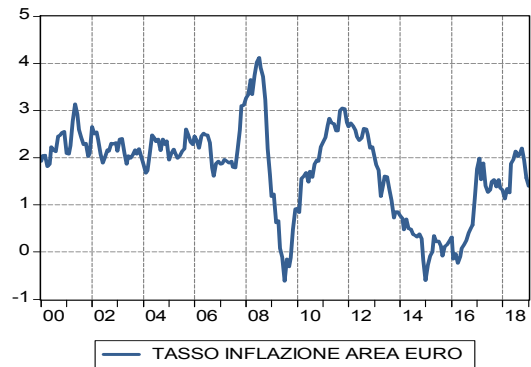
SCENARIO A	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9	19 10	19 11	19 12	20 1	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice BCI COMIT (livello)	1311	1221	1243	1139	1133	1086	1173	1079	1070	1077	1090	1050	1050	1053	1025	1021	1009	994	1014	1014
Produzione Industriale (Var. % a/a)	-0.8	-1.2	1.4	0.9	-2.2	-3.1	-1.0	-0.2	-0.4	0.0	-1.1	-0.2	0.5	-0.6	-0.1	0.3	1.3	-0.5	-0.5	-0.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.9	1.6	1.5	1.7	1.6	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4
<b>ENDOGENE</b>																				
<b>TASSI</b>																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.46	-0.46	-0.47	-0.46	-0.47	-0.47	-0.47	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.49	-0.48
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.41	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.36	-0.35	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37
T. Interb. 6m lett.	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.33	-0.32	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.30	-0.30	-0.31	-0.31	-0.31
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.39	0.39	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.39
T. Prestiti medio	2.59	2.59	2.57	2.58	2.57	2.56	2.56	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.58	2.58	2.58	2.58	2.58	2.58
T.prest. medio - T.dep. medio	2.19	2.19	2.17	2.18	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.13	0.10	-0.05	-0.08	-0.08	-0.04	-0.20	-0.16	-0.07	-0.07	-0.03	0.02	0.00	0.05	0.09	0.08	0.11	0.07	0.12	0.12
T. BOT comp. lordo 6m	0.07	0.45	0.21	0.16	0.16	0.22	-0.03	0.03	0.18	0.19	0.24	0.34	0.29	0.37	0.45	0.42	0.48	0.41	0.49	0.49
T. BOT comp. lordo 12m	0.34	0.69	0.44	0.96	0.64	0.38	0.29	0.37	0.54	0.55	0.62	0.73	0.68	0.73	0.85	0.81	0.88	0.83	0.92	0.92
Rendistat lordo	2.00	2.45	2.27	2.84	2.65	2.19	1.96	1.96	2.06	2.09	2.17	2.21	2.18	2.24	2.34	2.31	2.35	2.31	2.36	2.36
Rendistat netto	1.75	2.14	1.98	2.49	2.32	1.91	1.72	1.71	1.81	1.83	1.90	1.93	1.90	1.96	2.05	2.02	2.06	2.02	2.07	2.07
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	1.26	2.11	1.78	1.95	1.68	1.16	0.95	1.00	1.15	1.15	1.21	1.32	1.27	1.34	1.44	1.40	1.46	1.38	1.48	1.48
Rend. BTP a 5 anni	1.93	2.70	2.39	2.65	2.38	1.88	1.63	1.66	1.78	1.77	1.82	1.92	1.87	1.94	2.02	1.98	2.05	1.97	2.06	2.06
Rend. BTP a 7 anni	2.37	3.01	2.78	3.11	2.86	2.33	2.12	2.18	2.30	2.28	2.34	2.44	2.40	2.46	2.54	2.51	2.57	2.49	2.59	2.59
Rend. BTP a 10 anni	2.79	3.26	3.15	3.44	3.25	2.80	2.68	2.71	2.80	2.77	2.82	2.89	2.85	2.91	2.99	2.96	3.02	2.95	3.03	3.03
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2309.823	2300.377	2328.962	2299.623	2274.594	2270.472	2278.261	2267.557	2279.289	2286.358	2287.57	2279.56	2280.38	2283.91	2298.34	2292.18	2291.71	2298.64	2308.56	2308.56
Prestiti in euro	2266.420	2259.320	2296.555	2270.865	2231.015	2234.188	2244.637	2238.943	2245.407	2263.722	2256.214	2240.06	2241.490	2246.44	2271.52	2268.14	2257.12	2268.15	2277.63	2277.63
Prestiti in valuta	43.403	41.057	32.407	28.757	43.579	36.284	33.624	28.614	33.882	22.636	31.351	39.503	38.893	37.463	26.820	24.040	34.594	30.492	30.928	30.928
Prestiti a breve	279.196	271.059	266.974	266.529	270.137	265.762	271.394	268.995	266.429	266.365	265.095	267.905	268.812	264.324	264.834	263.318	266.544	265.948	270.634	270.634
Prestiti a m / l	2030.626	2029.318	2061.987	2033.094	2004.457	2004.710	2006.867	1998.562	2012.860	2019.993	2022.470	2011.655	2011.571	2019.581	2033.508	2028.862	2025.168	2032.691	2037.928	2037.928
Depositi totali	2419.839	2429.916	2461.539	2432.124	2391.775	2441.413	2435.705	2415.266	2441.358	2437.788	2472.090	2476.905	2463.880	2483.617	2502.647	2488.306	2463.050	2502.692	2491.483	2491.483
Depositi in c / c	1077.309	1079.979	1106.157	1093.802	1083.829	1119.259	1105.965	1111.893	1122.602	1119.292	1133.149	1140.581	1125.357	1131.170	1146.642	1140.179	1134.661	1164.813	1149.208	1149.208
Depositi a risparmio	300.418	301.104	301.490	301.332	301.789	303.625	305.174	305.191	304.959	304.574	303.957	304.111	304.091	305.024	305.225	304.988	305.367	307.485	308.660	308.660
Certif. deposito	1042.112	1048.834	1053.893	1036.990	1006.157	1018.529	1024.566	998.182	1013.797	1013.923	1034.985	1032.213	1034.431	1047.424	1050.780	1043.139	1023.023	1030.395	1033.615	1033.615
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	-1.65	-1.89	-0.79	-4.08	-6.07	-4.25	-4.24	-3.39	-4.08	-3.96	-3.61	-2.27	-1.27	-0.72	-1.31	-0.32	0.75	1.24	1.33	1.33
Prestiti in euro	-1.68	-2.59	-1.11	-3.90	-6.68	-4.47	-4.41	-3.46	-4.10	-4.24	-3.69	-2.12	-1.10	-0.57	-1.09	-0.12	1.17	1.52	1.47	1.47
Prestiti in valuta	-0.09	62.29	27.94	-16.60	41.66	11.69	8.70	2.02	-2.98	36.03	2.59	-9.87	-10.39	-8.75	-17.24	-16.41	-20.62	-15.96	-8.02	-8.02
Prestiti a breve	-6.70	-7.17	-7.37	-8.72	-9.56	-8.05	-10.63	-8.81	-9.25	-10.36	-9.39	-2.94	-3.72	-2.48	-0.80	-1.20	-1.33	0.07	-0.28	-0.28
Prestiti a m / l	-0.91	-1.14	0.13	-3.44	-5.58	-3.72	-3.30	-2.62	-3.36	-3.05	-2.80	-2.17	-0.94	-0.48	-1.38	-0.21	1.03	1.40	1.55	1.55
Depositi totali	3.82	4.14	4.76	2.89	1.43	2.85	2.54	2.73	2.14	1.95	2.13	1.27	1.82	2.21	1.67	2.31	2.98	2.51	2.29	2.29
Depositi in c / c	7.80	7.42	7.66	6.35	5.91	5.57	5.44	5.83	4.77	4.22	4.54	3.56	4.46	4.74	3.66	4.24	4.69	4.07	3.91	3.91
Depositi a risparmio	1.52	1.31	1.39	1.49	1.43	1.64	1.41	1.38	1.48	1.46	1.39	1.26	1.22	1.30	1.24	1.21	1.19	1.27	1.14	1.14
Certif. deposito	0.65	1.77	2.84	-0.12	-2.98	0.36	-0.09	-0.12	-0.43	-0.30	-0.18	-1.14	-0.74	-0.13	-0.30	0.59	1.68	1.17	0.88	0.88

SCENARIO B	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9	19 10	19 11	19 12	20 1	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice BCI COMIT (livello)	1311	1221	1243	1139	1133	1086	1173	1123	1136	1141	1153	1116	1106	1119	1123	1095	1100	1085	1099	1099
Produzione Industriale (Var. % a/a)	-0.8	-1.2	1.4	0.9	-2.2	-2.8	-0.7	0.4	0.1	0.5	-0.5	0.4	1.1	-0.1	0.4	0.7	1.9	-0.2	0.0	0.0
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.9	1.6	1.5	1.7	1.6	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.6	1.6	1.6
<b>ENDOGENE</b>																				
<b>TASSI</b>																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.46	-0.46	-0.47	-0.46	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.41	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.43	-0.43	-0.43
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.36	-0.35	-0.34	-0.35	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35
T. Interb. 6m lett.	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.33	-0.32	-0.30	-0.29	-0.30	-0.29	-0.30	-0.30	-0.29	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.39	0.39	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39
T. Prestiti medio	2.59	2.59	2.57	2.58	2.57	2.56	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.58	2.58	2.58	2.58	2.58	2.58	2.58	2.58	2.58
T.prest. medio - T.dep. medio	2.19	2.19	2.17	2.18	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.13	0.10	-0.05	-0.08	-0.08	-0.04	-0.20	-0.18	-0.11	-0.11	-0.08	-0.05	-0.06	-0.04	0.00	-0.02	0.00	-0.03	0.00	0.00
T. BOT comp. lordo 6m	0.07	0.45	0.21	0.16	0.16	0.22	-0.03	0.00	0.12	0.11	0.16	0.22	0.19	0.23	0.29	0.25	0.29	0.24	0.29	0.29
T. BOT comp. lordo 12m	0.34	0.69	0.44	0.96	0.64	0.38	0.29	0.34	0.47	0.47	0.51	0.60	0.58	0.64	0.68	0.65	0.70	0.62	0.72	0.72
Rendistat lordo	2.00	2.45	2.27	2.84	2.65	2.19	1.96	1.91	2.00	2.00	2.05	2.10	2.06	2.13	2.20	2.20	2.19	2.19	2.20	2.20
Rendistat netto	1.75	2.14	1.98	2.49	2.32	1.91	1.72	1.67	1.75	1.75	1.80	1.84	1.80	1.86	1.93	1.92	1.92	1.92	1.91	1.93
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	1.26	2.11	1.78	1.95	1.68	1.16	0.95	0.96	1.08	1.06	1.11	1.18	1.14	1.20	1.25	1.21	1.27	1.20	1.25	1.25
Rend. BTP a 5 anni	1.93	2.70	2.39	2.65	2.38	1.88	1.63	1.63	1.73	1.70	1.74	1.80	1.76	1.81	1.85	1.81	1.87	1.81	1.85	1.85
Rend. BTP a 7 anni	2.37	3.01	2.78	3.11	2.86	2.33	2.12	2.14	2.22	2.19	2.25	2.31	2.28	2.34	2.40	2.35	2.43	2.36	2.44	2.44
Rend. BTP a 10 anni	2.79	3.26	3.15	3.44	3.25	2.80	2.68	2.67	2.74	2.71	2.75	2.79	2.75	2.79	2.84	2.80	2.85	2.79	2.83	2.83
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2309.823	2300.377	2328.962	2299.623	2274.594	2273.759	2282.058	2273.295	2284.124	2293.226	2294.67	2288.79	2288.11	2291.41	2307.30	2304.22	2301.66	2311.28	2322.91	2322.91
Prestiti in euro	2266.420	2259.320	2296.555	2270.865	2231.015	2236.994	2247.455	2243.813	2249.388	2270.104	2262.305	2248.07	2248.515	2253.22	2279.79	2279.72	2266.49	2279.27	2290.38	2290.38
Prestiti in valuta	43.403	41.057	32.407	28.757	43.579	36.765	34.603	29.482	34.737	23.121	32.360	40.719	39.595	38.186	27.513	24.500	35.173	32.003	32.525	32.525
Prestiti a breve	279.196	271.059	266.974	266.529	270.137	266.448	272.483	269.783	267.309	267.156	266.060	268.718	269.927	265.556	265.666	264.210	267.597	267.523	272.546	272.546
Prestiti a m / l	2030.626	2029.318	2061.987	2033.094	2004.457	2007.311	2009.574	2003.513	2016.815	2026.070	2028.606	2020.067	2018.183	2025.849	2041.636	2040.012	2034.064	2043.753	2050.360	2050.360
Depositi totali	2419.839	2429.916	2461.539	2432.124	2391.775	2447.110	2444.205	2426.786	2453.548	2452.374	2488.550	2493.537	2481.545	2500.627	2521.847	2508.736	2481.945	2529.088	2519.486	2519.486
Depositi in c / c	1077.309	1079.979	1106.157	1093.802	1083.829	1122.757	1110.370	1118.197	1129.567	1127.454	1142.146	1151.154	1136.992	1141.645	1160.469	1153.196	1148.100	1183.049	1167.332	1167.332
Depositi a risparmio	300.418	301.104	301.490	301.332	301.789	303.835	305.385	305.552	305.320	304.885	304.363	304.607	304.534	305.500	305.710	305.521	305.863	308.210	309.507	309.507
Certif. deposito	1042.112	1048.834	1053.893	1036.990	1006.157	1020.518	1028.450	1003.037	1018.662	1020.035	1042.041	1037.775	1040.019	1053.482	1055.668	1050.020	1027.982	1037.829	1042.647	1042.647
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	-1.65	-1.89	-0.79	-4.08	-6.07	-4.11	-4.08	-3.15	-3.88	-3.67	-3.31	-1.87	-0.94	-0.39	-0.93	0.20	1.19	1.65	1.79	1.79
Prestiti in euro	-1.68	-2.59	-1.11	-3.90	-6.68	-4.35	-4.29	-3.25	-3.93	-3.97	-3.43	-1.77	-0.79	-0.27	-0.73	0.39	1.59	1.89	1.91	1.91
Prestiti in valuta	-0.09	62.29	27.94	-16.60	41.66	13.17	11.86	5.12	-0.53	38.95	5.89	-7.09	-8.77	-6.99	-15.10	-14.80	-19.29	-12.95	-6.00	-6.00
Prestiti a breve	-6.70	-7.17	-7.37	-8.72	-9.56	-7.81	-10.27	-8.54	-8.95	-10.09	-9.06	-2.65	-3.32	-2.03	-0.49	-0.87	-0.94	0.40	0.02	0.02
Prestiti a m / l	-0.91	-1.14	0.13	-3.44	-5.58	-3.60	-3.17	-2.38	-3.17	-2.75	-2.50	-1.77	-0.61	-0.17	-0.99	0.34	1.48	1.82	2.03	2.03
Depositi totali	3.82	4.14	4.76	2.89	1.43	3.09	2.90	3.22	2.65	2.56	2.81	1.95	2.55	2.91	2.45	3.15	3.77	3.35	3.08	3.08
Depositi in c / c	7.80	7.42	7.66	6.35	5.91	5.90	5.86	6.43	5.42	4.98	5.37	4.52	5.54	5.71	4.91	5.43	5.93	5.37	5.13	5.13
Depositi a risparmio	1.52	1.31	1.39	1.49	1.43	1.71	1.48	1.50	1.60	1.56	1.53	1.43	1.37	1.46	1.40	1.39	1.35	1.44	1.35	1.35
Certif. deposito	0.65	1.77	2.84	-0.12	-2.98	0.56	0.29	0.36	0.04	0.30	0.50	-0.61	-0.20	0.44	0.17	1.26	2.17	1.70	1.38	1.38

SCENARIO C	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9	19 10	19 11	19 12	20 1	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice BCI COMIT (livello)	1311	1221	1243	1139	1133	1086	1173	1033	999	1004	1018	965	978	966	943	947	935	907	931	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	-0.8	-1.2	1.4	0.9	-2.2	-3.3	-1.4	-0.6	-1.0	-0.5	-1.5	-0.7	0.1	-1.1	-0.6	-0.2	0.5	-1.3	-1.1	
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.9	1.6	1.5	1.7	1.6	1.2	1.1	1.1	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0	1.2	1.2	
<b>ENDOGENE</b>																				
<b>TASSI</b>																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.46	-0.46	-0.47	-0.47	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.49	-0.48	-0.48	-0.48	-0.49	-0.49
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.41	-0.42	-0.42	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.44	-0.43	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.36	-0.35	-0.34	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37
T. Interb. 6m lett.	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.33	-0.32	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.39	0.39	0.38	0.38	0.37	0.37	0.38	0.37	0.37	0.37	0.37	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.37	0.38
T. Prestiti medio	2.59	2.59	2.57	2.58	2.57	2.56	2.56	2.56	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57
T.prest. medio - T.dep. medio	2.19	2.19	2.17	2.18	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.13	0.10	-0.05	-0.08	-0.08	-0.04	-0.20	-0.13	-0.02	-0.02	0.05	0.12	0.10	0.15	0.22	0.21	0.23	0.19	0.25	
T. BOT comp. lordo 6m	0.07	0.45	0.21	0.16	0.16	0.22	-0.03	0.09	0.27	0.27	0.37	0.49	0.46	0.54	0.67	0.64	0.67	0.60	0.71	
T. BOT comp. lordo 12m	0.34	0.69	0.44	0.96	0.64	0.38	0.29	0.44	0.64	0.61	0.74	0.83	0.81	0.90	1.06	1.03	1.08	1.03	1.11	
Rendistat lordo	2.00	2.45	2.27	2.84	2.65	2.19	1.96	2.00	2.17	2.19	2.26	2.34	2.31	2.38	2.51	2.47	2.52	2.47	2.55	
Rendistat netto	1.75	2.14	1.98	2.49	2.32	1.91	1.72	1.75	1.90	1.92	1.98	2.05	2.02	2.08	2.19	2.16	2.21	2.16	2.23	
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	1.26	2.11	1.78	1.95	1.68	1.16	0.95	1.04	1.23	1.21	1.31	1.43	1.41	1.49	1.62	1.58	1.63	1.56	1.66	
Rend. BTP a 5 anni	1.93	2.70	2.39	2.65	2.38	1.88	1.63	1.69	1.85	1.82	1.91	2.02	1.99	2.07	2.19	2.15	2.20	2.13	2.23	
Rend. BTP a 7 anni	2.37	3.01	2.78	3.11	2.86	2.33	2.12	2.20	2.36	2.34	2.42	2.53	2.49	2.58	2.69	2.63	2.70	2.65	2.74	
Rend. BTP a 10 anni	2.79	3.26	3.15	3.44	3.25	2.80	2.68	2.74	2.86	2.84	2.89	2.99	2.96	3.04	3.14	3.09	3.14	3.08	3.19	
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2309.823	2300.377	2328.962	2299.623	2274.594	2266.646	2273.493	2261.090	2273.431	2280.847	2281.61	2273.16	2274.71	2278.06	2292.86	2285.83	2284.15	2286.14	2294.64	
Prestiti in euro	2266.420	2259.320	2296.555	2270.865	2231.015	2230.913	2240.411	2232.913	2240.256	2258.757	2250.826	2234.56	2237.183	2241.70	2267.16	2262.69	2250.87	2257.02	2265.06	
Prestiti in valuta	43.403	41.057	32.407	28.757	43.579	35.732	33.082	28.177	33.175	22.089	30.787	38.594	37.530	36.366	25.704	23.135	33.276	29.124	29.581	
Prestiti a breve	279.196	271.059	266.974	266.529	270.137	264.974	270.752	268.190	265.812	265.284	263.983	266.565	267.889	263.280	263.637	262.424	265.598	264.127	269.074	
Prestiti a m / l	2030.626	2029.318	2061.987	2033.094	2004.457	2001.671	2002.741	1992.900	2007.619	2015.563	2017.630	2006.593	2006.825	2014.784	2029.226	2023.401	2018.549	2022.012	2025.563	
Depositi totali	2419.839	2429.916	2461.539	2432.124	2391.775	2435.716	2429.953	2407.273	2429.646	2427.028	2459.020	2459.925	2448.635	2466.851	2482.955	2466.174	2440.807	2475.661	2466.402	
Depositi in c / c	1077.309	1079.979	1106.157	1093.802	1083.829	1115.760	1100.930	1107.796	1117.137	1114.888	1126.754	1133.532	1116.523	1121.342	1136.687	1131.210	1124.039	1150.906	1134.618	
Depositi a risparmio	300.418	301.104	301.490	301.332	301.789	303.506	304.933	305.010	304.719	304.225	303.614	303.827	303.783	304.566	304.776	304.526	304.898	306.814	307.799	
Certif. deposito	1042.112	1048.834	1053.893	1036.990	1006.157	1016.450	1024.090	994.466	1007.790	1007.914	1028.652	1022.566	1028.329	1040.943	1041.492	1030.437	1011.870	1017.941	1023.984	
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	-1.65	-1.89	-0.79	-4.08	-6.07	-4.41	-4.44	-3.67	-4.33	-4.19	-3.86	-2.54	-1.52	-0.97	-1.55	-0.60	0.42	0.86	0.93	
Prestiti in euro	-1.68	-2.59	-1.11	-3.90	-6.68	-4.61	-4.59	-3.72	-4.32	-4.45	-3.92	-2.36	-1.29	-0.78	-1.28	-0.36	0.89	1.17	1.10	
Prestiti in valuta	-0.09	62.29	27.94	-16.60	41.66	9.99	6.95	0.46	-5.00	32.75	0.74	-11.94	-13.53	-11.43	-20.68	-19.55	-23.64	-18.49	-10.58	
Prestiti a breve	-6.70	-7.17	-7.37	-8.72	-9.56	-8.32	-10.84	-9.08	-9.46	-10.72	-9.77	-3.43	-4.05	-2.87	-1.25	-1.54	-1.68	-0.32	-0.62	
Prestiti a m / l	-0.91	-1.14	0.13	-3.44	-5.58	-3.87	-3.50	-2.89	-3.61	-3.26	-3.03	-2.42	-1.17	-0.72	-1.59	-0.48	0.70	1.02	1.14	
Depositi totali	3.82	4.14	4.76	2.89	1.43	2.61	2.30	2.39	1.65	1.50	1.59	0.58	1.19	1.52	0.87	1.40	2.05	1.64	1.50	
Depositi in c / c	7.80	7.42	7.66	6.35	5.91	5.24	4.96	5.44	4.26	3.81	3.95	2.92	3.64	3.83	2.76	3.42	3.71	3.15	3.06	
Depositi a risparmio	1.52	1.31	1.39	1.49	1.43	1.60	1.33	1.32	1.40	1.34	1.28	1.17	1.12	1.15	1.09	1.06	1.03	1.09	0.94	
Certif. deposito	0.65	1.77	2.84	-0.12	-2.98	0.16	-0.14	-0.49	-1.02	-0.89	-0.79	-2.07	-1.32	-0.75	-1.18	-0.63	0.57	0.15	-0.01	

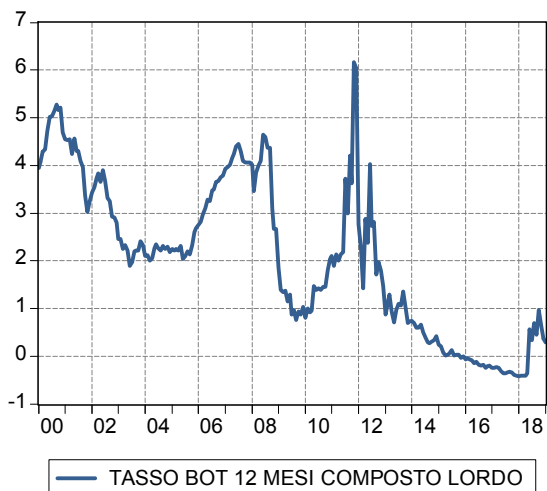
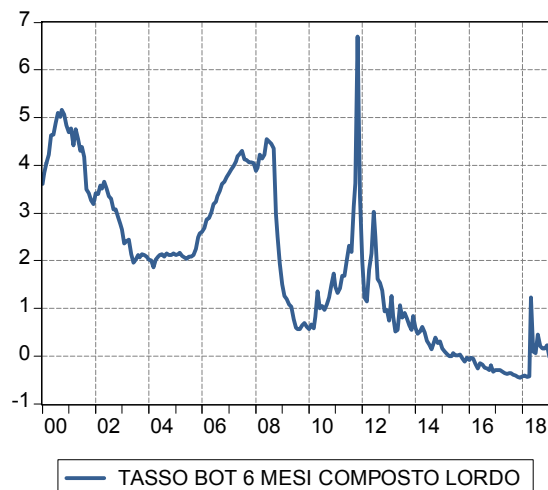
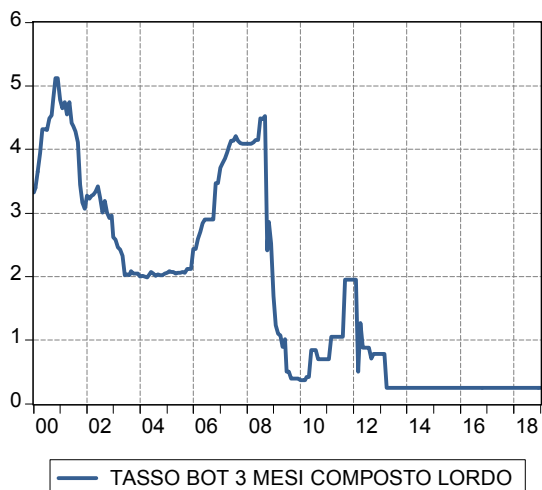
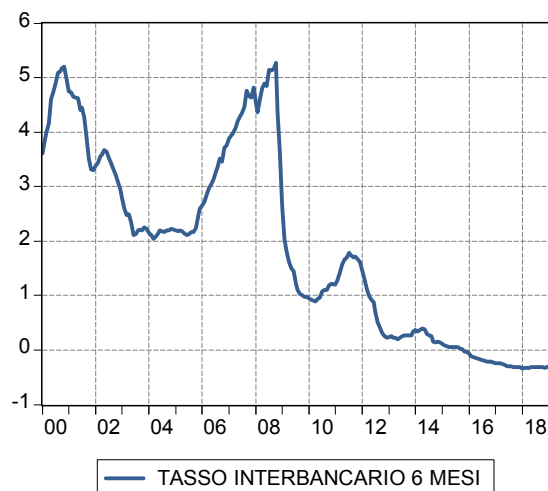
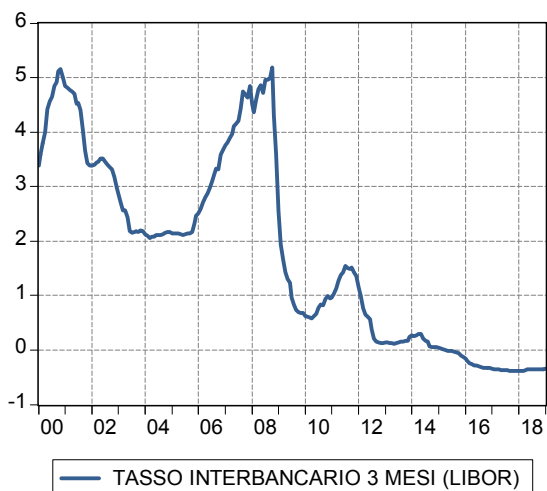
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



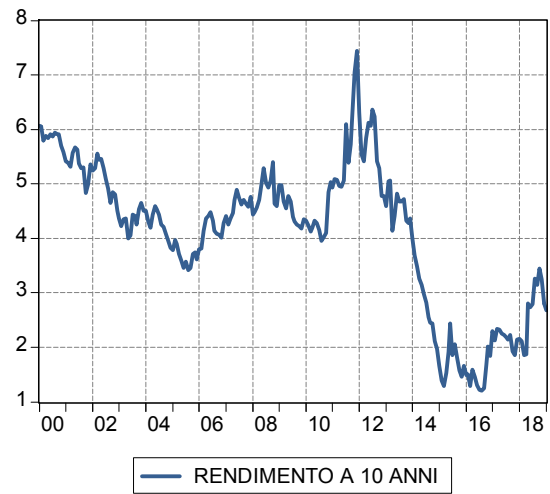
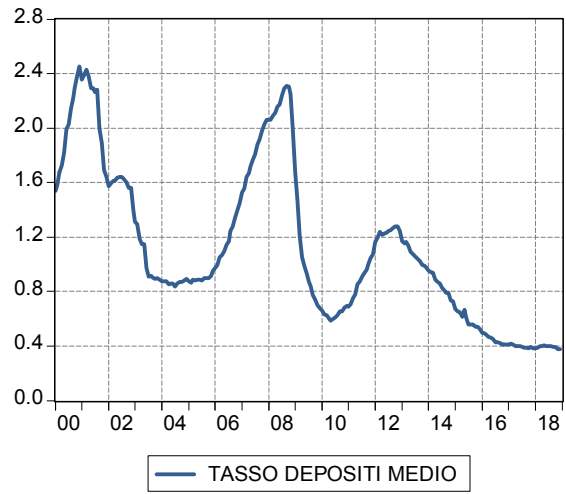
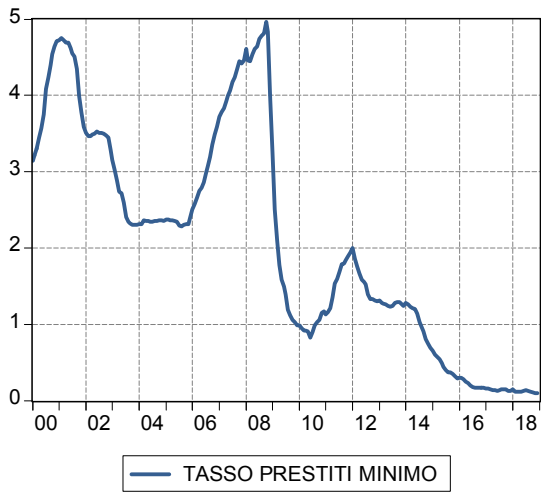
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



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

