

GRUPPI DI RICERCA ECONOMICA TEORICA E APPLICATA

Lavori di ricerca

Gennaio 2018



2
2017

GRUPPI DI RICERCA ECONOMICA TEORICA E APPLICATA



Lavori di ricerca

Numero 2|2017 - Gennaio

GRETA - Gruppi di Ricerca Economica Teorica e Applicata, 2017

Lavori di Ricerca

Pubblicazione semestrale

Direttore responsabile

Domenico Sartore

Progetto editoriale

Francesca Volo

Indirizzo

San Polo, 2605 – 30125 Venezia

Telefono

+39 0415238178

Sito internet

<http://www.greta.it>

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

ISSN 2612-6605 (online)

Editoriale

Domenico Sartore (Università Ca' Foscari e GRETA)

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

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

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

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

Domenico Sartore

Indice

MEFIM - Scenari macroeconomici 2017 7

Lucia Trevisan e Francesca Volo

<i>Luglio</i>	L'inflazione si ridimensiona sia in USA sia in Eurozona	9
<i>Agosto</i>	Sia in USA sia nell'Eurozona continua la crescita senza inflazione	27
<i>Settembre</i>	S'intensificano le tensioni geopolitiche, dollaro sempre più debole	45
<i>Ottobre</i>	Finisce la politica straordinaria in USA. La BCE si mantiene cauta	63
<i>Novembre</i>	L'approvazione della riforma fiscale entro fine anno negli USA si fa più probabile	81
<i>Dicembre</i>	Continua l'euforia nelle borse: le banche centrali sono preoccupate	99

Archivio Ricerche 121

<i>1992</i>	Le scelte reali e finanziarie delle imprese: un'analisi empirica Marzio Galeotti	122
<i>1992</i>	Un modello generazionale del mercato del lavoro italiano Giorgio Brunello	180

MEFIM₁ - Scenari macroeconomici 2017

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

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

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

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

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

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

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

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

Luglio 2017²

L'inflazione si ridimensiona sia in USA sia in Eurozona

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

IL QUADRO GENERALE

Giugno è stato caratterizzato 1) da rendimenti in calo a livello generalizzato, sia in Area Euro sia in USA, nelle prime tre settimane per poi invertire la tendenza sul finire del mese; 2) da un indebolimento del dollaro a 1.14 nei confronti dell'euro e 3) da qualche scricchiolio nei corsi azionari del settore tecnologico, giudicati troppo sopravvalutati dal Presidente della Fed, Janet Yellen. Tutto ciò è stato dettato dall'atteggiamento delle due principali Banche Centrali. Sulla prima parte di giugno ha influito la decisione della Fed di aumentare i tassi di riferimento di 25 punti base a 1-1.25%. È stato un voto di fiducia all'economia e una sorpresa da falco da parte di Janet Yellen, perché, se è vero che il rialzo riflette il progresso sul mercato del lavoro, al di sotto del pieno impiego, dall'altro **contrasta con uno scenario di indebolimento dell'inflazione** che molto probabilmente chiuderà l'anno in corso al di sotto dell'obiettivo del 2%. Dopo l'intervento restrittivo, **i mercati finanziari hanno cominciato a scontare un atteggiamento più graduale da parte della Fed nel prossimo futuro** e quindi i rendimenti sui titoli di Stato americani si sono sgonfiati, seguiti da quelli europei. Questi ultimi sono stati favoriti dal miglioramento del settore bancario dell'Eurozona, a seguito del salvataggio delle banche venete che confluiranno in Banca Intesa, in Italia, e del Banco Popular da parte di Santander, in Spagna. **D'altro canto, a fine mese, le parole di Draghi relative agli ottimi risultati del Quantitative Easing finora messo in atto, sul ciclo economico della Area Euro, che è cresciuto di 3.5% negli ultimi tre anni e mezzo di politica monetaria ultra espansiva, sono state interpretate come un segnale di un anticipo nel 2018 del Tapering (ridimensionamento del QE).** Nonostante poi il vice presidente della BCE, Constancio, sia intervenuto a correggere tali aspettative, dicendo che *"la politica monetaria accomodante non è ancora tramontata"*, **i rendimenti europei sono risaliti per incorporare la convinzione che un'inversione di tendenza nell'atteggiamento della Banca Centrale sia più ravvicinata di quanto si pensasse. Tutto ciò si è scaricato sul mercato delle valute, con un dollaro che si è deprezzato nei confronti dell'euro in modo rilevante, raggiungendo quota 1.14. Tale livello è frutto di una doppia azione di debolezza del dollaro per l'aspettativa di una politica monetaria americana d'ora in avanti meno restrittiva del previsto e, all'opposto, di forza dell'euro per una politica meno accomodante da parte della BCE di quanto atteso fino a poco tempo fa. Quanto, queste due forze opposte, possano proseguire nei prossimi mesi ci viene suggerito dai dati macroeconomici.** Dall'analisi svolta nelle pagine successive, emerge che **in USA la contraddizione tra il mercato del lavoro forte e il ridimensionamento dell'inflazione, che aveva caratterizzato il primo trimestre dell'anno in corso, è proseguita anche nel secondo trimestre, stando ai dati mensili disponibili fino ad ora relativi a maggio.** La debolezza dei consumi, che si sperava fosse transitoria, sembra persistere e l'inflazione si è portata a +1.4% a/a. Sia l'OCSE sia il FMI hanno ridotto le previsioni di crescita del PIL in USA (il primo a +2.4% a/a da + 2.8% nel 2018, il secondo a 2.1% a/a nel 2017 e 2018). Pertanto, **assegniamo una probabilità maggiore ad un terzo rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base a dicembre (Scenario C – 60%), rispetto ad un intervento a settembre (Scenario A – 30%).** È chiaro che **la decisione dipenderà dalla dinamica inflazionistica** nei prossimi mesi, anche alla luce delle parole di Kaplan, membro votante alle riunioni della Fed, che *"vuole vedere un'accelerazione dei prezzi prima di un nuovo rialzo dei tassi ufficiali"*. Quindi, l'inflazione sarà l'indicatore da seguire maggiormente per comprendere l'andamento dei rendimenti e delle valute nel corso del resto dell'anno, **ma** nell'assegnare la probabilità si è tenuto conto anche di altri aspetti. **Finora pochi sono stati gli sviluppi sul fronte della politica fiscale, vero ago della bilancia per stabilire se l'economia americana crescerà ad un passo più deciso, e Trump risulta sempre più indebolito, dopo l'avvio a metà giugno della procedura di indagine per possibile intralcio alla giustizia nel caso Flynn del Russiagate (impeachment).** Inoltre, **la Fed intende iniziare quest'anno ad implementare una normalizzazione del suo bilancio, purché l'economia evolva nel modo atteso.** Il programma, che è stato definito alla riunione di giugno, ridurrà gradualmente i titoli in portafoglio della Banca Centrale mediante reinvestimenti decrescenti dei titoli in scadenza. Saranno reinvestiti solo se eccedono inizialmente il tetto massimo di 6 miliardi dollari mensili per i titoli di Stato e di 4 miliardi mensili per i *corporate*. Il tetto massimo sarà poi aumentato di 6 miliardi di dollari e 4 miliardi, rispettivamente, ogni 3 mesi nell'intervallo di un anno fino a raggiungere i 30 miliardi e i 20 miliardi di dollari, rispettivamente. **Non si tratta di una vera exit strategy, perché non ha stabilito né un obiettivo temporale né una dimensione della correzione del bilancio, tuttavia si devono tenere in considerazione gli inevitabili effetti restrittivi di tale programma.**

^a Università Ca' Foscari Venezia.

^b GRETA.

² Dati aggiornati al 30/06/2017.

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

Nell'Area Euro, l'oggetto del contendere rimane il *Tapering*. È bene sottolineare che solo iniziare a discuterne alle riunioni della BCE avrebbe effetti immediati sui rendimenti e sull'euro, anche se poi l'implementazione di questo intervento è attesa non prima del 2018. Per il momento Draghi è stato molto chiaro nel sottolineare che anche all'ultima riunione non è stato preso in considerazione l'argomento. Quindi, **dobbiamo rispondere a due questioni: 1) quando se ne parlerà e 2) quando inizierà effettivamente.** Per rispondere alla prima domanda riteniamo che **Draghi prolunghi al massimo l'attesa dei mercati** per non vanificare l'effetto espansivo della politica monetaria finora attuata. La ripresa in atto va consolidandosi, ma non poggia ancora su solide e durature basi, come lo stesso Presidente della BCE ha affermato. **Ci aspettiamo quindi che non anticipi alcun annuncio prima di dicembre di quest'anno, mese in cui scadrà l'attuale QE e che se ne cominci a discutere alla riunione di ottobre.** Per rispondere alla seconda domanda, invece, **facciamo** ancora una volta **riferimento ai dati macroeconomici** analizzati nelle pagine seguenti. **Dai dati mensili finora disponibili, prevalentemente relativi ad aprile, sono emersi segnali positivi di proseguimento della crescita**, dopo il buon risultato registrato nel primo trimestre di quest'anno. La produzione industriale, gli ordini e le vendite al dettaglio sono tutti aumentati, **ma è in particolare la Germania a trainare la ripresa, mentre gli altri Paesi, come Francia e Italia, hanno dimostrato qualche incertezza** pur continuando i loro progressi nella tendenza positiva. Inoltre, come per gli USA, anche per l'Eurozona **l'inflazione è risultata in ridimensionamento.** Questo sta dando maggiori margini a Draghi per il proseguimento della politica monetaria molto espansiva. Anche in questo caso **l'evoluzione dei prezzi rimane osservata speciale**, tuttavia alla luce delle precedenti considerazioni **riteniamo più probabile, per il momento, che l'eventuale *Tapering* non sia implementato prima della fine del 2018 (Scenario C – probabilità 60%).** Non escludiamo che l'intervento possa essere anticipato a metà del 2018, ma, poiché dipenderà dalla dinamica del sentiero inflazionistico e pensiamo che il prezzo del petrolio continuerà a dare una mano a favore di un'evoluzione molto contenuta, gli assegniamo una probabilità inferiore (Scenario A – probabilità 30%).

In Giappone, la revisione dei dati trimestrali ha delineato una crescita positiva nel primo trimestre di quest'anno, ma meno incisiva di quanto era emerso in sede di pubblicazione dei preliminari e, **dopo un mese di aprile incoraggiante, le nuove rilevazioni mensili riferite a maggio hanno un po' smorzato l'entusiasmo sulla ripresa del ciclo economico nipponico.** Questo quadro lascia invariate le aspettative di un proseguimento della politica monetaria della Banca Centrale giapponese in termini di ***Quantitative e Qualitative Easing***, con l'acquisto dei titoli di Stato nazionali in modo da mantenere nullo il rendimento sulla scadenza decennale.

Nel mese di giugno il prezzo del petrolio è sceso ben sotto i 50 dollari per barile, i livelli più bassi degli ultimi nove mesi. È stato influenzato dalle tensioni geopolitiche tra i Paesi del Golfo e il Qatar, per le accuse verso quest'ultimo di essere legato agli jihadisti. La rottura dei rapporti diplomatici tra Arabia Saudita, Egitto, Bahrain ed Emirati arabi verso il Qatar potrebbe mettere in forse l'accordo OPEC sui tagli alla produzione del greggio e, quindi, deprimere le quotazioni. Il Qatar importa molto dai quattro Paesi del Golfo e le tensioni, se esacerbate, potrebbero cambiare gli equilibri in Medio Oriente. Potrebbe essere tentato ad avvicinarsi di più a Libia e Turchia. **Se da un lato, la successione al trono in Arabia Saudita è vista positivamente, perché il nuovo principe è intenzionato a far rispettare l'accordo OPEC, dall'altro è difficile vedere un prezzo in rialzo sopra i 50 dollari al barile.**

GLI ULTIMI DATI

In USA, i dati definitivi sul PIL del primo trimestre del 2017 hanno evidenziato una situazione migliore rispetto alla revisione precedente, ma permane la debolezza dei consumi. Il PIL è cresciuto di +1.4% t/t annualizzato, consentendo alla variazione tendenziale di portarsi a +2.1% a/a, contro un dato preliminare di +1.2% t/t e +2% a/a. **La revisione ha interessato in particolare i consumi con una dinamica meno debole di +1.1% t/t da +0.6% t/t e gli investimenti che sono risultati meno brillanti, pur mantenendo la posizione di maggior contributori alla crescita del PIL (+1.7% t/t rispetto a +1.9% t/t).** **Entrambe le componenti degli investimenti sono state riviste al ribasso:** quelli non residenziali sono aumentati di +10.4%, anziché +11.4%, e i residenziali di 12.9% t/t rispetto a 13.7% t/t, **tuttavia rimangono bilanciate e con incrementi sostanziosi dimostrando che tutti i comparti godono di buona salute.**

Grazie alla revisione al rialzo, **i consumi** hanno contribuito di più alla crescita del PIL con un +0.8% t/t (rivisto da +0.4% t/t), ma **restano osservati speciali** da parte della Fed che ne ha sottolineato la debolezza. **Viene, invece, confermato il decumulo di scorte, la componente che ha sottratto crescita per un -1.1% t/t,** assieme alla spesa pubblica con un -0.2% t/t. Si conferma, dunque, un atteggiamento attendista da parte dei produttori nei confronti della riforma fiscale. **Il canale estero resta sostanzialmente neutrale** con un contributo limitato a +0.2% t/t (da +0.1% t/t della stima precedente), **perché sia le esportazioni sia le importazioni sono state riviste al rialzo** (a +7% da +5.9% e a +4% da +3.8%, rispettivamente).

I dati mensili, relativi prevalentemente a maggio, si sono dimostrati piuttosto deboli sia dal lato della domanda sia dell'offerta e hanno in generale deluso le aspettative, gettando qualche ombra sulla speranza che la debolezza dei consumi registrata nel primo trimestre avesse carattere temporaneo.

Il mercato del lavoro rimane forte con un tasso di disoccupazione che a maggio ha registrato un'ulteriore limatura verso il basso a +4.3% da 4.4% di aprile, **ma i dati sull'occupazione, pur sempre positivi, sono risultati meno brillanti rispetto al mese precedente e al di sotto delle attese:** a maggio nel settore non agricolo si sono registrati +138 mila nuovi posti di lavoro, in ridimensionamento rispetto a +174 mila di aprile, rivisti al ribasso da +211 mila, e molto meno dell'aspettativa di +182 mila.

Dal lato dell'offerta, la produzione industriale, dopo il buon dato di aprile (+1.1% m/m) ha subito a maggio una battuta d'arresto (0% m/m, contro un atteso +0.2% m/m), **risentendo probabilmente del calo consistente degli ordini di beni durevoli per due mesi consecutivi** (-0.9% m/m ad aprile e -1.1% m/m a maggio, contro un atteso -0.6% per quest'ultimo). Se depuriamo questi ultimi dalla componente più volatile dei trasporti, il quadro rimane incerto: dopo un -0.5% m/m di aprile, la serie ha registrato un limitato +0.1% m/m, ben al di sotto dell'aspettativa di +0.4% m/m.

Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio a maggio sono risultate in diminuzione di -0.3% m/m. I mercati si attendevano un'invarianza dopo l'aumento di +0.4% m/m di aprile.

Ancora una volta, la buona intonazione del secondo trimestre resta legata, oltre che alla forza del mercato del lavoro, all'elevata fiducia dei produttori e consumatori registrata a giugno: l'NAPM ha continuato la sua corsa in atto dall'inizio dell'anno, raggiungendo quota 65.7 da 59.4 di maggio e 50.3 di gennaio; **il Conference Board, dopo tre mesi in diminuzione, ha ripreso a crescere** attestandosi a 118.9 da 117.6 di maggio (quest'ultimo rivisto da 117.9). A marzo era a 124.9. **Resta da vedere se questo ottimismo si tradurrà in decisioni effettive di spesa nell'ultimo mese del secondo trimestre.**

Anche nel mese di maggio la debolezza dei consumi si è riflessa sull'inflazione che si è nuovamente ridimensionata: l'indice dei prezzi PCE (*Personal Consumption Expenditures*) ha subito una contrazione di -0.1% m/m, portando il tendenziale a +1.4% a/a da +1.7% a/a di aprile. A febbraio era al di sopra dell'obiettivo della Fed del 2%. Anche il *core*, che esclude le componenti più volatili di energia ed alimentari, ha seguito la stessa dinamica, attestandosi a +1.4% a/a da +1.5% a/a del mese precedente.

USA

A parte la forza del mercato del lavoro, i dati relativi a maggio hanno deluso sia dal lato della domanda sia dell'offerta

A febbraio era a +1.8% a/a. **La forza del mercato del lavoro probabilmente spingerà sull'inflazione nei prossimi mesi, ma non riteniamo che la dinamica possa rivelarsi intensa, dato il calo del prezzo del petrolio registrato a giugno e l'aspettativa che difficilmente possa riprendere quota al di sopra dei 50 dollari per barile.** I salari orari hanno mantenuto il passo tendenziale di aprile restando a +2.5% a/a.

Proprio sull'andamento dei prezzi punterà l'attenzione la Fed, come risulta dalle dichiarazioni di Kaplan, membro votante del *Board*, che *"vuole vedere un'accelerazione dell'inflazione prima di un nuovo rialzo dei tassi ufficiali"*. Pertanto, alla luce di queste dichiarazioni e dell'analisi precedente dei dati macroeconomici, **riteniamo più probabile che la Banca Centrale americana, dopo l'intervento di giugno, si prenda un momento di pausa, fino a dicembre, prima di agire con un nuovo rialzo di 25 punti base (Scenario C - probabilità 60%). Non escludiamo un aumento a settembre, ma gli assegniamo una probabilità del 30% (Scenario A). Dipenderà, oltre che dall'andamento dei prezzi e dei consumi, anche dall'iter della riforma fiscale.**

In Giappone, la revisione dei dati del PIL relativi al primo trimestre del 2017 ha evidenziato un ciclo economico meno forte rispetto ai preliminari, con una crescita congiunturale limitata a +0.3% t/t, rispetto alla precedente stima di +0.5% t/t. A fronte di ciò, il tendenziale si è ridimensionato a +1.3% t/t dal preliminare di +1.6%. Il risultato ha deluso le attese che erano per un rafforzamento della crescita di +0.6% t/t. Le cause del dato più debole del PIL sono da attribuire ad una limatura dei consumi, che sono cresciuti di +0.3% t/t, anziché +0.4% t/t, e della spesa pubblica che è rimasta invariata, rispetto ad un +0.1% t/t della prima stima. Nonostante ciò, il quadro generale resta invariato rispetto a quello delineato in base ai dati preliminari: **la componente che ha trainato maggiormente la crescita è stata quella dei consumi,** con un contributo di +0.2% t/t. Il canale estero ha contribuito con un +0.1% per un incremento delle esportazioni (+2.1% t/t) maggiore rispetto a quello delle importazioni (+1.4% t/t). Va, comunque, ribadito che **il primo trimestre si è chiuso con un record per i profitti aziendali** (+26,6% a/a, contro un +16,9% del trimestre precedente).

Dopo un mese di aprile positivo, i nuovi dati mensili prevalentemente riferiti a maggio hanno un po' smorzato l'entusiasmo sulla ripresa: il tasso di disoccupazione è aumentato a +3.1% m/m da +2.8% m/m del mese precedente, la produzione industriale ha registrato un -3.3% m/m, interrompendo la brillante impostazione di aprile che aveva segnato un +4% m/m, e gli ordini di macchinari all'industria, sia pur riferiti ad aprile, sono diminuiti di -3.1% m/m. Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio a maggio hanno subito una contrazione di -1.6% m/m, dopo il risultato soddisfacente del mese precedente di +1.4% m/m. **L'unico dato veramente positivo è rappresentato dai consumi privati** che sono aumentati di +3.5% m/m, **ma il concomitante drastico calo del reddito disponibile di -4.8% m/m lascia qualche dubbio sul proseguimento della tendenza positiva dei consumi nei prossimi mesi.**

Qualche miglioramento proviene dal canale estero, ma solo in termini relativi: l'invarianza congiunturale delle esportazioni e un aumento delle importazioni di +0.3% m/m a maggio, risulta comunque meglio della riduzione di entrambe le componenti registrata ad aprile (-0.3% m/m e -0.6% m/m, rispettivamente).

Dal punto di vista della fiducia, i produttori risultano più scettici sul futuro, mentre i consumatori sono un po' più ottimisti: il PMI manifatturiero di maggio è sceso a quota 52 da 53.1 del mese precedente (quest'ultimo rivisto da 52). Va comunque valutata positivamente la revisione al rialzo del dato di aprile e la distanza ancora significativa dell'indice dalla soglia dei 50 punti che indica lo spartiacque tra la zona di espansione (al di sopra) da quella di contrazione dell'attività (al di sotto). Dall'altro lato, l'indice di fiducia dei consumatori ha registrato solo un lieve rialzo a 43.6 da 43.2.

In sintonia che i dati macroeconomici meno brillanti, l'inflazione rimane sempre molto vicino allo zero: a maggio, il CPI globale ha mantenuto invariata a +0.4% a/a la dinamica tendenziale del mese precedente, mentre l'indice *core* si è portato a +0.5% a/a da +0.3% a/a di aprile.

GIAPPONE

I dati relativi a maggio hanno smorzato l'entusiasmo sulla ripresa

In conclusione, quel circolo virtuoso tra mercato del lavoro e consumi messo in evidenza più volte dalla Banca Centrale ha dimostrato qualche incertezza a maggio, dopo i buoni frutti di aprile. Resta, a maggior ragione, scontato un proseguimento dell'attuale politica monetaria ultra espansiva.

Per l'Area Euro, i dati trimestrali del PIL del primo trimestre dell'anno in corso consolidano la ripresa in atto. Il PIL, infatti, è cresciuto di +0.6% t/t, portando la variazione tendenziale a +1.9% a/a. È stata, quindi, rivista al rialzo da +0.5% t/t e da +1.7 a/a la stima preliminare che nel mese scorso era disponibile solo a livello aggregato. Gli investimenti fissi, pur in ridimensionamento a +1.3% t/t rispetto a +3.4% t/t del trimestre precedente, rimangono la componente che ha contribuito maggiormente alla crescita con un +0.3% t/t. Le scorte sono rimaste invariate. Il ciclo economico risulta abbastanza bilanciato sul fronte interno perché anche i consumi hanno registrato un risultato soddisfacente con un contributo di +0.2% t/t. Il canale estero, invece, rimane neutrale con una dinamica simile per esportazioni (+1.2% t/t) e importazioni (+1.3% t/t).

I nuovi dati mensili, relativi principalmente ad aprile, quindi rilevanti per capire l'andamento del ciclo economico dell'Eurozona nel secondo trimestre dell'anno in corso non ancora noto, **confermano la buona intonazione. Ad aprile, infatti, il mercato del lavoro ha registrato nuovi miglioramenti**, grazie ad un ridimensionamento ulteriore del tasso di disoccupazione a 9.3% da 9.4% di marzo; **la produzione industriale è aumentata** di +0.5% m/m rafforzando la dinamica del mese precedente (+0.2% m/m); **il settore delle costruzioni è ritornato a crescere** (+0.3% m/m) dopo la battuta d'arresto di marzo (-1.1 m/m) che seguiva però il grande balzo di febbraio (+5.5% m/m); **le vendite al dettaglio hanno mantenuto un profilo positivo** (+0.1% m/m) anche se più limitato rispetto ai mesi precedenti (+0.2% e +0.5% di marzo e febbraio, rispettivamente).

A giugno, la fiducia ha trovato nuovi spunti di ottimismo: l'ESI (Economic Sentiment Indicator), che esprime la fiducia sia dei produttori sia dei consumatori, ha ripreso a correre dopo la pausa di maggio, portandosi a quota 111.1 da 109.2, contro un'aspettativa più cauta di 109.5. **È ai massimi dal 2011.**

Come per gli USA, anche nell'Area Euro l'inflazione ha registrato un'ulteriore correzione al ribasso, grazie in parte ad un calo dei prezzi del petrolio: a giugno la variazione tendenziale dell'indice globale HCPI (*Harmonized Consumer Price Index*) si è attestata a +1.3% a/a da +1.4% di maggio. **L'indice core**, che esclude le componenti più volatili dell'energia e degli alimentari, **è aumentato** a +1.1% a/a da +0.9% a/a del mese precedente, **in sintonia con il consolidarsi della ripresa, ma rimane ben lontano dall'obiettivo del 2%.** Il ridimensionamento dell'inflazione e il contesto favorevole dei prezzi energetici lasciano più tempo a Draghi di mantenere una politica monetaria molto espansiva, anche se i mercati finanziari stanno già scontando una inversione di tendenza. **Pertanto riteniamo, per il momento, che il Tapering possa essere implementato alla fine del 2018 (Scenario C – probabilità 60%).**

In Germania, non ci sono nuove informazioni dai dati trimestrali rispetto al mese precedente, **va ribadita, pertanto, la forza del ciclo economico tedesco, che si conferma locomotiva dell'Eurozona** con una crescita congiunturale del PIL nel primo trimestre dell'anno in corso di +0.6% t/t e +1.7% a/a a livello tendenziale. **Il canale estero traina la ripresa e, sul fronte della domanda interna, sono gli investimenti fissi a contribuire maggiormente.**

I nuovi dati mensili, rilevanti per valutare il proseguimento della ripresa anche nel secondo trimestre ancora non noto, **danno indicazioni positive. In aprile, la produzione industriale è aumentata di +0.8% m/m**, ben oltre l'aspettativa di +0.5% m/m; inoltre, il dato di marzo è stato rivisto al rialzo a -0.1% m/m da -0.4%. Le costruzioni hanno segnato il passo con un -0.1% m/m, ma va interpretato in modo fisiologico dopo il brillante +0.9% m/m di marzo (rivisto da +1.5%) e quasi un +10% di febbraio. **Qualche incertezza emerge dagli ordini nel settore manifatturiero** con un -2.1% m/m, dopo un +1.1% di marzo e +3.5% di febbraio, **tuttavia ciò dovrebbe essere superato dai prossimi dati, dal momen-**

AREA EURO

Prosegue la ripresa, ma senza pressioni inflazionistiche

Germania

to che, a giugno, l'indice di fiducia IFO ha raggiunto il massimo storico di 115.1 da 114.6 del mese precedente (era a 113 ad aprile).

Buone le indicazioni anche dal lato dei consumi, perché a maggio le vendite al dettaglio sono aumentate di +0.5% m/m, oltre le aspettative di +0.3% m/m e in controtendenza rispetto al -0.2% di aprile. **La forza dell'economia tedesca poggia, in ogni caso, su basi solide grazie alle buone condizioni del mercato del lavoro** che a giugno ha confermato un tasso di disoccupazione a +5.7%.

A fronte del consolidarsi della ripresa è importante focalizzare l'attenzione sull'andamento dell'inflazione. A giugno, l'HCPI in termini tendenziali ha aggiustato leggermente verso l'alto a 1.5% a/a da +1.4% a/a del mese precedente, **tuttavia**, rispetto alla fiammata di aprile, in cui aveva raggiunto il +2% a/a, **non rappresenta un rischio**, anche perché **l'indice core**, disponibile per maggio, a +1.1% a/a **è ancora ben lontano dall'obiettivo della BCE**.

In Francia, i dati definitivi trimestrali relativi al primo trimestre dell'anno in corso hanno rafforzato leggermente la crescita rispetto alle stime precedenti a +0.5% t/t da +0.4% t/t **e in termini tendenziali a +1.1% a/a** da +1% a/a. Tuttavia, la Francia rimane fanalino di coda tra i principali Paesi dell'Eurozona rispetto al +1.7% della Germania e +1.2% a/a dell'Italia. **La revisione ha interessato principalmente il canale estero**, con le esportazioni meno deboli (-0.7% t/t da -0.8%) e le importazioni meno forti (+1.2% t/t da +1.4%). **Ciò ha consentito a questa componente di sottrarre minor crescita al PIL** (-0.6% t/t da -0.7%), **ma resta il nodo critico del ciclo economico francese, assieme ai consumi il cui contributo è rimasto nullo. La ripresa poggia essenzialmente su un preoccupante accumulo di scorte** (+0.7% t/t) e sugli investimenti fissi con un contributo positivo di +0.3% t/t.

Francia

I dati mensili disponibili, che sono in prevalenza relativi ad aprile, incorporano ancora l'incertezza delle elezioni presidenziali del 23 aprile e del ballottaggio del 7 maggio. La produzione industriale è diminuita di -0.5% m/m, contro un'aspettativa più ottimista di +0.2% e le vendite al dettaglio sono scese di -0.1% m/m. La revisione del dato di marzo a +0.1% m/m da +0.6% ne ha offuscato il buon risultato. **Tuttavia, le informazioni relative a maggio e giugno, quindi, post-elettorali, fanno ben sperare su di una ripresa della domanda.** Infatti, **a maggio la spesa per consumi è aumentata** di +0.8% m/m, dopo il pesante calo di -0.5% m/m di aprile (rivisto da -0.4%) e il -0.1% di marzo; **la fiducia dei consumatori ha ripreso a correre**, raggiungendo a giugno quota 108 da 103 di maggio (rivisto da 102) e 100 di aprile. **Restano più cauti i produttori:** l'indicatore pubblicato dall'Insee, l'ufficio di statistica francese, in giugno ha corretto leggermente verso il basso a 108 da 109 e il PMI del settore dei servizi è diminuito a 55.3 da 57.2, ma primi segnali positivi provengono dal settore manifatturiero con un PMI a 55 da 53.8.

Le incertezze sul ciclo economico si sono riflesse sull'inflazione, che rimane tra le più basse dell'Eurozona: a giugno è rimasta invariata +0.9% a/a in termini di indice globale dei prezzi al consumo (HCPI). Il **core**, disponibile solo per maggio, si è attestato solo a +0.5% a/a da +0.6% di aprile.

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

Italia

I nuovi dati disponibili prevalentemente relativi ad aprile e, quindi, importanti per verificare se la ripresa sia proseguita anche nel secondo semestre ancora non noto, **non sono incoraggianti. La produzione industriale è diminuita** di -0.4% m/m dopo i buoni risultati di marzo (+0.4% m/m) e in particolare febbraio (+1% m/m). Le aspettative erano a favore di un ridimensionamento della dinamica (+0.2%), ma non di un dato in controtendenza. **Particolarmente penalizzato si è dimostrato il settore delle costruzioni** con una contrazione rilevante di -4.1% m/m. **Gli ordini all'industria stentano a riprendersi dopo il grande balzo di febbraio** (+5.2% m/m), registrando un ulteriore calo ad aprile di -0.7% m/m che è seguito alla corposa contrazione di marzo di -4.3% m/m. **Dal lato della domanda, anche le vendite al dettaglio sono diminuite leggermente** (-0.1% m/m) dall'invarianza di marzo. **Pertanto la ripresa rimane legata ai progressi del mercato del lavoro** che ad aprile ha visto scendere il tasso di disoccupazione a +11.1% da +11.5% del mese precedente **e alla fiducia di produttori e consumatori di giugno. Entrambi si sono dimostrati più ottimisti rispetto al mese precedente:** l'indice di fiducia delle imprese è aumentato sia nel comparto manifatturiero, portandosi a quota 107.3 da 106.9 del mese precedente, sia in quello dei servizi, raggiungendo il livello di 106 da 105.6 di maggio; la fiducia dei consumatori è tornata a crescere dopo la battuta di arresto di maggio raggiungendo 106.4 da 105.4 del mese precedente. **Il superamento di un'eventuale elezione anticipata ha ridato fiato all'ottimismo sia dei produttori sia dei consumatori.**

Sul fronte dei prezzi, in sintonia con gli altri Paesi dell'area, in giugno anche l'Italia ha evidenziato un'ulteriore limatura verso il basso dell'inflazione: l'HCPI globale, infatti, si è attestato a +1.2% a/a da +1.6% a/a di maggio (quest'ultimo rivisto da +1.5% a/a). Va ricordato che ad aprile era a +2% a/a. L'indice *core* si è portato a +0.9/ a/a da +0.8% a/a di maggio, ma si tratta di un lieve aggiustamento, rimanendo ben lontano dall'obiettivo della BCE (+2% a/a).

Sui rendimenti dei titoli di Stato italiani in giugno hanno agito più forze contrastanti: da un lato, spinte al ribasso sono giunte dall'archiviazione dell'ipotesi di elezioni anticipate e dal salvataggio delle banche venete che confluiranno in Banca Intesa; dall'altro, spinte al rialzo sono giunte dalla consapevolezza che la politica monetaria molto espansiva della BCE non avrà vita ancora tanto lunga. È chiaro che **l'inversione di tendenza della Banca Centrale, quando avverrà, peserà di più sui nostri titoli rispetto agli altri Paesi dell'Eurozona in termini di maggiore spesa per interessi, dato l'elevato debito pubblico italiano.**

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

GLI SCENARI

A (30%)

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

Area Euro: Il raggiungimento dell'obiettivo del 2% di inflazione prima del previsto induce la BCE a usare toni più cauti sul proseguimento del QE oltre la fine del 2017 e iniziare a valutare la possibilità di un *Tapering* (ridimensionamento del QE) nella seconda parte del 2018. L'economia continua stabilmente su di un passo di crescita positivo intorno a +2%. **I rendimenti rimangono in tensione per l'approssimarsi di un'inversione di tendenza della politica monetaria e per l'effetto di trasmissione dagli Stati Uniti.** La prima penalizzerà in particolare l'Italia per il conseguente aumento della spesa per interessi a fronte di un elevato debito pubblico: il decennale può arrivare a fine 2017 a 2.4%, con uno spread verso il Bund sopra 170 punti base.

B (10%)

USA: Naufraga gran parte della riforma fiscale per il disaccordo all'interno del partito stesso del Presidente Trump, giudicando eccessivi i rischi sul debito pubblico che il piano comporta. La delusione e il mancato effetto espansivo della politica fiscale implicano un ridimensionamento del ciclo economico con una crescita del PIL non superiore a 1.5% a/a. A fronte di questo quadro di debolezza economica, **la Fed non interviene per il resto del 2017.**

Area Euro: Il contesto internazionale meno favorevole dal punto di vista della crescita economica, in particolare negli USA e una dinamica inflazionistica ancora contenuta, spinge **la BCE a mantenere invariata la politica monetaria, con la possibilità di allungare i termini del QE anche nel 2018.** L'economia rimane debole con una crescita del PIL sotto 1.5%. **In sintonia con i rendimenti dei titoli di Stato americani, quelli dell'eurozona potrebbero subire qualche limatura dai livelli di fine giugno:** il rendimento del BTP decennale italiano può scendere sotto 2.1-2%, con uno spread verso il Bund sotto i 170 punti base.

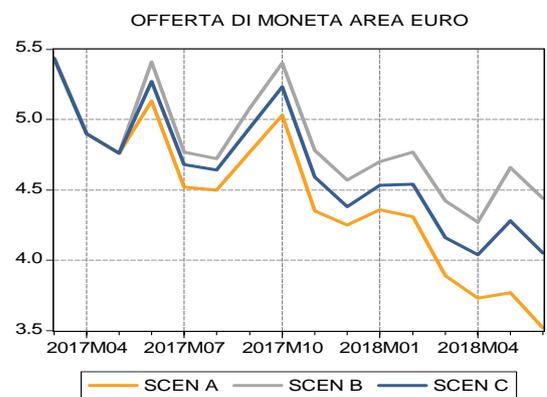
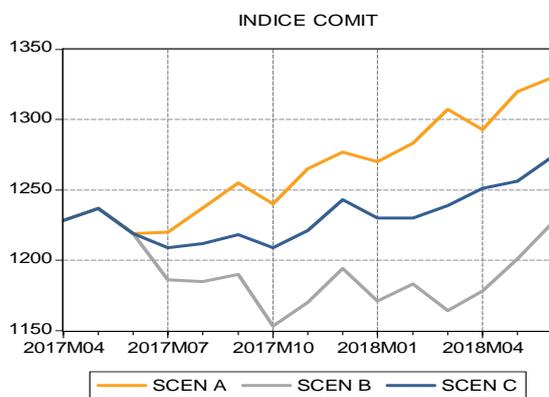
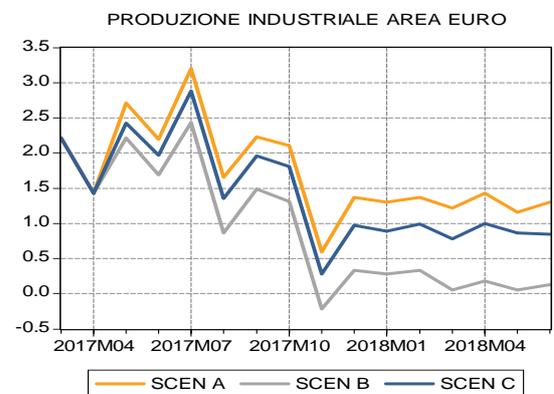
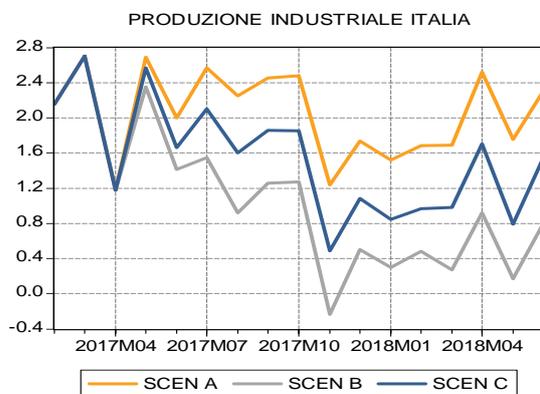
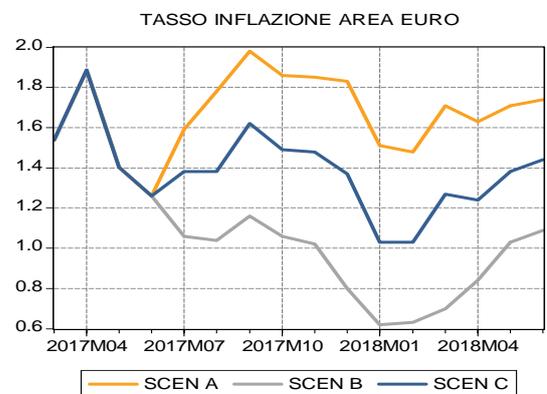
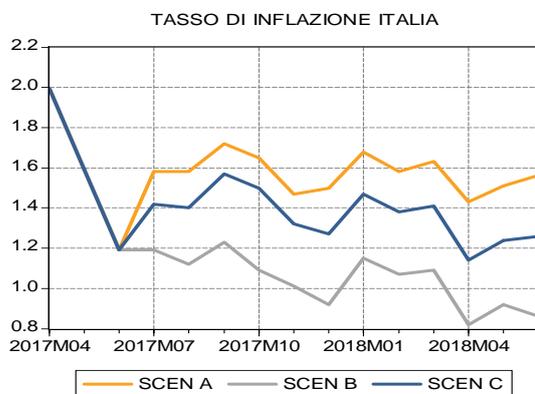
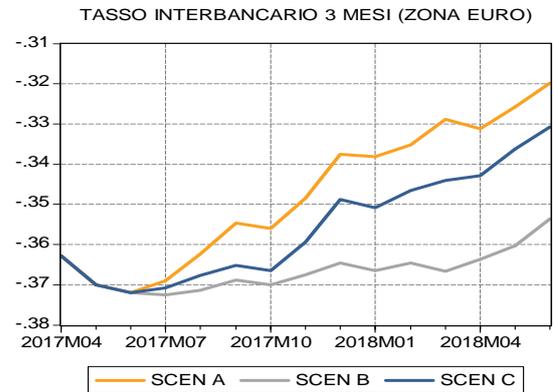
C (60%)

USA: Viene approvata una riforma fiscale parziale per limitare i problemi di eccessivo debito pubblico. **Permangono rischi inflazionistici da salari** pur con una crescita del PIL intorno al 2% a/a, ma minori rispetto allo scenario A. **La Fed segue un percorso di politica monetaria restrittivo** in linea con quanto annunciato alla riunione di dicembre del 2016, **ma la rinvia a fine 2017, aumentando i tassi di riferimento di 25 punti base a dicembre** per attendere l'evoluzione del percorso al Congresso del piano fiscale di Trump e più informazioni sulla dinamica inflazionistica dopo il ridimensionamento degli ultimi mesi.

Area Euro: La BCE, pur confermando il QE fino a fine 2017, negli ultimi mesi dell'anno non considera più una sua eventuale estensione oltre questo orizzonte. L'economia continua stabilmente su di un passo di crescita moderato intorno all'1.7-2%, ma **la dinamica inflazionistica ancora contenuta, consente a Draghi di rinviare il Tapering alla fine del 2018, pur iniziando a parlarne nell'autunno di quest'anno.** **I rendimenti dell'intera area si portano poco sopra i livelli di fine giugno per il consolidarsi dell'idea che il tempo di una politica monetaria ultra espansiva sta volgendo al termine.** In Italia, il rendimento sui BTP con scadenza a 10 anni potrebbe aggiustare verso l'alto (intorno a 2.2-2.25%), ma in misura più contenuta rispetto allo scenario A per il timing del *Tapering* più posticipato, con uno spread verso il Bund di intorno a 170 punti base.

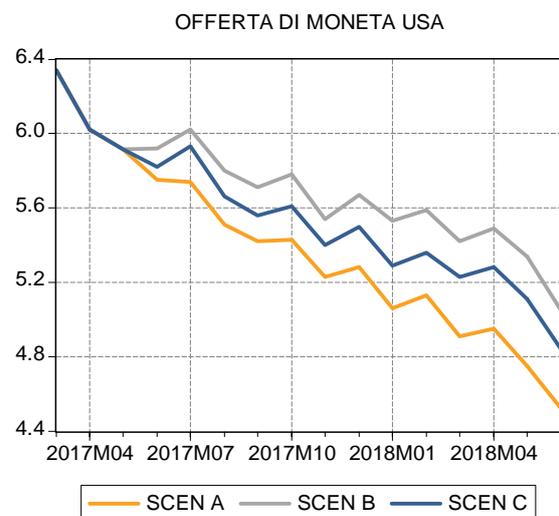
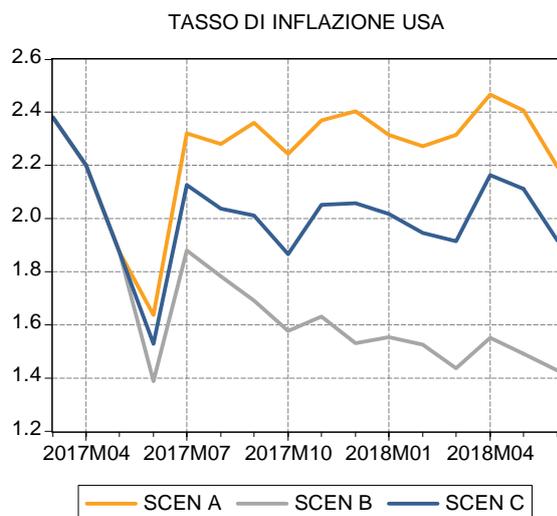
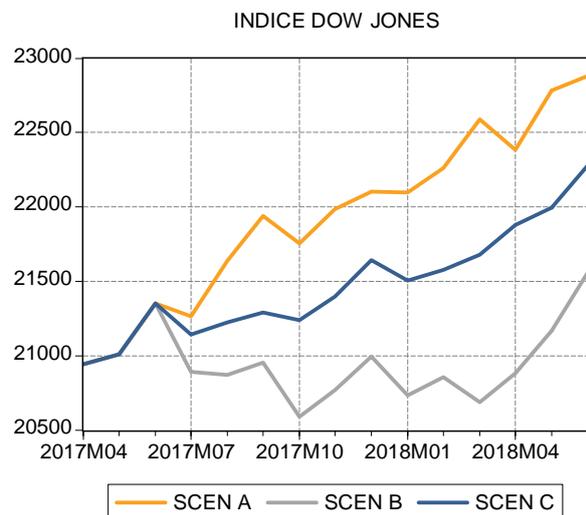
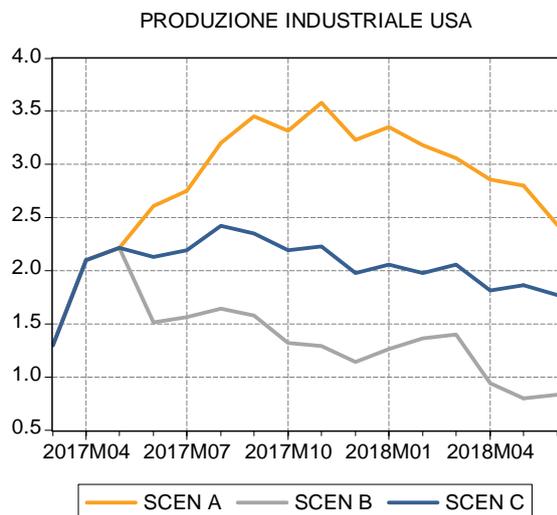
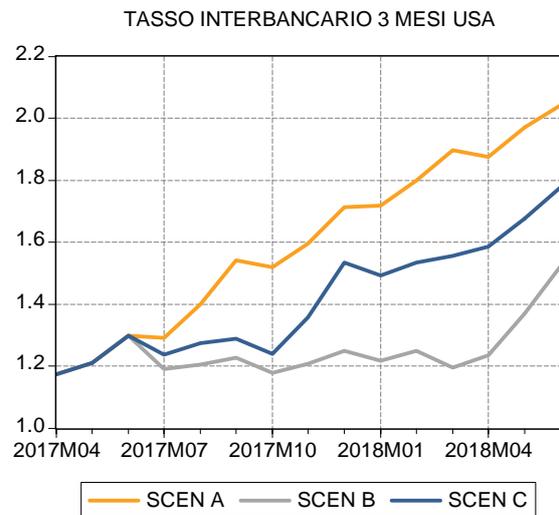
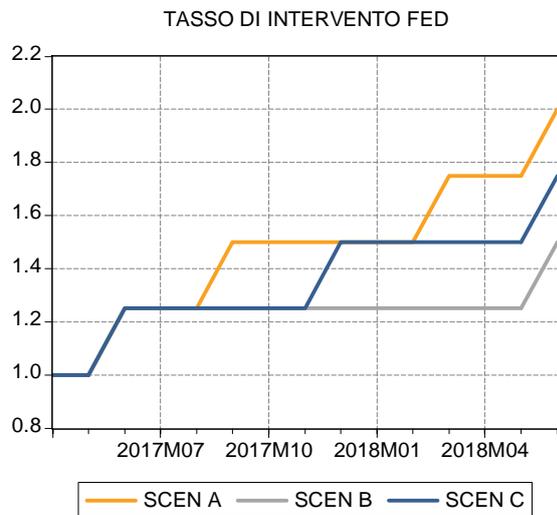
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

In giugno i tassi per le scadenze a 1 e 3 mesi sono rimasti stabili (-0.40% e a -0.37%) mentre quello a 6 mesi ha raggiunto il suo minimo storico (-0.30% da -0.27% di maggio). La crescita economica moderata ma stabile e l'inflazione contenuta potrebbero permettere alla BCE di rinviare il *Tapering* alla fine del 2018, pur iniziando a parlarne nell'autunno di quest'anno (Scen. C). Anche se l'inflazione dovesse accelerare, la probabilità che l'avvio del *Tapering* sia anticipato, comunque non prima della seconda parte del 2018, rimane bassa (Scen. A). L'intervento sui tassi di riferimento dovrebbe comunque essere ancora fuori dall'orizzonte di previsione, entro il quale **i saggi interbancari sono visti stabili o in debolissima ripresa in tutti e tre gli scenari** (il tasso a 1 mese dovrebbe mantenersi circa a -0.4%, il 3 mesi tra -0.3% e -0.4% e il 6 mesi a -0.3%).

TASSI INTERBANCARI

In giugno i rendimenti italiani sono stati guidati da forze contrastanti: l'archiviazione dell'ipotesi di elezioni anticipate e il salvataggio delle banche venete li hanno spinti al ribasso, mentre la consapevolezza che la politica espansiva della BCE non durerà ancora a lungo ha agito in senso contrario. Il risultato è stato una sostanziale stabilità della struttura a termine: il tasso a 3 anni si è portato a +0.26% da +0.28%, il 5 anni a +0.95% da +0.97%, il 7 anni a +1.63% da +1.64% e il 10 anni a +2.23% da +2.26%. **Nello scenario C s'ipotizza che la Fed innalzi i tassi solo una volta nel 2017, a dicembre, e che la BCE, pur confermando il QE per tutto il 2017, non ne consideri più l'estensione oltre questo termine. Il consolidarsi dell'idea che la politica monetaria ultra espansiva stia volgendo al termine e il leggero effetto di trasmissione dagli USA dovrebbero spingere i rendimenti italiani al rialzo** (+0.48%, +1.12%, +1.88% e +2.41% rispettivamente il 3, 5, 7, e 10 anni a giugno 2018). Il rialzo dovrebbe essere più contenuto rispetto allo scenario A, per il timing del *Tapering* più posticipato, previsto alla fine dell'anno invece che a metà. Nello scenario A, s'ipotizza, inoltre, che negli USA la Fed operi il rialzo a settembre e l'*exit strategy* nell'ultima parte dell'anno. L'approssimarsi dell'inversione della politica monetaria e l'effetto di trasmissione dagli USA potrebbero sostenere i rendimenti italiani, penalizzati dall'aumento della spesa per interessi a fronte dell'elevato debito pubblico (+0.71% il 3 anni, +1.45% il 5 anni, +2.19% il 7 anni e +2.71% il 10 anni a giugno 2018). Nello scenario B, la Fed potrebbe rimanere neutrale per il resto del 2017, per la fragilità del ciclo economico. In Europa, il contesto internazionale poco favorevole e l'inflazione debole potrebbero spingere la BCE a mantenere invariata la sua politica e, anche, a prolungare il *QE* al 2018. In sintonia con i rendimenti statunitensi, quelli italiani potrebbero essere correggere al ribasso (+0.22% il 3 anni, +0.83% il 5 anni, +1.61% il 7 anni e +2.13% il 10 anni alla fine del periodo di previsione).

STRUTTURA A TERMINE

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

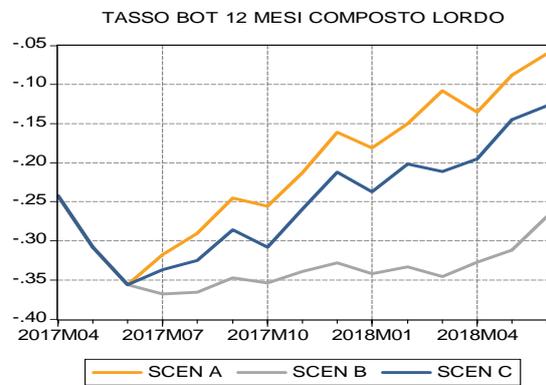
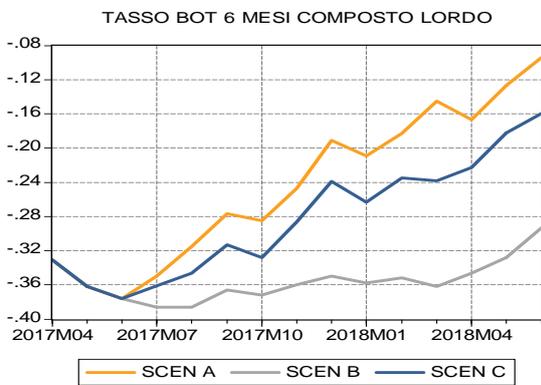
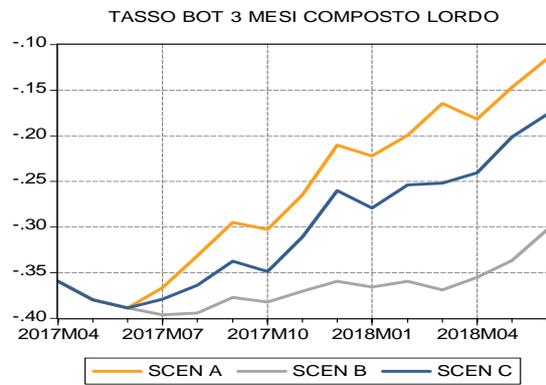
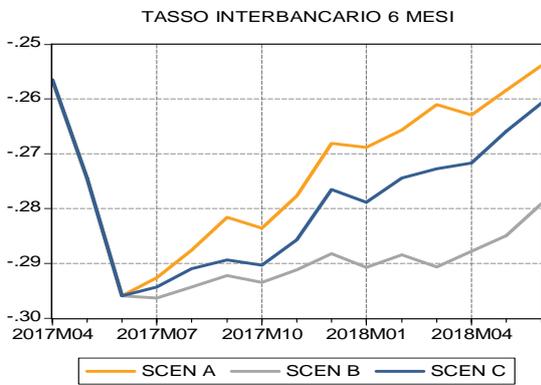
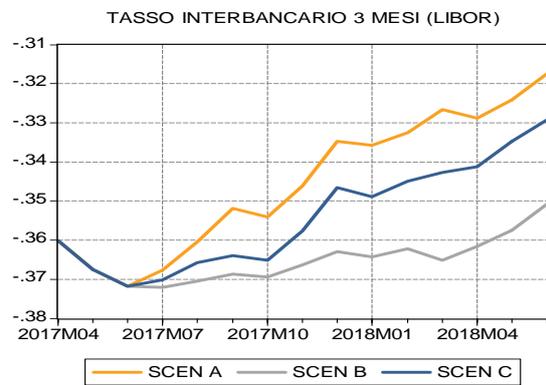
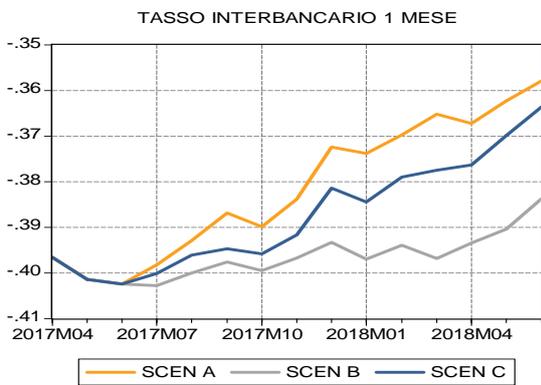
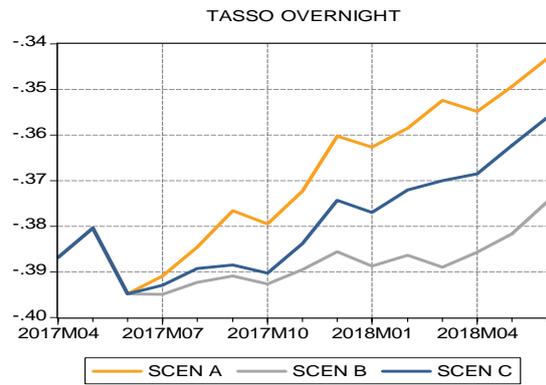
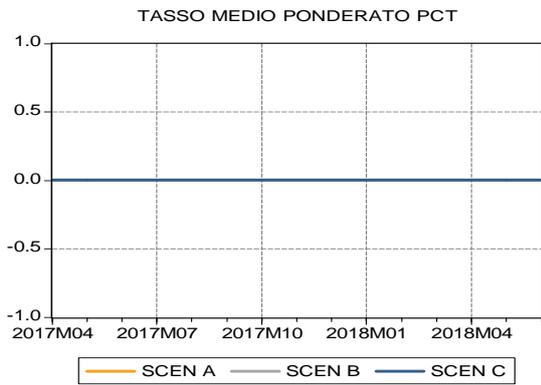
TASSI BANCARI

In aprile i prestiti totali hanno registrato una buona performance (+1.7% a/a) dopo il discreto +1% a/a di marzo e il crollo di febbraio (-2.2% a/a). I depositi (+5.1% a/a) invece, hanno confermato l'ottimo risultato di marzo (+5.0% a/a) dopo il rallentamento di febbraio (+0.4% a/a). **In base ai risultati delle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica sia degli impieghi** (+1.5% a/a in C, +1.9% in A e +1% in B, a giugno 2018) **sia dei depositi totali** (+5.1%, +5.5% e +4.3% rispettivamente) **dovrebbe rimanere positiva per l'intero periodo di previsione.**

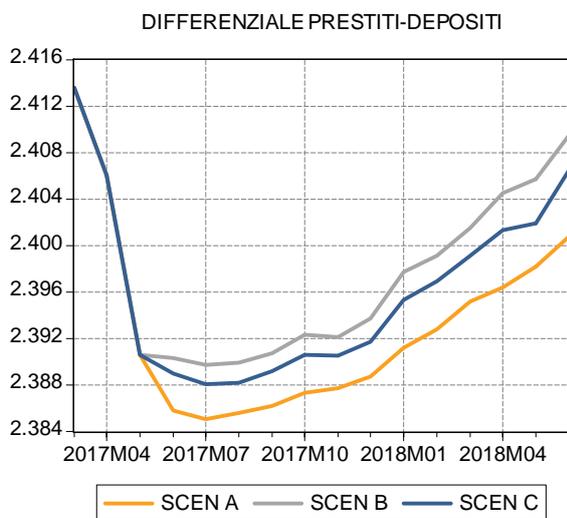
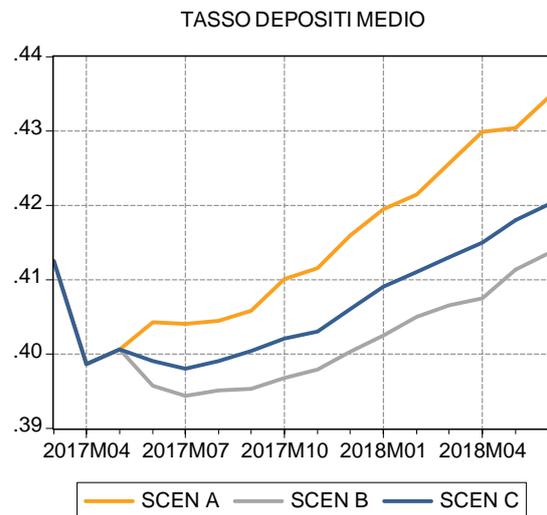
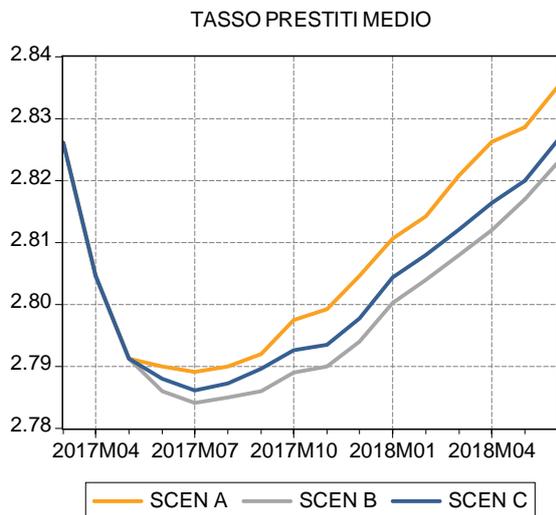
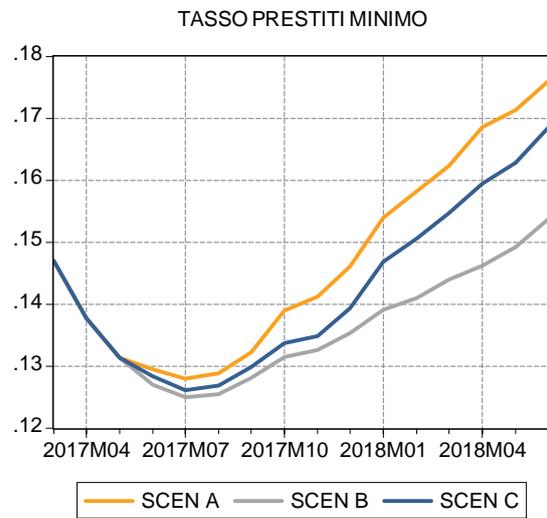
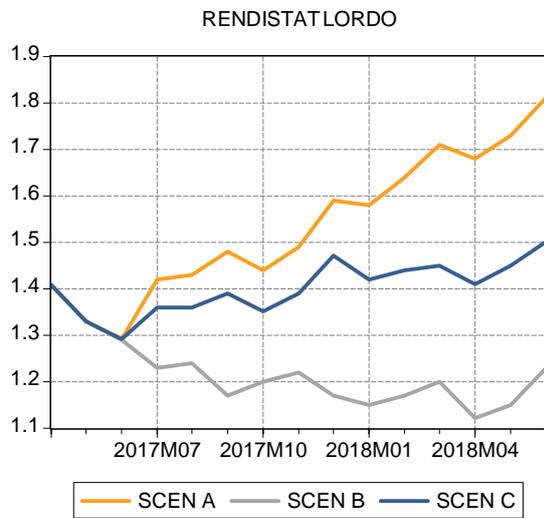
VOLUMI

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

TASSI - Dati mensili

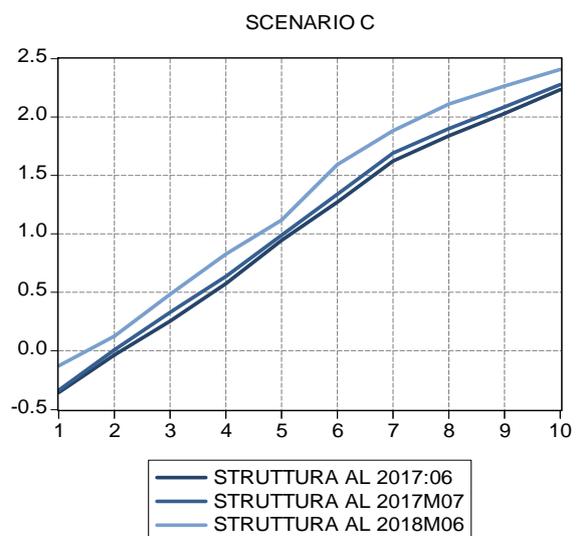
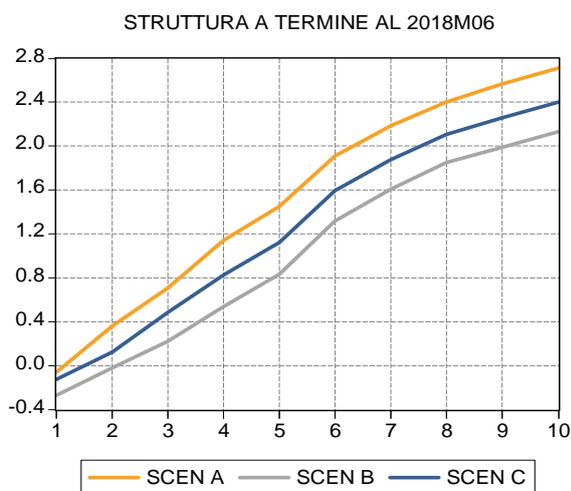
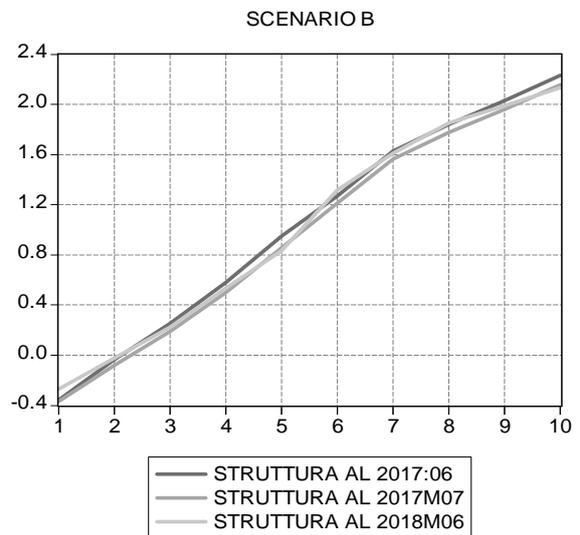
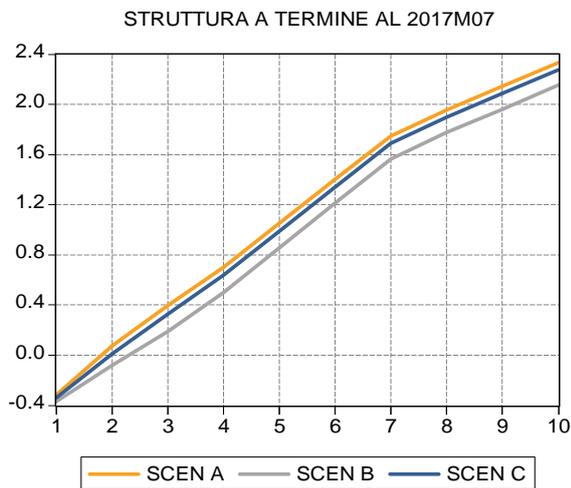
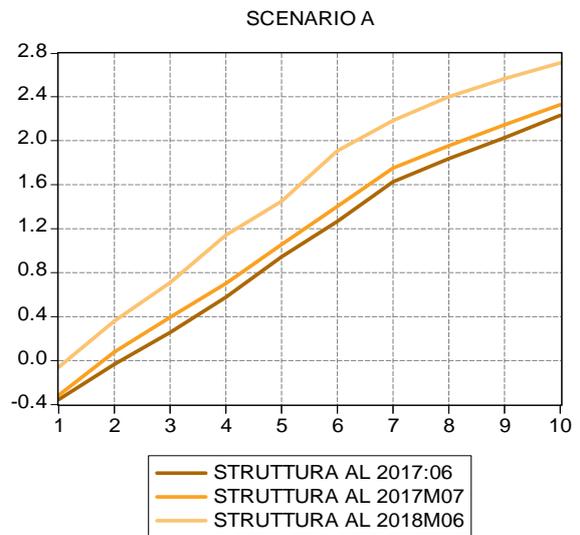
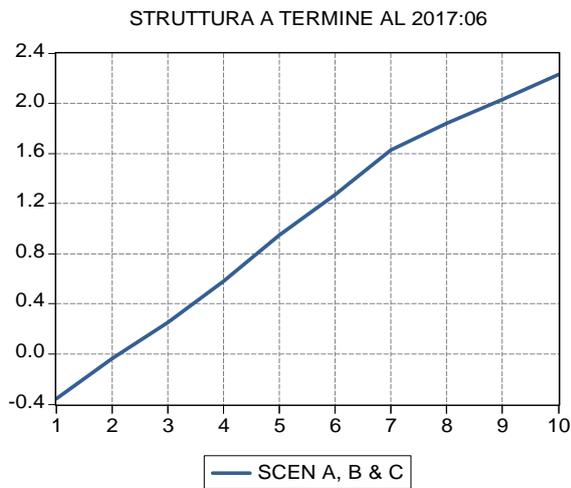


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



SCENARIO A	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1124	1101	1121	1208	1228	1237	1219	1220	1237	1255	1240	1265	1277	1270	1283	1307	1293	1320	1330
Produzione Industriale (Var. % a/a)	6.1	0.0	2.2	2.7	1.2	2.7	2.0	2.6	2.3	2.5	2.5	1.2	1.7	1.5	1.7	1.7	2.5	1.8	2.3
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.5	1.0	1.6	1.4	2.0	1.6	1.2	1.6	1.6	1.7	1.7	1.5	1.5	1.7	1.6	1.6	1.4	1.5	1.6
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.38	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34
T. Interb. 1m lett.	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36
T. Interb. 3m lett.	-0.33	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.33	-0.34	-0.33	-0.33	-0.33	-0.32	-0.32
T. Interb. 6m lett.	-0.22	-0.24	-0.25	-0.25	-0.26	-0.27	-0.30	-0.29	-0.29	-0.28	-0.28	-0.28	-0.27	-0.27	-0.27	-0.26	-0.26	-0.26	-0.25
T. Depositi medio	0.41	0.41	0.41	0.41	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.43	0.43
T. Prestiti medio	2.84	2.86	2.85	2.83	2.80	2.79	2.79	2.79	2.79	2.79	2.80	2.80	2.80	2.81	2.81	2.82	2.83	2.83	2.84
T.prest. medio - T.dep. medio	2.43	2.45	2.44	2.41	2.41	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.40	2.40	2.40	2.40
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.35	-0.33	-0.34	-0.34	-0.36	-0.38	-0.39	-0.37	-0.33	-0.30	-0.30	-0.26	-0.21	-0.22	-0.20	-0.17	-0.18	-0.15	-0.12
T. BOT comp. lordo 6m	-0.32	-0.29	-0.30	-0.30	-0.33	-0.36	-0.38	-0.35	-0.32	-0.28	-0.29	-0.25	-0.19	-0.21	-0.18	-0.15	-0.17	-0.13	-0.09
T. BOT comp. lordo 12m	-0.20	-0.25	-0.25	-0.23	-0.24	-0.31	-0.36	-0.32	-0.29	-0.25	-0.26	-0.21	-0.16	-0.18	-0.15	-0.11	-0.14	-0.09	-0.06
Rendistat lordo	1.17	1.21	1.48	1.50	1.41	1.33	1.29	1.42	1.43	1.48	1.44	1.49	1.59	1.58	1.64	1.71	1.68	1.73	1.81
Rendistat netto	1.02	1.06	1.30	1.31	1.23	1.16	1.13	1.24	1.25	1.30	1.26	1.30	1.39	1.38	1.44	1.50	1.47	1.51	1.58
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.10	0.34	0.39	0.41	0.35	0.28	0.26	0.39	0.41	0.46	0.41	0.45	0.54	0.51	0.55	0.63	0.60	0.65	0.71
Rend. BTP a 5 anni	0.66	1.02	0.96	1.11	1.07	0.97	0.95	1.05	1.05	1.09	1.05	1.10	1.22	1.19	1.24	1.34	1.30	1.37	1.45
Rend. BTP a 7 anni	1.28	1.68	1.65	1.72	1.72	1.64	1.63	1.75	1.77	1.81	1.78	1.84	1.95	1.93	1.99	2.08	2.04	2.11	2.19
Rend. BTP a 10 anni	1.85	2.30	2.13	2.34	2.32	2.26	2.23	2.33	2.34	2.37	2.33	2.38	2.49	2.47	2.52	2.61	2.58	2.64	2.71
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2342.116	2314.596	2303.179	2376.565	2383.473	2361.459	2382.542	2368.667	2374.707	2381.782	2380.76	2381.60	2381.70	2362.74	2355.92	2411.50	2422.32	2403.73	2428.76
Prestiti in euro	2305.081	2281.923	2265.109	2347.117	2349.852	2337.702	2352.057	2326.167	2333.933	2352.141	2343.478	2342.70	2350.722	2325.05	2311.77	2381.15	2382.51	2375.81	2391.34
Prestiti in valuta	37.035	32.673	38.070	29.448	33.621	23.757	30.485	42.500	40.773	29.641	37.277	38.890	30.976	37.688	44.152	30.350	39.809	27.922	37.427
Prestiti a breve	313.988	320.429	319.599	317.127	310.506	308.632	314.568	314.104	311.379	314.117	308.922	313.980	314.930	318.507	317.681	315.224	312.369	313.262	319.286
Prestiti a m / l	2028.128	1994.166	1983.581	2059.438	2072.967	2052.827	2067.975	2054.563	2063.328	2067.665	2071.834	2067.615	2066.768	2044.233	2038.241	2096.276	2109.954	2090.467	2109.477
Depositi totali	2306.684	2281.563	2261.671	2369.785	2389.119	2371.536	2418.242	2373.960	2369.080	2397.463	2387.554	2377.475	2426.401	2419.370	2389.681	2503.204	2511.441	2498.413	2550.036
Depositi in c / c	987.864	961.394	965.980	979.576	1004.014	1003.988	1012.340	1018.235	1011.220	1025.438	1040.573	1039.987	1074.105	1063.301	1062.674	1076.064	1094.676	1099.166	1109.626
Depositi a risparmio	297.920	298.773	298.283	297.034	296.333	295.818	295.160	294.904	295.314	294.814	293.871	293.428	295.179	295.546	295.450	294.925	294.051	293.777	293.448
Certif. deposito	1020.900	1021.396	997.408	1093.175	1088.772	1071.729	1110.742	1060.820	1062.546	1077.212	1053.110	1044.060	1057.117	1060.522	1031.557	1132.214	1122.714	1105.469	1146.962
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	0.38	-1.31	-2.21	0.96	1.73	1.48	1.74	2.15	2.29	2.01	2.26	2.47	1.69	2.08	2.29	1.47	1.63	1.79	1.94
Prestiti in euro	0.75	-1.10	-2.36	1.54	2.18	1.66	1.95	2.21	2.34	2.31	1.91	2.38	1.98	1.89	2.06	1.45	1.39	1.63	1.67
Prestiti in valuta	-18.31	-13.58	7.26	-30.78	-22.36	-13.58	-12.21	-1.03	-0.49	-17.25	30.42	8.20	-16.36	15.35	15.97	3.06	18.40	17.53	22.77
Prestiti a breve	-7.01	-4.36	-4.57	-5.04	-5.16	-6.90	-6.40	-4.20	-4.10	-3.20	-4.00	-2.40	0.30	-0.60	-0.60	0.60	1.50	1.50	1.50
Prestiti a m / l	1.63	-0.80	-1.82	1.95	2.84	2.87	3.10	3.20	3.33	2.85	3.26	3.25	1.91	2.51	2.76	1.79	1.78	1.83	2.01
Depositi totali	4.87	2.66	0.42	5.04	5.12	5.86	6.31	4.82	5.07	5.78	5.58	5.58	5.19	6.04	5.66	5.63	5.12	5.35	5.45
Depositi in c / c	10.78	8.13	8.69	8.99	8.49	9.71	10.38	8.68	8.92	9.82	9.56	9.51	8.73	10.60	10.01	9.85	9.03	9.48	9.61
Depositi a risparmio	-1.04	-1.74	-2.10	-2.27	-2.20	-1.93	-1.76	-1.69	-1.54	-1.43	-1.42	-1.31	-0.92	-1.08	-0.95	-0.71	-0.77	-0.69	-0.58
Certif. deposito	1.39	-0.75	-5.79	3.78	4.26	4.71	5.07	3.20	3.52	4.22	3.91	3.90	3.55	3.83	3.42	3.57	3.12	3.15	3.26

SCENARIO B	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1124	1101	1121	1208	1228	1237	1219	1186	1185	1190	1153	1170	1194	1171	1183	1164	1178	1201	1227
Produzione Industriale (Var. % a/a)	6.1	0.0	2.2	2.7	1.2	2.4	1.4	1.6	0.9	1.3	1.3	-0.2	0.5	0.3	0.5	0.3	0.9	0.2	0.8
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.5	1.0	1.6	1.4	2.0	1.6	1.2	1.2	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9	1.2	1.1	1.1	0.8	0.9	0.9
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.38	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.37
T. Interb. 1m lett.	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.40	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.38
T. Interb. 3m lett.	-0.33	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.37	-0.36	-0.36	-0.35
T. Interb. 6m lett.	-0.22	-0.24	-0.25	-0.25	-0.26	-0.27	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.28	-0.28
T. Depositi medio	0.41	0.41	0.41	0.41	0.40	0.40	0.40	0.39	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	0.41
T. Prestiti medio	2.84	2.86	2.85	2.83	2.80	2.79	2.79	2.78	2.79	2.79	2.79	2.79	2.79	2.80	2.80	2.81	2.81	2.82	2.82
T.prest. medio - T.dep. medio	2.43	2.45	2.44	2.41	2.41	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.40	2.40	2.40	2.40	2.41	2.41
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.35	-0.33	-0.34	-0.34	-0.36	-0.38	-0.39	-0.40	-0.39	-0.38	-0.38	-0.37	-0.36	-0.37	-0.36	-0.37	-0.36	-0.34	-0.30
T. BOT comp. lordo 6m	-0.32	-0.29	-0.30	-0.30	-0.33	-0.36	-0.38	-0.39	-0.39	-0.37	-0.37	-0.36	-0.35	-0.36	-0.35	-0.36	-0.35	-0.33	-0.29
T. BOT comp. lordo 12m	-0.20	-0.25	-0.25	-0.23	-0.24	-0.31	-0.36	-0.37	-0.37	-0.35	-0.35	-0.34	-0.33	-0.34	-0.33	-0.35	-0.33	-0.31	-0.27
Rendistat lordo	1.17	1.21	1.48	1.50	1.41	1.33	1.29	1.23	1.24	1.17	1.20	1.22	1.17	1.15	1.17	1.20	1.12	1.15	1.23
Rendistat netto	1.02	1.06	1.30	1.31	1.23	1.16	1.13	1.08	1.09	1.02	1.05	1.07	1.02	1.01	1.02	1.05	0.98	1.01	1.08
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.10	0.34	0.39	0.41	0.35	0.28	0.26	0.19	0.21	0.13	0.16	0.19	0.14	0.12	0.14	0.17	0.09	0.13	0.22
Rend. BTP a 5 anni	0.66	1.02	0.96	1.11	1.07	0.97	0.95	0.86	0.86	0.77	0.79	0.82	0.77	0.75	0.76	0.79	0.71	0.75	0.83
Rend. BTP a 7 anni	1.28	1.68	1.65	1.72	1.72	1.64	1.63	1.56	1.58	1.51	1.54	1.58	1.53	1.51	1.53	1.56	1.49	1.53	1.61
Rend. BTP a 10 anni	1.85	2.30	2.13	2.34	2.32	2.26	2.23	2.15	2.16	2.08	2.10	2.13	2.08	2.05	2.07	2.09	2.02	2.06	2.13
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2342.116	2314.596	2303.179	2376.565	2383.473	2349.358	2368.491	2349.884	2353.348	2355.165	2356.31	2354.87	2358.28	2339.59	2335.88	2390.11	2400.40	2371.44	2392.41
Prestiti in euro	2305.081	2281.923	2265.109	2347.117	2349.852	2326.204	2338.676	2308.415	2313.408	2326.622	2319.793	2317.53	2328.593	2302.69	2292.52	2360.26	2361.37	2344.81	2356.45
Prestiti in valuta	37.035	32.673	38.070	29.448	33.621	23.154	29.815	41.469	39.940	28.543	36.517	37.333	29.684	36.905	43.367	29.851	39.029	26.628	35.963
Prestiti a breve	313.988	320.429	319.599	317.127	310.506	307.306	313.223	312.464	309.755	311.845	306.669	311.407	312.732	316.905	316.403	313.639	310.506	310.072	316.669
Prestiti a m / l	2028.128	1994.166	1983.581	2059.438	2072.967	2042.052	2055.268	2037.420	2043.593	2043.319	2049.641	2043.460	2045.545	2022.689	2019.482	2076.473	2089.890	2061.370	2075.744
Depositi totali	2306.684	2281.563	2261.671	2369.785	2389.119	2362.575	2403.684	2360.371	2352.846	2378.425	2369.237	2358.785	2399.182	2394.272	2363.898	2475.240	2484.683	2463.220	2507.042
Depositi in c / c	987.864	961.394	965.980	979.576	1004.014	998.772	1004.636	1009.335	1000.450	1012.272	1027.561	1027.071	1060.275	1051.092	1050.599	1064.211	1083.030	1081.470	1087.820
Depositi a risparmio	297.920	298.773	298.283	297.034	296.333	295.306	294.589	294.214	294.504	293.947	292.947	292.506	294.136	294.620	294.346	293.826	293.014	292.057	291.525
Certif. deposito	1020.900	1021.396	997.408	1093.175	1088.772	1068.497	1104.459	1056.822	1057.891	1072.207	1048.729	1039.207	1044.771	1048.561	1018.953	1117.203	1108.640	1089.693	1127.697
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	0.38	-1.31	-2.21	0.96	1.73	0.96	1.14	1.34	1.37	0.87	1.21	1.32	0.69	1.08	1.42	0.57	0.71	0.94	1.01
Prestiti in euro	0.75	-1.10	-2.36	1.54	2.18	1.16	1.37	1.43	1.44	1.20	0.88	1.28	1.02	0.91	1.21	0.56	0.49	0.80	0.76
Prestiti in valuta	-18.31	-13.58	7.26	-30.78	-22.36	-15.77	-14.14	-3.43	-2.53	-20.31	27.76	3.87	-19.85	12.95	13.91	1.37	16.09	15.01	20.62
Prestiti a breve	-7.01	-4.36	-4.57	-5.04	-5.16	-7.30	-6.80	-4.70	-4.60	-3.90	-4.70	-3.20	-0.40	-1.10	-1.00	-1.10	0.00	0.90	1.10
Prestiti a m / l	1.63	-0.80	-1.82	1.95	2.84	2.33	2.47	2.33	2.34	1.64	2.16	2.05	0.86	1.43	1.81	0.83	0.82	0.95	1.00
Depositi totali	4.87	2.66	0.42	5.04	5.12	5.46	5.67	4.22	4.35	4.94	4.77	4.75	4.01	4.94	4.52	4.45	4.00	4.26	4.30
Depositi in c / c	10.78	8.13	8.69	8.99	8.49	9.14	9.54	7.73	7.76	8.41	8.19	8.15	7.33	9.33	8.76	8.64	7.87	8.28	8.28
Depositi a risparmio	-1.04	-1.74	-2.10	-2.27	-2.20	-2.10	-1.95	-1.92	-1.81	-1.72	-1.73	-1.62	-1.27	-1.39	-1.32	-1.08	-1.12	-1.10	-1.04
Certif. deposito	1.39	-0.75	-5.79	3.78	4.26	4.40	4.48	2.81	3.07	3.73	3.48	3.42	2.34	2.66	2.16	2.20	1.82	1.98	2.10

SCENARIO C	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1124	1101	1121	1208	1228	1237	1219	1209	1212	1218	1209	1221	1243	1230	1230	1239	1251	1256	1274
Produzione Industriale (Var. % a/a)	6.1	0.0	2.2	2.7	1.2	2.6	1.7	2.1	1.6	1.9	1.9	0.5	1.1	0.8	1.0	1.0	1.7	0.8	1.6
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.5	1.0	1.6	1.4	2.0	1.6	1.2	1.4	1.4	1.6	1.5	1.3	1.3	1.5	1.4	1.4	1.1	1.2	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
T. Overnight media d/l	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.37	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36
T. Interb. 1m lett.	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.40	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.36
T. Interb. 3m lett.	-0.33	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.37	-0.36	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.33	-0.33
T. Interb. 6m lett.	-0.22	-0.24	-0.25	-0.25	-0.26	-0.27	-0.30	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.28	-0.28	-0.27	-0.27	-0.27	-0.27	-0.26
T. Depositi medio	0.41	0.41	0.41	0.41	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42
T. Prestiti medio	2.84	2.86	2.85	2.83	2.80	2.79	2.79	2.79	2.79	2.79	2.79	2.79	2.80	2.80	2.81	2.81	2.82	2.82	2.83
T.prest. medio - T.dep. medio	2.43	2.45	2.44	2.41	2.41	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.40	2.40	2.40	2.40	2.40	2.41
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.35	-0.33	-0.34	-0.34	-0.36	-0.38	-0.39	-0.38	-0.36	-0.34	-0.35	-0.31	-0.26	-0.28	-0.25	-0.25	-0.24	-0.20	-0.18
T. BOT comp. lordo 6m	-0.32	-0.29	-0.30	-0.30	-0.33	-0.36	-0.38	-0.36	-0.35	-0.31	-0.33	-0.29	-0.24	-0.26	-0.24	-0.24	-0.22	-0.18	-0.16
T. BOT comp. lordo 12m	-0.20	-0.25	-0.25	-0.23	-0.24	-0.31	-0.36	-0.34	-0.33	-0.29	-0.31	-0.26	-0.21	-0.24	-0.20	-0.21	-0.20	-0.15	-0.13
Rendistat lordo	1.17	1.21	1.48	1.50	1.41	1.33	1.29	1.36	1.36	1.39	1.35	1.39	1.47	1.42	1.44	1.45	1.41	1.45	1.50
Rendistat netto	1.02	1.06	1.30	1.31	1.23	1.16	1.13	1.19	1.19	1.22	1.18	1.22	1.29	1.24	1.26	1.27	1.23	1.27	1.31
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.10	0.34	0.39	0.41	0.35	0.28	0.26	0.33	0.34	0.36	0.32	0.37	0.45	0.38	0.42	0.43	0.38	0.42	0.48
Rend. BTP a 5 anni	0.66	1.02	0.96	1.11	1.07	0.97	0.95	0.99	0.99	1.00	0.96	1.01	1.08	1.02	1.06	1.07	1.02	1.06	1.12
Rend. BTP a 7 anni	1.28	1.68	1.65	1.72	1.72	1.64	1.63	1.69	1.71	1.73	1.70	1.75	1.83	1.77	1.81	1.82	1.78	1.82	1.88
Rend. BTP a 10 anni	1.85	2.30	2.13	2.34	2.32	2.26	2.23	2.27	2.28	2.29	2.26	2.30	2.37	2.31	2.35	2.36	2.32	2.35	2.41
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2342.116	2314.596	2303.179	2376.565	2383.473	2356.339	2377.390	2362.174	2366.813	2371.509	2372.14	2370.90	2373.03	2354.64	2347.86	2402.23	2412.79	2390.98	2413.53
Prestiti in euro	2305.081	2281.923	2265.109	2347.117	2349.852	2332.873	2347.212	2320.022	2326.407	2342.485	2335.200	2332.64	2342.654	2317.29	2304.07	2372.23	2373.35	2363.67	2376.79
Prestiti in valuta	37.035	32.673	38.070	29.448	33.621	23.466	30.178	42.152	40.406	29.024	36.941	38.267	30.378	37.346	43.792	30.001	39.439	27.311	36.739
Prestiti a breve	313.988	320.429	319.599	317.127	310.506	308.034	313.991	313.366	310.649	312.946	307.651	312.833	313.856	317.809	317.134	314.577	311.813	311.638	318.091
Prestiti a m / l	2028.128	1994.166	1983.581	2059.438	2072.967	2048.306	2063.400	2048.808	2056.164	2058.562	2064.490	2058.071	2059.176	2036.830	2030.727	2087.655	2100.976	2079.340	2095.436
Depositi totali	2306.684	2281.563	2261.671	2369.785	2389.119	2367.055	2411.873	2368.298	2362.090	2390.890	2380.544	2370.720	2414.868	2411.612	2381.087	2494.909	2503.080	2485.533	2535.119
Depositi in c / c	987.864	961.394	965.980	979.576	1004.014	1001.005	1009.557	1015.365	1008.148	1022.706	1036.973	1037.020	1069.926	1059.312	1059.367	1072.406	1091.447	1091.896	1102.420
Depositi a risparmio	297.920	298.773	298.283	297.034	296.333	295.597	294.937	294.632	295.024	294.514	293.555	293.175	294.859	295.254	295.089	294.574	293.746	293.188	292.832
Certif. deposito	1020.900	1021.396	997.408	1093.175	1088.772	1070.453	1107.379	1058.301	1058.919	1073.671	1050.015	1040.525	1050.083	1057.046	1026.631	1127.930	1117.887	1100.449	1139.867
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	0.38	-1.31	-2.21	0.96	1.73	1.26	1.52	1.87	1.95	1.57	1.89	2.01	1.32	1.73	1.94	1.08	1.23	1.47	1.52
Prestiti in euro	0.75	-1.10	-2.36	1.54	2.18	1.45	1.74	1.94	2.01	1.89	1.55	1.94	1.63	1.55	1.72	1.07	1.00	1.32	1.26
Prestiti in valuta	-18.31	-13.58	7.26	-30.78	-22.36	-14.63	-13.10	-1.84	-1.39	-18.97	29.24	6.47	-17.97	14.30	15.03	1.88	17.31	16.38	21.74
Prestiti a breve	-7.01	-4.36	-4.57	-5.04	-5.16	-7.08	-6.57	-4.42	-4.32	-3.56	-4.39	-2.76	-0.04	-0.82	-0.77	-0.80	0.42	1.17	1.31
Prestiti a m / l	1.63	-0.80	-1.82	1.95	2.84	2.65	2.88	2.91	2.97	2.40	2.90	2.78	1.53	2.14	2.38	1.37	1.35	1.52	1.55
Depositi totali	4.87	2.66	0.42	5.04	5.12	5.66	6.03	4.57	4.76	5.49	5.27	5.28	4.69	5.70	5.28	5.28	4.77	5.01	5.11
Depositi in c / c	10.78	8.13	8.69	8.99	8.49	9.38	10.08	8.37	8.59	9.53	9.18	9.20	8.31	10.19	9.67	9.48	8.71	9.08	9.20
Depositi a risparmio	-1.04	-1.74	-2.10	-2.27	-2.20	-2.00	-1.83	-1.78	-1.64	-1.53	-1.53	-1.40	-1.03	-1.18	-1.07	-0.83	-0.87	-0.82	-0.71
Certif. deposito	1.39	-0.75	-5.79	3.78	4.26	4.59	4.75	2.96	3.17	3.87	3.60	3.55	2.86	3.49	2.93	3.18	2.67	2.80	2.93

Agosto 2017³

Sia in USA sia nell'Eurozona continua la crescita senza inflazione

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

IL QUADRO GENERALE

Sia in USA sia nell'Eurozona continua la crescita senza inflazione. Le cause vanno ricercate nella crisi epocale che l'economia mondiale si è lasciata alle spalle, ma la cui durata e profondità ha lasciato ferite indelebili su consumatori e produttori. I primi sono ancora cauti nelle decisioni di spesa e nel richiedere aumenti di stipendi, perché la ripresa non ha ancora toccato tutte le fasce sociali, la rivoluzione tecnologica alimenta i timori che possa soppiantare il lavoro umano e l'immigrazione dai Paesi emergenti aumenta i lavoratori disponibili. I secondi sono prudenti nell'incrementare i prezzi di vendita, perché comunque hanno margini di profitto da un costo del petrolio, materia prima per eccellenza, relativamente basso rispetto al passato e dall'efficienza produttiva aumentata con le ristrutturazioni imposte dalla crisi. Queste considerazioni ci indicano che **il legame più debole riscontrato tra crescita e inflazione ha carattere strutturale e ciò dovrebbe dare alle Banche Centrali più margini di tempo per l'implementazione di politiche monetarie veramente restrittive.**

La conseguenza delle precedenti riflessioni ha contribuito, nel mese di luglio, a un ulteriore deprezzamento del dollaro che si è portato bruscamente a 1.18 nei confronti dell'euro, perdendo un 10% circa da maggio. **La valuta statunitense ha una debolezza intrinseca perché gli operatori finanziari scontano una maggiore prudenza da parte della Fed nel rialzare i tassi ufficiali**, soprattutto dopo le parole del Presidente Yellen, la quale ha dichiarato che la politica monetaria sarà molto meno restrittiva di quanto non ci si aspettasse qualche mese fa. All'audizione al Congresso di luglio ha dimostrato un atteggiamento da 'supercolomba', affermando che **"la Fed è molto vicina al tasso di neutralità"** (cioè di politica monetaria né espansiva né restrittiva), facendo intendere che potrebbero essere necessari meno rialzi del previsto. Inoltre, **la terza bocciatura al Senato della riforma sanitaria ha aumentato la sfiducia sul fatto che il complessivo piano fiscale possa diventare effettivo.** La suddetta riforma ha preso molto più tempo del previsto, è naufragata tre volte e ha tenuto in ostaggio tutto il resto del programma fiscale espansivo. Il fatto che si debba ripartire da zero e che l'ombra dell'*impeachment* continui a offuscare Trump, ha portato il consenso nei confronti di quest'ultimo a livelli bassi storicamente mai raggiunti da altri Presidenti degli Stati Uniti. Da notare, tra le altre cose, che l'agenda al Senato entro fine agosto dovrà includere l'approvazione del bilancio e la revisione del limite del debito pubblico.

Alla luce delle precedenti considerazioni, **confermiamo lo scenario delineato nel mese precedente, nel quale la Fed attenderà dicembre per un altro rialzo di 25 punti base dei tassi ufficiali e a settembre, invece, preferirà iniziare il processo di normalizzazione del proprio bilancio** definito a grandi linee alla riunione di giugno. Ridurrà gradualmente i titoli in portafoglio mediante reinvestimenti decrescenti dei titoli in scadenza. Saranno reinvestiti solo se eccederanno, inizialmente, il tetto massimo di 6 miliardi di dollari mensili per i titoli di Stato e di 4 miliardi mensili per i *corporate*. Il tetto massimo sarà poi aumentato di 6 e 4 miliardi di dollari, rispettivamente, ogni 3 mesi nell'intervallo di un anno fino a raggiungere i 30 e i 20 miliardi, rispettivamente.

A fronte di una situazione nebulosa soprattutto sul piano politico/fiscale in USA, che dovrebbe mantenere il dollaro debole anche nella seconda parte dell'anno, dall'altra sponda dell'Atlantico, l'euro vive di forza propria. La rimozione del fattore critico di movimenti antieuropeisti dopo l'elezione di Macron in Francia, le migliori prospettive del settore bancario dopo i salvataggi delle banche venete e spagnole, il ritorno al mercato obbligazionario della Grecia, la ripresa sempre più tonica, fanno preferire l'Area Euro agli investitori internazionali. Inoltre, come sottolineato nel mese precedente, nonostante l'assenza di segnali inflazionistici, gli operatori finanziari hanno già cominciato a metabolizzare un'inversione di tendenza nella politica monetaria ultra espansiva della BCE, anche se il timing è ancora incerto e forse più spostato in là di quanto non sia nelle attuali attese dei mercati.

^a Università Ca' Foscari Venezia.

^b GRETA.

³ **Dati aggiornati al 31/07/2017.**

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

Anche per l'Area Euro, confermiamo lo scenario del mese scorso, ritenendo che la BCE possa iniziare a discutere di Tapering in autunno di quest'anno, visto che il Quantitative Easing finora definito scadrà a dicembre, ma che la sua vera implementazione non avvenga prima della fine del 2018 (Scenario C – probabilità 70%). Abbiamo aumentato semplicemente la probabilità di questo scenario a 70% da 60% del mese scorso, perché **il recente rilevante rafforzamento dell'euro imporrà alla BCE un atteggiamento cauto nel generare aspettative di un'inversione di tendenza della politica monetaria** se non vuole vanificare i progressi ottenuti finora sul ciclo economico dell'Eurozona. Tutto ciò lo si è potuto già riscontrare nella riunione di giugno, nella quale il Presidente Draghi ha dichiarato ancora una volta che, se sarà necessario, la Banca Centrale è pronta a prolungare o rafforzare gli stimoli monetari. "Dobbiamo essere pazienti. L'inflazione è ancora lontana dall'obiettivo, deve ancora rafforzarsi. Il nostro mandato è la stabilità dei prezzi, non la crescita economica".

Lo yen resta debole perché il Giappone è l'unico Paese nel quale è certo che la politica monetaria ultra espansiva si protrarrà ancora a lungo e ciò dovrebbe almeno agevolare la ripresa economica che rimane ancora incerta. Dall'altro lato, però **le questioni politiche potrebbero offuscare lo scenario: il Governo in carica, guidato da Abe, ha registrato recentemente un calo dei consensi a favore dell'opposizione.** Tenendo conto che finora Abe, insieme al suo prescelto Koruda alla guida della Banca Centrale del Giappone, è stato visto come il paladino della lotta alla deflazione, un'eventuale crisi politica nuocerebbe alla fragile ripresa in atto. Nel primo trimestre dell'anno in corso, infatti, il PIL ha registrato una crescita limitata a +1.3% a/a e, se da un lato i dati relativi a giugno sono positivi per la produzione industriale e il reddito disponibile delle famiglie, dall'altro gli ordini hanno continuato la tendenza negativa.

Sul fronte del petrolio, l'Agenzia Internazionale dell'Energia ha dichiarato che nel biennio 2014/2016, per la prima volta nella storia, gli investimenti in oil&gas sono stati inferiori rispetto a quelli in energia. È chiaro che il settore sta attraversando una trasformazione strutturale dovuta al progressivo aumento nei mezzi di trasporto dei modelli ibridi e/o completamente elettrici. Questo fenomeno esteso su scala mondiale comporterà un calo del fabbisogno di greggio. Infatti, Goldman Sacks ha dichiarato che se non ci saranno nuovi tagli alla produzione, il prezzo del petrolio potrà scendere sotto a 40 dollari a barile nel 2018. **Riteniamo, pertanto, ancora valide le previsioni del mese scorso, secondo le quali il livello di 50 dollari al barile è la soglia intorno alla quale continuerà a oscillare la principale materia prima, contribuendo a limitare, almeno nel breve periodo, i rischi inflazionistici della crescita economica internazionale.**

GLI ULTIMI DATI

In USA, i dati preliminari sul PIL del secondo trimestre del 2017 hanno evidenziato una ripresa dopo la battuta d'arresto dei primi tre mesi dell'anno. Il PIL è cresciuto di +2.6% t/t annualizzato, consentendo alla variazione tendenziale di portarsi a +2.1% a/a, contro un +1.2% t/t (rivisto al ribasso da +1.4%) e +2% a/a del trimestre precedente. **Sono stati soprattutto i consumi, l'anello debole del ciclo economico a inizio 2017, a riprendere tonicità**, registrando un incremento di +2.8% t/t, che ha consentito a questa componente di supportare la crescita per un quasi 2% t/t. È, inoltre, da sottolineare che il dato precedente è stato rivisto al rialzo in modo rilevante a +1.9% t/t da +1.1% t/t. Ciò è molto importante per poter valutare se la debolezza dei consumi, principale fonte di preoccupazione per i componenti della Fed nella prima parte dell'anno in corso, abbia avuto un carattere transitorio. **I dati riportano a una certa coerenza tra la dinamica dei consumi e la forza del mercato del lavoro.** Dall'altro lato, **gli investimenti fissi hanno dimostrato qualche incertezza, soprattutto nel comparto edilizio**, contribuendo alla crescita del PIL per un limitato +0.4% t/t, dopo il brillante supporto di +1.3% t/t del trimestre precedente (rivisto al ribasso da +1.7%). Gli investimenti non residenziali sono riusciti tutto sommato a mantenere una buona dinamica (+5.2% t/t da +7.1% t/t del primo trimestre; quest'ultimo ha subito un'importante revisione al ribasso da +10.4%), mentre sono stati quelli residenziali a invertire la tendenza con un calo di -6.8% t/t da +11.1%. Sempre sul fronte interno, **la spesa pubblica è ritornata a crescere** di +0.7% t/t da -0.6% del trimestre precedente, garantendo un contributo positivo di +0.1% t/t alla crescita. **Buona l'intonazione del canale estero** che ha supportato la ripresa con un +0.2%, grazie ad una dinamica positiva delle esportazioni (+4.1% t/t) a fronte di una più limitata crescita delle importazioni (+2.1% t/t). **Alla luce dell'ampio deprezzamento del dollaro verificatosi a luglio, tale tendenza dovrebbe essere garantita, se non rafforzata, anche nella seconda parte dell'anno.**

I dati mensili, relativi prevalentemente a giugno, hanno confermato la forza del mercato del lavoro, registrando un ulteriore miglioramento rispetto al mese precedente, battendo le aspettative e rivendendo al rialzo il dato del mese precedente. Infatti, a giugno, nonostante il tasso di disoccupazione sia ritornato a +4.4% da +4.3%, rimane a livelli minimi da sedici anni; l'occupazione ha aggiunto +222 mila nuove unità contro +152 mila di maggio (quest'ultimo dato è stato rivisto al rialzo da +138 mila unità) e +178 mila attese. **Le informazioni dal lato della domanda e dell'offerta hanno evidenziato segnali incoraggianti.** A giugno, le vendite al dettaglio hanno proseguito la tendenza negativa del mese precedente con un calo di -0.2% m/m, ma **a luglio l'indice di fiducia dei consumatori (il Conference Board) ha registrato un buon balzo** a 121.1 da 117.3 del mese precedente, contro un'aspettativa di un ridimensionamento a 116.5. Dal lato dell'offerta, a giugno **la produzione industriale è cresciuta di +0.4% m/m, battendo le attese** (+0.3% m/m) e gli ordini di beni durevoli sono aumentati di +6.5% m/m, anche se resta un limitato +0.2% m/m depurando l'indice dalla componente dei trasporti. **L'unico dato preoccupante è quello relativo alla fiducia dei produttori: a luglio, l'NAPM è sceso bruscamente a 58.9 da 65.7 del mese precedente.** Un ridimensionamento era atteso (61.3), ma non in termini così importanti. Pur rimanendo a livelli elevati, si è arrestata la corsa in atto dall'inizio dell'anno: **che si tratti di una vera inversione di tendenza o semplicemente di un fatto fisiologico dopo tanti rialzi consecutivi, dipenderà da quanto il Presidente Trump riuscirà ad attuare del programma fiscale promesso. Per il momento, dopo la terza bocciatura della riforma sanitaria al Senato, l'incertezza rimane elevata.**

Continua, anche nel mese di giugno, l'incoerenza tra la forza del mercato del lavoro e l'assenza di segnali inflazionistici: l'indice dei prezzi PCE (*Personal Consumption Expenditures*) è rimasto invariato rispetto al mese precedente, subendo un'ulteriore limatura in termini tendenziali a +1.4% a/a da +1.5% a/a di maggio. Il *core*, che esclude le componenti più volatili di energia e alimentari, è rimasto fermo a +1.5% a/a, ben lontano dall'obiettivo del 2% della Fed. **I salari orari, la serie da monitorare più da vicino data la forza del mercato del lavoro, hanno registrato qualche aggiustamento verso l'alto, ma non rilevante:** la variazione tendenziale si è portata a +2.5% a/a da 2.4% di maggio, un livello su cui si muove da parecchi mesi.

USA

Il ciclo economico si riprende grazie ai consumi ma mancano segnali inflazionistici

Alla luce dell'analisi precedente sui dati macroeconomici, **l'assenza di segnali inflazionistici e l'incertezza sull'implementazione effettiva di una politica fiscale ultra espansiva, ci consentono di ribadire lo scenario del mese precedente nel quale è probabile che la Fed, dopo l'intervento di giugno, si prenda un momento di pausa fino a dicembre prima di agire con un nuovo rialzo di 25 punti base (Scenario C - probabilità 70%)**. Non escludiamo un aumento a settembre, ma gli assegniamo una probabilità del 20% (Scenario A). Dipenderà, oltre che dall'andamento dei prezzi e dei consumi, anche dall'iter della riforma fiscale.

In Giappone non sono disponibili nuove informazioni sui dati trimestrali rispetto al mese scorso. Ribadiamo, pertanto, una certa debolezza del ciclo economico nipponico che nel primo trimestre del 2017 ha evidenziato una crescita del PIL limitata a +0.3% t/t e a +1.3% a/a. La componente che ha supportato maggiormente il ciclo economico è stata quella dei consumi. La spesa pubblica, invece, si è rivelata neutrale.

Dopo la delusione dei dati relativi a maggio, che aveva un po' smorzato l'entusiasmo sulla ripresa, quelli di giugno ridanno fiducia sulla possibilità di un recupero. Il tasso di disoccupazione è ritornato ai livelli di aprile di +2.8% da +3.1% di maggio, la produzione industriale ha registrato un buon +1.6% m/m, dopo il pesante calo di -3.6% m/m del mese precedente (tra l'altro rivisto al ribasso da +3.3% m/m). Le aspettative erano in favore di un recupero (+1.5% m/m). **La fiducia dei produttori, letta attraverso il PMI di luglio, si è mantenuta tutto sommato stabile** (52,2 da 52,4 di giugno). **Dal lato della domanda, a giugno, le vendite al dettaglio sono aumentate** di +0.2% m/m, dopo il calo importante del mese precedente di -1.5% m/m. I mercati si attendevano un'inversione di tendenza, ma più consistente (+0.4%). **Resta da segnalare il forte recupero del reddito disponibile in termini reali** che è aumentato di +6.9% m/m, riuscendo a più che compensare il pesante calo di -4.8% m/m di maggio. Quindi, se per il momento i consumi privati sono rimasti al palo con un limitato +0.1% m/m, **la maggiore disponibilità di reddito potrebbe dare un impulso positivo alle decisioni di spesa dei consumatori nei prossimi mesi**, anche se la fiducia di questi ultimi ha evidenziato qualche incertezza (43.3 da 43.6 di maggio).

Un dato, tuttavia, preoccupa: gli ordini di macchinari all'industria hanno registrato a maggio un altro consistente calo di -3.6% m/m, dopo il -3.1% di aprile. Sono state completamente deluse le aspettative del mercato che contava su un'inversione di tendenza (+1.7% m/m). **Trattandosi di una serie disponibile con un mese di ritardo rispetto agli altri dati mensili, le attribuiamo un peso minore, ma non va sottovalutata e testimonia che i segnali di ripresa rimangono fragili.**

Il canale estero, sul quale il Giappone conta per dare spinta al proprio ciclo economico, non ha regalato buone indicazioni: a giugno, la contrazione delle esportazioni (-0.3% m/m) e l'incremento delle importazioni (+0.4% m/m) hanno peggiorato il saldo positivo della bilancia commerciale.

La debolezza dell'inflazione persiste: a giugno, il CPI globale ha ridimensionato la variazione percentuale tendenziale a +0.3% a/a da +0.4% a/a del mese precedente, così come l'indice *core* che ha registrato la stessa variazione (+0.3% a/a) da +0.5% a/a di maggio.

In conclusione, nonostante i dati relativi a giugno siano migliori del mese precedente, la fragilità della ripresa e la bassissima inflazione fanno del Giappone il Paese con più probabilità di mantenere ancora molto a lungo la politica monetaria ultra espansiva.

Per l'Area Euro, i dati trimestrali definitivi del PIL del primo trimestre dell'anno in corso hanno subito una leggera limatura verso il basso, ma la ripresa rimane tonica. Il PIL, infatti, è cresciuto di +0.5% t/t da +0.6% t/t delle stime precedenti, lasciando, però, invariata la variazione tendenziale a +1.9 a/a. **La revisione ha colpito soprattutto gli investimenti fissi: da componente trainante maggiormente la ripresa è diventata quella che ha sottratto crescita.** Il contributo, infatti, è passato da un +0.3% t/t a -0.1% t/t, perché la dinamica è stata rivista drasticamente al ribasso da +1.3% t/t a -0.5%.

GIAPPONE

I dati relativi a giugno ridanno un po' di fiducia alla ripresa

AREA EURO

Prosegue la ripresa, ma senza pressioni inflazionistiche

Dall'altro lato, invece, il canale estero non risulta più neutrale, anzi è diventato la componente più rilevante con un contributo delle esportazioni nette di +0.4% t/t. Ciò è da attribuire a una revisione verso il basso delle importazioni che sono cresciute meno (+0.5% t/t rispetto alla precedente stima di +1.3%). I consumi hanno mantenuto il passo di crescita soddisfacente del trimestre precedente (+0.4% t/t).

I nuovi dati mensili, relativi principalmente a maggio-giugno, quindi rilevanti per capire l'andamento del ciclo economico dell'Eurozona nel secondo trimestre dell'anno in corso non ancora noto, **confermano la buona intonazione. Molti sono i dati che hanno battuto le aspettative in positivo. A giugno, infatti, il mercato del lavoro ha registrato ancora nuovi miglioramenti**, grazie a un ridimensionamento ulteriore del tasso di disoccupazione a 9.1% da 9.2% di maggio (rivisto al ribasso da +9.3%), contro un'aspettativa di invarianza. **A maggio, la produzione industriale è aumentata di +1.3% m/m, rafforzando la dinamica del mese precedente** (+0.3% m/m) e battendo le aspettative di +1% m/m. Continua l'altalena del settore delle costruzioni con un calo di -0.7% m/m, ma se mettiamo insieme gli ultimi dati, il saldo della crescita in questo comparto rimane positivo: +5.5% m/m a febbraio, -1.1% a marzo, +0.3% ad aprile. **Le vendite al dettaglio sono aumentate di +0.4% m/m** dopo il più esiguo +0.1% di aprile.

A luglio, la fiducia ha trovato nuovi spunti di ottimismo: l'ESI (Economic Sentiment Indicator), che esprime la fiducia sia dei produttori sia dei consumatori, **ha aggiustato ancora leggermente verso l'alto**, portandosi a quota 111.2 da 111.1, a fronte di un'aspettativa più pessimista di un ridimensionamento dell'indice a 110.8. Pertanto, la fiducia continua a mantenersi **ai massimi dal 2011 ed essendo un dato relativo a luglio, aumenta la probabilità che la ripresa abbia basi solide anche nel terzo trimestre dell'anno in corso.**

Ciò che è ancora più importante è che il consolidamento della crescita non porta con sé segnali inflazionistici, lasciando alla BCE margine per continuare, almeno fino alla fine del 2017, la politica monetaria accomodante in atto: a luglio la variazione tendenziale dell'indice globale HCPI si è fermata a +1.3% a/a registrato nel mese precedente e il *core*, che esclude le componenti più volatili dell'energia e degli alimentari, è aumentato solo lievemente a +1.2% a/a da +1.1% a/a di giugno, rimanendo ben lontano dall'obiettivo del 2%.

L'assenza di sostanziali novità sul piano macroeconomico e le parole di Draghi ci fanno ribadire quanto affermato il mese scorso, ritenendo che la BCE possa iniziare a discutere di Tapering in autunno di quest'anno, visto che il Quantitative Easing finora definito scadrà a dicembre, ma che la sua vera implementazione non avvenga prima della fine del 2018 (Scenario C – probabilità 70%). Abbiamo aumentato semplicemente la probabilità di questo scenario a 70% da 60% del mese scorso, perché **il recente rilevante rafforzamento dell'euro imporrà alla BCE un atteggiamento cauto nel generare aspettative di un'inversione di tendenza della politica monetaria** se non vorrà vanificare i progressi ottenuti sul ciclo economico dell'Eurozona.

In Germania, non ci sono nuove informazioni dai dati trimestrali rispetto al mese precedente. **Va ribadita, pertanto, la forza del ciclo economico tedesco, che si conferma locomotiva dell'Eurozona**, con una crescita congiunturale del PIL nel primo trimestre dell'anno in corso di +0.6% t/t e +1.7% a/a a livello tendenziale. **Il canale estero traina la ripresa e, sul fronte della domanda interna, sono gli investimenti fissi a contribuire maggiormente.**

Germania

I nuovi dati mensili, rilevanti per poter valutare il proseguimento della ripresa anche nel secondo trimestre ancora non noto, **sono molto incoraggianti, sulla stessa linea del mese precedente. In maggio, la produzione industriale è aumentata di +1.2% m/m**, ben oltre l'aspettativa di un limitato +0.2% m/m. **La dinamica positiva si è rafforzata rispetto ad aprile**, in cui la serie aveva registrato un +0.7% m/m. Le costruzioni sono forse l'unico indicatore a registrare qualche difficoltà con un -1% m/m, ma il dato di aprile è stato rivisto al rialzo a +0.2% m/m da -0.1%. **Gli ordini all'industria sono tornati a crescere** di +1% m/m, riprendendo la tendenza positiva di febbraio (+3.5%) e di marzo (+1.1%) che si era interrotta ad aprile con un calo di -2.2% m/m. **In giugno, le vendite al dettaglio hanno se-**

gnato un incremento consistente di +1.1% m/m, anche in questo caso superando la dinamica positiva del mese precedente (+0.5%) e le attese (+0.2%). È chiaro **che i consumi sono supportati dalle buone condizioni del mercato del lavoro, con un tasso di disoccupazione che si mantiene ai livelli bassi di +5.7% dei mesi precedenti.** Infine, a luglio, l'indice IFO, un importante indicatore della fiducia dei produttori, **ha registrato un nuovo massimo storico** raggiungendo il livello di 116 da 115.1 di giugno e 114.6 di maggio. Questo spinge a credere che l'economia tedesca dovrebbe dare buoni risultati anche nel terzo trimestre di quest'anno.

A fronte del rafforzamento del ciclo economico, non si riscontrano, però, segnali inflazionistici seri. A luglio l'HCPI in termini tendenziali è rimasto stabile a +1.5% a/a. È vero che l'indice core, disponibile per giugno, ha corretto al rialzo a +1.5% a/a da +1.1% a/a del mese precedente, ma **è ancora ben lontano dall'obiettivo della BCE del 2%.**

In Francia, i dati preliminari relativi al secondo trimestre dell'anno in corso hanno consentito alla variazione tendenziale di recuperare di molto, portandosi a +1.8% a/a da +1.1% a/a del trimestre precedente, grazie a un incremento congiunturale di +0.5% t/t. **È evidente che il superamento del periodo pre-elettorale e l'elezione di Macron ai primi di maggio, non solo hanno tolto dallo scenario dell'Eurozona un fattore particolarmente critico, ma hanno anche ridato fiducia e stabilità ai francesi.** Importante è sottolineare che, se nei primi tre mesi dell'anno **le scorte** erano state la componente che aveva sostenuto la crescita con un contributo di +0.7% t/t, nel secondo trimestre **si sono riequilibrare** (-0.6% t/t). **La ripresa ora poggia principalmente la sua forza sul canale estero** che ha contribuito positivamente con un sostanzioso +0.8% t/t, grazie ad una dinamica positiva delle esportazioni di +3.1% t/t, a fronte di un +0.2% t/t delle importazioni. Sul fronte interno, i consumi si sono rafforzati con un incremento di +0.3% t/t da +0.1% del trimestre precedente. Un po' più deboli risultano gli investimenti fissi che hanno contribuito solo per un +0.1% t/t alla crescita del PIL, ma hanno continuato a crescere (+0.5% t/t rispetto a +1.4% del primo trimestre).

Francia

I dati mensili disponibili, che sono in prevalenza relativi a maggio, dimostrano quanto specificato sopra. La produzione industriale, infatti, ha registrato un consistente incremento di +1.9% m/m a fronte di un calo di -0.6% m/m di aprile (rivisto da -0.5%), battendo le aspettative di una ripresa più cauta (+0.5% m/m). Le vendite al dettaglio sono aumentate di +0.5% m/m rispetto a -0.2% m/m di aprile (rivisto da -0.1%). **Qualche ombra rimane soprattutto dal lato della domanda,** visto che a giugno i consumi privati hanno azzerato i progressi registrati nel mese precedente con un -0.7% m/m e a luglio la fiducia dei consumatori è arretrata a 104 da 108 di giugno, **ma riteniamo che comunque la ripresa si rafforzerà nei prossimi mesi, dato il clima favorevole in tutta l'Eurozona, la stabilità del tasso di disoccupazione a 9.6% a giugno e la fiducia dei produttori,** con un indice Insee a luglio fermo a 109.

La Francia rimane fanalino di coda per quanto riguarda l'inflazione rispetto gli altri Paesi dell'Area Euro: in termini di indice globale dei prezzi al consumo armonizzato, il calo mensile di -0.4% m/m di luglio ha mantenuto invariata a +0.8% a/a la variazione tendenziale (il dato di giugno è stato rivisto al ribasso da +0.9% a/a). Il core, disponibile solo per giugno, si è attestato a +0.6% a/a da +0.5% di maggio.

In Italia non ci sono nuove informazioni sui dati trimestrali rispetto al mese scorso, pertanto ribadiamo che **nel primo trimestre dell'anno in corso il nostro Paese ha recuperato in termini di crescita: il PIL ha registrato un importante incremento congiunturale di +0.4% t/t, risultando doppio rispetto alle attese.** La variazione tendenziale si è portata a +1.2% a/a da +1.1% del trimestre precedente. Il segnale positivo è giunto in particolar modo dai consumi, la componente che nel 2016 aveva dimostrato le maggiori difficoltà, mentre gli investimenti fissi, che finora avevano sostenuto il ciclo economico, hanno subito una battuta d'arresto e il canale estero ha sottratto crescita.

Italia

I nuovi dati disponibili prevalentemente relativi a maggio-giugno e, quindi, importanti per verificare se la ripresa sia proseguita anche nel secondo trimestre ancora non noto, **sono**

più incoraggianti rispetto al mese scorso, soprattutto dal lato dell'offerta. A maggio, la produzione industriale è aumentata di +0.7% m/m, dopo la battuta di arresto di aprile (-0.5% m/m, rivista al ribasso da -0.4%). Positivi anche i dati provenienti dal settore edilizio, con una crescita delle costruzioni di +2.7% m/m a fronte del calo consistente di aprile di -4.1% m/m, ma soprattutto sono **gli ordini all'industria** a dare una visione ottimistica sul futuro, dal momento che **sono cresciuti di ben +4.3% m/m** rispetto l'incertezza dimostrata nel mese precedente (-0.5% m/m). **Le prospettive di ripresa rimangono buone anche alla luce del miglioramento della fiducia dei produttori registrato a luglio nel settore manifatturiero**: l'indice si è portato a quota 107.7 da 107.3 di giugno, contro un'aspettativa di un ridimensionamento a 107. **I risultati sono stati meno brillanti dal lato della domanda: a maggio le vendite al dettaglio sono diminuite leggermente** (-0.1% m/m) e il dato di aprile è stato rivisto al ribasso a -0.4% m/m da -0.1%. **Tuttavia, la fiducia dei consumatori a luglio si è rafforzata** a 106.7 da 106.4 del mese precedente **e il ridimensionamento del tasso di disoccupazione di giugno a 11.1% da 11.3% dovrebbe supportare i consumi nella seconda parte dell'anno.**

Sul fronte dei prezzi, in sintonia con gli altri Paesi dell'area, anche l'Italia non ha presentato segnali inflazionistici: a luglio il calo mensile rilevante (-1.9% m/m) dell'HCPI globale ha mantenuto costante la variazione tendenziale a +1.2% e l'indice *core* si è ridimensionato a +0.8% a/a da +1% di giugno.

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

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

GLI SCENARI

A (20%)

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

Area Euro: Il raggiungimento dell'obiettivo del 2% di inflazione prima del previsto induce la BCE a usare toni più cauti sul proseguimento del QE oltre la fine del 2017 e iniziare a valutare la possibilità di un *Tapering* (ridimensionamento del QE) nella seconda parte del 2018. L'economia continua stabilmente su di un passo di crescita positivo intorno a +2% a/a. **I rendimenti rimangono in tensione per l'approssimarsi di un'inversione di tendenza della politica monetaria e per l'effetto di trasmissione dagli Stati Uniti.** La prima penalizzerà in particolare l'Italia per il conseguente aumento della spesa per interessi a fronte di un elevato debito pubblico: il decennale può arrivare a 2.3% nella prima parte del 2018, con uno *spread* verso il Bund sopra 170 punti base.

B (10%)

USA: Naufraga gran parte della riforma fiscale per il disaccordo all'interno del partito stesso del Presidente Trump, giudicando eccessivi i rischi sul debito pubblico che il piano comporta. La delusione e il mancato effetto espansivo della politica fiscale implicano un ridimensionamento del ciclo economico con una crescita del PIL non superiore a 1.5% a/a. A fronte di questo quadro di debolezza economica, **la Fed non interviene per il resto del 2017.**

Area Euro: Il contesto internazionale meno favorevole dal punto di vista della crescita economica, in particolare negli USA e una dinamica inflazionistica ancora contenuta, spinge la BCE a mantenere invariata la politica monetaria, con la possibilità di allungare i termini del QE anche nel 2018. L'economia rimane debole con una crescita del PIL sotto 1.5% a/a. **In sintonia con i rendimenti dei titoli di Stato americani, quelli dell'Eurozona potrebbero rimanere intorno ai livelli di fine luglio:** il rendimento del BTP decennale italiano dovrebbe restare intorno a 2.1-2%, con uno *spread* verso il Bund sotto i 170 punti base.

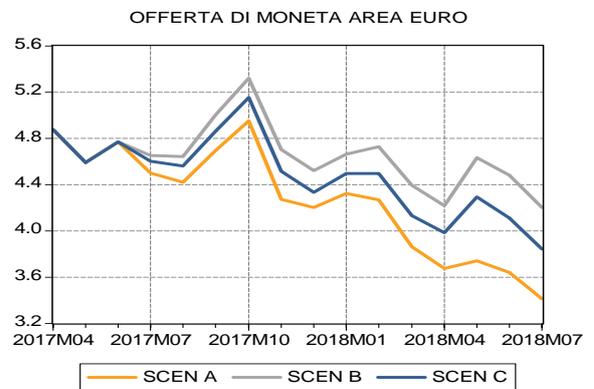
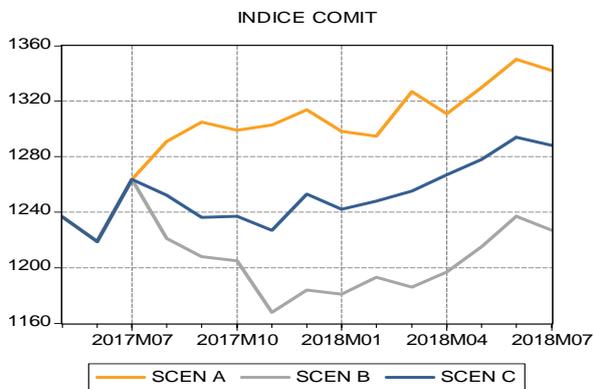
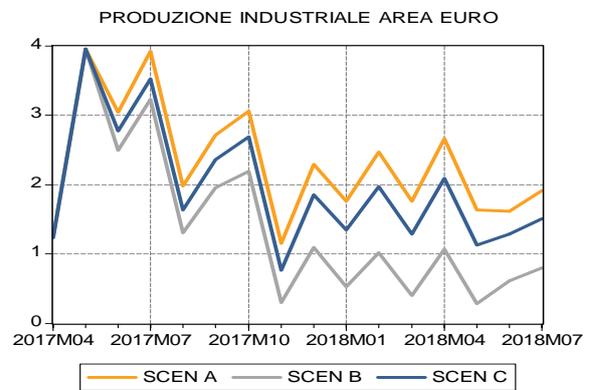
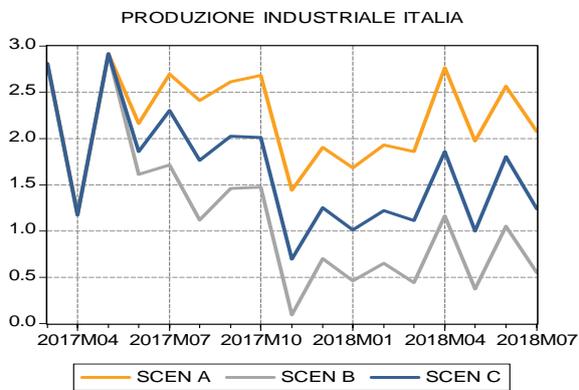
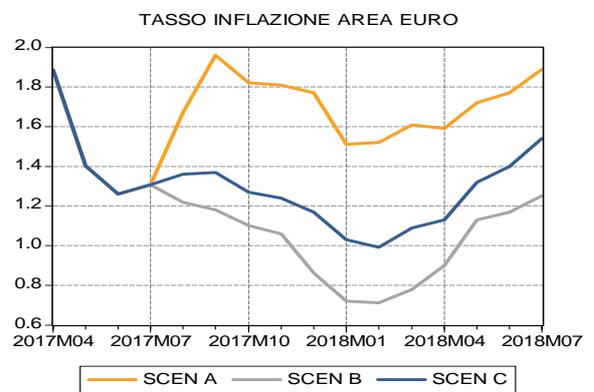
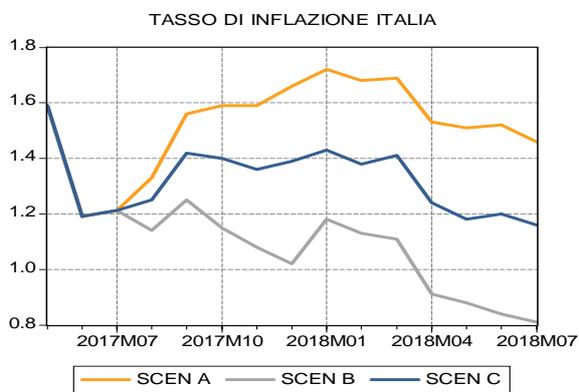
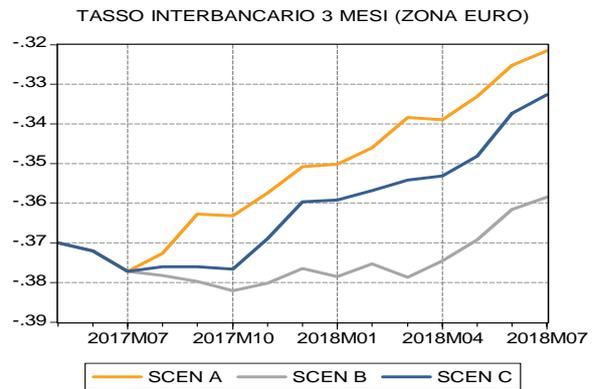
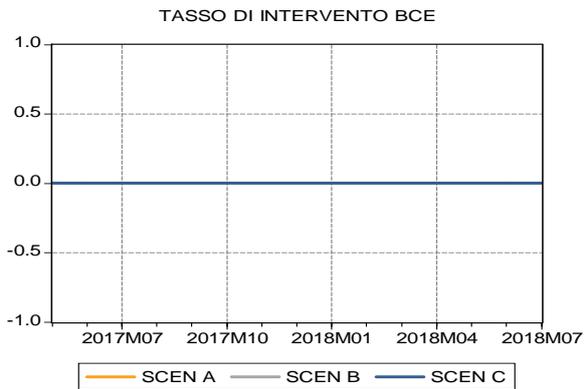
C (70%)

USA: Viene approvata una riforma fiscale parziale per limitare i problemi di eccessivo debito pubblico. **Persistono rischi inflazionistici da salari** pur con una crescita del PIL intorno al 2%, ma minori rispetto allo scenario A. **La Fed segue un percorso di politica monetaria restrittivo** in linea con quanto annunciato alla riunione di dicembre del 2016, **ma rinvia a fine 2017, aumentando i tassi di riferimento di 25 punti base a dicembre** per attendere l'evoluzione del percorso al Congresso del piano fiscale di Trump e più informazioni sulla dinamica inflazionistica dopo il ridimensionamento degli ultimi mesi.

Area Euro: La BCE, pur confermando il QE fino a fine 2017, negli ultimi mesi dell'anno non considera più una sua eventuale estensione oltre questo orizzonte. L'economia continua stabilmente su di un passo di crescita moderato intorno al 2%, ma la dinamica inflazionistica ancora contenuta consente a Draghi di rinviare il *Tapering* alla fine del 2018, pur iniziando a parlarne nell'autunno di quest'anno. **I rendimenti dell'intera area si portano poco sopra i livelli di fine luglio per il consolidarsi dell'idea che il tempo di una politica monetaria ultra espansiva stia volgendo al termine.** In Italia, il rendimento sui BTP con scadenza a 10 anni potrebbe aggiustare verso l'alto (intorno a 2.2%), ma in misura più contenuta rispetto allo scenario A per il timing del *Tapering* più posticipato, con uno *spread* verso il Bund intorno a 160 punti base.

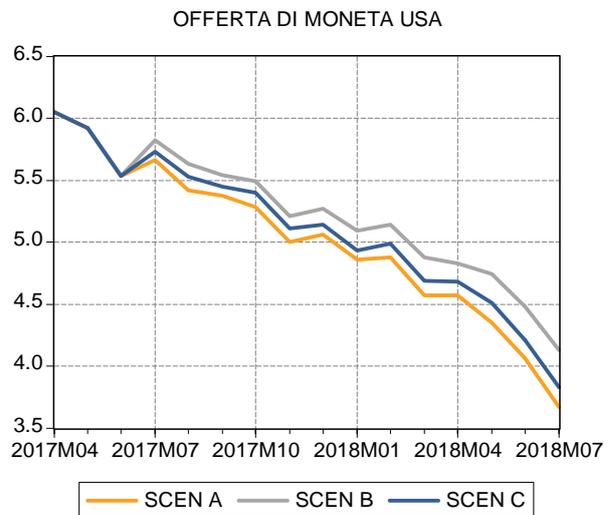
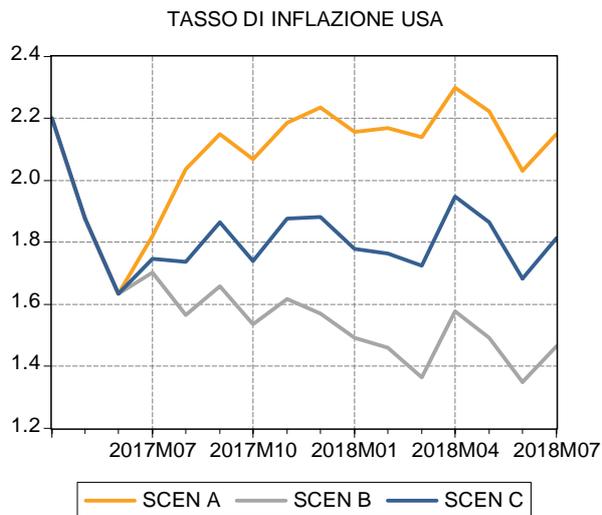
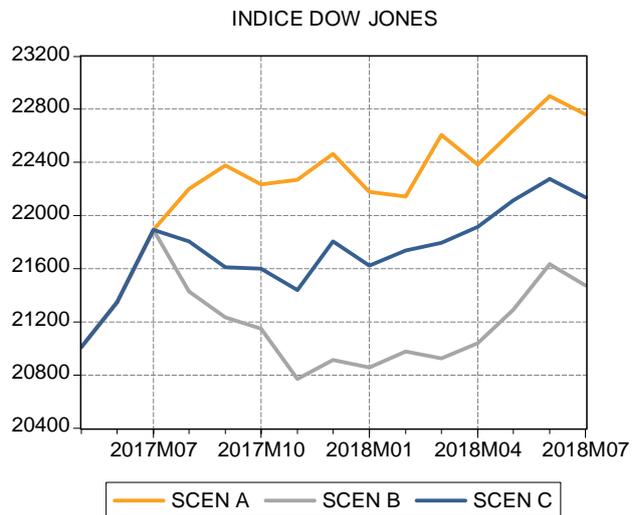
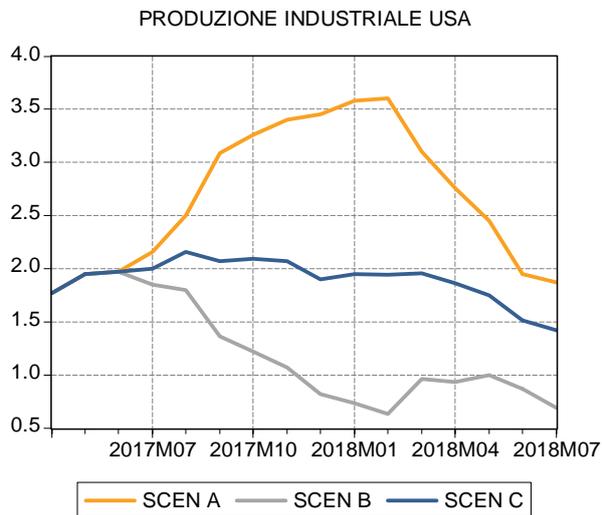
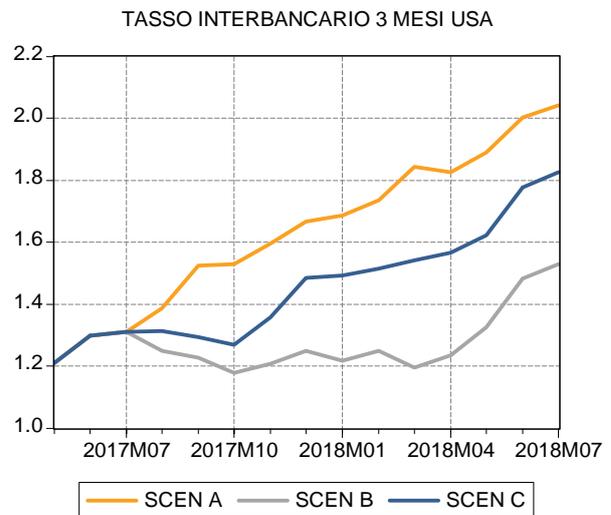
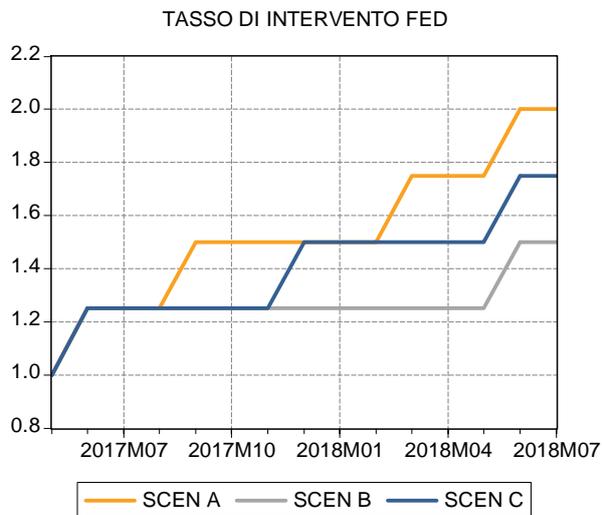
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

Anche in luglio è proseguito l'immobilismo dei tassi interbancari europei, ancora ai minimi storici: per le scadenze a 1, 3 e 6 mesi i saggi sono rimasti stabili -0.40%, -0.37% e -0.30% rispettivamente. La crescita economica moderata ma stabile e l'inflazione contenuta potrebbero permettere alla BCE di rinviare il *Tapering* alla fine del 2018, pur iniziando a parlarne nell'autunno di quest'anno (Scen. C). Anche se l'inflazione dovesse accelerare, la probabilità che l'avvio del *Tapering* sia anticipato, comunque non prima della seconda parte del 2018, rimane bassa (Scen. A). L'intervento sui tassi di riferimento dovrebbe comunque essere ancora fuori dall'orizzonte di previsione, entro il quale **i saggi interbancari sono visti stabili o in debolissima ripresa in tutti e tre gli scenari** (il tasso a 1 mese dovrebbe mantenersi circa a -0.4%, il 3 mesi tra -0.3% e -0.4% e il 6 mesi a -0.3%).

TASSI INTERBANCARI

In luglio i rendimenti italiani sono scesi leggermente, influenzati dalle buone notizie provenienti dal mercato del lavoro e dal rallentamento dell'inflazione, che lascia alla BCE maggiore elasticità nelle future decisioni di politica economica. Il tasso a 3 anni si è portato a +0.22% da +0.26%, il 5 anni a +0.90% da +0.95%, il 7 anni a +1.55% da +1.63% e il 10 anni a +2.18% da +2.23%. **Nello scenario C s'ipotizza che la Fed innalzi i tassi solo una volta nel 2017, a dicembre, e che la BCE, pur confermando il QE per tutto il 2017, non ne consideri più l'estensione oltre questo termine. Il consolidarsi dell'idea che la politica monetaria ultra espansiva stia volgendo al termine e il leggero effetto di trasmissione dagli USA dovrebbero spingere i rendimenti italiani al rialzo** (+0.34%, +1.02%, +1.66% e +2.23% rispettivamente il 3, 5, 7, e 10 anni a luglio 2018). Il rialzo dovrebbe essere più contenuto rispetto allo scenario A, per il timing del *Tapering* più posticipato, previsto alla fine dell'anno invece che a metà. Nello scenario A, s'ipotizza, inoltre, che negli USA la Fed operi il rialzo a settembre e l'*exit strategy* nell'ultima parte dell'anno. L'approssimarsi dell'inversione della politica monetaria e l'effetto di trasmissione dagli USA potrebbero sostenere i rendimenti italiani, penalizzati dall'aumento della spesa per interessi a fronte dell'elevato debito pubblico (+0.47% il 3 anni, +1.15% il 5 anni, +1.82% il 7 anni e +2.39% il 10 anni a luglio 2018). Nello scenario B, la Fed potrebbe rimanere neutrale per il resto del 2017, per la fragilità del ciclo economico. In Europa, il contesto internazionale poco favorevole e l'inflazione debole potrebbero spingere la BCE a mantenere invariata la sua politica e, anche, a prolungare il QE al 2018. In sintonia con i rendimenti statunitensi, quelli italiani potrebbero rimanere intorno ai livelli di fine luglio (+0.27% il 3 anni, +0.93% il 5 anni, +1.60% il 7 anni e +2.17% il 10 anni alla fine del periodo di previsione).

STRUTTURA A TERMINE

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

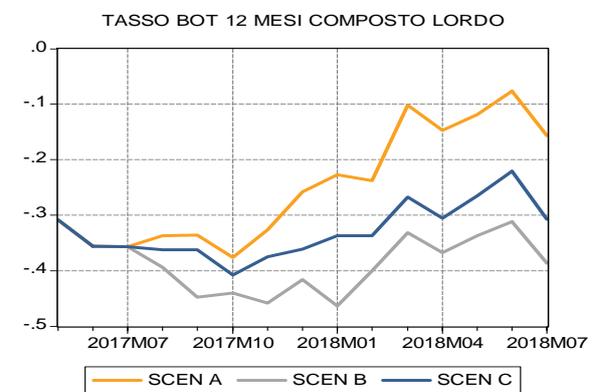
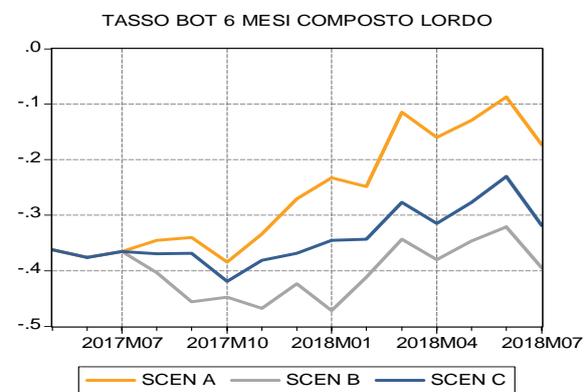
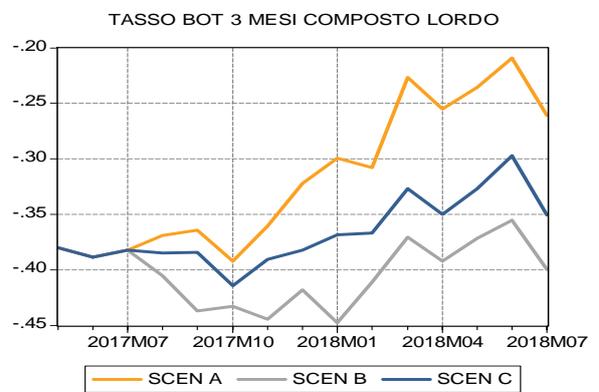
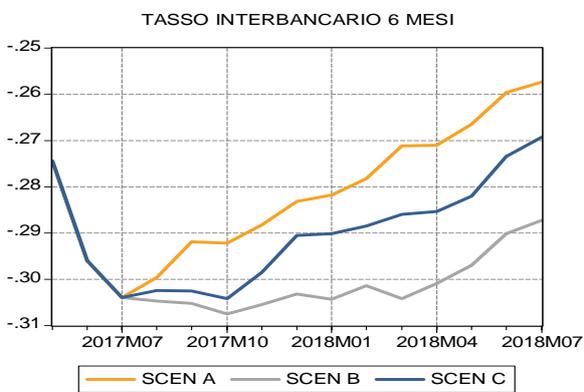
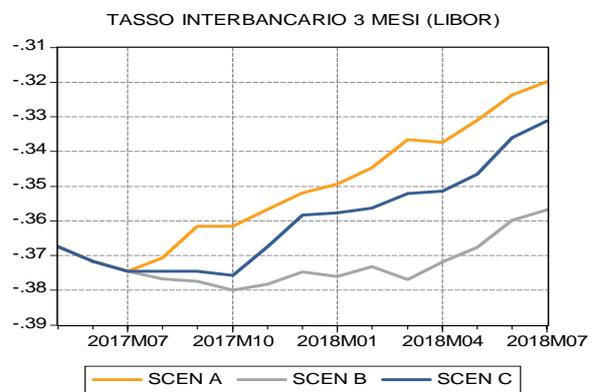
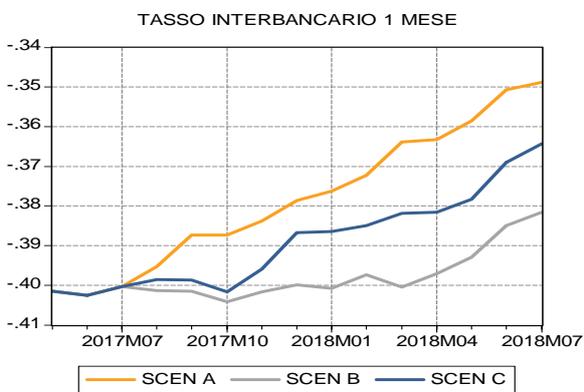
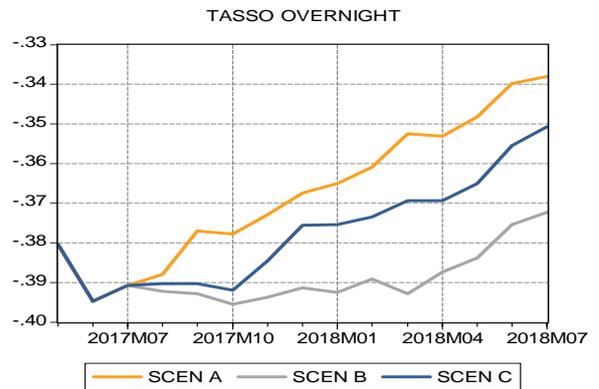
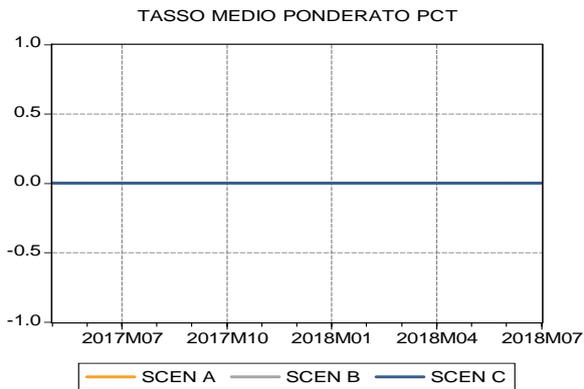
TASSI BANCARI

In maggio i prestiti totali (+1.5% a/a) hanno confermato la buona performance di aprile (+1.7% a/a). Anche i depositi hanno mantenuto il buon passo di crescita già evidenziato nei due mesi precedenti (+4.3% a/a a maggio, +5.1% ad aprile e +5% a marzo). **In base ai risultati delle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica sia degli impieghi** (+1.6% a/a in C, +2.1% in A e +1% in B, a luglio 2018) **sia dei depositi totali** (+3.7%, +4.2% e +3.1% rispettivamente) **dovrebbe rimanere positiva per l'intero periodo di previsione.**

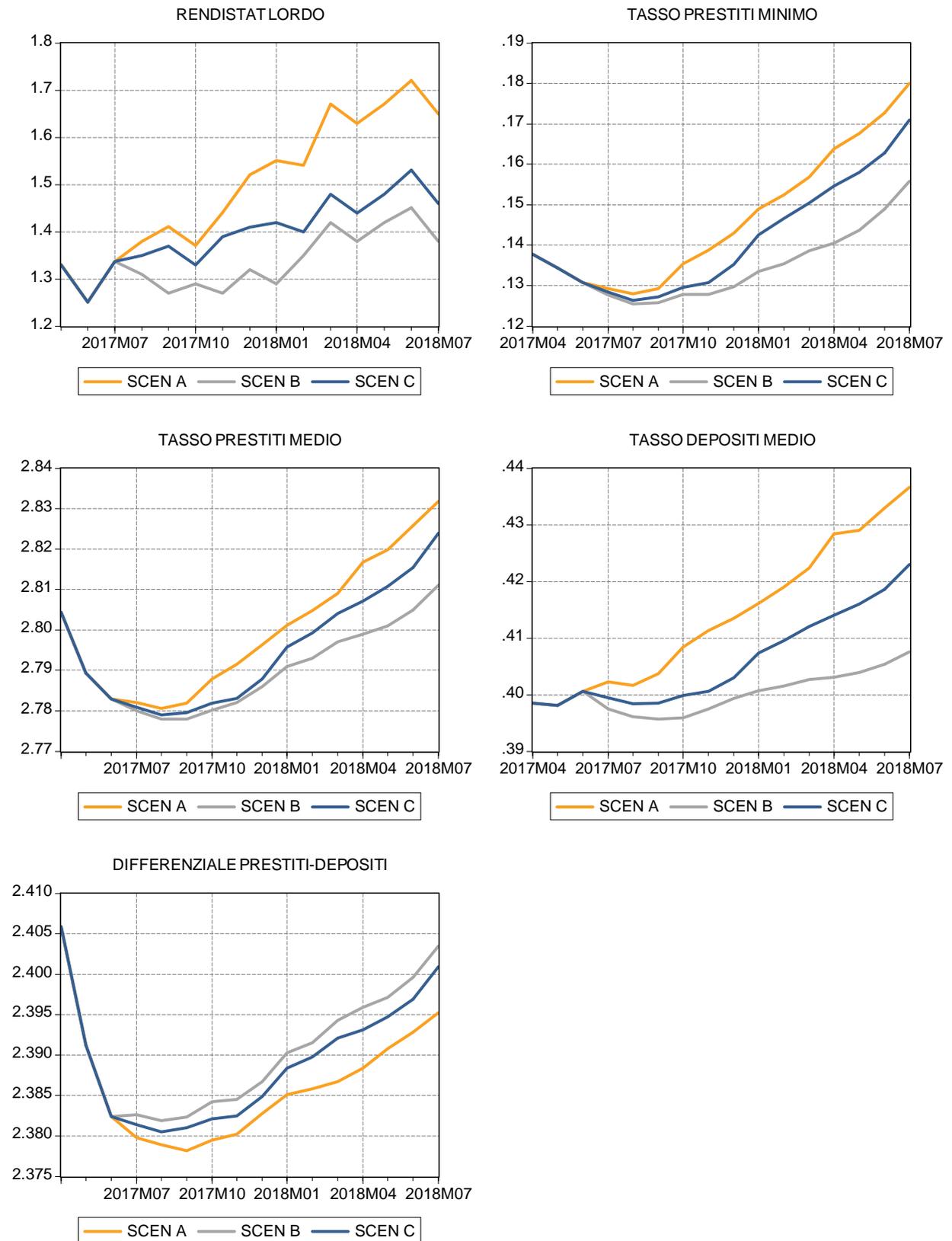
VOLUMI

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

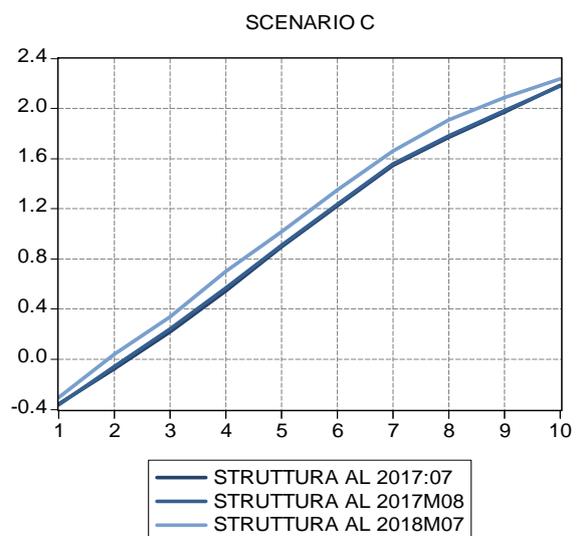
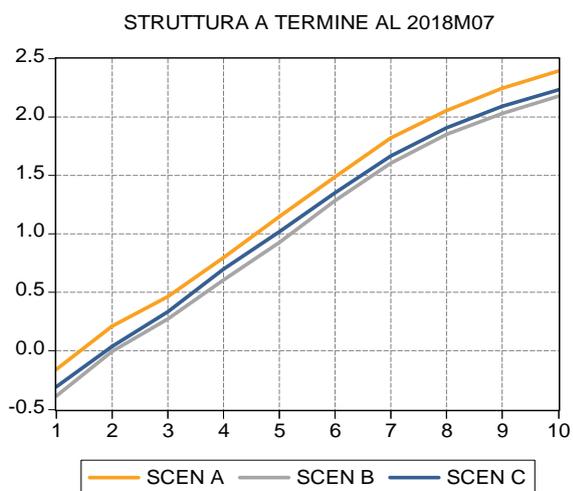
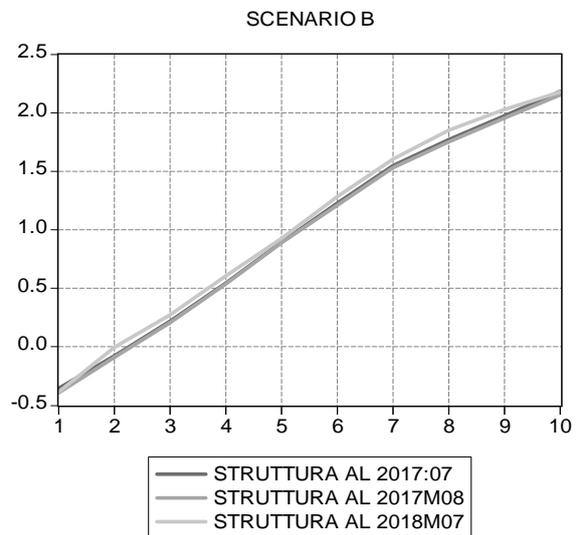
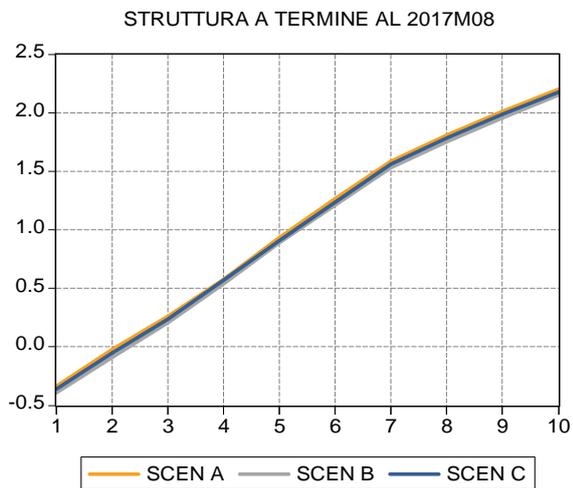
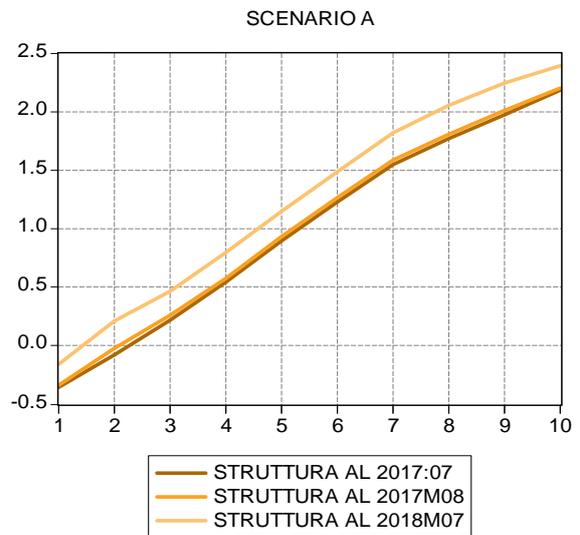
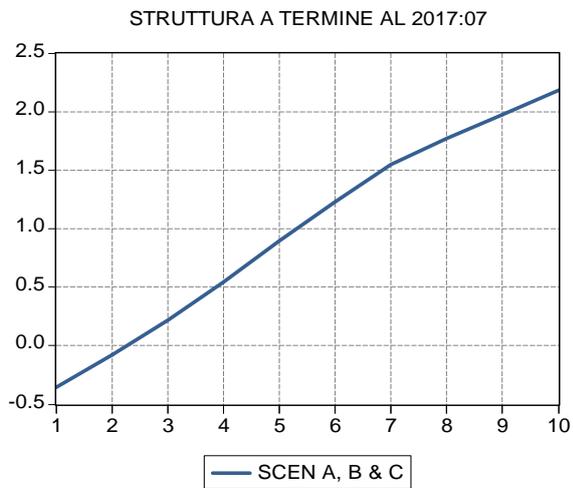
TASSI - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili

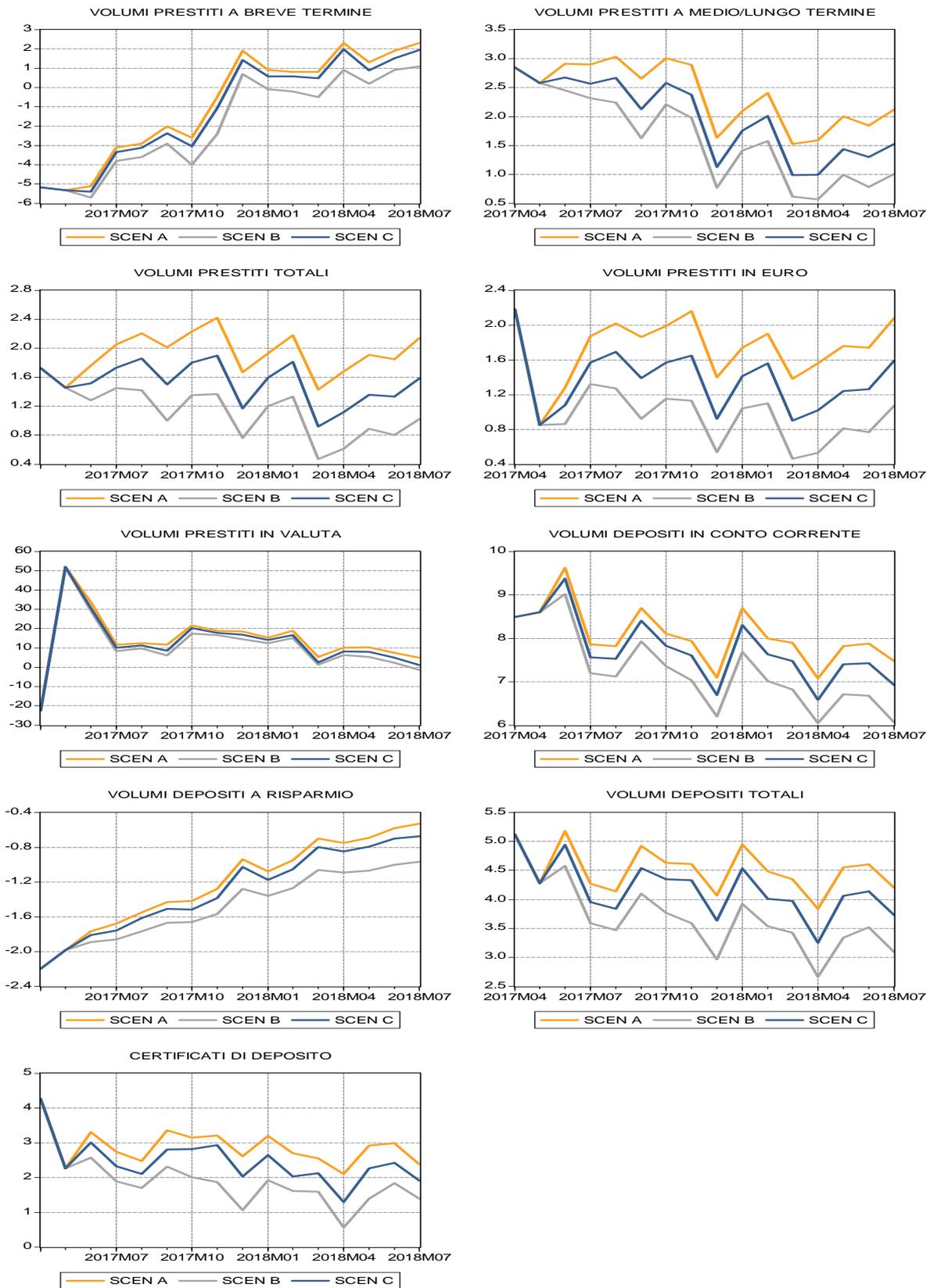


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



SCENARIO A	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Indice COMIT (livello)	1101	1121	1208	1228	1237	1219	1264	1291	1305	1299	1303	1314	1298	1295	1327	1311	1330	1350	1342	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	0.0	2.2	2.8	1.2	2.9	2.2	2.7	2.4	2.6	2.7	1.4	1.9	1.7	1.9	1.9	2.8	2.0	2.6	2.1	
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.0	1.6	1.4	2.0	1.6	1.2	1.2	1.3	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.5	1.5	1.5	1.5	
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
T. Overnight media d/l	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	
T. Interb. 1m lett.	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	
T. Interb. 3m lett.	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.33	-0.32	-0.32	
T. Interb. 6m lett.	-0.24	-0.25	-0.25	-0.26	-0.27	-0.30	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29	-0.29	-0.28	-0.28	-0.28	-0.27	-0.27	-0.27	-0.26	-0.26	
T. Depositi medio	0.41	0.41	0.41	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.43	0.44	
T. Prestiti medio	2.86	2.85	2.83	2.80	2.79	2.78	2.78	2.78	2.78	2.79	2.79	2.80	2.80	2.80	2.81	2.82	2.82	2.83	2.83	
T.prest. medio - T.dep. medio	2.45	2.44	2.41	2.41	2.39	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.40	
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.33	-0.34	-0.34	-0.36	-0.38	-0.39	-0.38	-0.37	-0.36	-0.39	-0.36	-0.32	-0.30	-0.31	-0.23	-0.26	-0.24	-0.21	-0.26	
T. BOT comp. lordo 6m	-0.29	-0.30	-0.30	-0.33	-0.36	-0.38	-0.37	-0.35	-0.34	-0.39	-0.33	-0.27	-0.23	-0.25	-0.11	-0.16	-0.13	-0.09	-0.17	
T. BOT comp. lordo 12m	-0.25	-0.25	-0.23	-0.24	-0.31	-0.36	-0.36	-0.34	-0.34	-0.38	-0.33	-0.26	-0.23	-0.24	-0.10	-0.15	-0.12	-0.08	-0.16	
Rendistat lordo	1.21	1.48	1.50	1.41	1.33	1.25	1.34	1.38	1.41	1.37	1.44	1.52	1.55	1.54	1.67	1.63	1.67	1.72	1.65	
Rendistat netto	1.06	1.30	1.31	1.23	1.16	1.09	1.17	1.21	1.23	1.20	1.26	1.33	1.36	1.35	1.46	1.43	1.46	1.51	1.44	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.34	0.39	0.41	0.35	0.28	0.26	0.22	0.26	0.27	0.27	0.31	0.38	0.40	0.39	0.52	0.48	0.51	0.55	0.47	
Rend. BTP a 5 anni	1.02	0.96	1.11	1.07	0.97	0.95	0.90	0.94	0.96	0.94	0.99	1.04	1.07	1.06	1.20	1.15	1.19	1.24	1.15	
Rend. BTP a 7 anni	1.68	1.65	1.72	1.72	1.64	1.63	1.55	1.58	1.60	1.56	1.62	1.69	1.73	1.72	1.86	1.83	1.85	1.90	1.82	
Rend. BTP a 10 anni	2.30	2.13	2.34	2.32	2.26	2.23	2.18	2.20	2.20	2.16	2.21	2.27	2.31	2.30	2.43	2.40	2.42	2.47	2.39	
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2314.596	2303.179	2376.565	2383.520	2360.854	2383.010	2366.348	2372.699	2381.782	2380.057	2380.43	2381.23	2359.27	2353.39	2410.55	2423.56	2405.95	2427.10	2416.99	
Prestiti in euro	2281.923	2265.109	2347.117	2349.898	2319.089	2336.600	2318.429	2326.636	2341.795	2345.318	2337.671	2337.35	2321.629	2308.15	2379.51	2386.56	2359.91	2377.26	2366.65	
Prestiti in valuta	32.673	38.070	29.448	33.622	41.764	46.410	47.919	46.063	39.987	34.739	42.762	43.877	37.639	45.242	31.043	37.006	46.041	49.839	50.335	
Prestiti a breve	320.429	319.599	317.127	310.450	313.892	318.937	317.710	315.275	318.011	313.427	320.093	319.954	323.313	322.156	319.664	317.590	317.973	324.996	325.018	
Prestiti a m/l	1994.166	1983.581	2059.438	2073.070	2046.962	2064.074	2048.637	2057.424	2063.771	2066.630	2060.340	2061.276	2035.954	2031.233	2090.886	2105.973	2087.973	2102.100	2091.970	
Depositi totali	2281.563	2261.671	2369.785	2389.088	2336.115	2392.538	2361.504	2348.111	2377.972	2366.071	2355.633	2400.566	2394.501	2362.994	2472.870	2480.829	2442.408	2502.594	2460.687	
Depositi in c/c	961.394	965.980	979.576	1004.033	993.842	1005.370	1010.553	1001.007	1014.886	1026.801	1025.077	1057.904	1044.939	1043.258	1056.864	1075.119	1071.561	1084.593	1086.142	
Depositi a risparmio	298.773	298.283	297.034	296.333	295.650	295.130	294.934	295.284	294.814	293.871	293.517	295.120	295.546	295.450	294.955	294.111	293.610	293.418	293.371	
Certif. deposito	1021.396	997.408	1093.175	1088.722	1046.623	1092.038	1056.017	1051.819	1068.272	1045.398	1037.038	1047.543	1054.015	1024.286	1121.051	1111.600	1077.237	1124.583	1081.174	
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	-1.31	-2.21	0.96	1.73	1.45	1.76	2.05	2.20	2.01	2.23	2.42	1.67	1.93	2.18	1.43	1.68	1.91	1.85	2.14	
Prestiti in euro	-1.10	-2.36	1.54	2.18	0.85	1.28	1.87	2.02	1.86	1.99	2.16	1.40	1.74	1.90	1.38	1.56	1.76	1.74	2.08	
Prestiti in valuta	-13.58	7.26	-30.78	-22.36	51.93	33.65	11.59	12.42	11.64	21.54	18.97	18.47	15.20	18.84	5.42	10.07	10.24	7.39	5.04	
Prestiti a breve	-4.36	-4.57	-5.04	-5.18	-5.31	-5.10	-3.10	-2.90	-2.00	-2.60	-0.50	1.90	0.90	0.80	0.80	2.30	1.30	1.90	2.30	
Prestiti a m/l	-0.80	-1.82	1.95	2.85	2.58	2.91	2.90	3.03	2.66	3.00	2.89	1.63	2.10	2.40	1.53	1.59	2.00	1.84	2.12	
Depositi totali	2.66	0.42	5.04	5.12	4.28	5.18	4.27	4.14	4.92	4.63	4.61	4.07	4.95	4.48	4.35	3.84	4.55	4.60	4.20	
Depositi in c/c	8.13	8.69	8.99	8.49	8.60	9.62	7.86	7.82	8.69	8.11	7.94	7.09	8.69	8.00	7.89	7.08	7.82	7.88	7.48	
Depositi a risparmio	-1.74	-2.10	-2.27	-2.20	-1.99	-1.77	-1.68	-1.55	-1.43	-1.42	-1.28	-0.94	-1.08	-0.95	-0.70	-0.75	-0.69	-0.58	-0.53	
Certif. deposito	-0.75	-5.79	3.78	4.26	2.26	3.30	2.73	2.47	3.35	3.15	3.21	2.61	3.19	2.69	2.55	2.10	2.93	2.98	2.38	

SCENARIO B	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1101	1121	1208	1228	1237	1219	1264	1221	1208	1205	1168	1184	1181	1193	1186	1197	1215	1237	1227
Produzione Industriale (Var. % a/a)	0.0	2.2	2.8	1.2	2.9	1.6	1.7	1.1	1.5	1.5	0.1	0.7	0.5	0.6	0.4	1.2	0.4	1.1	0.6
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.0	1.6	1.4	2.0	1.6	1.2	1.2	1.1	1.3	1.2	1.1	1.0	1.2	1.1	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.37
T. Interb. 1m lett.	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.38
T. Interb. 3m lett.	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.38	-0.37	-0.38	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36
T. Interb. 6m lett.	-0.24	-0.25	-0.25	-0.26	-0.27	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29
T. Depositi medio	0.41	0.41	0.41	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41
T. Prestiti medio	2.86	2.85	2.83	2.80	2.79	2.78	2.78	2.78	2.78	2.78	2.78	2.79	2.79	2.79	2.80	2.80	2.80	2.81	2.81
T.prest. medio - T.dep. medio	2.45	2.44	2.41	2.41	2.39	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38	2.39	2.39	2.39	2.39	2.40	2.40	2.40	2.40
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.33	-0.34	-0.34	-0.36	-0.38	-0.39	-0.38	-0.41	-0.44	-0.43	-0.44	-0.42	-0.45	-0.41	-0.37	-0.39	-0.37	-0.36	-0.40
T. BOT comp. lordo 6m	-0.29	-0.30	-0.30	-0.33	-0.36	-0.38	-0.37	-0.40	-0.46	-0.45	-0.47	-0.42	-0.47	-0.41	-0.34	-0.38	-0.35	-0.32	-0.40
T. BOT comp. lordo 12m	-0.25	-0.25	-0.23	-0.24	-0.31	-0.36	-0.36	-0.39	-0.45	-0.44	-0.46	-0.42	-0.46	-0.40	-0.33	-0.37	-0.34	-0.31	-0.39
Rendistat lordo	1.21	1.48	1.50	1.41	1.33	1.25	1.34	1.31	1.27	1.29	1.27	1.32	1.29	1.35	1.42	1.38	1.42	1.45	1.38
Rendistat netto	1.06	1.30	1.31	1.23	1.16	1.09	1.17	1.15	1.11	1.13	1.11	1.16	1.13	1.18	1.24	1.21	1.24	1.27	1.21
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.34	0.39	0.41	0.35	0.28	0.26	0.22	0.21	0.17	0.16	0.18	0.23	0.17	0.23	0.32	0.27	0.32	0.36	0.27
Rend. BTP a 5 anni	1.02	0.96	1.11	1.07	0.97	0.95	0.90	0.89	0.85	0.86	0.86	0.92	0.86	0.92	1.00	0.94	0.98	1.03	0.93
Rend. BTP a 7 anni	1.68	1.65	1.72	1.72	1.64	1.63	1.55	1.53	1.49	1.49	1.50	1.55	1.51	1.58	1.65	1.62	1.66	1.68	1.60
Rend. BTP a 10 anni	2.30	2.13	2.34	2.32	2.26	2.23	2.18	2.15	2.10	2.11	2.09	2.13	2.09	2.15	2.22	2.19	2.22	2.25	2.17
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2314.596	2303.179	2376.565	2383.520	2360.854	2371.770	2352.435	2354.509	2358.200	2359.569	2356.03	2359.92	2342.37	2333.81	2387.73	2398.06	2381.87	2390.74	2376.43
Prestiti in euro	2281.923	2265.109	2347.117	2349.898	2319.089	2326.910	2305.912	2309.531	2320.184	2326.002	2314.102	2317.53	2305.655	2290.03	2357.91	2362.35	2337.87	2344.83	2330.58
Prestiti in valuta	32.673	38.070	29.448	33.622	41.764	44.860	46.523	44.978	38.016	33.567	41.927	42.388	36.716	43.786	29.821	35.707	43.991	45.917	45.845
Prestiti a breve	320.429	319.599	317.127	310.450	313.892	316.920	315.415	313.002	315.090	308.922	313.980	316.186	320.109	318.960	315.541	313.244	314.520	319.772	318.885
Prestiti a m / l	1994.166	1983.581	2059.438	2073.070	2046.962	2054.850	2037.020	2041.507	2043.110	2050.647	2042.049	2043.730	2022.262	2014.852	2072.193	2084.815	2067.346	2070.972	2057.545
Depositi totali	2281.563	2261.671	2369.785	2389.088	2336.115	2378.889	2346.103	2333.004	2359.387	2346.623	2332.664	2374.962	2371.000	2341.734	2450.831	2452.638	2414.141	2462.626	2418.598
Depositi in c / c	961.394	965.980	979.576	1004.033	993.842	999.867	1004.369	994.508	1007.790	1019.678	1016.435	1049.112	1035.325	1033.791	1046.383	1064.777	1060.529	1066.658	1065.234
Depositi a risparmio	298.773	298.283	297.034	296.333	295.650	294.769	294.394	294.624	294.096	293.156	292.655	294.107	294.710	294.495	293.886	293.103	292.486	291.822	291.539
Certif. deposito	1021.396	997.408	1093.175	1088.722	1046.623	1084.253	1047.340	1043.871	1057.501	1033.789	1023.574	1031.744	1040.966	1013.447	1110.563	1094.758	1061.126	1104.147	1061.825
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	-1.31	-2.21	0.96	1.73	1.45	1.28	1.45	1.42	1.00	1.35	1.37	0.76	1.20	1.33	0.47	0.61	0.89	0.80	1.02
Prestiti in euro	-1.10	-2.36	1.54	2.18	0.85	0.86	1.32	1.27	0.92	1.15	1.13	0.54	1.04	1.10	0.46	0.53	0.81	0.77	1.07
Prestiti in valuta	-13.58	7.26	-30.78	-22.36	51.93	29.18	8.34	9.77	6.13	17.44	16.65	14.45	12.37	15.01	1.27	6.20	5.33	2.36	-1.46
Prestiti a breve	-4.36	-4.57	-5.04	-5.18	-5.31	-5.70	-3.80	-3.60	-2.90	-4.00	-2.40	0.70	-0.10	-0.20	-0.50	0.90	0.20	0.90	1.10
Prestiti a m / l	-0.80	-1.82	1.95	2.85	2.58	2.45	2.31	2.24	1.63	2.21	1.98	0.77	1.41	1.58	0.62	0.57	1.00	0.78	1.01
Depositi totali	2.66	0.42	5.04	5.12	4.28	4.58	3.59	3.47	4.10	3.77	3.59	2.96	3.92	3.54	3.42	2.66	3.34	3.52	3.09
Depositi in c / c	8.13	8.69	8.99	8.49	8.60	9.02	7.20	7.12	7.93	7.36	7.03	6.20	7.69	7.02	6.82	6.05	6.71	6.68	6.06
Depositi a risparmio	-1.74	-2.10	-2.27	-2.20	-1.99	-1.89	-1.86	-1.77	-1.67	-1.66	-1.57	-1.28	-1.36	-1.27	-1.06	-1.09	-1.07	-1.00	-0.97
Certif. deposito	-0.75	-5.79	3.78	4.26	2.26	2.57	1.89	1.70	2.31	2.00	1.87	1.06	1.92	1.61	1.59	0.55	1.39	1.83	1.38

SCENARIO C	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Indice COMIT (livello)	1101	1121	1208	1228	1237	1219	1264	1252	1236	1237	1227	1253	1242	1248	1255	1267	1278	1294	1288	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	0.0	2.2	2.8	1.2	2.9	1.9	2.3	1.8	2.0	2.0	0.7	1.3	1.0	1.2	1.1	1.9	1.0	1.8	1.2	
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.0	1.6	1.4	2.0	1.6	1.2	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2	
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
T. Overnight media d/l	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.35	
T. Interb. 1m lett.	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.36	
T. Interb. 3m lett.	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.33	
T. Interb. 6m lett.	-0.24	-0.25	-0.25	-0.26	-0.27	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.28	-0.27	-0.27	
T. Depositi medio	0.41	0.41	0.41	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	
T. Prestiti medio	2.86	2.85	2.83	2.80	2.79	2.78	2.78	2.78	2.78	2.78	2.78	2.79	2.80	2.80	2.80	2.81	2.81	2.82	2.82	
T.prest. medio - T.dep. medio	2.45	2.44	2.41	2.41	2.39	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.40	2.40	
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.33	-0.34	-0.34	-0.36	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.41	-0.39	-0.38	-0.37	-0.37	-0.33	-0.35	-0.33	-0.30	-0.35	
T. BOT comp. lordo 6m	-0.29	-0.30	-0.30	-0.33	-0.36	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.42	-0.38	-0.37	-0.35	-0.34	-0.28	-0.32	-0.28	-0.23	-0.32	
T. BOT comp. lordo 12m	-0.25	-0.25	-0.23	-0.24	-0.31	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.41	-0.38	-0.36	-0.34	-0.34	-0.27	-0.31	-0.27	-0.22	-0.31	
Rendistat lordo	1.21	1.48	1.50	1.41	1.33	1.25	1.34	1.35	1.37	1.33	1.39	1.41	1.42	1.40	1.48	1.44	1.48	1.53	1.46	
Rendistat netto	1.06	1.30	1.31	1.23	1.16	1.09	1.17	1.18	1.20	1.16	1.22	1.23	1.24	1.23	1.30	1.26	1.30	1.34	1.28	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.34	0.39	0.41	0.35	0.28	0.26	0.22	0.24	0.25	0.21	0.25	0.28	0.29	0.30	0.36	0.36	0.39	0.42	0.34	
Rend. BTP a 5 anni	1.02	0.96	1.11	1.07	0.97	0.95	0.90	0.91	0.93	0.89	0.93	0.94	0.99	0.99	1.05	1.01	1.05	1.09	1.02	
Rend. BTP a 7 anni	1.68	1.65	1.72	1.72	1.64	1.63	1.55	1.56	1.57	1.54	1.56	1.59	1.62	1.64	1.70	1.67	1.70	1.75	1.66	
Rend. BTP a 10 anni	2.30	2.13	2.34	2.32	2.26	2.23	2.18	2.18	2.18	2.14	2.17	2.17	2.20	2.20	2.27	2.24	2.27	2.32	2.23	
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2314.596	2303.179	2376.565	2383.520	2360.854	2377.319	2358.928	2364.724	2369.874	2370.046	2368.35	2369.52	2351.40	2344.87	2398.43	2410.21	2392.96	2408.94	2396.20	
Prestiti in euro	2281.923	2265.109	2347.117	2349.898	2319.089	2331.986	2311.601	2319.110	2330.990	2335.660	2326.001	2326.29	2314.098	2300.45	2368.24	2373.87	2347.85	2361.37	2348.36	
Prestiti in valuta	32.673	38.070	29.448	33.622	41.764	45.333	47.326	45.614	38.884	34.386	42.347	43.231	37.300	44.422	30.188	36.348	45.115	47.569	47.843	
Prestiti a breve	320.429	319.599	317.127	310.450	313.892	317.969	316.897	314.585	316.791	312.017	318.292	318.457	322.270	321.460	318.650	316.577	316.674	322.764	323.019	
Prestiti a m/l	1994.166	1983.581	2059.438	2073.070	2046.962	2059.350	2042.031	2050.139	2053.084	2058.029	2050.056	2051.062	2029.128	2023.407	2079.780	2093.638	2076.287	2086.174	2073.180	
Depositi totali	2281.563	2261.671	2369.785	2389.088	2336.115	2387.078	2354.256	2341.346	2369.359	2359.739	2349.328	2390.417	2384.918	2352.364	2463.865	2466.734	2430.961	2485.903	2442.070	
Depositi in c/c	961.394	965.980	979.576	1004.033	993.842	1003.152	1007.768	998.298	1012.184	1024.106	1021.866	1053.999	1041.233	1039.647	1052.799	1070.138	1067.403	1077.662	1077.512	
Depositi a risparmio	298.773	298.283	297.034	296.333	295.650	295.003	294.702	295.094	294.585	293.579	293.201	294.858	295.262	295.136	294.658	293.815	293.302	292.937	292.719	
Certif. deposito	1021.396	997.408	1093.175	1088.722	1046.623	1088.924	1051.787	1047.954	1062.590	1042.054	1034.261	1041.560	1048.423	1017.580	1116.408	1102.780	1070.257	1115.304	1071.839	
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	-1.31	-2.21	0.96	1.73	1.45	1.52	1.73	1.86	1.50	1.80	1.90	1.17	1.59	1.81	0.92	1.12	1.36	1.33	1.58	
Prestiti in euro	-1.10	-2.36	1.54	2.18	0.85	1.08	1.57	1.69	1.39	1.57	1.65	0.92	1.41	1.56	0.90	1.02	1.24	1.26	1.59	
Prestiti in valuta	-13.58	7.26	-30.78	-22.36	51.93	30.55	10.21	11.32	8.56	20.30	17.82	16.73	14.16	16.68	2.51	8.11	8.02	4.93	1.09	
Prestiti a breve	-4.36	-4.57	-5.04	-5.18	-5.31	-5.39	-3.35	-3.11	-2.38	-3.04	-1.06	1.42	0.57	0.58	0.48	1.97	0.89	1.51	1.93	
Prestiti a m/l	-0.80	-1.82	1.95	2.85	2.58	2.67	2.57	2.67	2.13	2.58	2.38	1.13	1.75	2.01	0.99	0.99	1.43	1.30	1.53	
Depositi totali	2.66	0.42	5.04	5.12	4.28	4.94	3.95	3.84	4.54	4.35	4.33	3.63	4.53	4.01	3.97	3.25	4.06	4.14	3.73	
Depositi in c/c	8.13	8.69	8.99	8.49	8.60	9.38	7.56	7.53	8.40	7.83	7.60	6.69	8.30	7.63	7.48	6.58	7.40	7.43	6.92	
Depositi a risparmio	-1.74	-2.10	-2.27	-2.20	-1.99	-1.81	-1.76	-1.61	-1.51	-1.52	-1.39	-1.03	-1.18	-1.06	-0.80	-0.85	-0.79	-0.70	-0.67	
Certif. deposito	-0.75	-5.79	3.78	4.26	2.26	3.01	2.32	2.10	2.80	2.82	2.93	2.02	2.65	2.02	2.13	1.29	2.26	2.42	1.91	

Settembre 2017⁴

S'intensificano le tensioni geopolitiche, dollaro sempre più debole

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

IL QUADRO GENERALE

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

Intanto, la ripresa economica si è intensificata nel secondo trimestre dell'anno in corso in tutte e tre le macroaree, USA, Eurozona e Giappone, portando la crescita tendenziale al di sopra del 2% (2.2%, 2.2% e 2.1%, rispettivamente), con una sincronizzazione dei cicli. Tuttavia, l'assenza di segnali inflazionistici concreti ha convinto gli operatori finanziari che la normalizzazione delle politiche monetarie, dopo anni di stimoli ultra espansivi, ha più margini di tempo per essere attuata. Questo si è riflesso sui rendimenti dei titoli di Stato americani ed europei *core* che sono scesi di circa 10 punti base sulla scadenza decennale (quelli giapponesi sono controllati dalla Banca Centrale).

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

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

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

Al di qua dell'Atlantico, l'euro non è solo sostenuto dalla debolezza del dollaro, ma anche da una forza propria. I fattori sono 1) il rafforzamento della ripresa economica in tutta l'area, emerso con i dati trimestrali del PIL del

^a Università Ca' Foscari Venezia.

^b GRETA.

⁴ **Dati aggiornati al 31/08/2017.**

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

secondo trimestre, che vede anche i Paesi periferici, come l'Italia, accorciare le distanze in termini di crescita rispetto al locomotore della Germania; **2) le tensioni geopolitiche tra la Corea del Nord e gli USA, che fanno prediligere l'Eurozona come mercato-rifugio in cui investire.** Da inizio anno si è rafforzato del 14% contro il dollaro e la tendenza dovrebbe mantenersi anche nella seconda parte dell'anno. Questo complica il processo di normalizzazione della politica monetaria della BCE che ha iniziato il *Quantitative Easing* a marzo 2015 acquistando finora circa 2.3 trilioni di euro di obbligazioni. **Messaggi di politica restrittiva (l'atteso *Tapering*, cioè il ridimensionamento del QE) rafforzerebbero ancora di più l'euro, minando la ripresa in atto.** La crescita sarebbe penalizzata attraverso un indebolimento delle esportazioni e si limiterebbero i rischi inflazionistici. In pratica, **il recente rafforzamento dell'euro riduce l'urgenza di rimuovere lo stimolo monetario.** Per questo motivo ribadiamo quanto detto il mese scorso: **probabilmente la BCE inizierà a discutere del *Tapering* alla riunione di settembre, ma sarà molto cauta nel linguaggio di comunicazione, rinviando l'annuncio in merito a dicembre di quest'anno, quando cioè il QE scadrà, e l'intervento effettivo in autunno del 2018 (Scenario C – probabilità 60%).** In ogni caso, le tensioni all'interno del *Board* non mancheranno nei prossimi mesi. La Germania metterà pressioni affinché il *Tapering* venga implementato già nella prima parte del 2018 (Scenario B - probabilità 10%). Un messaggio implicito in tale direzione è già giunto dalla Bundesbank, con la pubblicazione degli stress test sulle banche tedesche minori non rientranti nella sfera della BCE. Sessantotto istituti sono stati bocciati. Non sono stati comunicati i nomi delle banche che potrebbero essere in difficoltà, ma solo il numero: circa il 4.5% su 1 550 istituti monitorati non rispetterebbe i minimi prudenziali previsti. La causa di questo risultato è attribuita alla loro bassa redditività, penalizzati dalla politica di tassi ufficiali nulli. La comunicazione dei risultati non era obbligatoria, appare quindi come un monito alla BCE sulle conseguenze del protrarsi troppo a lungo dell'attuale politica monetaria.

È da sottolineare, infine, che **le elezioni tedesche previste per il 24 settembre non dovrebbero costituire fonte di tensione.** I sondaggi danno il partito conservatore, il CDU guidato dalla cancelliera Angela Merkel, ai primi posti del consenso popolare (38%), seguito dall'SPD di Martin Schulz (24%). Quindi, la probabilità di una conferma dello status quo è molto alta, ma anche in caso di vittoria di Schulz lo scenario non cambierebbe più di tanto essendo anch'egli filo europeista.

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

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

GLI ULTIMI DATI

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

I dati mensili, relativi prevalentemente a luglio, quindi rilevanti perché riferiti al terzo trimestre ancora non noto, confermano il buono stato di salute dell'economia americana, con un mercato del lavoro in ulteriore rafforzamento, domanda e offerta che dimostrano un andamento soddisfacente e un'inflazione che stenta a farsi vedere. I dati relativi al mercato del lavoro di luglio, infatti, sono stati molto positivi, battendo le attese, e quelli del mese precedente sono stati rivisti al rialzo: il tasso di disoccupazione è ritornato a 4.3% da 4.4% di giugno, ai minimi da sedici anni; l'occupazione è aumentata di +209 000 unità, sostanzialmente tutte nel settore privato, al di sopra di un'aspettativa di +180 000, e il dato di giugno si è rafforzato a +231 000 rispetto alla precedente stima di +222 000. **Nonostante questo ulteriore progresso, non sono emerse per il momento pressioni inflazionistiche dai salari**, che hanno mantenuto la dinamica tendenziale di giugno (+2.5% a/a). Il costo unitario del lavoro nel secondo trimestre ha registrato addirittura una battuta d'arresto a +0.6% t/t annualizzato a fronte di una crescita di +5.4% t/t del trimestre precedente. **Dal lato dell'offerta, sempre a luglio, la produzione industriale ha confermato la sua dinamica positiva** con un aumento di +0.2% m/m, dopo il +0.4% di giugno. L'unico dato negativo è rappresentato dagli ordini di beni durevoli che sono diminuiti drasticamente di -6.8% m/m. Tuttavia, da un'attenta lettura dei dati, si evince che il calo è giustificato dalla forza del mese precedente (+6.4% m/m) e, se si escludono i trasporti, diventa positivo a +0.5%. **Resta, invece, debole il settore edilizio**, come già emerso dalle rilevazioni trimestrali commentate in precedenza: a luglio tutti gli indicatori sono negativi, con l'avvio di nuovi cantieri in calo di -4.8% m/m e le vendite di nuove case di -9.4% m/m. Infine, **in agosto, la fiducia delle imprese, secondo l'indice NAPM di Chicago, è risultata stabile** a 58.9, dopo la pesante correzione verso il basso di luglio da 65.7 di giugno. **Dal lato della domanda, i dati confermano che l'incertezza dei consumi registrata nel primo trimestre dell'anno è stata in parte superata:** in luglio, le vendite al dettaglio sono aumentate di +0.6% m/m, contro un'aspettativa di una dinamica un po' meno positiva (+0.3%); il dato di giugno è stato rivisto al rialzo, permettendo alla variazione mensile dell'indicatore di cambiare di segno a +0.3% dalla precedente stima di -0.2%. In agosto, **la fiducia dei consumatori, attraverso l'indicatore del Conference Board, ha evidenziato un ulteriore miglioramento** a 122.9 da 120 di luglio, mese in cui aveva già registrato un sostanzioso rialzo da 117.3 di giugno. **In questo scenario positivo di crescita, i segnali inflazionistici rimangono ancora assenti:** in luglio, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi PCE (*Personal Consumption Expenditures*) è rimasta invariata a

USA

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

+1.4% a/a rispetto al mese precedente ed è la stessa dell'indice *core*, depurato dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, in ridimensionamento da +1.5% a/a di giugno.

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

Anche in Giappone, i dati trimestrali del PIL del secondo trimestre, dopo la debolezza di inizio anno, evidenziano una sostanziale ripresa economica, trainata dalle componenti interne dei consumi e degli investimenti. Il PIL nipponico, infatti, tra aprile e giugno è aumentato di +1%, al di sopra delle aspettative (+0.6%), portando la variazione tendenziale a +2.1% a/a. Si tratta di un notevole rinvigorimento della ripresa se paragonato al risultato del primo trimestre, limitato a +1.4% (rivisto al rialzo da +1.3%). **La componente che ha trainato maggiormente la crescita è stata quella degli investimenti,** contribuendo con un +0.7% t/t. Più accentuata è risultata la dinamica positiva dei consumi che, aumentando di +0.9% t/t, rispetto a +0.4% del trimestre precedente, hanno supportato la ripresa con un +0.5% t/t. **Si è rivelato buono anche l'apporto della spesa pubblica (+0.3% t/t), mentre il canale estero ha sottratto crescita** per un -0.3% t/t a causa di un doppio effetto negativo prodotto da un calo delle esportazioni di -0.5% t/t e da un concomitante aumento delle importazioni di +1.4% t/t.

Dai dati mensili, relativi prevalentemente a luglio, emergono tuttavia luci e ombre, soprattutto dal lato dell'offerta. Se da un lato le buone condizioni del mercato del lavoro, che ha confermato il tasso di disoccupazione di giugno (+2.8%), sostengono la domanda, dall'altro l'offerta ha registrato segnali di incertezza. A luglio, infatti, l'incremento rilevante delle vendite al dettaglio di +1.1% m/m conferma l'inversione di tendenza di giugno (+0.2%), dopo l'importante calo di maggio (-1.5%), andando ben oltre le attese di +0.3%. Lo stesso è accaduto al reddito disponibile in termini reali, che a luglio è aumentato di +2.2% m/m, proseguendo la dinamica positiva imboccata dal brillante +6.9% di giugno. La fiducia dei consumatori si è portata a +43.8 da +43.3 del mese precedente. **L'unico dato negativo dal lato della domanda è stato quello dei consumi privati (-4.1% m/m a luglio) che non hanno saputo sfruttare il buon andamento del reddito disponibile:** i consumatori restano cauti nelle loro decisioni di spesa. **Dal lato dell'offerta, invece, le ombre sono più numerose:** dopo il brillante incremento di giugno (+2.2% m/m, tra l'altro, rivisto al rialzo da +1.6%), **la produzione industriale è diminuita** di -0.8% m/m. Le aspettative erano per una correzione, ma in termini meno pessimistici (-0.3%). **Gli ordini di macchinari all'industria non sono riusciti a invertire la tendenza negativa in atto ormai da tre mesi:** a giugno hanno registrato un altro calo di -1.9% m/m, dopo quelli consistenti di -3.6% di maggio e -3.1% di aprile. Sono state completamente deluse le aspettative del mercato che contava su di una decisa inversione di tendenza (+3.6%). Nonostante ciò, la fiducia dei produttori manifatturieri, letta attraverso il PMI di agosto, è aumentata a 52.8 da 52.1 del mese precedente.

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

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

GIAPPONE

Sostanziale la ripresa nel secondo trimestre.

Dai dati relativi a luglio emerge qualche incertezza dal lato dell'offerta

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

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

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

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

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

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

AREA EURO

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

Germania

meno (+1% t/t rispetto a +2.7% del primo trimestre), per cui il loro contributo si è ridimensionato a +0.2% t/t dal più consistente +0.6%. La spesa pubblica è rimasta più o meno neutrale, mentre **è da segnalare un parziale riaggiustamento delle scorte** (+0.2% t/t) **dopo il decumulo di inizio anno** (-0.7%).

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

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

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

Francia

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

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

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

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

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

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

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

GLI SCENARI

A (30%)

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

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

B (10%)

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

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

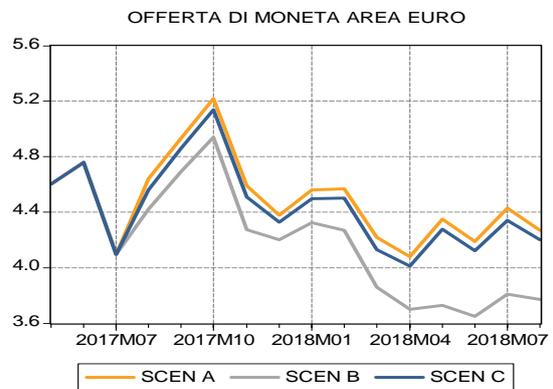
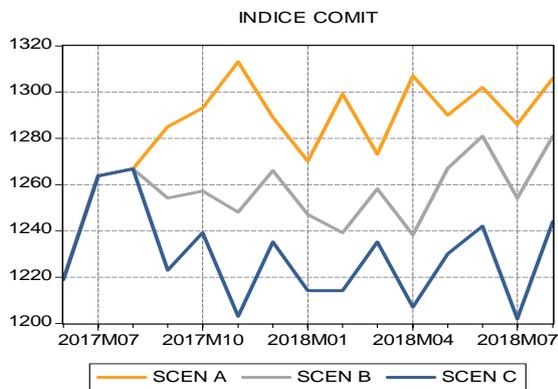
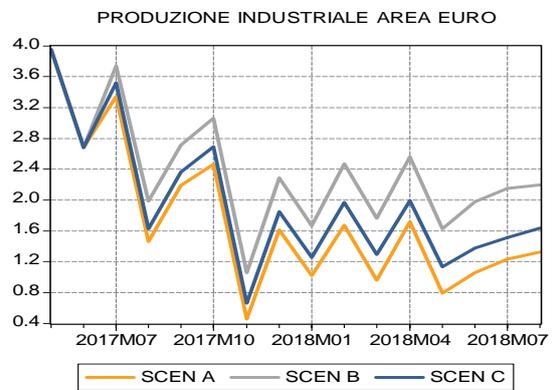
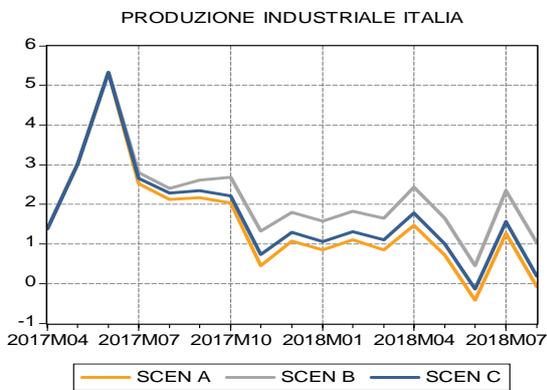
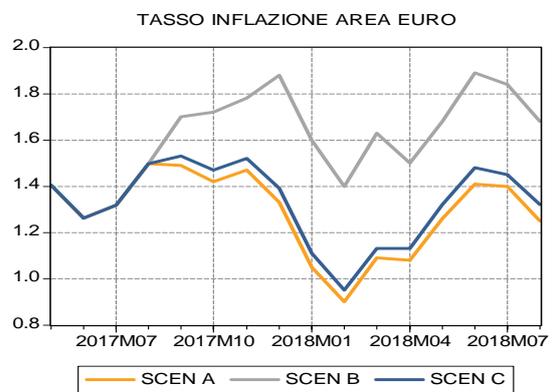
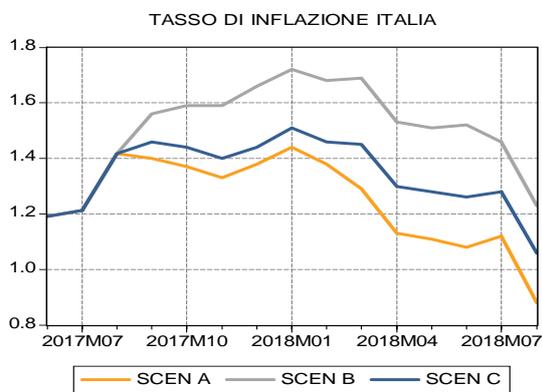
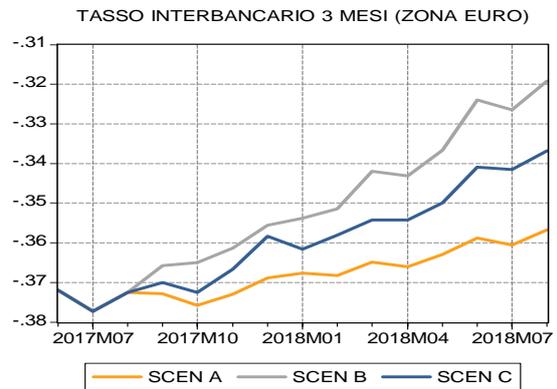
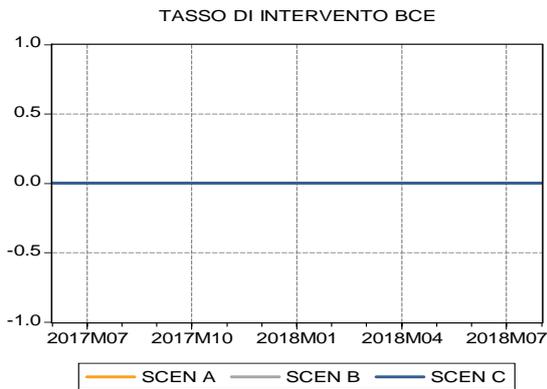
C (60%)

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

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

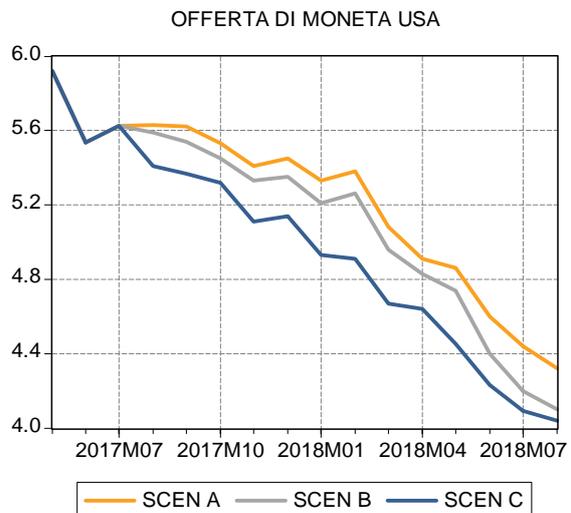
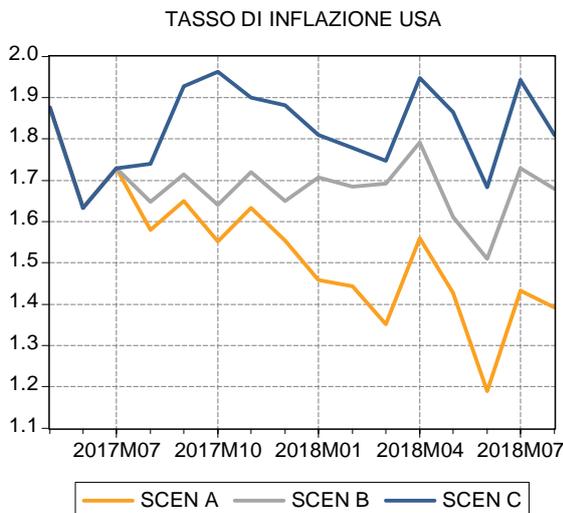
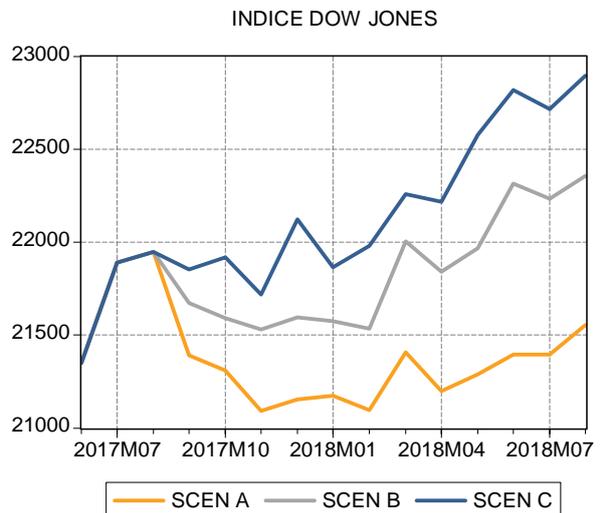
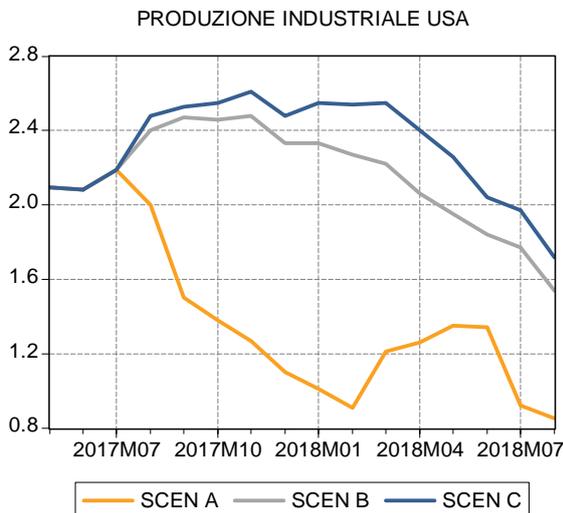
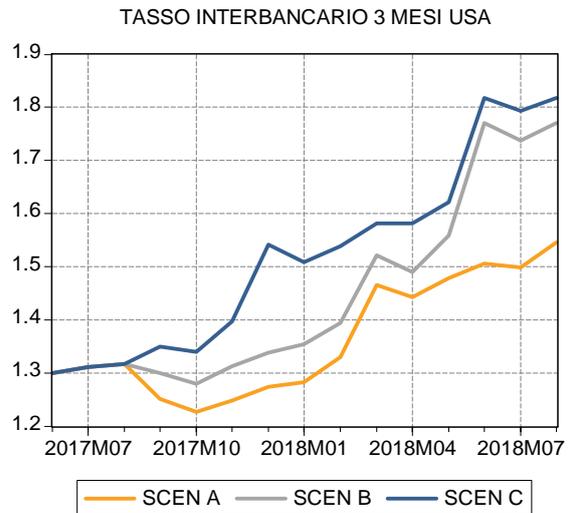
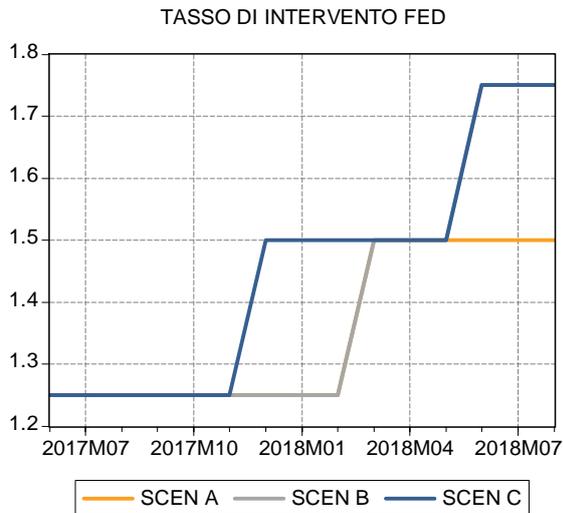
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

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

TASSI
INTERBANCARI

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

STRUTTURA A
TERMINE

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

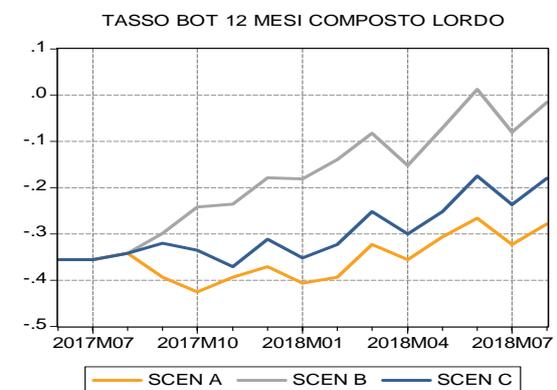
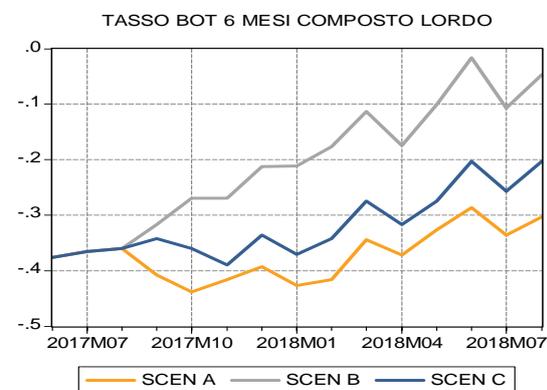
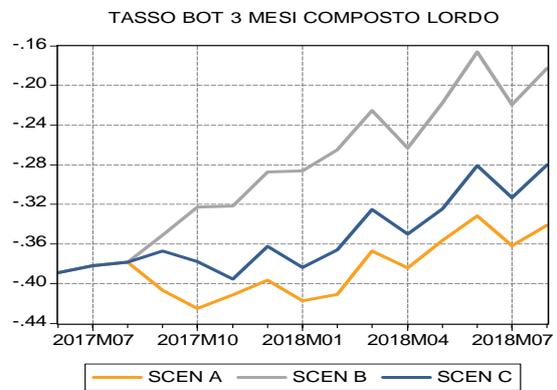
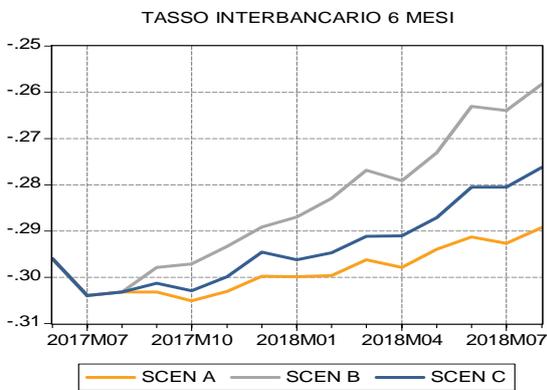
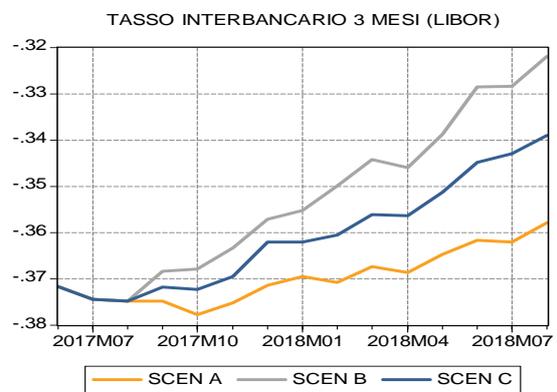
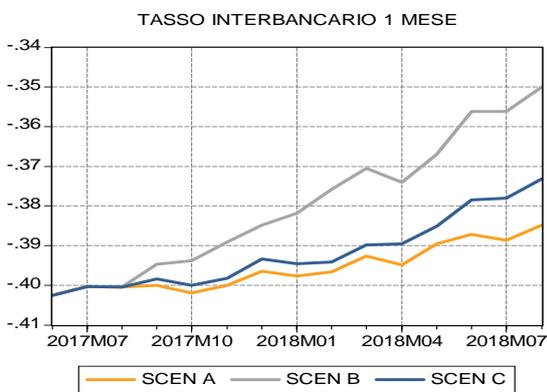
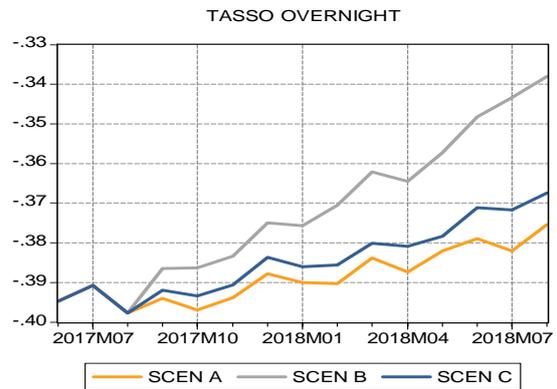
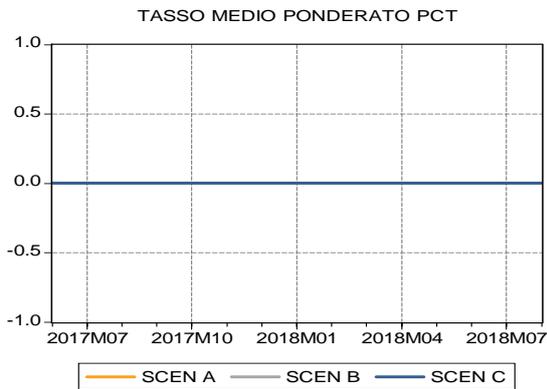
TASSI BANCARI

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

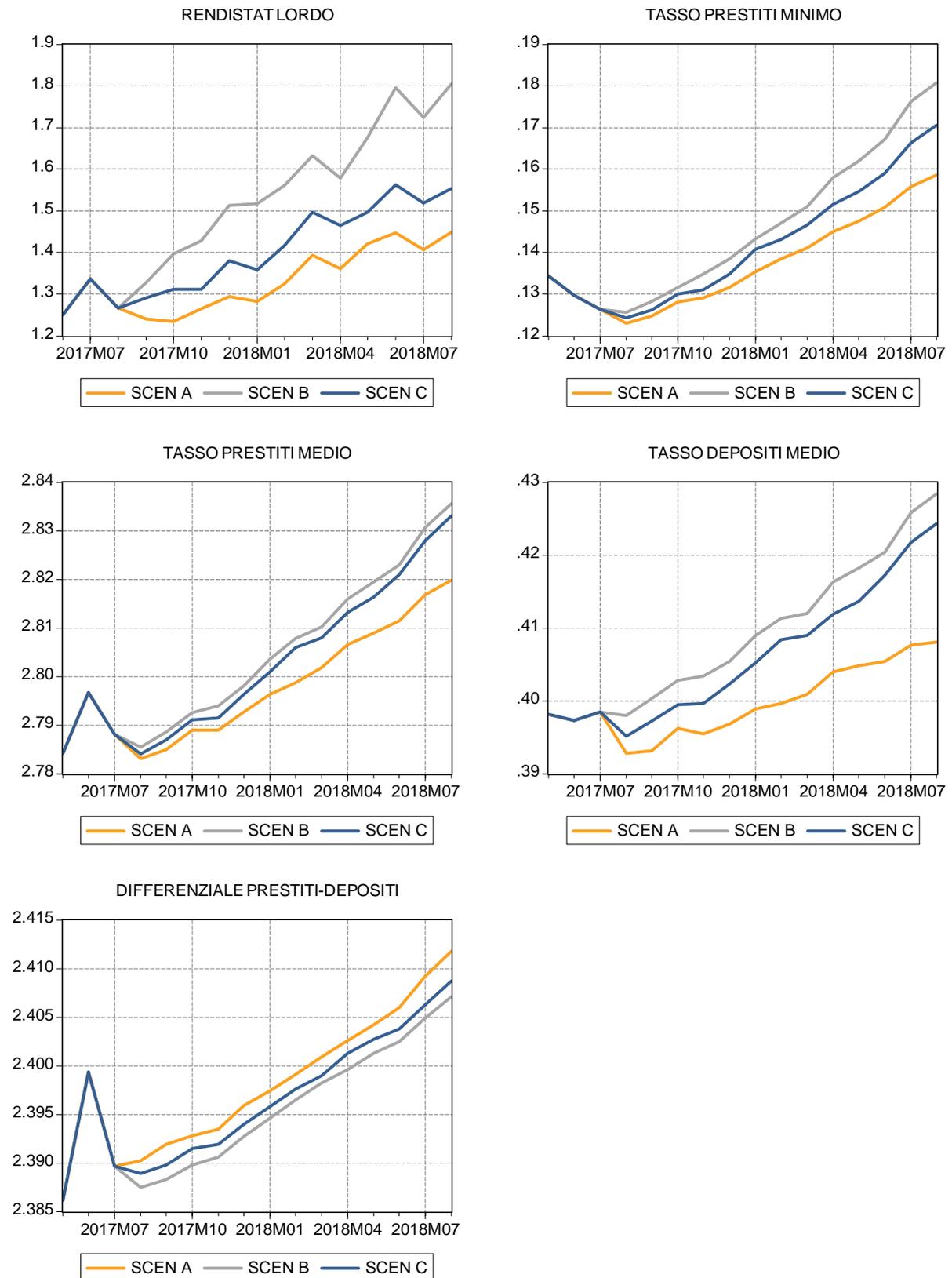
VOLUMI

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

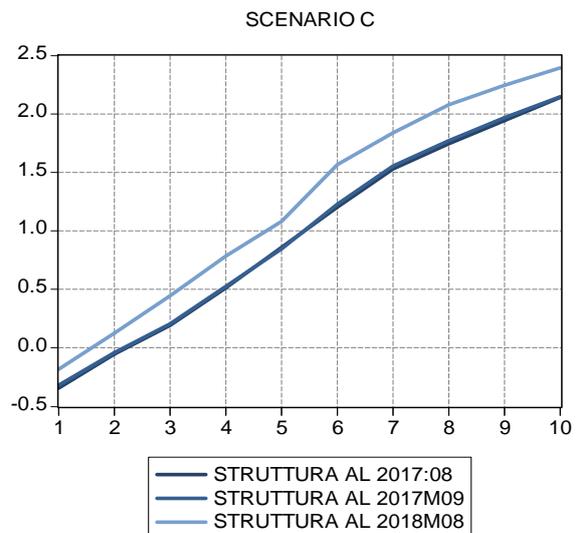
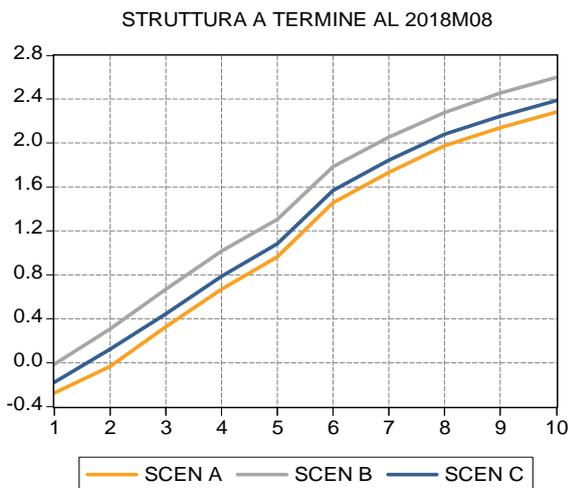
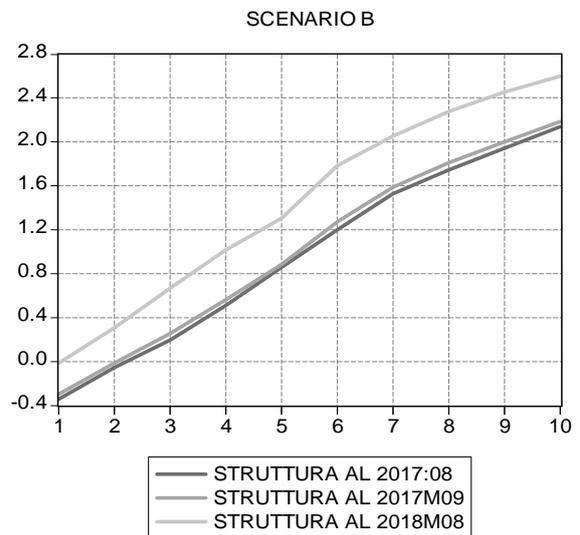
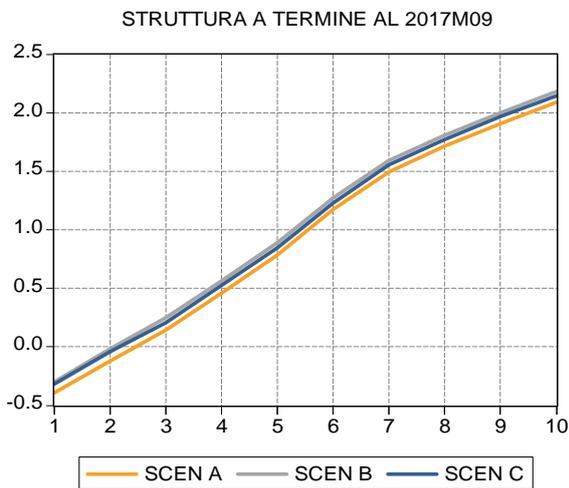
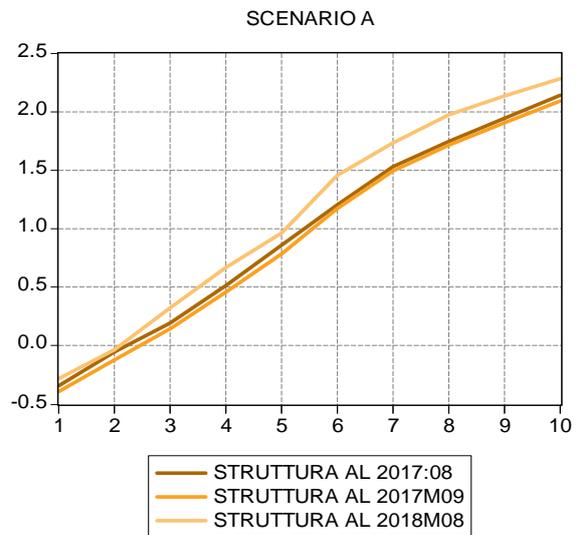
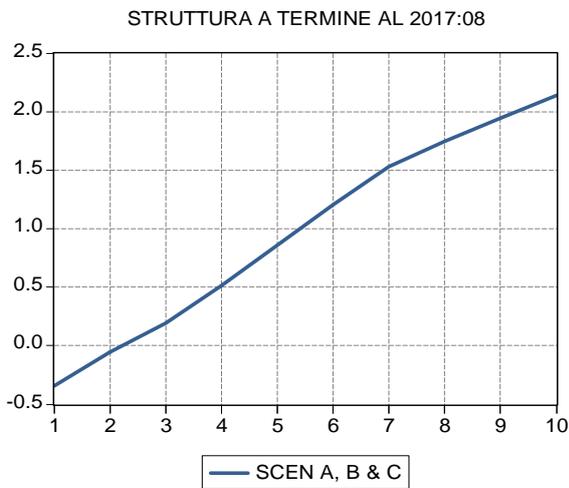
TASSI - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili

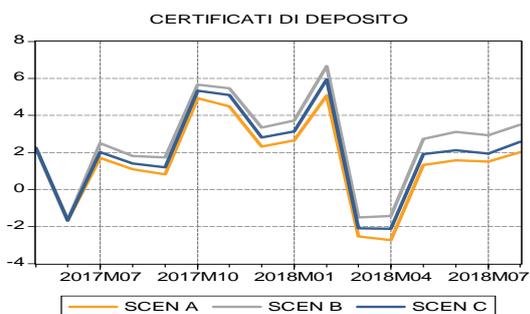
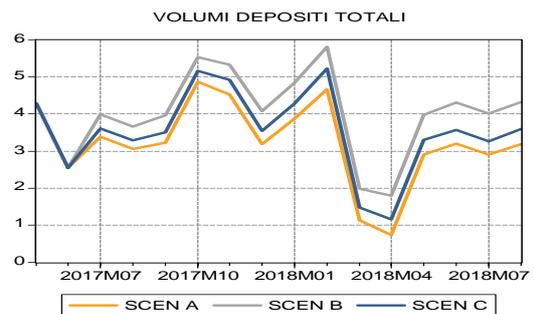
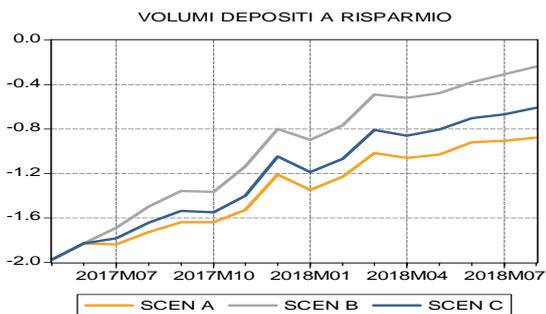
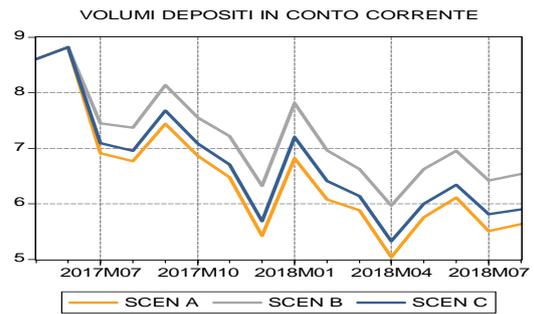
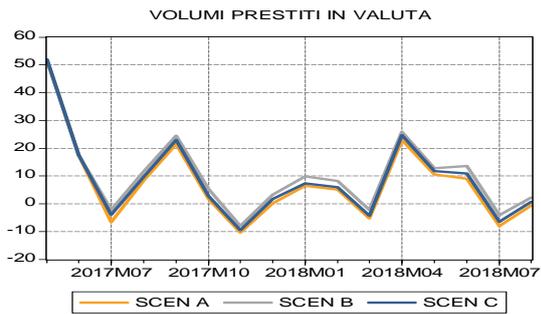
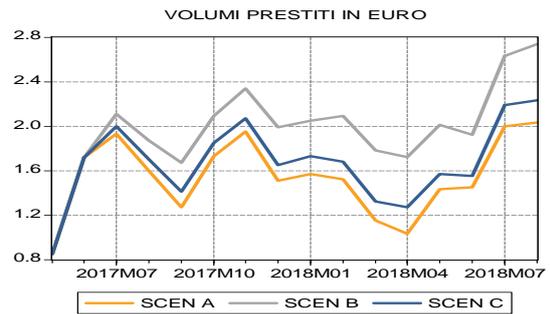
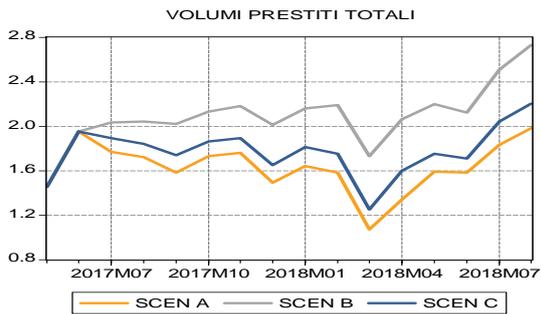
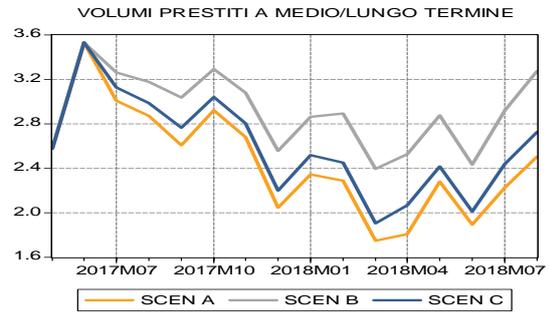
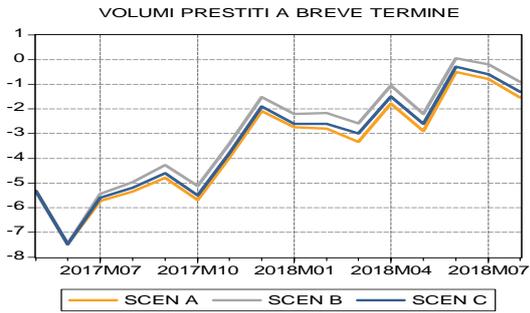


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



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

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

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

Ottobre 2017⁵

Finisce la politica straordinaria in USA. La BCE si mantiene cauta

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

IL QUADRO GENERALE

L'assemblea generale dell'ONU di settembre ha reso evidente la paura del mondo per una guerra nucleare con la Corea del Nord. I mercati finanziari non sembrano tuttavia preoccuparsene troppo. Per il momento sono più interessati alle condizioni macroeconomiche che alle tensioni geopolitiche e, poiché la ripresa ha carattere esteso a livello internazionale, le principali borse hanno continuato la loro corsa, sia in USA sia di qua dell'Atlantico, inanellando nuovi record storici.

In USA, intanto, la riunione di settembre della Fed ha sancito la fine della fase di politica monetaria straordinaria, annunciando il programma di exit strategy per la riduzione dei titoli in bilancio della Banca Centrale. Da ottobre a dicembre di quest'anno diminuiranno i reinvestimenti dei titoli in scadenza nel portafoglio della Fed di 10 miliardi di dollari al mese, al massimo (6 miliardi di titoli di Stato e 4 di obbligazioni ipotecarie). Poi, progressivamente, ogni trimestre tale tetto sarà aumentato di 10 miliardi di dollari, arrivando a pieno regime solo nell'ottobre del 2018, quando il livello massimo dei non-reinvestimenti sarà di 50 miliardi al mese (30 per i titoli di Stato e 20 per le obbligazioni). Poi il tetto rimarrà stabile fino al completamento del processo di normalizzazione del bilancio. Da ottobre 2018, quindi, esso sarà di 600 miliardi all'anno, che equivale ad un rialzo dei tassi di 75 punti base. Bisogna tenere conto, tuttavia, che stabilendo un tetto massimo, e non l'ammontare preciso di non-reinvestimenti, si dovrebbe evitare o limitare l'impatto negativo (al rialzo) sui rendimenti di mercato.

Alla riunione, il Comitato ha praticamente lasciato invariate le sue previsioni sull'inflazione nel prossimo triennio, mentre ha rivisto al rialzo quelle sulla crescita del PIL (+2.4% nel 2017). Nonostante ciò, **Janet Yellen è stata più falco del previsto, segnalando un eventuale aumento dei tassi ufficiali entro fine anno. Manteniamo pertanto invariato lo scenario del mese scorso, nel quale si prevedeva un rialzo di 25 punti base a dicembre** (Scenario C - probabilità 60%). **Nonostante i dati macroeconomici segnalino qualche flessione, a causa degli effetti devastanti degli uragani che hanno colpito la costa orientale degli Stati Uniti durante l'estate, l'arretramento avrà carattere transitorio**, come sottolineato dalla Fed. I dati del terzo e quarto trimestre dovranno essere letti insieme, perché i primi saranno penalizzati dalla distruzione e il blocco delle attività produttive lungo la costa, mentre i secondi saranno gonfiati dall'effetto ricostruzione.

La mossa di politica monetaria restrittiva, ovviamente, è legata ai progressi sul piano della riforma fiscale di Trump. A fine settembre si sono riaperte le prospettive di un'approvazione del pacchetto di riduzione delle imposte entro fine anno: i repubblicani hanno presentato in Commissione al bilancio del Senato una bozza del piano che prevede di mettere a disposizione 1 500 miliardi di dollari nei prossimi dieci anni per attuare i tagli alle imposte. Si tratta di un pacchetto ridimensionato rispetto a quello presentato a maggio da Trump, che prevedeva 2 200 miliardi di dollari, ma pur sempre molto ambizioso. Le aliquote sulle imposte delle società non andranno oltre il 20% (attualmente sono al 35%) non il 15% della proposta originaria. **Se la Commissione al bilancio darà un parere favorevole entro il 13 novembre, il progetto potrebbe diventare legge per la fine dell'anno in corso.** Resta aperto il dibattito sul suo finanziamento: alcuni sostengono che le risorse giungeranno interamente dalla maggiore crescita che il taglio alle imposte dovrebbe generare, altri sono preoccupati per l'impatto sul debito pubblico. È difficile quantificarne gli effetti, poiché si tratta di una riforma senza precedenti, e **questo giustifica, a nostro avviso, l'orientamento della Fed per un eventuale altro rialzo dei tassi ufficiali a dicembre: con un'economia vicina al pieno impiego e un dollaro debole che spinge la crescita attraverso le esportazioni, la Banca Centrale non vuole trovarsi impreparata a contrastare gli effetti espansivi della politica fiscale, qualora risultassero eccessivi.** Nei prossimi mesi, quindi, la variabile chiave sarà l'iter della riforma fiscale, più che i dati macroeconomici, *sporcati* da eventi eccezionali.

^a Università Ca' Foscari Venezia.

^b GRETA.

⁵ Dati aggiornati al 29/09/2017.

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

In Area Euro, alla riunione di settembre, la BCE ha lasciato invariati i tassi ufficiali a zero e ha ribadito che il *Quantitative Easing* da 60 miliardi di euro al mese proseguirà fino alla fine del 2017 e oltre se necessario. Infine, ha dichiarato che **la calibrazione della politica monetaria per il 2018 verrà discussa in autunno, cioè alla prossima riunione del 26 ottobre. Draghi ha cercato di dimostrarsi il più possibile colomba:**

Bisogna avere molta pazienza per capire se la ripresa abbia fiato lungo o corto ed è necessario ancora un elevato grado di accomodamento monetario per assicurare un ritorno durevole dell'inflazione nel medio termine all'obiettivo del 2%

sono state le sue parole. **Le stime sull'inflazione sono state riviste al ribasso per il 2018**, soprattutto a causa dell'apprezzamento dell'euro. È emerso inoltre che la recente volatilità dei cambi è fonte d'incertezza. Draghi ha alzato la guardia sul *super euro*, dando molto più peso alla valuta che non all'inflazione, durante la conferenza stampa che si tiene usualmente alla fine della riunione. Anche dal Bollettino mensile di settembre della BCE proviene un messaggio di politica monetaria accomodante, specificando che l'inflazione rimane sottotono, la crescita guadagna slancio, incoraggiante è il rapido calo della disoccupazione, ma l'inflazione richiede ancora stimoli monetari.

Molto probabilmente la discussione alla riunione di ottobre sarà tra due alternative: un programma di *Tapering* (il ridimensionamento del QE) fisso, con scadenza a una data precisa, o flessibile, con la possibilità di un prolungamento temporale oltre tale data e un'eventuale estensione dell'ammontare complessivo del piano. Dato l'atteggiamento prudente dimostrato finora, **la seconda alternativa rimane più probabile. Ribadiamo, pertanto, lo scenario del mese scorso con un inizio del *Tapering* a partire dalla seconda metà del 2018** (Scenario C - probabilità 60%). Tale convinzione poggia sulle seguenti considerazioni: **1) la forza dell'euro riduce l'urgenza di rimuovere lo stimolo monetario**, perché porta con sé un effetto restrittivo sulle esportazioni; **2) gli ultimi dati mensili hanno evidenziato un arretramento dell'inflazione;** **3) in primavera le elezioni italiane saranno fonte di tensione.**

In Giappone, due sono i fattori che peseranno sulla crescita economica del Paese. 1) Il Governo Abe ha indetto elezioni anticipate a ottobre di quest'anno. Questo fatto non aiuterà il ciclo economico, uscito indebolito dalla revisione dei dati sul PIL del secondo trimestre dell'anno, anche se in progresso rispetto ai primi mesi: la crescita tendenziale si è ridimensionata a +1.6% rispetto a +2.1% del preliminare. **2) Le tensioni geopolitiche tra Corea del Nord e Stati Uniti, che in settembre si sono intensificate almeno nelle parole, aumentano l'avversione al rischio a livello internazionale e tendono a rafforzare lo yen.** Da un lato, pertanto, l'alto grado dei profitti aziendali ha portato la Borsa di Tokio a raggiungere livelli massimi degli ultimi due anni e ha influito positivamente sugli ordini di macchinari di luglio, precludendo a un incremento consistente degli investimenti. Dall'altro lato, **l'apprezzamento della valuta continuerà a pesare sulle esportazioni giapponesi**, la componente responsabile del ridimensionamento della crescita del PIL nel secondo trimestre rispetto ai dati preliminari.

A fronte di tale scenario non privo d'incertezze sulla solidità della ripresa nel prossimo futuro, la Banca Centrale del Giappone, alla riunione di settembre, è rimasta ferma, mantenendo gli stimoli monetari aggressivi. Non ci si aspetta che tale orientamento possa cambiare nel breve termine.

Sul fronte del petrolio, come previsto il mese scorso, **sono emerse alcune tensioni** che hanno spinto al rialzo, nel mese di settembre, le quotazioni del greggio. Il Brent è arrivato a 58 dollari al barile e il *WTI* a 53. Alla base di questo aumento dei prezzi **ci sono fattori che agiscono, e agiranno, sia dal lato della domanda sia dell'offerta di petrolio. Il miglioramento del ciclo economico a livello internazionale ha aumentato la domanda globale di greggio delle economie più importanti** come Cina, India, Europa e Stati Uniti: nel secondo trimestre è cresciuta di +2.4% su base annua. Non a caso, l'*International Energy Agency* (IEA) ha rivisto al rialzo le sue previsioni per il 2017 a +1.6 milioni di barili al giorno da 1.5 milioni. In agosto, sono diminuite sia le scorte di greggio, a causa di interruzioni impreviste e manutenzioni programmate principalmente nell'area non-OPEC, sia la produzione dei Paesi OPEC, per la prima volta in cinque mesi. **Il fattore più rilevante, tuttavia, rimane quello delle tensioni geopolitiche, non solo tra Corea del Nord e Stati Uniti, ma anche tra Turchia e Kurdistan.** Quest'ultimo, attraverso un referendum, sta cercando di ottenere l'indipendenza, ma la Turchia di Erdogan si oppone, minacciandone l'isolamento con la chiusura dell'oleodotto che trasporta il petrolio estratto dalla regione. Pur ritenendo poco probabile che ciò accada per i troppi interessi in gioco, la questione contribuisce a impedire al prezzo del petrolio di scendere.

L'aumento di domanda e le incertezze sull'offerta continueranno quindi a mantenere il prezzo del petrolio sopra i 50 dollari al barile per il *WTI* e i 55 dollari al barile per il Brent. Riteniamo tuttavia poco probabile che le quotazioni possano superare i 55 e i 60 dollari al barile, rispettivamente, perché, in tal caso si creerebbe un

disincentivo a trovare un accordo alla riunione OPEC di novembre per l'estensione dei tagli alla produzione oltre marzo del 2018 e perché gli Stati Uniti hanno ripreso a produrre grandi quantità di petrolio con le nuove tecniche di *shale oil*.

GLI ULTIMI DATI

In USA, i dati definitivi sul PIL del secondo trimestre del 2017 hanno apportato solo lievi aggiustamenti alle rilevazioni provvisorie, confermando e rafforzando ancora un po' la ripresa, dopo la battuta d'arresto dei primi tre mesi dell'anno. Il PIL è, infatti, cresciuto di +3.1% t/t annualizzato rispetto al trimestre precedente, correggendo al rialzo dal +3% t/t delle stime preliminari. La variazione tendenziale è rimasta a +2.2% a/a. **La componente che ha trainato maggiormente la crescita è stata quella dei consumi**, con un contributo di +2.2% t/t (rivisto da +2.3%) grazie a una dinamica più che soddisfacente (+3.3% t/t) rispetto al primo trimestre. **Il carattere transitorio della debolezza dei consumi registrata a inizio anno può essere quindi confermato. Gli investimenti fissi sono stati rivisti al ribasso**, sia per la componente dei residenziali (-7.3% t/t da -6.5%) sia per quella dei non residenziali (+6.7% t/t da +6.9%). Nonostante il contributo complessivo alla crescita degli investimenti abbia subito solo una leggera limatura a +0.5% t/t da +0.6%, resta evidente la **difficoltà del settore edilizio**. La spesa pubblica ha ridimensionato la sua dinamica negativa a -0.2% t/t da -0.3%, rendendo nullo il suo contributo alla crescita del PIL. **Per quanto riguarda il canale estero, il supporto alla ripresa rimane ancora limitato** a +0.2% t/t, nonostante le esportazioni siano risultate abbastanza brillanti (+3.5% t/t) rispetto al trimestre precedente, a fronte di importazioni positive ma più caute (+1.5% t/t). **È probabile, tuttavia, che questa componente si rafforzi nella seconda parte dell'anno**, iniziando a beneficiare del recente indebolimento del dollaro.

È chiaro che i prossimi dati trimestrali saranno influenzati dagli effetti degli uragani che hanno colpito la costa orientale degli Stati Uniti durante la stagione estiva. Il terzo trimestre sarà penalizzato dalla devastazione, il quarto sarà favorito dalla ricostruzione, quindi **sarà più difficile valutare la dinamica di medio periodo del ciclo economico americano.**

L'impatto degli uragani emerge già dai dati mensili, relativi prevalentemente ad agosto, sia dal lato dell'offerta sia della domanda. La produzione industriale ha subito un calo di -0.9% m/m, dopo il +0.4% di luglio (rivisto da +0.2%). **È soprattutto il settore edilizio a risentirne, con tutti gli indicatori in calo:** -0.8% m/m gli avvii di nuovi cantieri, -3.4% m/m la vendita di nuove case e -1.7% per quelle esistenti. Già nel mese di luglio la dinamica era stata negativa e si va a sommare alla debolezza del comparto emersa nei dati trimestrali della prima metà dell'anno in corso. **Le vendite al dettaglio sono diminuite** di -0.2% m/m da +0.3% di luglio (rivisto al ribasso da +0.6%); la spesa per consumi e il reddito sono scesi di -0.1% m/m in termini reali. **Il tasso di disoccupazione è leggermente risalito** al 4.4% dal 4.3% di luglio e **l'occupazione ha deluso le attese** di +180 mila unità, registrando un +156 mila, in ridimensionamento rispetto a +189 mila del mese precedente (rivisto al ribasso da +209 mila).

Tutto ciò non deve trarre in inganno. La stessa Fed ha ammonito che gli effetti degli eventi meteorologici di agosto saranno transitori. Di fatto il ciclo economico americano gode di buona salute: il tasso di disoccupazione rimane sempre vicino al pieno impiego; gli ordini di beni durevoli hanno registrato un rialzo di +1.7% m/m, invertendo la tendenza negativa di -6.8% di luglio (che però andava a compensare il brillante +6.4% m/m di giugno) anche se resta un più limitato +0.2% m/m depurando l'indice dalla componente dei trasporti; **in settembre, la fiducia dei produttori ha aggiustato bruscamente verso l'alto**, raggiungendo quota 65.2 da 58.9 di agosto, contro un'attesa più pessimista di 58.7. **I consumatori rimangono più cauti**, con un ridimensionamento dell'indice *Conference Board* a 119.8 da 120.4 di agosto, **ma non va dimenticato che il livello di fiducia resta ai livelli massimi degli ultimi 16 anni.**

I dati relativi ad agosto evidenziano ancora una volta l'assenza di segnali inflazionistici: la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi *PCE (Personal Consumption Expenditures)* è rimasta invariata a +1.4% a/a; l'indice *core*, depurato dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, si è ulteriormente ridimensionato a +1.3% a/a da +1.4% di luglio e +1.5% di giugno; la variazione tendenziale dei salari orari è ferma da tre mesi a +2.5% a/a e il costo unitario del lavoro nel secondo trimestre è stato rivisto al ribasso a +0.2% t/t da +0.6%, confermando la battuta d'arresto rispetto al +4.8% del trimestre precedente (rivisto verso il basso da +5.4%).

USA

Le incertezze sulla crescita sono temporanee perché dovute all'effetto degli uragani

In conclusione, **nonostante qualche indecisione sulla crescita e il permanere di una bassa inflazione, confermiamo lo scenario del mese scorso, nel quale rimane alta la probabilità che la Fed aumenti i tassi ufficiali a dicembre di 25 punti base (Scenario C - probabilità 60%) perché, come ha messo in evidenza la stessa Banca Centrale, i fattori di questa incertezza sono temporanei (effetto uragani) e saranno compensati dagli effetti di segno opposto dovuti all'attività di ricostruzione negli ultimi mesi dell'anno in corso.**

In Giappone, la revisione dei dati del PIL del secondo trimestre ha aggiustato verso il basso la crescita, che comunque in progresso rispetto ai primi tre mesi dell'anno. Il PIL nipponico, infatti, tra aprile e giugno è stato rivisto a +0.6% t/t rispetto a +1% del preliminare, portando la variazione tendenziale a +1.6% a/a da +2.1% a/a del dato provvisorio. La revisione riduce di molto il vantaggio della ripresa, ma mantiene il rafforzamento rispetto al primo trimestre, nel quale si era registrato un più limitato +1.4% a/a. **La componente che ha trainato maggiormente la crescita non è più quella degli investimenti, che ha segnato un contributo limitato a +0.4% t/t, rispetto a +0.7% del preliminare, con un ridimensionamento della dinamica a +1.7% t/t da +2.8% del dato provvisorio, ma quella dei consumi che hanno mantenuto il contributo a +0.5% t/t. Dall'altro lato, si è rafforzato l'apporto della spesa pubblica a +0.4% t/t da +0.3% del preliminare, grazie agli interventi di politica fiscale espansiva decisi dal governo Abe. Resta invece negativo il contributo del canale estero, che ha sottratto crescita per un -0.3% t/t, a causa di un doppio effetto negativo prodotto dal calo delle esportazioni di -0.5% t/t e dal concomitante aumento delle importazioni di +1.4% t/t. In definitiva, la crescita del PIL giapponese è rimasta positiva, anche se indebolita rispetto alle rilevazioni preliminari, con un sostanziale bilanciamento delle componenti di domanda interna (consumi, investimenti e spesa pubblica). La domanda estera, invece, rappresenta l'anello debole della ripresa, complice il rafforzamento dello yen per un duplice effetto di debolezza del dollaro e forza intrinseca della valuta giapponese per le tensioni in Corea del Nord.**

I dati mensili, relativi prevalentemente ad agosto, dissipano le incertezze dal lato dell'offerta che erano emerse nel mese precedente: la produzione industriale è ritornata a crescere di +2.1% m/m dopo la battuta d'arresto di luglio di -0.8%, superando le attese di +1.8%. Tenendo conto che a giugno si era registrato un altro brillante +2.2% m/m, si può concludere che l'incertezza di luglio sia stata temporanea. Gli ordini di macchinari all'industria di luglio sono riusciti finalmente a invertire in modo prorompente la tendenza negativa in atto da tre mesi, registrando un balzo di +8% m/m, dopo le contrazioni di -1.9% m/m di giugno, -3.6% di maggio e -3.1% di aprile. Le aspettative degli operatori erano ottimiste, ma non di tale portata (+4.1% m/m). Il buon dato riflette il livello massimo dei profitti aziendali raggiunto nel secondo trimestre che si sta traducendo in maggiori investimenti. L'ottimismo dei produttori che emerge dall'indice di fiducia, salito in settembre a 52.6 da 52.2 (quest'ultimo rivisto da 52.8) è coerente con la rimonta degli ordinativi.

Se da un lato, in agosto, permangono le buone condizioni del mercato del lavoro, con un tasso di disoccupazione fermo al 2.8%, gli indicatori della domanda sono tutti negativi: le vendite al dettaglio sono diminuite di -1.7% m/m, il reddito disponibile in termini reali di -1.3%, i consumi privati di -0.5% (dopo il tonfo -4.1% di luglio) e la fiducia dei consumatori si è portata a 43.3 da 43.8 del mese precedente.

La ripresa resta quindi ancora incerta se si tiene conto anche delle elezioni anticipate in ottobre, indette da Abe, che potrebbero minarne il sentiero positivo imboccato dalla primavera.

Qualche progresso si riscontra nell'inflazione: ad agosto, sia il CPI globale sia quello core hanno registrato una variazione tendenziale di +0.7% a/a da +0.4% e +0.5% di luglio, rispettivamente. **I segnali sono incoraggianti nella lotta alla deflazione, ma non avranno alcun effetto sulle decisioni di politica monetaria che rimarrà ultra espansiva, perché ancora troppo lontani dall'obiettivo del 2%.**

GIAPPONE

La forza dello yen penalizza il canale estero. Le elezioni anticipate a ottobre non faranno bene alla ripresa economica

AREA EURO

La crescita si conferma superiore al 2% ma ancora senza pressioni inflazionistiche

Per l'Area Euro, i dati trimestrali del PIL del secondo trimestre, ora disponibili anche per le singole componenti, rafforzano la ripresa in atto. La crescita si è attestata a +0.6% t/t, come era emerso dal preliminare, mentre la variazione tendenziale è stata rivista al rialzo a +2.3% a/a da +2.2% a/a, in aumento dal +1.9% del trimestre precedente. La ripresa è guidata dalla Germania (+2.1% a/a) ma anche negli altri Paesi, come Francia e Italia, i segnali vanno in questa direzione (+1.8% e +1.5%, rispettivamente). **I risultati sono molto positivi se si considera che la crescita è bilanciata tra le componenti di domanda interna:** i contributi di consumi e investimenti sono, infatti, simili (+0.3% t/t e +0.2% t/t, rispettivamente). I consumi hanno rafforzato la loro dinamica con una variazione congiunturale di +0.5% t/t da +0.4% del trimestre precedente e gli investimenti hanno invertito la loro, passando a un +0.9% t/t da -0.3% del primo periodo. **L'altro contributo rilevante proviene dalle scorte (+0.3% t/t) e, a nostro avviso, questo è un segnale positivo di ricostituzione di magazzino a fronte di una domanda più decisa,** e non negativo per merci invendute. **Meno rilevanti appaiono le altre due componenti della spesa pubblica e del canale estero,** con un contributo di +0.1% t/t ciascuna. La seconda riflette una crescita sia delle esportazioni (+1.1% t/t) sia delle importazioni (+0.9% t/t). È incoraggiante che le prime riescano a crescere nonostante il rafforzamento dell'euro.

I nuovi dati mensili, relativi principalmente a luglio-agosto, **confermano la buona intonazione, con la fiducia di consumatori e imprenditori ai massimi, a fronte di un'inflazione ancora contenuta. A luglio, infatti, il mercato del lavoro ha consolidato il livello del tasso di disoccupazione al 9.1% del mese precedente** e, nel secondo trimestre dell'anno, l'incremento di nuovi occupati è rimasto consistente (+651 mila) anche se inferiore al trimestre precedente (+775 mila, rivisto al rialzo da 660 mila). La produzione industriale ha registrato un +0.1% m/m, portando la variazione tendenziale a +3.4% a/a da +2.7% di giugno. Il settore delle costruzioni ha confermato la dinamica di +0.2% m/m del mese precedente (quest'ultimo rivisto in modo rilevante da -0.5%). Le vendite al dettaglio sono diminuite di -0.3% m/m, ma, a giugno, avevano segnato un buon risultato di +0.6% (rivisto al rialzo da +0.5%). In ogni caso, **è soprattutto la fiducia di produttori e consumatori che continua la sua corsa:** a settembre, l'*ESI (Economic Sentiment Indicator)* ha registrato un ulteriore incremento a 113 da 111.9 di agosto. Le aspettative erano a favore di un rialzo, ma non così consistente. Il PMI (che testa la fiducia dei produttori) del settore manifatturiero ha raggiunto il livello di 58.2 da 57.4 di agosto e quello dei servizi di 55.6 da 54.7. Tutto ciò dà una chiara visione di un'economia in espansione.

Nonostante le conferme sulla ripresa, non vi sono segnali inflazionistici: a settembre la variazione tendenziale dell'indice globale *HCPI (Harmonized Consumer Price Index)* è rimasta ferma a +1.5% a/a e il *core*, che esclude le componenti più volatili dell'energia e degli alimentari, si è leggermente ridimensionato a +1.1% a/a da 1.2% a/a di agosto, ben lontano dall'obiettivo del 2%.

La crescita senza reali pressioni inflazionistiche e la forza dell'euro ci fanno ribadire quanto affermato il mese scorso. Riteniamo che alla riunione di ottobre la BCE sarà cauta nel definire il Tapering, il piano di rientro del Quantitative Easing, rinviandone l'inizio all'autunno del 2018 (Scenario C - probabilità 60%) per non spegnere la ripresa prematuramente.

In Germania non ci sono nuove informazioni dai dati trimestrali del PIL rispetto al mese scorso: la crescita nel secondo trimestre si è attestata a +0.6% t/t, portando il tasso tendenziale a +2.1% a/a da +1.9% dei primi tre mesi dell'anno. **I consumi sono stati la componente che ha dato il maggior contributo, mentre il canale estero è risultato il più debole, risentendo del rafforzamento dell'euro.**

I nuovi dati mensili disponibili sono stati piuttosto deboli e si sono dimostrati in genere inferiori alle attese, segnalando forse un momento di pausa nella ripresa tedesca: ad agosto, le vendite al dettaglio hanno registrato un altro calo di -0.4% m/m, dopo il -1.2% m/m di luglio. Gli operatori si attendevano un risultato di segno opposto (+0.5%), tuttavia, non bisogna dimenticare che maggio e giugno erano stati particolarmente brillanti con un +0.5% e un +1.3%, rispettivamente. **A luglio, la produzione industriale è rimasta ferma (0% m/m)** dopo che il dato di giugno di -1.1% m/m aveva azzerato la

Germania

crescita di maggio (+1.2%). **Il settore delle costruzioni, invece, ha recuperato** con un +0.5% m/m, compensando i risultati del mese precedente di -0.5% (rivisto al rialzo da -1%). **Gli ordini all'industria**, che danno indicazioni sull'evoluzione in futuro della produzione industriale, **sono diminuiti** di -0.7% m/m, contro un'aspettativa di crescita di +0.2% e di un +0.9% del mese precedente (rivisto leggermente al ribasso da +1%). **In settembre, tuttavia, il mercato del lavoro ha continuato a inanellare successi e la fiducia dei produttori a salire, pur essendo già ai massimi storici:** a settembre il tasso di disoccupazione è sceso ancora a 5.6% da 5.7% e il PMI, che misura la fiducia dei produttori, ha raggiunto quota 60.6 nel settore manifatturiero (da 59.3 di agosto) e 55.6 in quello dei servizi (da 53.5).

La debolezza riscontrata nei dati di luglio e agosto ha pertanto carattere temporaneo, perché dovuta alla fisiologica incertezza per le elezioni politiche che si sono tenute il 24 settembre. La riconferma di Angela Merkel dovrebbe riportare la crescita sul sentiero positivo di primavera

Sul fronte dell'inflazione le preoccupazioni permangono ma non s'intensificano, visto che gli indicatori sono rimasti fermi a +1.8% a/a l'*HCPI* di settembre e a +1.5% a/a l'indice *core* di agosto.

In Francia, l'ulteriore revisione dei dati relativi al secondo trimestre ha in sostanza confermato e rafforzato il recupero del ciclo economico. Il PIL è stato rivisto al rialzo a +1.8% a/a rispetto al +1.7% del preliminare, mentre l'incremento congiunturale è rimasto +0.5% t/t. **Non si sono registrate variazioni di rilievo**, se non per i consumi, il cui contributo alla crescita è passato a +0.2% t/t da +0.1% della precedente stima. **Le esportazioni nette rimangono la componente che ha trainato maggiormente l'economia francese con un +0.6% t/t. Risulta importante il riequilibrio delle scorte**, già segnalato il mese scorso, con un decumulo di -0.5% t/t da +0.7% del primo trimestre. **La domanda interna è perfettamente bilanciata tra consumi e investimenti.**

Francia

I dati mensili relativi a luglio, quindi rilevanti per valutare il proseguimento della crescita nel terzo trimestre, **superano la delusione di quelli del mese precedente, soprattutto dal lato dell'offerta.** La produzione industriale è aumentata di +0.5% m/m, dopo l'importante calo di -1.1% di giugno, riprendendo la tendenza positiva di maggio che era stata rilevante (+1.9%). Le costruzioni sono salite di +0.6%, a fronte di un decremento di -0.2% di giugno. **Le vendite al dettaglio hanno registrato una buona dinamica** (+0.6% m/m) contrastando il -0.4% del mese precedente (rivisto da -0.3%), anche se i consumi delle famiglie, in agosto, sono diminuiti di -0.2% m/m e la fiducia dei consumatori a settembre si è presa una pausa (l'indice *Insee* ha leggermente corretto verso il basso a 101 da 103). Per contro, **i produttori restano molto ottimisti con un PMI di settembre in aumento sia nel settore manifatturiero** (a 56 da 55.8) **sia in quello dei servizi** (a 57.1 da 54.9).

Nessuna ripresa dell'inflazione appare all'orizzonte. A settembre, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi al consumo armonizzato si è attestata a +1.1% a/a, correggendo solo leggermente rispetto a quella di agosto (+1%) e **il core**, disponibile solo per agosto, **è fermo a +0.6% a/a da tre mesi. È l'inflazione più bassa dell'Area Euro.**

In Italia, i dati trimestrali del PIL del secondo trimestre, disponibili ora anche per le singole componenti, hanno confermato la ripresa: la crescita congiunturale è stata pari a +0.4% t/t, portando quella tendenziale a +1.5% a/a da +1.4% del trimestre precedente. **Pur rimanendo in coda rispetto agli altri Paesi dell'Area Euro, ha accorciato le distanze e con la crescita tendenziale più alta degli ultimi sei anni. La componente che ha contribuito maggiormente alla ripresa è stata quella dei consumi** con un +0.2%, grazie ad una dinamica congiunturale di +0.3% t/t. **Gli investimenti hanno supportato la crescita per un limitato +0.1% t/t ma hanno invertito la tendenza**, registrando un +0.7% t/t rispetto al dato debole di -1.6% t/t del primo trimestre (rivisto al ribasso da -0.8%). La spesa pubblica e il canale estero sono risultati neutrali in termini di contributo. Le esportazioni e le importazioni sono aumentate di pari passo.

Italia

Dal lato dell'offerta, i nuovi dati mensili relativi a luglio sono positivi, anche se meno brillanti di quelli di giugno, quindi alimentano la speranza che la crescita proseguirà anche nel terzo trimestre. La produzione industriale è aumentata di +0.1% m/m, dopo il consistente incremento di +1.1% m/m del mese precedente, superando di molto le attese che prevedevano un'inversione di tendenza (-0.4%). Così pure le costruzioni, che con un +0.1% m/m hanno recuperato in parte il brutto dato di giugno (-1.6%). Gli ordini all'industria sono aumentati di +0.2% m/m. È, comunque, ancora la fiducia dei produttori, soprattutto nel settore manifatturiero, a dare i segnali più incoraggianti: in settembre l'indice si è portato a quota 110.4 da 108.5 del mese precedente, nonostante avesse già in agosto raggiunto i livelli massimi degli ultimi 10 anni.

Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio a luglio sono diminuite di -0.2% m/m, com'era nelle attese, ma il buon risultato del mese precedente (+0.6%) e l'ulteriore balzo della fiducia dei consumatori di settembre a 115.5 da 111.2 di agosto (quest'ultimo rivisto al rialzo da 110.8) dovrebbero sostenere i consumi nella seconda parte dell'anno in corso.

In settembre, non sono emersi segnali inflazionistici, in sintonia con il resto dell'area, anzi gli indicatori hanno corretto leggermente verso il basso: la variazione tendenziale dell'H CPI globale si è attestata a +1.3% a/a da +1.4% del mese precedente e l'indice core a +0.9% a/a da +1.1% di agosto.

Va sottolineato, infine, che con l'avvicinarsi dell'inversione di tendenza della politica monetaria, i rendimenti dei titoli di Stato italiani soffriranno di più degli altri per l'elevato debito pubblico del nostro Paese e che il clima pre-elettorale della primavera del 2018 li manterrà in tensione.

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

GLI SCENARI

A (30%)

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

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

B (10%)

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

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

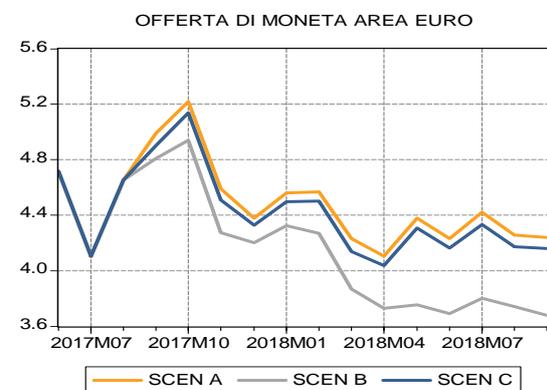
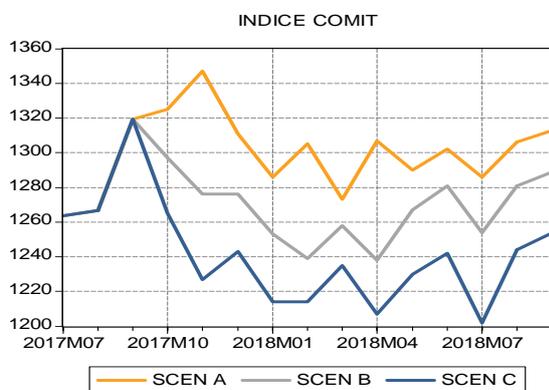
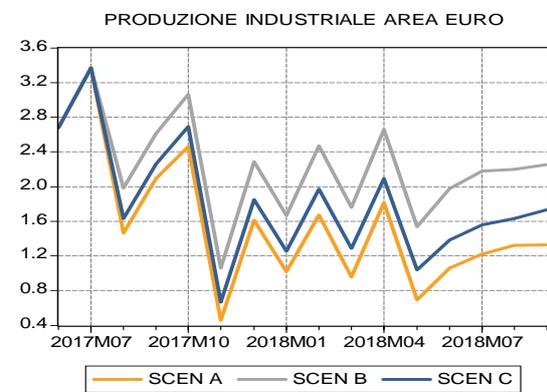
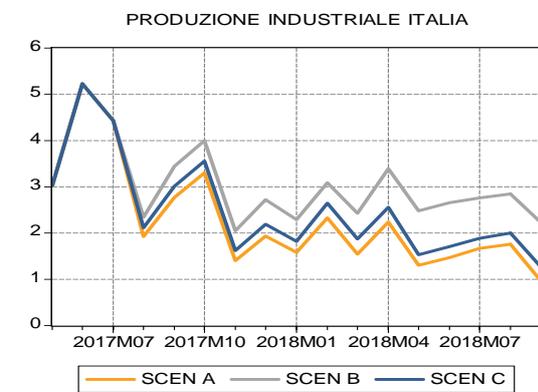
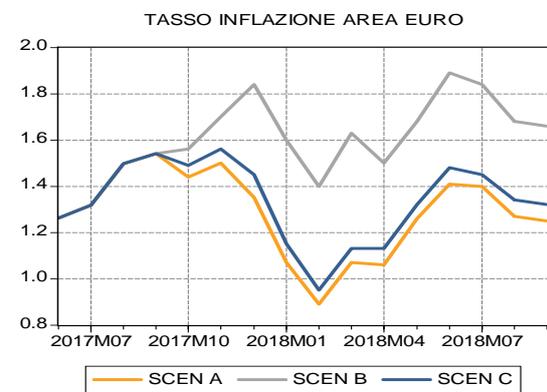
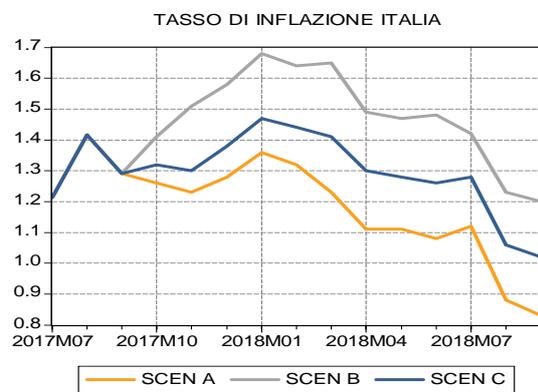
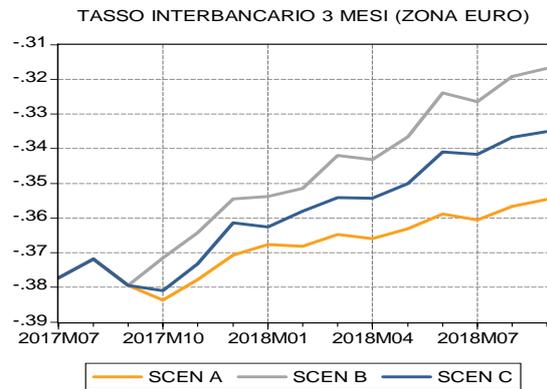
C (60%)

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

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

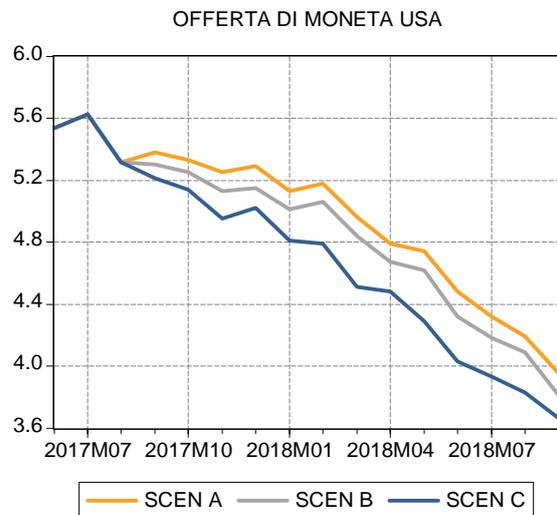
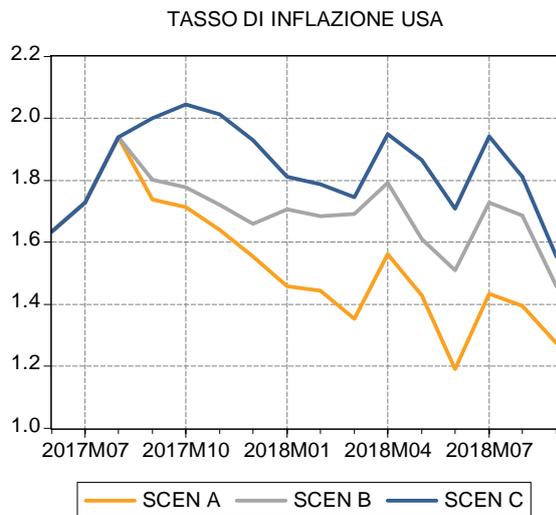
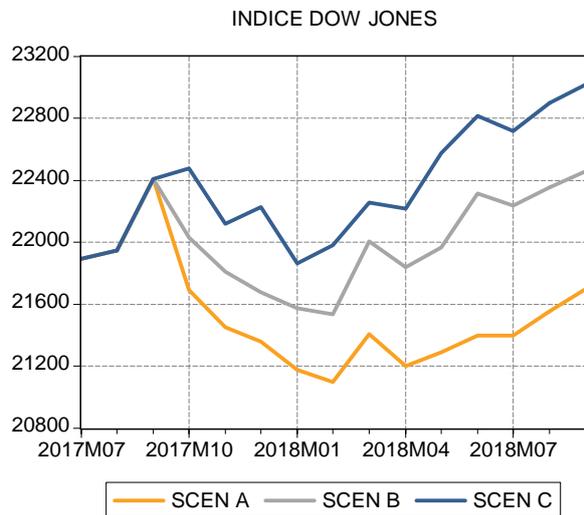
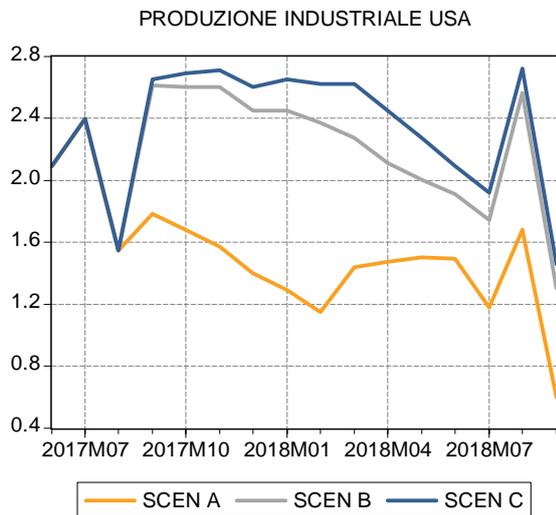
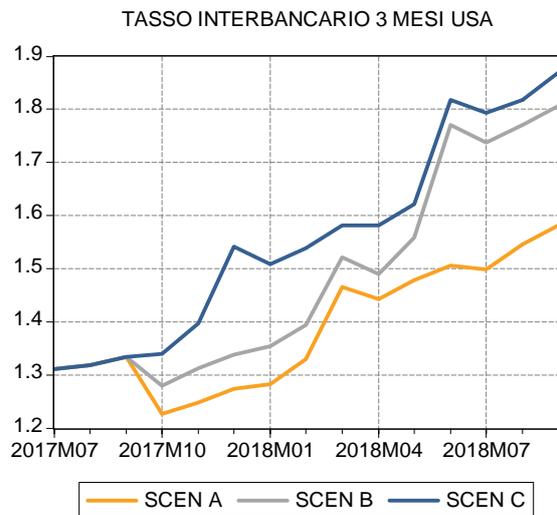
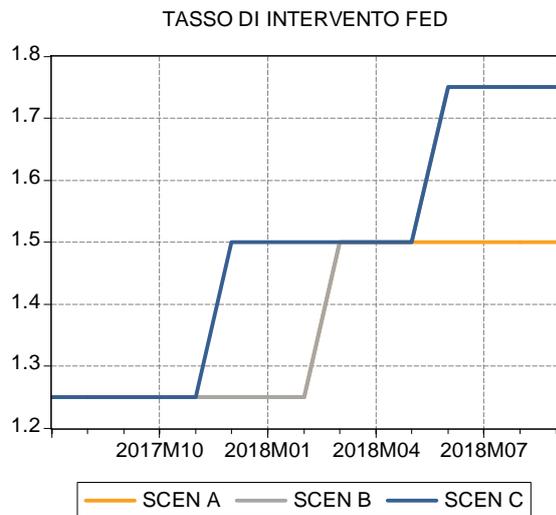
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

Il segmento dei tassi interbancari europei a breve termine non si scosta dal *refi* sui depositi marginali della BCE, a causa della liquidità in eccesso. In settembre i tassi sono stabili tra il -0.3% e il -0.4% per le scadenze da 1 a 6 mesi. **La crescita economica moderata ma stabile e l'inflazione contenuta potrebbero permettere alla BCE di rinviare il *Tapering* alla fine del 2018, pur iniziando a parlarne in autunno di quest'anno (Scen. C e A).** Anche se l'inflazione dovesse accelerare, la probabilità che l'avvio del *Tapering* sia anticipato alla prima parte del 2018, rimane bassa (Scen. B). **I saggi interbancari sono visti stabili o in debolissima ripresa in tutti e tre gli scenari** (il tasso a 1 mese dovrebbe mantenersi circa al -0.4%, il 3 mesi tra il -0.3% e il -0.4% e il 6 mesi prossimo al -0.3%).

TASSI INTERBANCARI

Come accaduto dopo l'elezione di Trump, quando i rendimenti dei bond in generale aumentarono grazie alla promessa di una fenomenale riduzione delle tasse per le imprese, anche in settembre nel mercato obbligazionario sono tornate le vendite. In Italia l'aumento del rendimento decennale è stato comunque contenuto, +2.23% dal precedente +2.14% (+1.57% da +1.53% il 7 anni). Anche in questo caso l'incremento è stato innescato dalle attese circa la politica fiscale di Trump, il quale, a fine settembre, ha presentato al Congresso una nuova proposta di riforma fiscale, meno aggressiva della precedente ma comunque rilevante. Stabili sono invece rimasti i tassi a più breve scadenza (+0.2% il tre anni e +0.88% il 5 anni). **Nello scenario C, se la riforma fiscale in USA fosse approvata parzialmente, la Fed potrebbe innalzare i tassi a dicembre 2017 e a giugno 2018, per contenere i rischi inflazionistici. La BCE potrebbe iniziare a discutere di *Tapering* in autunno per poi implementarlo non prima dell'autunno del 2018. Sulla scia dei rendimenti statunitensi, anche quelli europei sono visti in rialzo. In particolare quelli italiani, nella primavera del 2018, potrebbero risentire delle tensioni per le elezioni politiche** (+0.40%, +1.11%, +1.80% e +2.42% rispettivamente il 3, 5, 7, e 10 anni a settembre 2018). A parità di condizioni in Area Euro, se negli USA la riforma fiscale dovesse naufragare quasi in toto e la Fed decidesse di non fare rialzi nel 2017, limitandosi a normalizzare il suo bilancio (scenario A) i rendimenti italiani rimarrebbero più contenuti (+0.28% il 3 anni, +0.99% il 5 anni, +1.69% il 7 anni e +2.3% il 10 anni a settembre 2018). Nello scenario B, il ritardo nell'approvazione parziale della riforma fiscale potrebbe spingere la Fed a rimandare il rialzo, previsto a dicembre in C, a marzo del 2018. In Europa, il raggiungimento dell'obiettivo d'inflazione al 2% prima del previsto potrebbe indurre la BCE a considerare un eventuale *Tapering* già nella prima parte del 2018. Questo potrebbe sostenere i rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona e l'Italia, più fragile per l'elevato debito pubblico e per l'incertezza politica delle elezioni, potrebbe esserne particolarmente penalizzata (+0.62% il 3 anni, +1.33% il 5 anni, +2.0% il 7 anni e +2.62% il 10 anni alla fine del periodo di previsione).

STRUTTURA A TERMINE

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

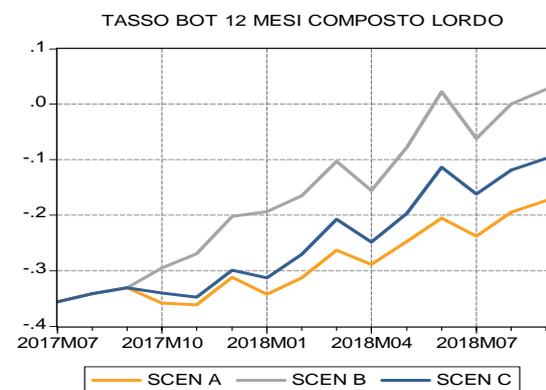
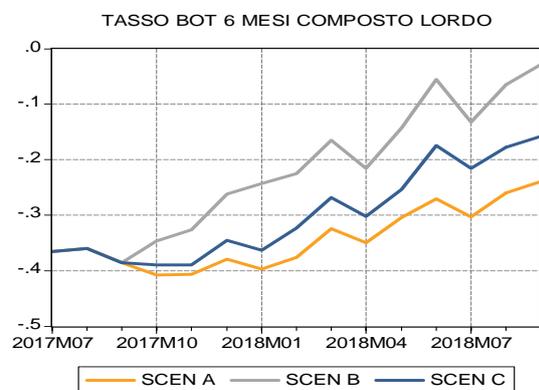
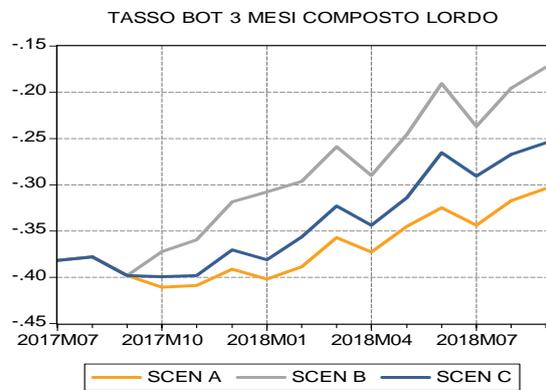
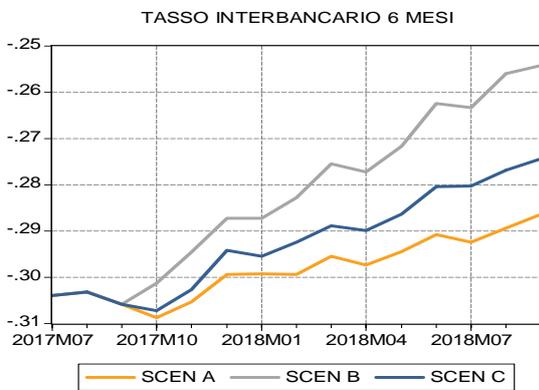
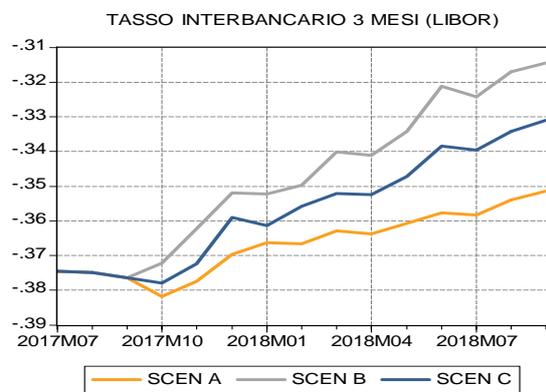
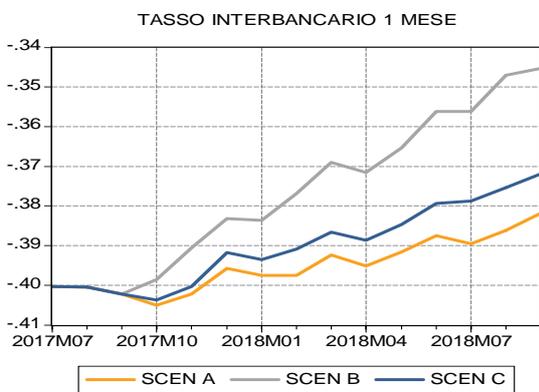
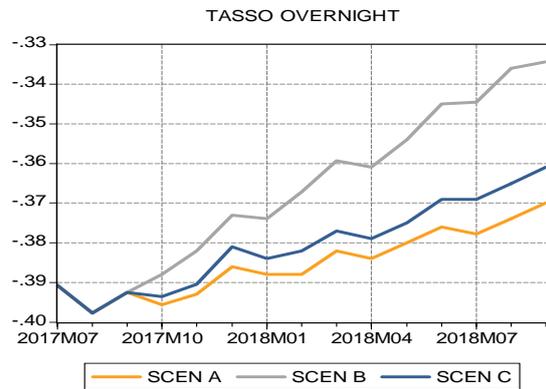
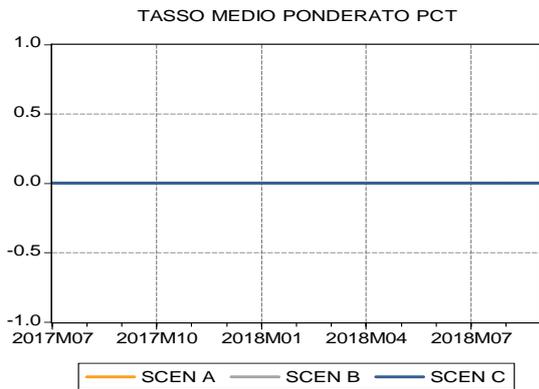
TASSI BANCARI

In luglio è continuata la serie di aumenti che sta caratterizzando sia i depositi totali (+2.9% da +2.6%) sia i prestiti totali (+1.3% da +1.9%). **In base ai risultati delle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica sia degli impieghi** (+1.6% a/a in C, +1.3% in A e +2% in B, a settembre 2018) **sia dei depositi totali** (+3.7%, +3.4% e +4.3% rispettivamente) **dovrebbe rimanere sostenuta per l'intero periodo di previsione.**

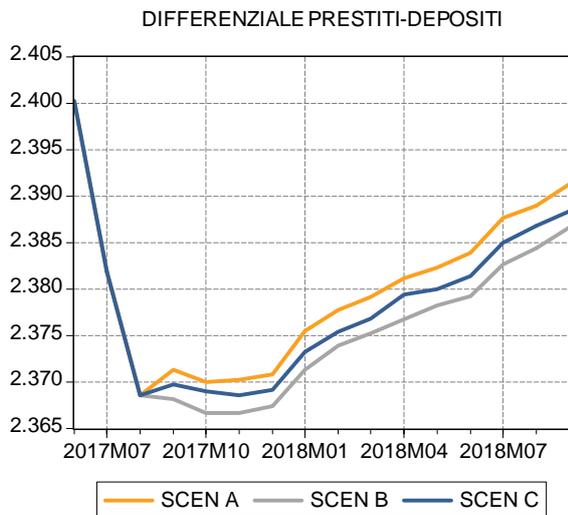
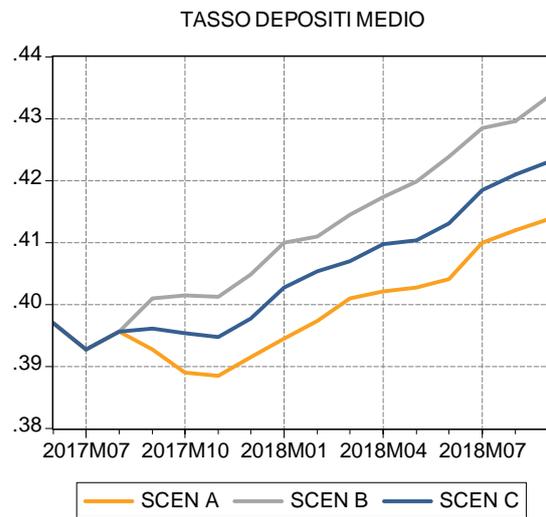
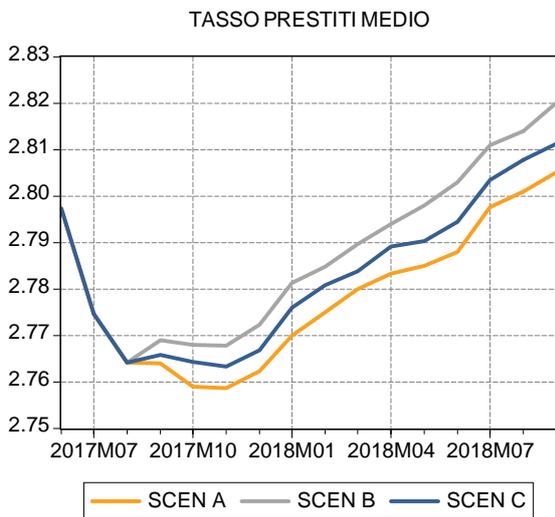
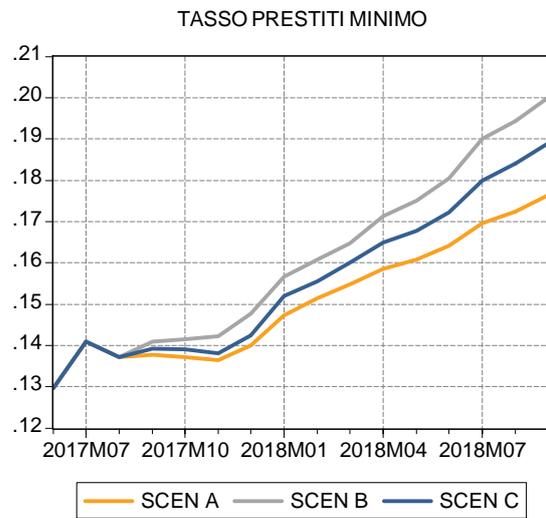
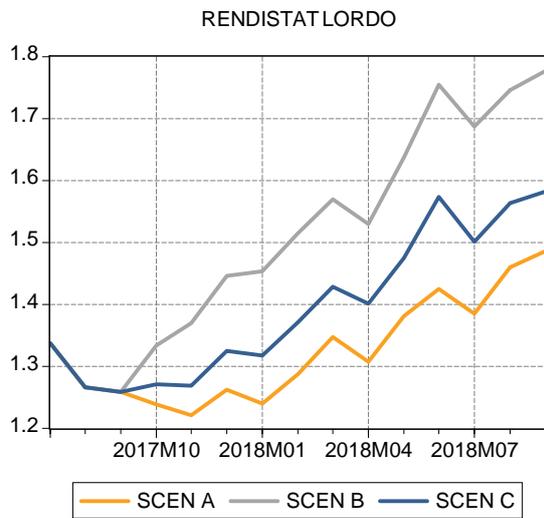
VOLUMI

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

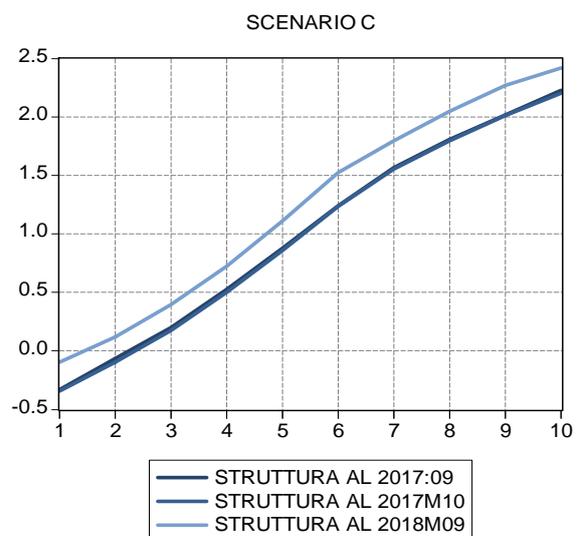
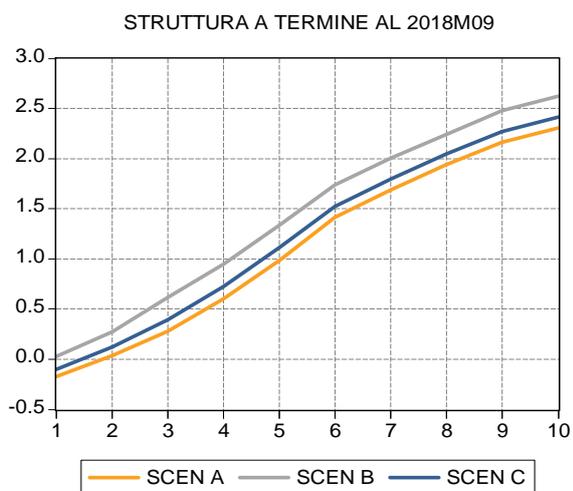
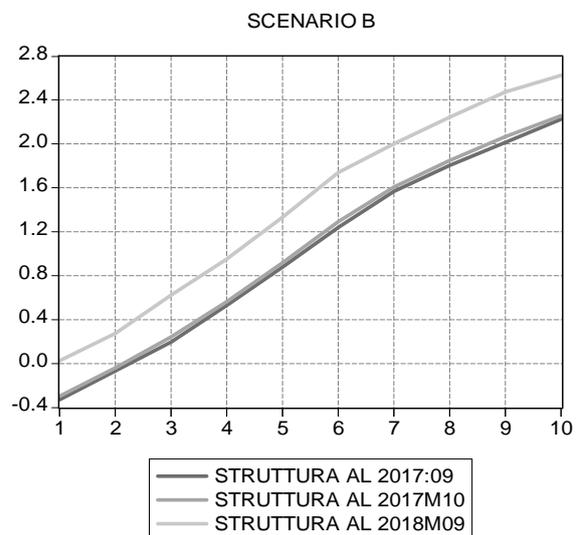
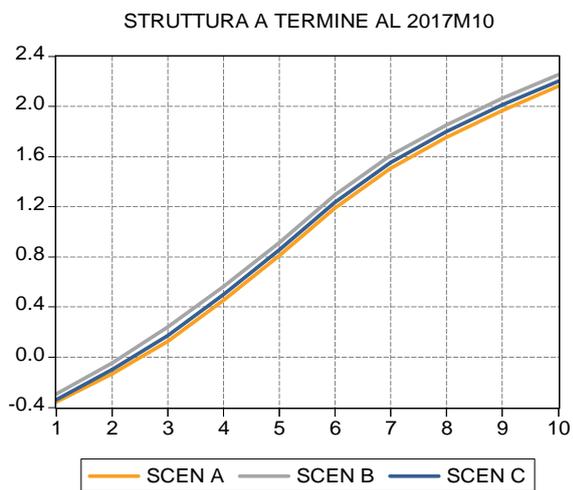
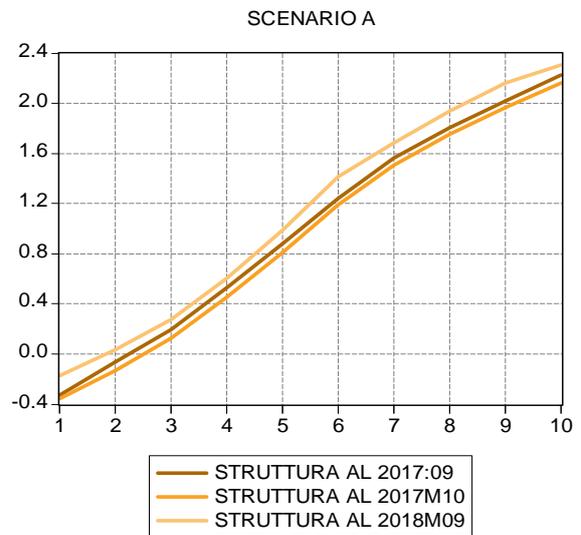
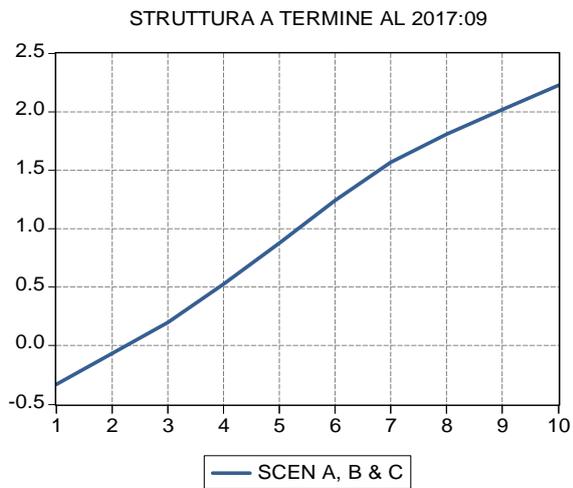
TASSI - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili

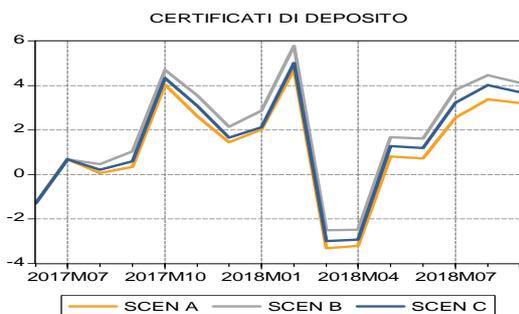
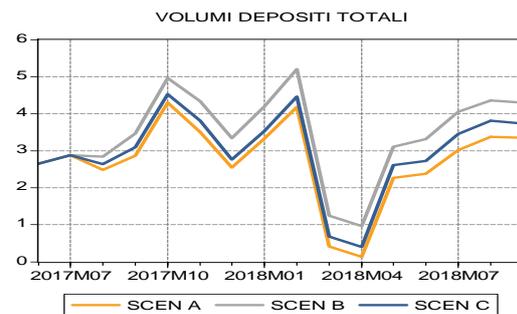
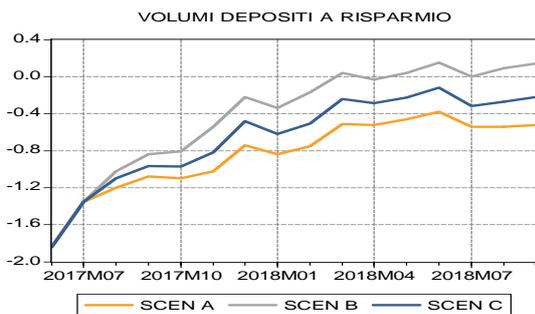
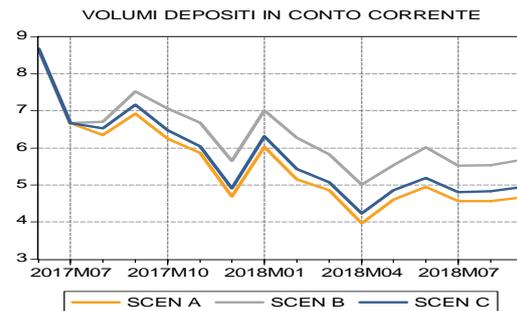
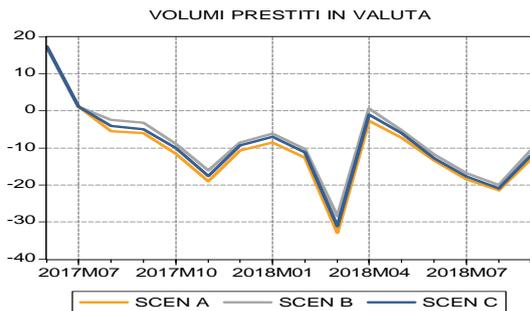
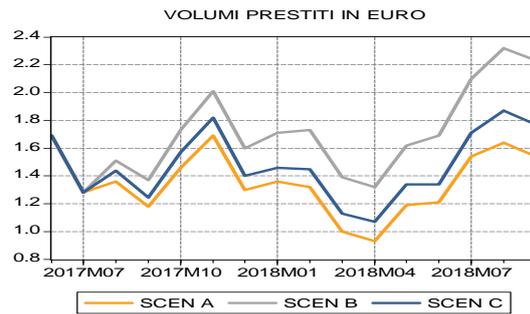
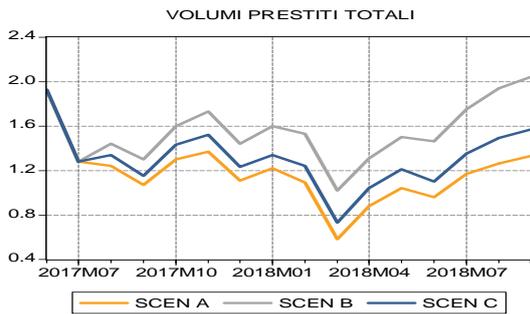
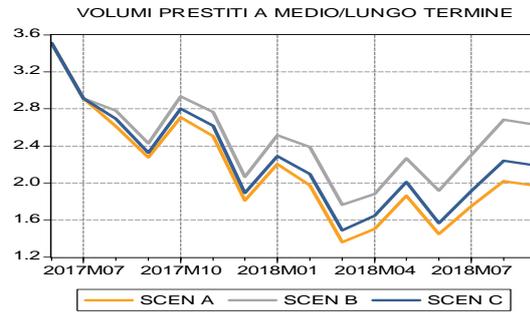
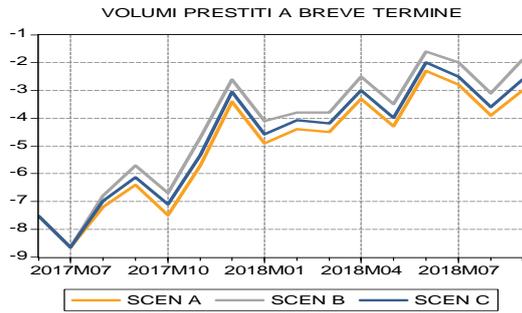


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



SCENARIO A	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	
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)	1208	1228	1237	1219	1264	1267	1319	1325	1347	1311	1286	1305	1273	1307	1290	1302	1286	1306	1313	1313
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.0	1.5	3.0	5.2	4.4	1.9	2.8	3.3	1.4	1.9	1.6	2.3	1.5	2.2	1.3	1.5	1.7	1.8	0.9	0.9
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.4	2.0	1.6	1.2	1.2	1.4	1.3	1.3	1.2	1.3	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	0.9	0.8	0.8
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.39	-0.39	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37
T. Interb. 1m lett.	-0.39	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35
T. Interb. 6m lett.	-0.25	-0.26	-0.27	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29
T. Depositi medio	0.41	0.40	0.40	0.40	0.39	0.40	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	0.41
T. Prestiti medio	2.83	2.80	2.78	2.80	2.77	2.76	2.76	2.76	2.76	2.76	2.77	2.78	2.78	2.78	2.79	2.79	2.80	2.80	2.81	2.81
T.prest. medio - T.dep. medio	2.41	2.41	2.39	2.40	2.38	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38	2.39	2.39	2.39	2.39
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.34	-0.36	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.40	-0.41	-0.41	-0.39	-0.40	-0.39	-0.36	-0.37	-0.35	-0.32	-0.34	-0.32	-0.30	-0.30
T. BOT comp. lordo 6m	-0.30	-0.33	-0.36	-0.38	-0.37	-0.36	-0.39	-0.41	-0.41	-0.38	-0.40	-0.38	-0.32	-0.35	-0.30	-0.27	-0.30	-0.26	-0.24	-0.24
T. BOT comp. lordo 12m	-0.23	-0.24	-0.31	-0.36	-0.36	-0.34	-0.33	-0.36	-0.36	-0.31	-0.34	-0.31	-0.26	-0.29	-0.25	-0.21	-0.24	-0.20	-0.17	-0.17
Rendistat lordo	1.50	1.41	1.33	1.25	1.34	1.27	1.26	1.24	1.22	1.26	1.24	1.29	1.35	1.31	1.38	1.43	1.38	1.46	1.49	1.49
Rendistat netto	1.31	1.23	1.16	1.09	1.17	1.11	1.10	1.08	1.07	1.10	1.09	1.13	1.18	1.14	1.21	1.25	1.21	1.28	1.30	1.30
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.41	0.35	0.28	0.26	0.22	0.19	0.20	0.13	0.09	0.11	0.09	0.13	0.21	0.17	0.22	0.26	0.23	0.27	0.28	0.28
Rend. BTP a 5 anni	1.11	1.07	0.97	0.95	0.90	0.86	0.88	0.81	0.79	0.81	0.80	0.85	0.90	0.87	0.93	0.96	0.94	0.98	0.99	0.99
Rend. BTP a 7 anni	1.72	1.72	1.64	1.63	1.55	1.53	1.57	1.51	1.48	1.50	1.49	1.53	1.60	1.57	1.62	1.66	1.63	1.67	1.69	1.69
Rend. BTP a 10 anni	2.34	2.32	2.26	2.23	2.18	2.14	2.23	2.16	2.13	2.14	2.12	2.16	2.22	2.19	2.24	2.28	2.25	2.29	2.30	2.30
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2376.565	2383.520	2360.830	2386.871	2348.451	2350.330	2359.834	2358.405	2356.029	2368.114	2342.83	2328.28	2390.35	2404.49	2385.38	2409.79	2375.93	2379.94	2391.22	2391.22
Prestiti in euro	2347.117	2349.898	2319.066	2346.092	2305.009	2311.584	2326.162	2333.130	2326.916	2335.047	2312.957	2295.01	2370.588	2371.75	2346.66	2374.48	2340.51	2349.49	2361.98	2361.98
Prestiti in valuta	29.448	33.622	41.764	40.779	43.442	38.747	33.673	25.275	29.113	33.066	29.877	33.275	19.761	32.743	38.720	35.305	35.421	30.451	29.235	29.235
Prestiti a breve	317.127	310.450	313.867	310.772	299.531	301.313	303.733	297.659	303.364	303.313	304.728	305.536	302.856	300.205	300.371	303.624	291.144	289.562	294.621	294.621
Prestiti a m / l	2059.438	2073.070	2046.963	2076.100	2048.919	2049.017	2056.102	2060.746	2052.665	2064.801	2038.106	2022.748	2087.493	2104.290	2085.012	2106.161	2084.783	2090.383	2096.599	2096.599
Depositi totali	2369.785	2389.088	2336.074	2334.866	2330.121	2310.682	2331.283	2358.382	2330.637	2365.505	2357.539	2356.208	2379.501	2392.194	2388.870	2390.435	2400.491	2388.783	2409.455	2409.455
Depositi in c / c	979.576	1004.033	993.842	996.725	999.413	987.360	998.452	1009.136	1005.419	1034.195	1019.366	1015.727	1027.183	1043.793	1039.559	1046.063	1044.986	1032.482	1044.980	1044.980
Depositi a risparmio	297.034	296.333	295.680	294.928	295.910	296.334	295.861	294.825	294.290	295.715	296.263	296.046	295.519	294.792	294.320	293.807	294.312	294.734	294.322	294.322
Certif. deposito	1093.175	1088.722	1046.552	1043.213	1034.799	1026.988	1036.969	1054.422	1030.928	1035.594	1041.910	1044.435	1056.798	1053.609	1054.991	1050.565	1061.193	1061.567	1070.153	1070.153
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	0.96	1.73	1.45	1.92	1.28	1.24	1.07	1.30	1.37	1.11	1.22	1.09	0.58	0.88	1.04	0.96	1.17	1.26	1.33	1.33
Prestiti in euro	1.54	2.18	0.85	1.69	1.28	1.36	1.18	1.46	1.69	1.30	1.36	1.32	1.00	0.93	1.19	1.21	1.54	1.64	1.54	1.54
Prestiti in valuta	-30.78	-22.36	51.93	17.43	1.16	-5.44	-5.99	-11.57	-19.00	-10.72	-8.56	-12.59	-32.90	-2.61	-7.29	-13.42	-18.46	-21.41	-13.18	-13.18
Prestiti a breve	-5.04	-5.18	-5.32	-7.53	-8.64	-7.20	-6.40	-7.50	-5.70	-3.40	-4.90	-4.40	-4.50	-3.30	-4.30	-2.30	-2.80	-3.90	-3.00	-3.00
Prestiti a m / l	1.95	2.85	2.58	3.51	2.91	2.61	2.28	2.71	2.51	1.81	2.20	1.97	1.36	1.51	1.86	1.45	1.75	2.02	1.97	1.97
Depositi totali	5.04	5.12	4.28	2.64	2.88	2.48	2.86	4.29	3.50	2.55	3.33	4.18	0.41	0.13	2.26	2.38	3.02	3.38	3.35	3.35
Depositi in c / c	8.99	8.49	8.60	8.68	6.67	6.35	6.93	6.25	5.87	4.69	6.03	5.15	4.86	3.96	4.60	4.95	4.56	4.57	4.66	4.66
Depositi a risparmio	-2.27	-2.20	-1.98	-1.84	-1.35	-1.20	-1.08	-1.10	-1.02	-0.74	-0.84	-0.75	-0.51	-0.52	-0.46	-0.38	-0.54	-0.54	-0.52	-0.52
Certif. deposito	3.78	4.26	2.25	-1.32	0.67	0.05	0.32	4.04	2.60	1.44	2.01	4.71	-3.33	-3.23	0.81	0.70	2.55	3.37	3.20	3.20

SCENARIO B	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Indice COMIT (livello)	1208	1228	1237	1219	1264	1267	1319	1297	1276	1276	1253	1239	1258	1238	1267	1281	1254	1281	1289	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.0	1.5	3.0	5.2	4.4	2.3	3.4	4.0	2.1	2.7	2.3	3.1	2.4	3.4	2.5	2.7	2.8	2.8	2.2	
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.4	2.0	1.6	1.2	1.2	1.4	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.6	1.7	1.5	1.5	1.5	1.4	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	
T. Overnight media d/l	-0.39	-0.39	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.33	
T. Interb. 1m lett.	-0.39	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.37	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32	-0.31	
T. Interb. 6m lett.	-0.25	-0.26	-0.27	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.30	-0.29	-0.29	-0.29	-0.28	-0.28	-0.28	-0.27	-0.26	-0.26	-0.26	-0.25	
T. Depositi medio	0.41	0.40	0.40	0.40	0.39	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.43	
T. Prestiti medio	2.83	2.80	2.78	2.80	2.77	2.76	2.77	2.77	2.77	2.77	2.78	2.78	2.79	2.79	2.80	2.80	2.81	2.81	2.82	
T.prest. medio - T.dep. medio	2.41	2.41	2.39	2.40	2.38	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38	2.39	
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.34	-0.36	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.40	-0.37	-0.36	-0.32	-0.31	-0.30	-0.26	-0.29	-0.25	-0.19	-0.24	-0.20	-0.17	
T. BOT comp. lordo 6m	-0.30	-0.33	-0.36	-0.38	-0.37	-0.36	-0.39	-0.35	-0.33	-0.26	-0.24	-0.23	-0.17	-0.22	-0.14	-0.06	-0.13	-0.07	-0.03	
T. BOT comp. lordo 12m	-0.23	-0.24	-0.31	-0.36	-0.36	-0.34	-0.33	-0.30	-0.27	-0.20	-0.19	-0.17	-0.10	-0.16	-0.08	0.02	-0.06	0.00	0.03	
Rendistat lordo	1.50	1.41	1.33	1.25	1.34	1.27	1.26	1.33	1.37	1.45	1.45	1.51	1.57	1.53	1.64	1.76	1.69	1.75	1.78	
Rendistat netto	1.31	1.23	1.16	1.09	1.17	1.11	1.10	1.17	1.20	1.27	1.27	1.32	1.37	1.34	1.43	1.54	1.48	1.53	1.55	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.41	0.35	0.28	0.26	0.22	0.19	0.20	0.24	0.27	0.35	0.34	0.38	0.46	0.40	0.49	0.61	0.53	0.61	0.62	
Rend. BTP a 5 anni	1.11	1.07	0.97	0.95	0.90	0.86	0.88	0.92	0.94	1.00	0.99	1.04	1.12	1.07	1.17	1.27	1.21	1.30	1.33	
Rend. BTP a 7 anni	1.72	1.72	1.64	1.63	1.55	1.53	1.57	1.61	1.64	1.72	1.72	1.75	1.83	1.78	1.87	1.98	1.91	1.99	2.00	
Rend. BTP a 10 anni	2.34	2.32	2.26	2.23	2.18	2.14	2.23	2.26	2.28	2.35	2.34	2.38	2.45	2.41	2.49	2.60	2.53	2.61	2.62	
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2376.565	2383.520	2360.830	2386.871	2348.451	2354.973	2365.204	2365.389	2364.396	2375.843	2351.63	2338.42	2400.81	2414.74	2396.24	2421.72	2389.55	2400.66	2413.45	
Prestiti in euro	2347.117	2349.898	2319.066	2346.092	2305.009	2315.005	2330.530	2339.339	2334.238	2341.963	2320.944	2304.30	2379.742	2380.92	2356.63	2385.74	2353.41	2368.71	2382.50	
Prestiti in valuta	29.448	33.622	41.764	40.779	43.442	39.969	34.675	26.050	30.158	33.880	30.685	34.122	21.064	33.827	39.608	35.978	36.134	31.947	30.954	
Prestiti a breve	317.127	310.450	313.867	310.772	299.531	302.612	306.004	300.233	306.581	305.825	307.292	307.454	305.076	302.688	302.882	305.799	293.541	293.231	300.190	
Prestiti a m / l	2059.438	2073.070	2046.963	2076.100	2048.919	2052.361	2059.200	2065.156	2057.815	2070.018	2044.338	2030.964	2095.730	2112.055	2093.361	2115.920	2096.008	2107.429	2113.264	
Depositi totali	2369.785	2389.088	2336.074	2334.866	2330.121	2318.799	2344.881	2373.533	2349.328	2383.728	2377.161	2379.278	2399.407	2412.024	2408.726	2412.150	2424.491	2419.898	2445.477	
Depositi in c / c	979.576	1004.033	993.842	996.725	999.413	990.702	1004.055	1016.829	1013.111	1043.679	1028.884	1026.546	1036.685	1054.335	1048.802	1056.728	1054.580	1045.488	1061.186	
Depositi a risparmio	297.034	296.333	295.680	294.928	295.910	296.874	296.579	295.690	295.718	297.265	297.757	297.776	297.153	296.244	295.798	295.370	295.910	297.141	296.994	
Certif. deposito	1093.175	1088.722	1046.552	1043.213	1034.799	1031.223	1044.248	1061.015	1040.499	1042.784	1050.520	1054.955	1065.569	1061.444	1064.126	1060.052	1074.001	1077.270	1087.297	
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	0.96	1.73	1.45	1.92	1.28	1.44	1.30	1.60	1.73	1.44	1.60	1.53	1.02	1.31	1.50	1.46	1.75	1.94	2.04	
Prestiti in euro	1.54	2.18	0.85	1.69	1.28	1.51	1.37	1.73	2.01	1.60	1.71	1.73	1.39	1.32	1.62	1.69	2.10	2.32	2.23	
Prestiti in valuta	-30.78	-22.36	51.93	17.43	1.16	-2.46	-3.19	-8.86	-16.10	-8.52	-6.08	-10.37	-28.47	0.61	-5.16	-11.77	-16.82	-20.07	-10.73	
Prestiti a breve	-5.04	-5.18	-5.32	-7.53	-8.64	-6.80	-5.70	-6.70	-4.70	-2.60	-4.10	-3.80	-3.80	-2.50	-3.50	-1.60	-2.00	-3.10	-1.90	
Prestiti a m / l	1.95	2.85	2.58	3.51	2.91	2.78	2.43	2.93	2.76	2.07	2.52	2.39	1.76	1.88	2.27	1.92	2.30	2.68	2.63	
Depositi totali	5.04	5.12	4.28	2.64	2.88	2.84	3.46	4.96	4.33	3.34	4.19	5.20	1.25	0.96	3.11	3.31	4.05	4.36	4.29	
Depositi in c / c	8.99	8.49	8.60	8.68	6.67	6.71	7.53	7.06	6.68	5.65	7.02	6.27	5.83	5.01	5.53	6.02	5.52	5.53	5.69	
Depositi a risparmio	-2.27	-2.20	-1.98	-1.84	-1.35	-1.02	-0.84	-0.81	-0.54	-0.22	-0.34	-0.17	0.04	-0.03	0.04	0.15	0.00	0.09	0.14	
Certif. deposito	3.78	4.26	2.25	-1.32	0.67	0.47	1.03	4.69	3.55	2.14	2.85	5.77	-2.53	-2.51	1.68	1.61	3.79	4.47	4.12	

SCENARIO C	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Indice COMIT (livello)	1208	1228	1237	1219	1264	1267	1319	1265	1227	1243	1214	1214	1235	1207	1230	1242	1202	1244	1254	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.0	1.5	3.0	5.2	4.4	2.1	3.0	3.6	1.6	2.2	1.8	2.6	1.9	2.6	1.5	1.7	1.9	2.0	1.3	
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.4	2.0	1.6	1.2	1.2	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.1	1.0	
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
T. Overnight media d/l	-0.39	-0.39	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	
T. Interb. 1m lett.	-0.39	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.33	-0.33	
T. Interb. 6m lett.	-0.25	-0.26	-0.27	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.31	-0.30	-0.29	-0.30	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.28	-0.28	-0.28	-0.27	
T. Depositi medio	0.41	0.40	0.40	0.40	0.39	0.40	0.40	0.40	0.39	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	
T. Prestiti medio	2.83	2.80	2.78	2.80	2.77	2.76	2.77	2.76	2.76	2.77	2.78	2.78	2.78	2.79	2.79	2.79	2.80	2.81	2.81	
T.prest. medio - T.dep. medio	2.41	2.41	2.39	2.40	2.38	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38	2.39	2.39	2.39	
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.34	-0.36	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.40	-0.40	-0.40	-0.37	-0.38	-0.36	-0.32	-0.34	-0.31	-0.27	-0.29	-0.27	-0.25	
T. BOT comp. lordo 6m	-0.30	-0.33	-0.36	-0.38	-0.37	-0.36	-0.39	-0.39	-0.39	-0.35	-0.36	-0.32	-0.27	-0.30	-0.25	-0.18	-0.22	-0.18	-0.16	
T. BOT comp. lordo 12m	-0.23	-0.24	-0.31	-0.36	-0.36	-0.34	-0.33	-0.34	-0.35	-0.30	-0.31	-0.27	-0.21	-0.25	-0.20	-0.11	-0.16	-0.12	-0.10	
Rendistat lordo	1.50	1.41	1.33	1.25	1.34	1.27	1.26	1.27	1.27	1.33	1.32	1.37	1.43	1.40	1.48	1.57	1.50	1.56	1.58	
Rendistat netto	1.31	1.23	1.16	1.09	1.17	1.11	1.10	1.11	1.11	1.16	1.15	1.20	1.25	1.23	1.29	1.38	1.31	1.37	1.38	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.41	0.35	0.28	0.26	0.22	0.19	0.20	0.17	0.14	0.18	0.16	0.20	0.28	0.24	0.29	0.40	0.33	0.38	0.40	
Rend. BTP a 5 anni	1.11	1.07	0.97	0.95	0.90	0.86	0.88	0.86	0.81	0.84	0.83	0.88	0.94	0.90	0.96	1.06	1.03	1.09	1.11	
Rend. BTP a 7 anni	1.72	1.72	1.64	1.63	1.55	1.53	1.57	1.55	1.53	1.57	1.55	1.60	1.67	1.64	1.69	1.79	1.73	1.78	1.80	
Rend. BTP a 10 anni	2.34	2.32	2.26	2.23	2.18	2.14	2.23	2.20	2.17	2.20	2.18	2.22	2.29	2.26	2.31	2.40	2.35	2.40	2.42	
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2376.565	2383.520	2360.830	2386.871	2348.451	2352.652	2361.702	2361.432	2359.515	2370.924	2345.61	2331.74	2393.91	2408.31	2389.40	2413.13	2380.15	2387.71	2398.78	
Prestiti in euro	2347.117	2349.898	2319.066	2346.092	2305.009	2313.354	2327.641	2335.712	2329.891	2337.353	2315.239	2297.95	2373.639	2375.04	2350.14	2377.53	2344.42	2356.61	2368.84	
Prestiti in valuta	29.448	33.622	41.764	40.779	43.442	39.298	34.061	25.720	29.625	33.572	30.372	33.785	20.275	33.266	39.255	35.597	35.730	31.093	29.941	
Prestiti a breve	317.127	310.450	313.867	310.772	299.531	302.001	304.593	298.932	304.574	304.427	305.726	306.587	303.835	301.117	301.327	304.556	292.043	291.129	296.674	
Prestiti a m / l	2059.438	2073.070	2046.963	2076.100	2048.919	2050.651	2057.109	2062.500	2054.942	2066.498	2039.886	2025.152	2090.079	2107.191	2088.069	2108.571	2088.112	2096.578	2102.107	
Depositi totali	2369.785	2389.088	2336.074	2334.866	2330.121	2314.217	2336.495	2363.809	2337.618	2370.580	2362.102	2362.541	2385.899	2398.645	2397.046	2398.607	2410.510	2402.389	2423.647	
Depositi in c / c	979.576	1004.033	993.842	996.725	999.413	989.072	1000.686	1011.315	1007.050	1036.348	1022.074	1018.480	1029.265	1046.480	1042.128	1048.451	1047.433	1036.838	1050.186	
Depositi a risparmio	297.034	296.333	295.680	294.928	295.910	296.633	296.209	295.213	294.884	296.488	296.920	296.780	296.316	295.491	295.008	294.579	294.965	295.822	295.562	
Certif. deposito	1093.175	1088.722	1046.552	1043.213	1034.799	1028.512	1039.601	1057.282	1035.684	1037.743	1043.109	1047.281	1060.318	1056.674	1059.910	1055.578	1068.113	1069.729	1077.899	
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	0.96	1.73	1.45	1.92	1.28	1.34	1.15	1.43	1.52	1.23	1.34	1.24	0.73	1.04	1.21	1.10	1.35	1.49	1.57	
Prestiti in euro	1.54	2.18	0.85	1.69	1.28	1.44	1.24	1.57	1.82	1.40	1.46	1.45	1.13	1.07	1.34	1.34	1.71	1.87	1.77	
Prestiti in valuta	-30.78	-22.36	51.93	17.43	1.16	-4.09	-4.91	-10.02	-17.58	-9.35	-7.04	-11.25	-31.15	-1.06	-6.01	-12.71	-17.75	-20.88	-12.10	
Prestiti a breve	-5.04	-5.18	-5.32	-7.53	-8.64	-6.99	-6.13	-7.10	-5.32	-3.05	-4.59	-4.07	-4.19	-3.01	-4.00	-2.00	-2.50	-3.60	-2.60	
Prestiti a m / l	1.95	2.85	2.58	3.51	2.91	2.69	2.33	2.80	2.62	1.89	2.29	2.10	1.49	1.65	2.01	1.56	1.91	2.24	2.19	
Depositi totali	5.04	5.12	4.28	2.64	2.88	2.64	3.09	4.53	3.81	2.77	3.53	4.46	0.68	0.40	2.61	2.73	3.45	3.81	3.73	
Depositi in c / c	8.99	8.49	8.60	8.68	6.67	6.53	7.17	6.48	6.04	4.91	6.31	5.43	5.07	4.23	4.86	5.19	4.80	4.83	4.95	
Depositi a risparmio	-2.27	-2.20	-1.98	-1.84	-1.35	-1.10	-0.96	-0.97	-0.82	-0.48	-0.62	-0.50	-0.24	-0.28	-0.23	-0.12	-0.32	-0.27	-0.22	
Certif. deposito	3.78	4.26	2.25	-1.32	0.67	0.20	0.58	4.32	3.07	1.65	2.13	5.00	-3.01	-2.94	1.28	1.19	3.22	4.01	3.68	

Novembre 2017⁶

L'approvazione della riforma fiscale entro fine anno negli USA si fa più probabile

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

IL QUADRO GENERALE

In ottobre, il Senato americano ha approvato il budget con un aumento del deficit di bilancio di 1500 miliardi di dollari nei prossimi 10 anni. Si tratta di una buona notizia perché **rappresenta la preconditione per l'approvazione della riforma fiscale promessa dal Presidente Trump.** Il piano di stimoli potrà ora passare con la maggioranza semplice, senza l'apporto dei democratici, aumentando la probabilità che venga approvato entro fine anno. In ogni caso, **gli sviluppi sulla riforma fiscale rimangono il fattore chiave dello scenario nel prossimo periodo**, che sarà ricco di tensione anche per la decisione del Senato di sospendere per tre mesi il tetto del debito, quindi solo fino al 15 dicembre. La richiesta di Trump di estendere la sospensione fino a settembre del 2018 non è stata accettata, quindi **a dicembre i rischi di un mancato accordo tra i Repubblicani sullo stimolo fiscale si andranno a sommare a quelli di uno shutdown**, cioè la chiusura degli uffici federali per mancanza di fondi, se non sarà approvato un nuovo aggiustamento verso l'alto del tetto del debito.

Intanto, **il ciclo economico americano si è dimostrato più solido**, con una crescita congiunturale annualizzata di +3% t/t nel terzo trimestre dell'anno in corso, sorprendendo i mercati per un impatto degli uragani estivi minore del previsto. Nonostante il buon passo di crescita, **l'inflazione rimane debole, ma sono emersi primi sintomi di tensioni da salari** coerentemente con un tasso di disoccupazione ancora più basso (+4.2%) e quindi a livello stimato di "pieno impiego".

A fronte di tali notizie, è diventato quasi scontato un rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base a dicembre dell'anno in corso e gli occhi degli operatori finanziari sono oramai rivolti alla politica monetaria del 2018. Dopo la **nomina di Jerome Powell**, attuale Governatore della *Fed*, **come successore di Janet Yellen alla Presidenza della Banca Centrale dal prossimo febbraio**, è stato superato un fattore di possibili tensioni. Powell, infatti, **è considerato una "colomba"**, cioè a favore di una politica monetaria moderata e graduale, quindi un prosecutore delle linee guida dettate da J. Yellen, che è sempre stata chiara nel linguaggio di comunicazione, preparando gli investitori alle future mosse della *Fed*. Gli altri candidati, come John Taylor o Kevin Warsh, essendo considerati "falchi", quindi a favore di una politica monetaria più aggressiva, avrebbero potuto alimentare aspettative di maggiori e più ravvicinati rialzi dei tassi ufficiali nel 2018.

Assegniamo pertanto una maggiore probabilità allo scenario nel quale, dopo il rialzo di dicembre, la Fed mantiene le promesse fatte a dicembre del 2016 di tre aumenti nel 2018. In particolare riteniamo che questi possano avvenire a marzo, giugno e settembre, ciascuno di 25 punti base (Scenario C – probabilità 60%) ipotizzando che la riforma fiscale venga approvata entro la fine del 2017. Nel caso il piano di stimoli non passasse al Congresso o ciò avvenisse con molto ritardo rispetto a quanto atteso, nel 2018 ci potrebbe essere solo un rialzo (Scenario A – probabilità 30%).

Alla riunione di ottobre, la BCE ha lasciato invariati i tassi ufficiali e pensa di mantenerli agli attuali livelli per un esteso periodo, ben oltre l'orizzonte del Quantitative Easing. Ha dimezzato l'ammontare di acquisti da 60 a 30 miliardi di euro al mese, estendendo il QE di nove mesi da gennaio fino a settembre 2018 e oltre se necessario. Se le previsioni dovessero peggiorare, è pronta ad incrementare gli acquisti in termini di dimensione e durata. Infine, continuerà a reinvestire i titoli acquistati che arriveranno a scadenza. Ha affermato che la ricalibrazione della politica monetaria riflette la fiducia crescente nella convergenza graduale dell'inflazione verso l'obiettivo del 2%, grazie alla robusta espansione economica. Allo stesso tempo, per la Banca Centrale le pressioni sui prezzi sono ancora basse e il percorso dell'inflazione ha ancora bisogno di un supporto da parte della politica monetaria, pertanto, un ampio grado di stimoli monetari è ancora necessario.

Draghi è stato più "colomba" del previsto, perché il semplice dimezzamento del QE non è un Tapering, cioè un programma di riduzione degli acquisti fino a zero, come gli operatori finanziari si aspettavano. In quest'ultimo

^a Università Ca' Foscari Venezia.

^b GRETA.

⁶ **Dati aggiornati al 31/10/2017.**

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

caso, all'effetto restrittivo del ridimensionamento degli acquisti, si sarebbe aggiunto quello indiretto delle aspettative dei mercati. Per questo Draghi ha evitato la parola *Tapering* ed ha volutamente lasciato incerta la scadenza del QE, parlando di una sua eventuale estensione. Inoltre, con la frase *"i tassi rimarranno agli attuali livelli ancora a lungo e ben oltre l'orizzonte del QE"* ha cercato di evitare il generarsi di aspettative di rialzi dei tassi ufficiali, almeno non prima di metà 2019.

Tutto ciò ha ridimensionato i rendimenti sui titoli di Stato dell'intera Area Euro, perché il messaggio di politica monetaria è stato molto meno restrittivo di quanto si aspettassero i mercati. A beneficiarne maggiormente sono stati i Paesi periferici, come Italia, Portogallo e Grecia, che hanno registrato cali di 25-30 punti base sulle scadenze decennali (i rendimenti spagnoli sono scesi di meno a causa dell'effetto contrastante del caso "Catalogna").

Tenendo conto che i nuovi dati mensili disponibili, pur rafforzando le basi già solide della ripresa, non hanno evidenziato pressioni inflazionistiche, riteniamo che l'atteggiamento accomodante della BCE si protrarrà per gran parte del 2018 e che la Banca Centrale, giocando con il linguaggio di comunicazione, manterrà aperta la possibilità di estendere il QE oltre settembre del 2018 (Scenario C – probabilità 60%).

In Giappone, alle elezioni di ottobre, il Primo Ministro uscente Shinzo Abe è stato riconfermato per i prossimi quattro anni con i due terzi dei voti, pur con una bassa affluenza (50%) storicamente mai registrata. In ogni caso, la stabilità politica che si prospetta per il futuro rende **più probabili una riforma costituzionale, un piano di stimoli fiscali** e il proseguimento ancora a lungo dell'attuale politica monetaria ultra espansiva di cui ha ancora bisogno il sistema economico giapponese. **I nuovi dati mensili hanno dimostrato segnali positivi, soprattutto dal lato della domanda e un'inflazione ancorata ad una crescita tendenziale di +0.7%, ma le rilevazioni trimestrali, per il momento disponibili solo fino al secondo trimestre dell'anno in corso, lasciano il ciclo economico nipponico ancora in coda rispetto alle altre macro-aree, USA e Eurozona.**

Alla riunione del 30-31 ottobre, la Banca del Giappone ha mantenuto invariati i tassi ufficiali e il programma di Quantitative e Qualitative Easing con l'obiettivo di rendimenti nulli sulla scadenza decennale dei titoli di Stato. Il *Board* ritiene che la convergenza dell'inflazione all'obiettivo del 2% possa essere raggiunta nella primavera del 2019.

Con un mercato azionario ai massimi storici, alcuni economisti e componenti del Board si sono interrogati sul fatto che potrebbe essere distorsivo per le quotazioni azionarie proseguire con il programma di acquisto di titoli sul mercato secondario, perché, fornendo abbondante liquidità si alimentano i rischi di una bolla speculativa. Tuttavia, **la risposta da parte del Presidente della Banca Centrale, Koruda, è stata molto chiara:** pur nella consapevolezza del ritardo nel processo di normalizzazione della politica monetaria rispetto alle altre macro-aree, **non c'è motivo di modificare l'attuale programma di stimolo monetario.** I rischi di deflazione non sono, infatti, del tutto superati con un'inflazione a +0.7% a/a e il ciclo economico è in ripresa solo di +1.6% a/a. Anzi, il Presidente ha sottolineato che **la BoJ non dovrebbe discutere di quando attuare l'exit strategy in futuro, perché questo sarebbe fuorviante per i mercati finanziari: "È importante usare un linguaggio di comunicazione al momento giusto, ma ora non è quel momento".**

Sul fronte del petrolio, in ottobre le quotazioni hanno messo a segno il rialzo più importante degli ultimi sei anni: il *Brent* ha toccato i 60 dollari al barile per la prima volta da luglio del 2015 e il *WTI* (*West Texas Intermediate*) ha raggiunto il massimo degli ultimi otto mesi. **Diversi sono i fattori che hanno contribuito al rialzo: primo fra tutti, una crescita economica che si sta intensificando in modo generalizzato;** la tensione in Iraq per la questione kurda; l'eccesso di produzione a livello globale che si sta ridimensionando, grazie anche al fatto che i tagli alla produzione sono rispettati dai Paesi partecipanti all'accordo; l'Arabia Saudita e la Russia intendono supportare un'estensione dei tagli alla produzione anche al 2018; le scorte di greggio stanno diminuendo. Tuttavia, è da tenere a mente che un livello di prezzi a 60 dollari per il *Brent* e 55 per il *WTI*, spinge la produzione con le tecniche di *shale oil* in USA a ripartire. Pertanto, **pur ritenendo che la crescita economica generalizzata sosterrà la domanda di greggio e quindi il suo prezzo, pensiamo che, dopo l'aggiustamento verso l'alto registrato ad ottobre, il prezzo del petrolio possa continuare a oscillare intorno ai 60-62 dollari al barile per il Brent, per il WTI intorno ai 55, nel medio termine.**

GLI ULTIMI DATI

In USA, i dati preliminari sul PIL del terzo trimestre del 2017 hanno mantenuto il passo di crescita congiunturale dei tre mesi precedenti, battendo le attese degli economisti. Il PIL è, infatti, aumentato di +3% t/t annualizzato rispetto al secondo trimestre, contro un'aspettativa di +2.6%, rafforzando leggermente la variazione tendenziale a +2.3% a/a da +2.2%. Il temuto ridimensionamento a causa della devastazione degli uragani, che hanno colpito la costa orientale degli Stati Uniti durante la stagione estiva, non si è verificato nell'entità attesa, almeno nelle rilevazioni trimestrali. La componente che ha trainato maggiormente la crescita è stata ancora quella dei consumi, anche se la loro dinamica si è un po' indebolita: sono aumentati di +2.4% t/t, rispetto al più +3.3% del secondo trimestre. Ciò, comunque, ha consentito a questa componente di contribuire per un +1.6% t/t alla crescita del PIL. Gli investimenti lordi hanno supportato la ripresa con un +1% t/t, ma il contributo proviene in gran parte dalle scorte (+0.7% t/t). Il risultato poco soddisfacente degli investimenti fissi (+0.3% t/t) deriva tuttavia dalla **contrazione della componente residenziale** che ha registrato una dinamica congiunturale negativa di -6% t/t, dopo il già pesante -7.3% del trimestre precedente. **Gli investimenti non residenziali invece hanno continuato a correre** segnando un +3.9% t/t. **È chiaro che il settore edilizio ha sofferto per gli uragani estivi ed era cresciuto molto tra la fine del 2016 e l'inizio del 2017**, ma va monitorato dal momento che si tratta del secondo dato pesantemente negativo. **Bene, invece, il canale estero che ha beneficiato del deprezzamento del dollaro** dalla primavera di quest'anno: le esportazioni nette hanno contribuito alla crescita del PIL per un +0.4% t/t, grazie ad un doppio effetto favorevole di aumento delle esportazioni (+2.3% t/t) e di una contrazione delle importazioni (-0.8% t/t). La spesa pubblica è rimasta neutrale con un contributo nullo alla crescita, in attesa della riforma fiscale promessa da Trump.

I dati mensili sul mercato del lavoro vanno interpretati con attenzione. In settembre, il tasso di disoccupazione è sceso a +4.2% da +4.4% del mese precedente e quello di partecipazione è aumentato a 63.1% da 62.9%, dimostrando il maggior ottimismo degli individui nel trovare lavoro in un contesto di "pieno impiego". Dall'altro lato, l'occupazione è diminuita di -33.000 unità. L'apparente contraddizione sta nel diverso metodo di rilevazione: l'ultimo indicatore si basa sull'indagine statistica del *Bureau of Statistics* che considera non-occupato il lavoratore che, pur avendo un'occupazione, non viene pagato nel periodo che include il 12 del mese, mentre i primi due si basano sull'indagine del *Bureau of Labor Statistics* che invece lo considera occupato anche se non pagato. **Solo l'indicatore dell'occupazione risente quindi dell'effetto "uragani", mentre gli altri due confermano la forza del mercato del lavoro americano.**

Tutti gli altri indicatori, sia dal lato dell'offerta sia della domanda, in settembre sono stati positivi: la produzione industriale è aumentata di +0.3% m/m e gli ordini di beni durevoli di +2.2% m/m. Il risultato rimane soddisfacente anche se consideriamo questi ultimi depurati dai trasporti (+0.7% m/m). Per il settore edilizio, a parte un calo dell'avvio di nuovi cantieri (-4.7% m/m), tutte le statistiche sono al rialzo, in particolare la vendita di nuove case, con un sorprendente +18.9% m/m. Le vendite al dettaglio sono cresciute di +1.6% m/m e i consumi privati in termini reali di +0.6% m/m. **In ottobre, la fiducia di produttori e consumatori ha proseguito la sua corsa:** l'NAPM ha raggiunto quota 66.2 da 65.2 di settembre, il livello più alto degli ultimi sei anni e mezzo, e il *Conference Board* è salito a 125.9 da 120.6 del mese precedente, il massimo degli ultimi 16 anni. Entrambi gli indicatori hanno battuto le attese di 60 e 121.5, rispettivamente.

Sul fronte dell'inflazione, il recente rialzo delle quotazioni del petrolio ha influito sui prezzi al consumo, ma non si è ancora trasferito dal settore energetico a tutti gli altri comparti: in settembre, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi *PCE (Personal Consumption Expenditures)* si è portata a +1.6% a/a da +1.4% di agosto, ma quella dell'indice *core*, depurato dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, è rimasta invariata a +1.3%. **L'inflazione rimane quindi ancora debole, se si tiene conto del buon passo di crescita. Pressioni inflazionistiche emergono tuttavia dai salari, in linea con un mercato del lavoro a livello di "pieno impiego":** la variazione tendenziale dei salari orari, infatti, è aumentata ad un pericoloso +2.9% a/a da +2.5% di agosto.

USA

Resta alto il passo di crescita congiunturale ed emergono rischi inflazionistici da salari

Il rialzo dei tassi ufficiali da parte della Fed di 25 punti base a dicembre dell'anno in corso sembra pertanto ormai scontato. I tre rialzi nel 2018 prospettati un anno fa da Janet Yellen restano legati all'approvazione della riforma fiscale promessa da Trump.

In Giappone, non ci sono nuove informazioni sui dati trimestrali rispetto al mese scorso. Nel secondo trimestre del 2017, il PIL giapponese è cresciuto di +0.6% t/t, portando la variazione tendenziale a +1.6% a/a da +1.4% del trimestre precedente. Si tratta di un progresso, ma mantiene il divario con le altre macro-aree, USA e Zona Euro. **Il supporto alla crescita da parte delle diverse componenti è risultato abbastanza bilanciato, ad eccezione del canale estero che ha risentito del recente apprezzamento dello yen, soprattutto nei confronti del dollaro.**

I dati mensili confermano la ripresa in atto più dal lato della domanda che dell'offerta.

In settembre, la produzione industriale è scesa di -1.1% m/m, ma si deve tener conto dell'importante rialzo di agosto di +2% m/m (rivisto da +2.1%). Gli ordini di macchinari all'industria di agosto hanno mantenuto una dinamica positiva di +3.4% m/m, dopo il forte incremento di 8% m/m di luglio, superando di molto le attese di un limitato +1%. Il buon dato riflette la crescita dei profitti aziendali che stanno spingendo i corsi azionari a massimi storici e quindi a maggiori investimenti. La fiducia dei produttori in ottobre rimane alta, nonostante un lieve ridimensionamento a 52.5 da 52.9 di settembre.

Dall'altro lato, la crescita della domanda sembra più convincente, beneficiando delle buone condizioni del mercato del lavoro, con un tasso di disoccupazione fermo in settembre a +2.8%. Infatti, le vendite al dettaglio sono aumentate di +0.8% m/m, il reddito disponibile e i consumi privati in termini reali di +0.9% m/m e la fiducia dei consumatori si è portata a +43.9 da +43.3 di agosto.

Il superamento della tornata elettorale, con la riconferma di Shinzo Abe alla guida del Paese, dovrebbe togliere un fattore di incertezza dallo scenario giapponese.

Sul fronte dell'inflazione, dopo il progresso registrato in agosto, gli indicatori hanno mantenuto il livello raggiunto nel mese precedente in termini di variazione tendenziale, con il CPI globale e quello core fermi in settembre a +0.7% a/a. **I segnali sono incoraggianti nella lotta alla deflazione, ma non avranno alcun effetto sulle decisioni di politica monetaria che rimarrà ultra espansiva, perché ancora troppo lontani dall'obiettivo del 2%.**

Per l'Area Euro, i dati trimestrali del PIL del terzo trimestre, disponibili in forma aggregata, confermano ancora una volta la solidità della crescita economica e sono risultati al di sopra delle aspettative. La variazione congiunturale, infatti, si è attestata a +0.6% t/t, contro un atteso +0.5% e quella del secondo trimestre è stata rivista al rialzo a +0.7% t/t dalla precedente stima di +0.6%. Ciò ha consentito alla variazione tendenziale di portarsi a +2.5% a/a da +2.3% a/a del trimestre precedente.

I dati mensili, prevalentemente relativi ad agosto-settembre, hanno evidenziato buoni risultati soprattutto dal lato dell'offerta. In agosto, la produzione industriale ha registrato un forte incremento di +1.4% m/m, battendo le aspettative di una dinamica positiva ma più cauta di +0.6% m/m, ed è stato rivisto al rialzo il dato di luglio a +0.3% da +0.1%. **Qualche incertezza emerge dai dati relativi al settore edilizio,** con un leggero calo mensile di -0.2% ed una revisione al ribasso del dato di luglio a 0% da +0.2%.

Dal lato della domanda, i risultati hanno un po' deluso le aspettative: sempre in agosto, le vendite al dettaglio sono diminuite di -0.5% m/m a fronte di un atteso in controtendenza di +0.3%. **Tuttavia, il continuo miglioramento, lento ma graduale, del mercato del lavoro,** che in settembre ha visto il tasso di disoccupazione scendere ancora un po' a +8.9% da 9% del mese precedente, **dovrebbe garantire una dinamica positiva della domanda interna nel prossimo futuro.**

Infine, la fiducia di consumatori e imprenditori continua la sua corsa: ad ottobre, l'ESI (Economic Sentiment Indicator) ha registrato un ulteriore incremento a 114 da 113.1 di settembre. Le aspettative erano a favore di un rialzo più limitato (113.3).

GIAPPONE

Segnali positivi dal lato della domanda

AREA EURO

La crescita si conferma superiore al 2% ma ancora senza pressioni inflazionistiche

Il PMI (che testa la fiducia dei produttori) del settore manifatturiero ha raggiunto il livello di 58.6 da 58.1 di settembre. Solo quello dei servizi ha aggiustato verso il basso a 54.9 da 55.8, non scalfendo tuttavia la situazione di un'economia dell'Eurozona in espansione.

Nonostante le conferme sulla ripresa e il miglioramento del mercato del lavoro, l'inflazione rimane ancora debole: a ottobre, la variazione tendenziale dell'indice globale *HCPI* ha addirittura aggiustato verso il basso a +1.4% da +1.5% del mese precedente e il *core*, che esclude le componenti più volatili dell'energia e degli alimentari, ha registrato una variazione mensile di -0.1% m/m che ha portato il tendenziale a +0.9% m/m da +1.1% di settembre.

Questi dati spiegano perché Draghi, alla riunione di ottobre, pur annunciando un ridimensionamento del QE da 60 a 30 miliardi di euro mensili, abbia ribadito che l'economia dell'Eurozona ha ancora bisogno di stimoli monetari e che i tassi d'interesse ufficiali rimarranno ai livelli attuali ancora per un periodo molto esteso di tempo oltre la fine del QE, ora rinviata a settembre del 2018.

In Germania, non ci sono nuove informazioni dai dati trimestrali del PIL rispetto al mese scorso: la crescita nel secondo trimestre si è attestata a +0.6% t/t, portando il tasso tendenziale a +2.1% a/a da +1.9% dei primi tre mesi dell'anno. I consumi sono stati la componente che ha dato il maggior contributo, mentre il canale estero è risultato il più debole, risentendo del rafforzamento dell'euro.

Germania

I nuovi dati mensili disponibili segnalano che, come era nelle aspettative, il momento d'incertezza nella ripresa tedesca, messo in evidenza il mese scorso, aveva carattere transitorio. Le rilevazioni sono tutte molto positive sia dal lato dell'offerta sia della domanda e ben al di sopra delle attese degli economisti. Ad agosto, infatti, la produzione industriale ha registrato un forte incremento di +2.6% m/m, dopo il leggero calo di -0.1% di luglio (rivisto da 0%) e contro un atteso aumento più cauto di +0.9%. La ripresa degli ordini nel settore manifatturiero è stata ancora più incisiva, con un +3.6% m/m. Anche in questo caso i mercati si attendevano un risultato positivo, ma non così intenso (+0.7%) e il dato del mese precedente è stato rivisto al rialzo a -0.4% da -0.7%. Solo il settore delle costruzioni non ha riportato buoni dati, registrando un calo di -1.2% m/m.

Dal lato della domanda, in settembre, le vendite al dettaglio hanno recuperato rispetto al mese precedente, registrando un aumento di +0.5% m/m. Hanno beneficiato delle buone condizioni del mercato del lavoro, che ha riportato un +5.6% di tasso di disoccupazione. Le notizie positive non sono ancora finite, perché i dati relativi ad ottobre sugli indici di fiducia confermano l'ottimismo dei tedeschi: l'indice *Ifo* ha raggiunto quota di 116.7 da 115.3 del mese precedente (quest'ultimo rivisto al rialzo da 115.2) e l'indice PMI del settore manifatturiero è riuscito a mantenersi quasi sui livelli del mese precedente (60.5 da 60.6 di settembre) che indica una chiara espansione dell'economia tedesca data la distanza dalla soglia critica dei 50 punti.

Sul fronte dell'inflazione, in ottobre le preoccupazioni emerse con i dati di settembre sono rientrate, dal momento che la variazione tendenziale dell'*HCPI* si è ridimensionata a +1.5% a/a da +1.8% del mese precedente e l'indice *core*, disponibile per settembre, è rimasto fermo a +1.5% a/a.

In Francia, i dati preliminari del PIL relativi al terzo trimestre testimoniano che il ciclo economico d'oltralpe mantiene un buon passo. La crescita, infatti, in termini congiunturali si è attestata a +0.5% t/t e quella relativa al trimestre precedente è stata rivista al rialzo a +0.6% da +0.5%. Ciò ha permesso alla variazione tendenziale di portarsi a +2.2% da +1.8% del secondo trimestre. **Nonostante le scorte siano state la componente che ha contribuito maggiormente alla crescita del PIL con un +0.5% t/t, questo non rappresenta un pericoloso eccesso di accumulo di magazzino, ma una sua semplice ricostituzione,** visto che nel trimestre precedente si era registrato lo stesso contributo, ma di segno opposto.

Francia

La dinamica di consumi e investimenti risulta ancora una volta abbastanza bilanciata, con un contributo positivo di +0.3% t/t e +0.2%, rispettivamente. **Le esportazioni nette**, che nel secondo trimestre avevano rappresentato la componente che aveva trainato maggiormente la crescita del PIL, nel terzo **hanno invertito completamente la tendenza contribuendo negativamente per un -0.6% t/t**, a causa di un aumento delle importazioni molto più ampio (+2.5% t/t) di quello delle esportazioni (+0.7% t/t). L'apprezzamento dell'euro ha spinto la domanda interna a favore dei produttori esteri, da un lato, e ha penalizzato i prodotti francesi, dall'altro.

I nuovi dati mensili hanno registrato un miglioramento più dal lato della domanda che dell'offerta. In settembre, le vendite al dettaglio sono aumentate in modo cospicuo di +1.2% m/m, dopo il +0.4% di agosto (rivisto al ribasso da +0.6%) e i consumi delle famiglie di +0.8% m/m. In ottobre, la fiducia dei consumatori si è dimostrata abbastanza stabile a 100 (rispetto 101 del mese precedente).

Più incerta è risultata l'offerta, con una produzione industriale di agosto in diminuzione di -0.4% m/m, ma il dato va valutato alla luce del buon incremento di +0.8%, messo a segno nel mese precedente. Il risultato ha deluso le aspettative che prevedevano un +0.5%. Il settore edilizio mantiene la tendenza positiva, anche se solo limitatamente a +0.1% m/m. **I produttori restano tuttavia molto ottimisti con un PMI di ottobre in aumento sia nel settore manifatturiero** (a 56.7 da 56.1) **sia in quello dei servizi** (a 57.4 da 57).

Non si registra nessuna ripresa dell'inflazione. A ottobre, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi al consumo armonizzato si è attestata a +1.2% a/a, correggendo solo leggermente rispetto a quella del mese precedente (+1.1%) e **il core**, disponibile solo per settembre, **è fermo a +0.6% a/a da quattro mesi. È l'inflazione più bassa dell'Area Euro.**

In Italia, i dati trimestrali del PIL del secondo trimestre, disponibili ora anche per le singole componenti, hanno confermato la ripresa: la crescita congiunturale è stata pari a +0.3% t/t, portando quella tendenziale a +1.5% a/a da +1.3% del trimestre precedente. **Pur rimanendo in coda rispetto agli altri Paesi dell'Area Euro, ne ha accorciato la distanza e rappresenta la crescita tendenziale più alta degli ultimi sei anni. La componente che ha contribuito maggiormente alla ripresa è stata quella dei consumi** con un +0.2%, grazie ad una dinamica congiunturale di +0.2% t/t. **Gli investimenti hanno supportato la crescita per un limitato +0.1% t/t, ma hanno invertito la tendenza** registrando un +0.9% t/t rispetto al dato debole di -2% t/t del primo trimestre. La spesa pubblica e il canale estero sono risultate neutrali in termini di contributo.

I nuovi dati mensili relativi ad agosto sono molto positivi dal lato dell'offerta. La produzione industriale è aumentata di +1.2% m/m, recuperando il passo di crescita di giugno dopo lo stallo di luglio (+0.1% m/m) e battendo le attese, propense più per una sostanziale invarianza (+0.1%). **Del consolidamento della ripresa è partecipe anche il settore delle costruzioni** che ha registrato un +1.8% m/m a fronte di un limitato +0.1% di luglio. **Ma sono stati soprattutto gli ordini all'industria a sorprendere con un rialzo di +8.7% m/m.** Inoltre, è stato rivisto al rialzo anche il dato precedente, a +0.4% m/m da +0.2%. La ripresa dovrebbe essere duratura, visto che in ottobre **la fiducia dei produttori è ulteriormente aumentata sia nel settore manifatturiero** (a 111 da 110.5 di settembre) **sia in quello dei servizi** (a 107.6 da 107.1 del mese precedente). **Si tratta dei livelli massimi degli ultimi 11 anni. L'ottimismo si basa principalmente sul buon andamento delle esportazioni** che in agosto sono aumentate di +4.3% m/m verso i Paesi UE e di +4% m/m verso i Paesi extra UE. Per questi ultimi sono disponibili anche i dati di settembre che confermano la dinamica positiva con un +2% m/m. **La domanda interna invece non ha dato i segnali sperati.** Le vendite al dettaglio ad agosto sono diminuite di -0.7% m/m, contro un'aspettativa di un +0.2%. Tuttavia, la fiducia dei consumatori rimane alta: in ottobre l'indicatore ha continuato la sua corsa portandosi a 116.1 da 115.6 di settembre e 111.2 di agosto.

Italia

Anche per l'Italia, come per gli altri Paesi dell'Area Euro, la ripresa non ha portato con sé segnali inflazionistici, anzi, in ottobre, gli indicatori hanno corretto nuovamente verso il basso: la variazione tendenziale dell'*HCPI* globale si è ridimensionata a +1.1% a/a da +1.3% di settembre e +1.4% di agosto e quella dell'indice *core* a +0.6% a/a da +1% di settembre (quest'ultimo rivisto da +0.9%) e +1.1% di agosto.

Pur nella consapevolezza che il clima pre-elettorale della primavera del 2018 riporterà tensione sui titoli di Stato italiani, va sottolineato che l'atteggiamento della BCE alla riunione di ottobre, più accomodante di quanto atteso, ha determinato uno scenario più favorevole. Non ricorrendo ad un *Tapering*, ma ad un semplice dimezzamento degli acquisti previsti e sottolineando che i tassi ufficiali rimarranno ai livelli attuali anche ben oltre la scadenza del *QE*, la BCE ha fatto maturare la convinzione che l'inversione di tendenza della politica monetaria sarà molto più graduale di quanto scontassero prima i mercati finanziari.

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

GLI SCENARI

A (30%)

USA: la riforma fiscale non viene approvata entro dicembre del 2017 per il disaccordo tra i Repubblicani o viene rinviata di molto rispetto alle attese. La delusione e il rinvio dell'effetto espansivo implicano una debolezza del ciclo economico e una crescita del PIL intorno al 2%.

A fronte di questo quadro di debolezza economica, **la Fed aumenta i tassi ufficiali di 25 punti base a dicembre del 2017, ma poi, nel 2018, interviene solo con un altro rialzo, in un'ottica di normalizzazione della politica monetaria.** Nel medio termine, i rendimenti decennali americani scendono verso il 2.2% e il dollaro s'indebolisce verso 1.18 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 possibilità di estendere il *Quantitative Easing* oltre settembre del 2018, guidando le aspettative dei mercati verso un'inversione di tendenza molto graduale della politica monetaria ed evitando che si generi un effetto restrittivo indiretto. L'atteggiamento accomodante della BCE non risparmia il decennale italiano da un aggiustamento verso l'alto dei rendimenti per la tornata elettorale nella primavera del 2018, ma aiuta a mantenerlo limitato, portandoli verso il 2.1%. Lo spread BTP-Bund non supera i 160 punti base.

B (10%)

USA: la riforma fiscale viene approvata entro dicembre di quest'anno. Questo fatto, unito ad un tasso di disoccupazione al pieno impiego e ad una crescita del PIL intorno a +3%, fa emergere **seri rischi inflazionistici da salari. La Fed aumenta i tassi di riferimento di 25 punti base a dicembre di quest'anno e altre tre volte di pari entità nel 2018, a gennaio, marzo e giugno.** Nel medio periodo, il dollaro ritorna sotto 1.14 e i rendimenti del decennale americano si spingono anche sopra al 2.6%.

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

Una volta superate le elezioni italiane della primavera 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 determina 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 raggiungere il livello di 2.3-2.4% con uno spread verso i 180 punti base rispetto al Bund.

C (60%)

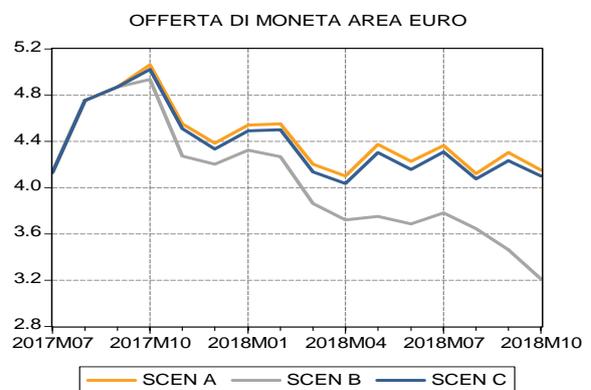
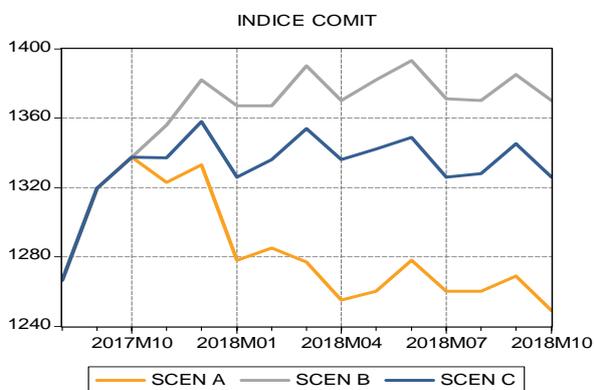
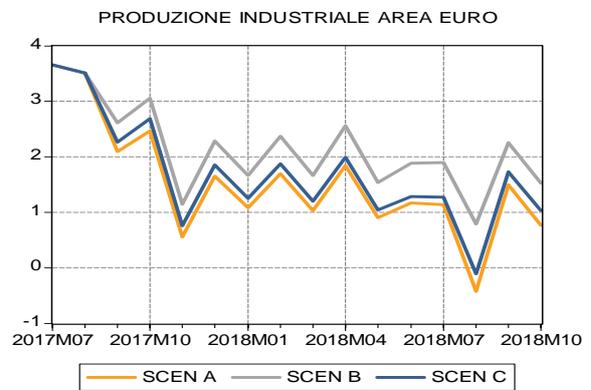
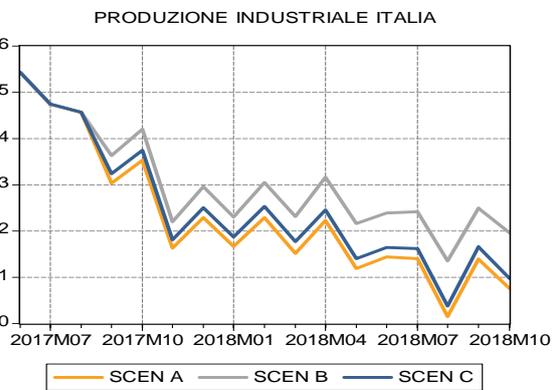
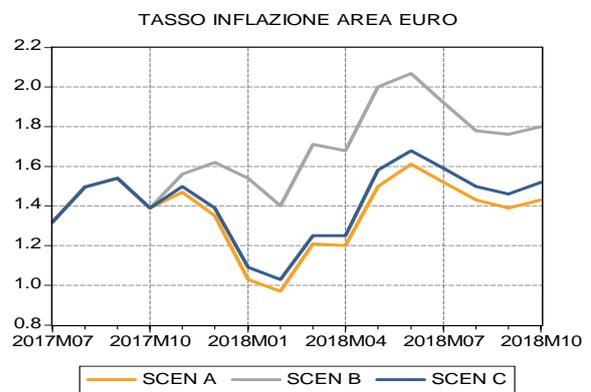
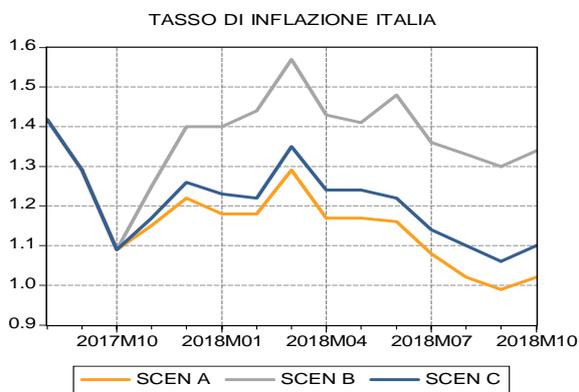
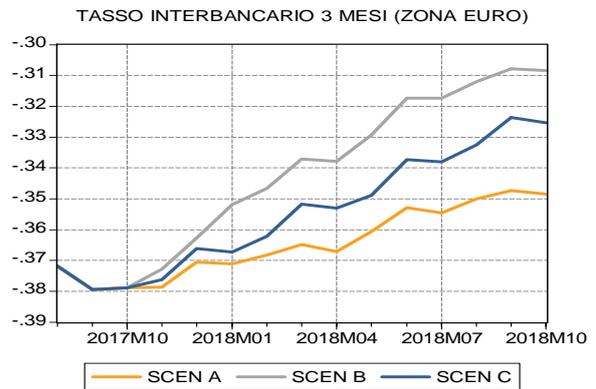
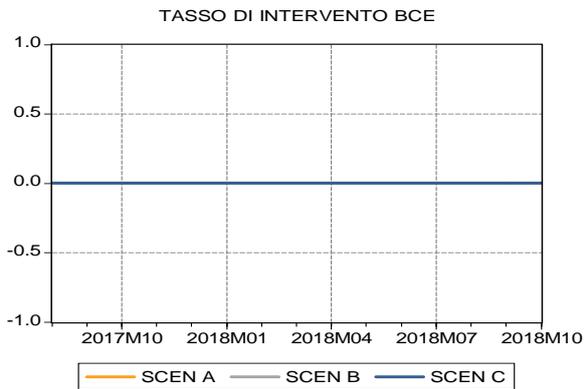
USA: la riforma fiscale viene approvata entro dicembre di quest'anno. Questo fatto, unito ad un tasso di disoccupazione al pieno impiego e ad una crescita del PIL intorno a +2.5%, fa emergere **rischi inflazionistici da salari. La Fed aumenta i tassi di riferimento di 25 punti base a dicembre di quest'anno e altre tre volte di pari entità nel 2018, a marzo, giugno e settembre.** Nel medio periodo, il dollaro ritorna sotto 1.15 e i rendimenti del decennale americano sopra al 2.5%.

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 possibilità di estendere il *Quantitative Easing* oltre settembre del 2018, 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 nella primavera del 2018, ma aiuta a mantenerlo limitato, portandoli verso il 2.2%. Lo spread BTP-Bund si porta verso i 165 punti base.

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

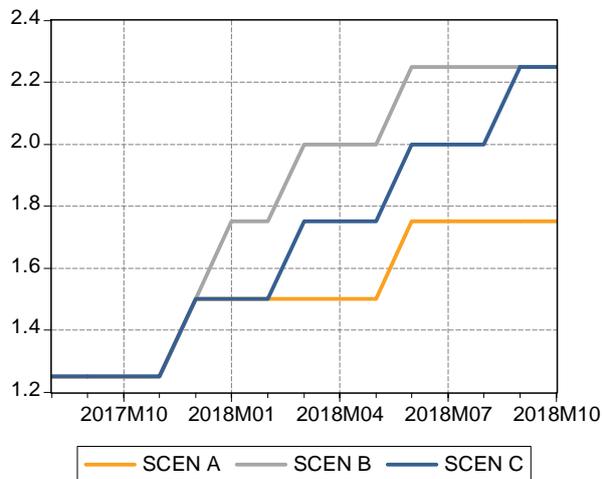
Dati mensili



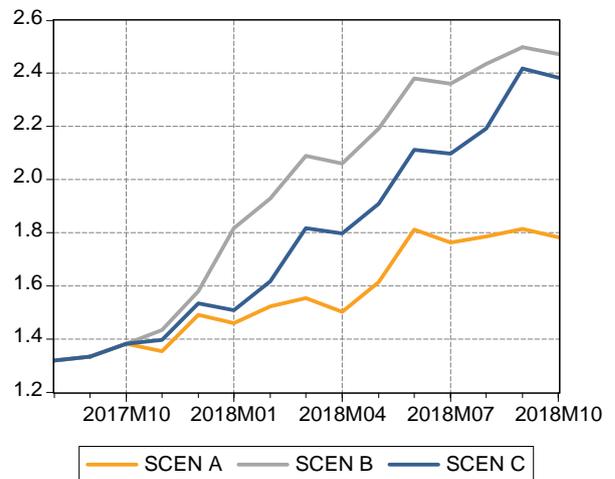
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili

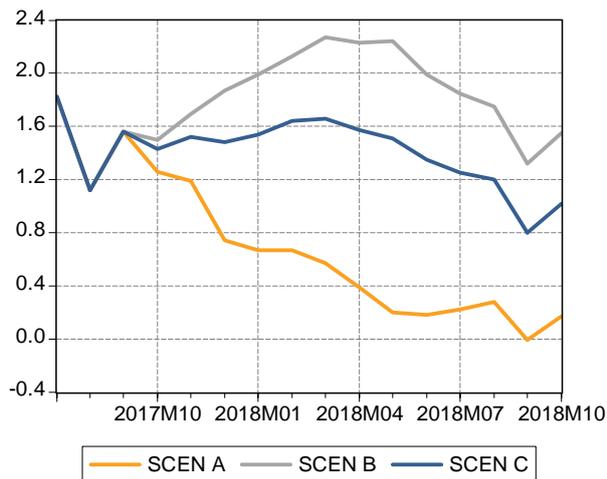
TASSO DI INTERVENTO FED



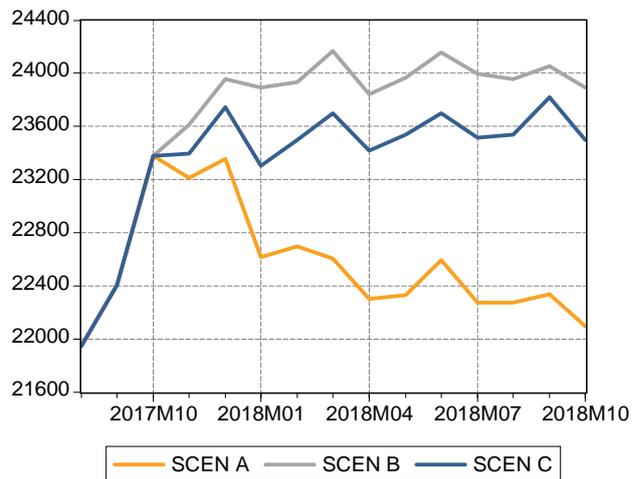
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



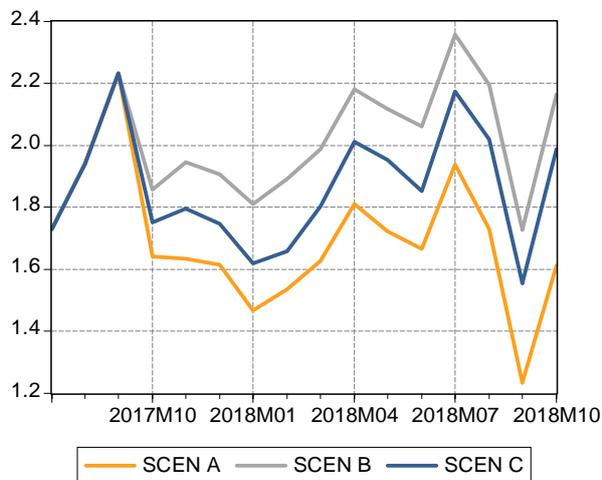
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



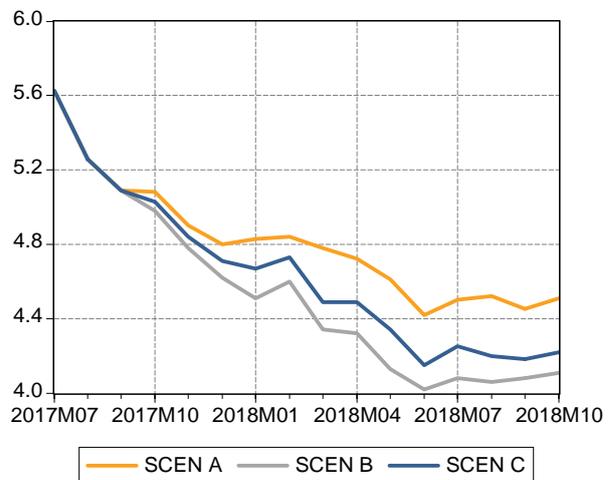
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

Il segmento dei tassi interbancari europei a breve termine rimane ancorato al *refi* sui depositi marginali della BCE anche in ottobre: -0.4% per la scadenza a un mese, -0.38% a tre mesi e -0.31% a sei mesi. **Una crescita economica solida e l'inflazione sotto il target potrebbero spingere la BCE a mantenere aperta la possibilità di estendere il QE oltre settembre 2018 (Scen. C e A).** Se la crescita e l'inflazione dovessero accelerare, la BCE potrebbe iniziare a guidare le aspettative del mercato verso la non-estensione del QE (Scen. B). **I saggi interbancari sono visti comunque stabili o in debole ripresa in tutti e tre gli scenari** (il tasso a 1 mese dovrebbe mantenersi circa al -0.4%, il 3 mesi tra il -0.3% e il -0.4% e il 6 mesi prossimo al -0.3%).

TASSI INTERBANCARI

Alla riunione di ottobre la BCE ha dimezzato l'ammontare di acquisti ma non ha modificato i tassi ufficiali, annunciando che rimarranno ai livelli attuali per un lungo periodo, ben oltre l'orizzonte del *Quantitative Easing*, che è stato esteso fino a settembre 2018. Non ha inoltre escluso che il QE possa essere prolungato e/o incrementato, se necessario. **Il messaggio è stato molto meno restrittivo di quanto atteso e ha portato al ridimensionamento dei rendimenti sui titoli di Stato dell'intera Area Euro**, in particolare dei periferici. In Italia il calo del decennale è stato di quasi di 30 punti base (+1.92% da +2.23%) mentre per le scadenze minori è stato via via più contenuto (+1.30% da +1.57% il 7 anni, +0.69% da +0.88% il 5 anni e +0.1% da +0.2% il 3 anni). **Nello scenario C, se la riforma fiscale in USA fosse approvata entro dicembre 2017, la Fed potrebbe innalzare i tassi a dicembre e poi altre tre volte nel 2018, per contenere i rischi inflazionistici. La BCE invece, grazie alla crescita solida con inflazione moderata, potrebbe alimentare le attese di un'estensione del QE oltre settembre 2018. Sulla scia dei rendimenti statunitensi, anche quelli europei sono visti in moderato rialzo. In particolare quelli italiani, nella primavera del 2018, potrebbero risentire delle tensioni per le elezioni politiche** (+0.51%, +1.14%, +1.71% e +2.31% rispettivamente il 3, 5, 7, e 10 anni a ottobre 2018). A parità di condizioni in Area Euro, se negli USA la riforma fiscale non fosse approvata entro fine anno, ma rinviata di molto rispetto alle attese, e la Fed decidesse di fare il rialzo a dicembre, ma nel 2018 intervenisse solo a giugno (scenario A) i rendimenti italiani rimarrebbero più contenuti (+0.35% il 3 anni, +0.98% il 5 anni, +1.56% il 7 anni e +2.16% il 10 anni a ottobre 2018). Nello scenario B, negli USA la riforma fiscale è approvata entro fine 2017 ma la crescita e l'inflazione sono più sostenute rispetto a C, tanto da spingere la Fed a rialzare i tassi a dicembre, gennaio, marzo e giugno. In Europa il raggiungimento dell'obiettivo d'inflazione al 2% potrebbe indurre la BCE, dopo la tornata elettorale italiana, a guidare le attese di mercato verso la non-estensione del QE oltre settembre 2018. Questo potrebbe sostenere i rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona e l'Italia, più fragile per l'elevato debito pubblico e per l'incertezza politica delle elezioni, potrebbe esserne particolarmente penalizzata (+0.62% il 3 anni, +1.25% il 5 anni, +1.82% il 7 anni e +2.43% il 10 anni alla fine del periodo di previsione).

STRUTTURA A TERMINE

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

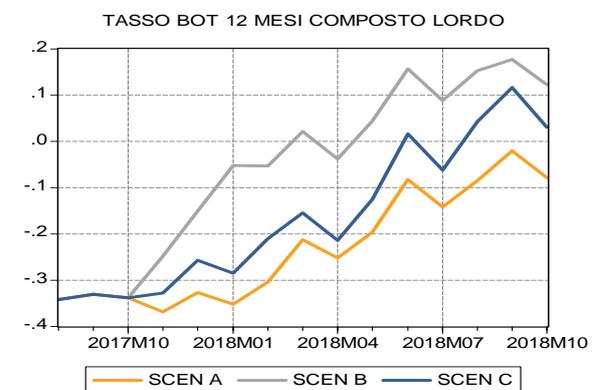
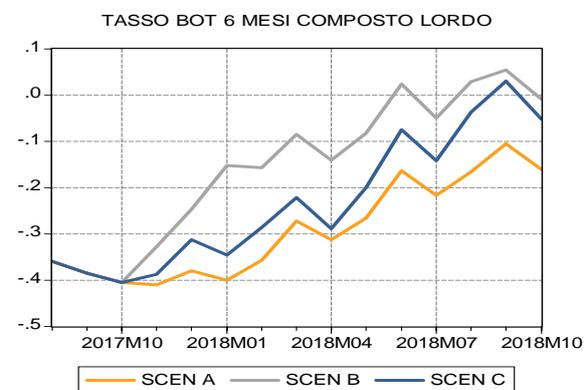
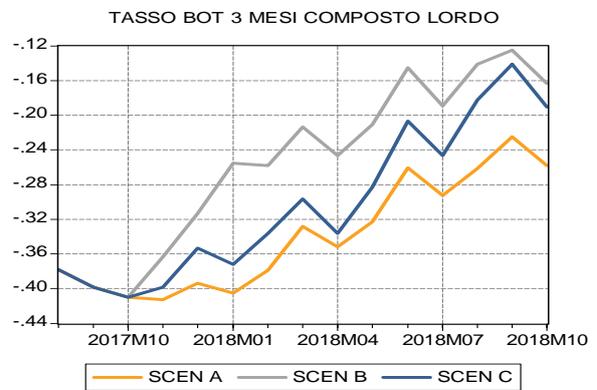
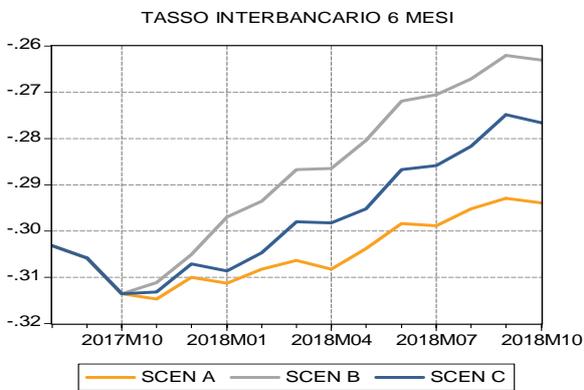
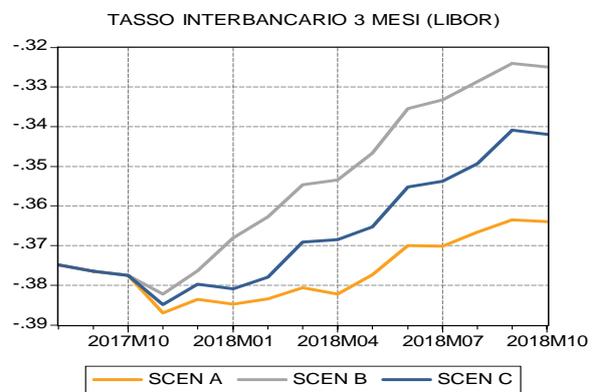
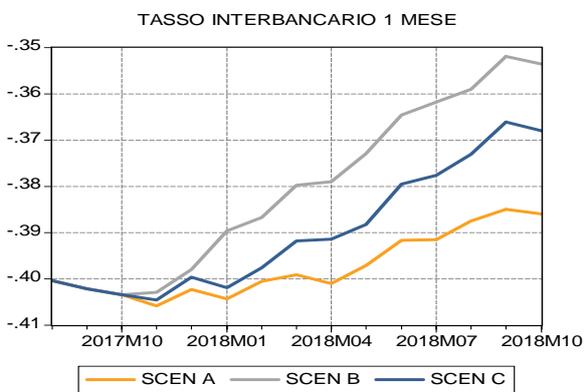
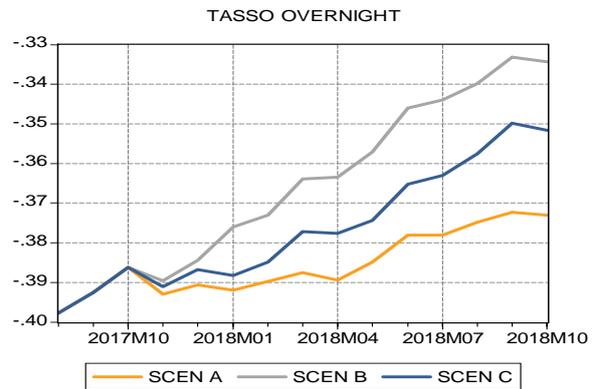
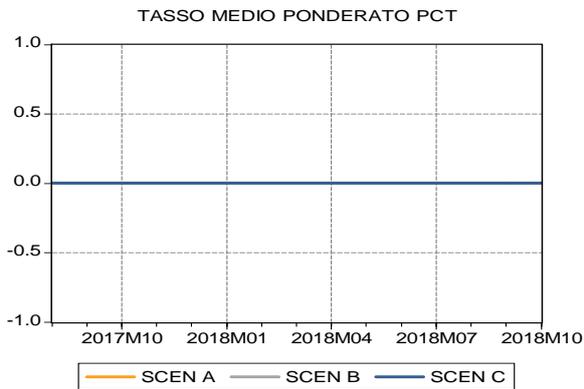
TASSI BANCARI

In agosto è continuata la serie di aumenti che sta caratterizzando sia i depositi (+3.5% da +2.9%) sia i prestiti totali (+1.0% da +1.3%). **In base ai risultati delle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica sia degli impieghi** (+1.3% a/a in C, +1.0% in A e +1.7% in B, a ottobre 2018) **sia dei depositi totali** (+4.0%, +3.7% e +4.6% rispettivamente) **dovrebbe rimanere sostenuta per l'intero periodo di previsione.**

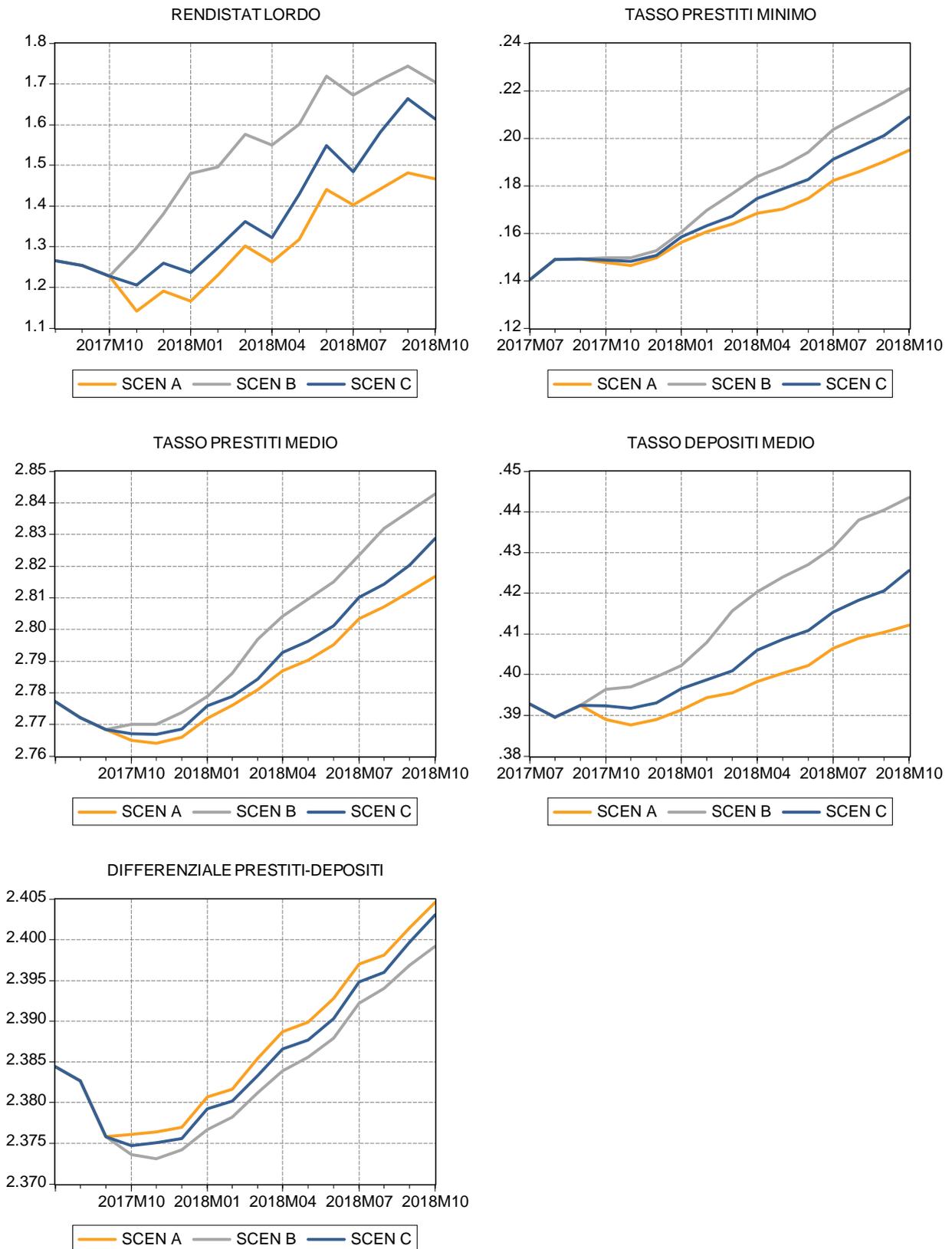
VOLUMI

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

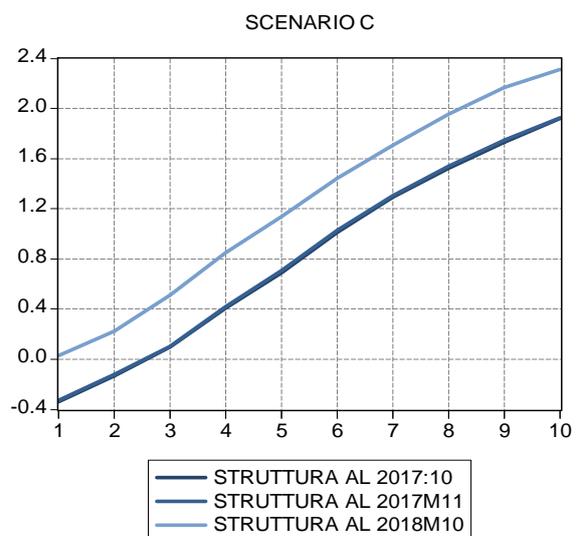
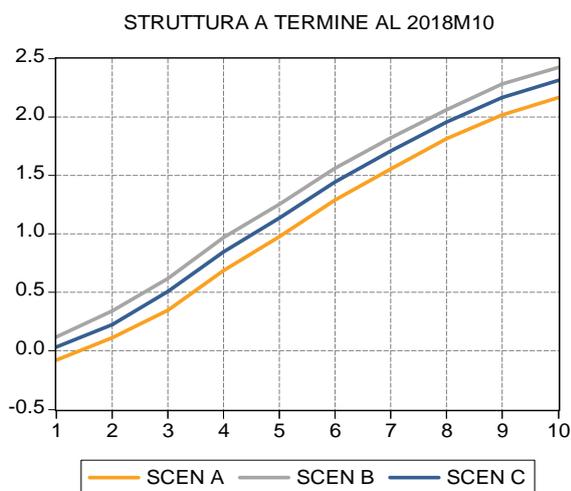
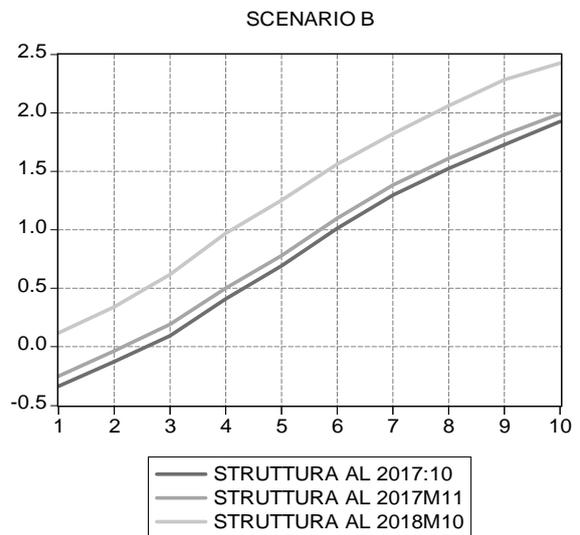
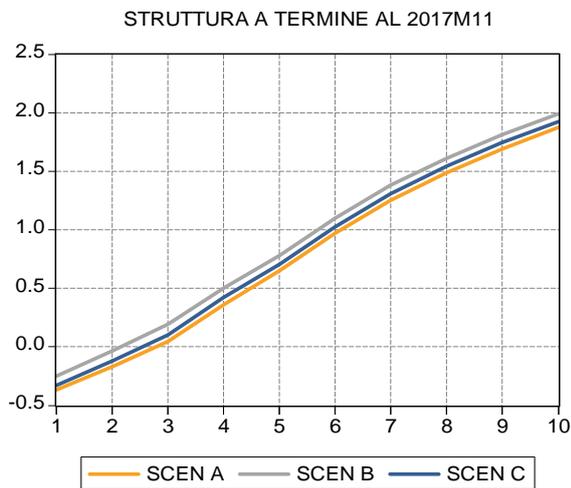
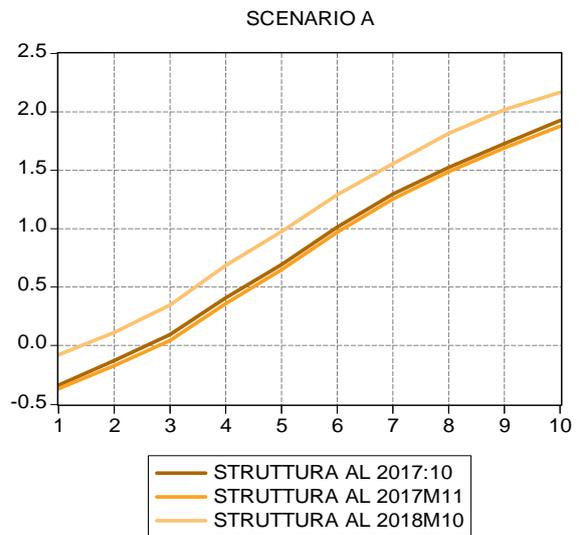
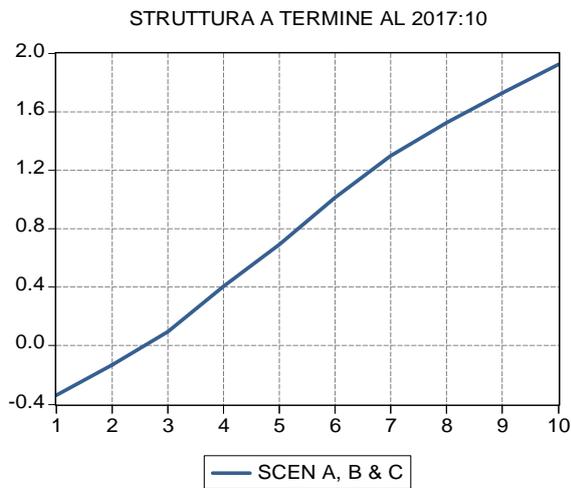
TASSI - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili

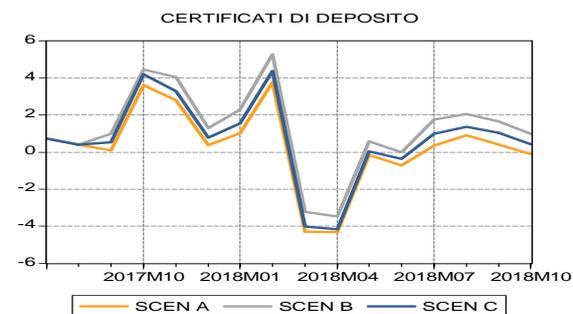
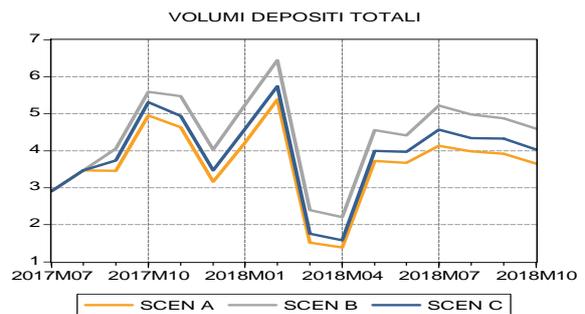
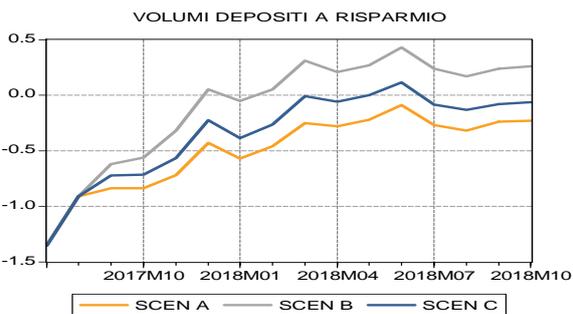
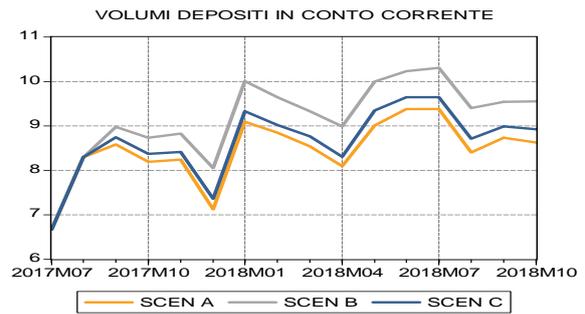
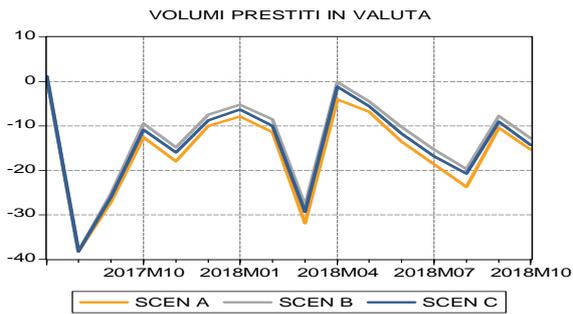
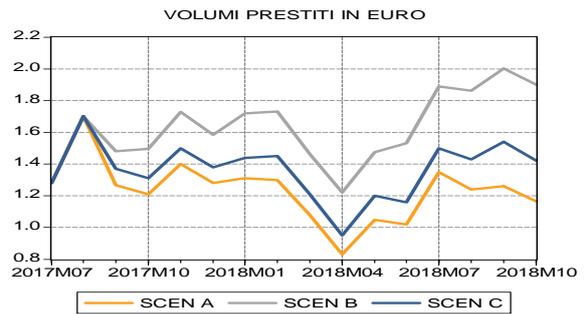
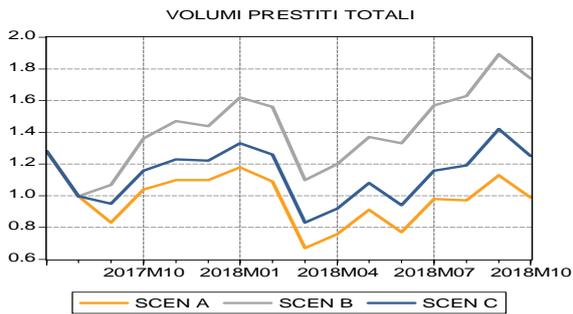
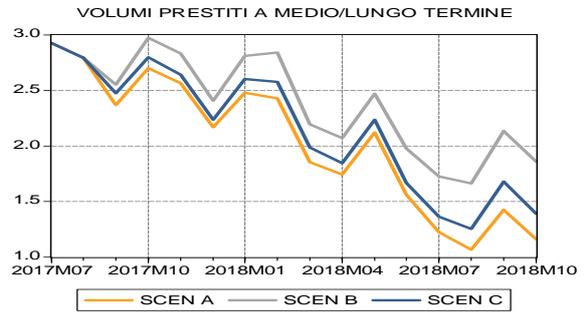
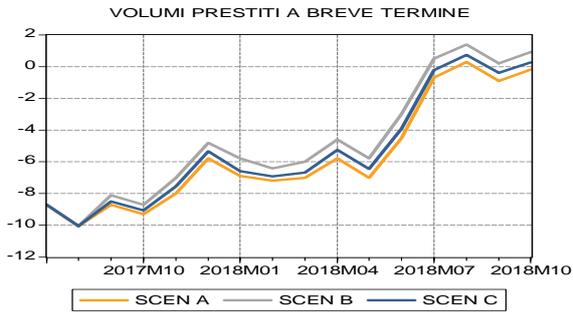


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



SCENARIO A	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Indice COMIT (livello)	1228	1237	1219	1264	1267	1319	1338	1323	1333	1278	1285	1277	1255	1260	1278	1260	1260	1269	1249	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	1.6	3.2	5.4	4.7	4.6	3.0	3.5	1.6	2.3	1.7	2.3	1.5	2.2	1.2	1.4	1.4	0.1	1.4	0.8	
Tasso di Inflazione (Arm.)	2.0	1.6	1.2	1.2	1.4	1.3	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2	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	
T. Overnight media d/l	-0.39	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	
T. Interb. 6m lett.	-0.26	-0.27	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29	
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.40	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	0.41	
T. Prestiti medio	2.80	2.78	2.80	2.78	2.77	2.77	2.77	2.76	2.77	2.77	2.78	2.78	2.79	2.79	2.80	2.80	2.81	2.81	2.82	
T.prest. medio - T.dep. medio	2.41	2.39	2.40	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38	2.39	2.39	2.39	2.39	2.40	2.40	2.40	2.40	
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.36	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.40	-0.41	-0.41	-0.39	-0.41	-0.38	-0.33	-0.35	-0.32	-0.26	-0.29	-0.26	-0.22	-0.26	
T. BOT comp. lordo 6m	-0.33	-0.36	-0.38	-0.37	-0.36	-0.39	-0.41	-0.41	-0.38	-0.40	-0.36	-0.27	-0.31	-0.27	-0.16	-0.22	-0.17	-0.11	-0.16	
T. BOT comp. lordo 12m	-0.24	-0.31	-0.36	-0.36	-0.34	-0.33	-0.34	-0.37	-0.33	-0.35	-0.30	-0.21	-0.25	-0.20	-0.08	-0.14	-0.09	-0.02	-0.08	
Rendistat lordo	1.41	1.33	1.25	1.34	1.27	1.25	1.23	1.14	1.19	1.17	1.23	1.30	1.26	1.32	1.44	1.40	1.44	1.48	1.47	
Rendistat netto	1.23	1.16	1.09	1.17	1.11	1.10	1.07	1.00	1.04	1.02	1.08	1.14	1.10	1.15	1.26	1.23	1.26	1.30	1.28	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.35	0.28	0.26	0.22	0.19	0.20	0.10	0.04	0.10	0.06	0.12	0.21	0.16	0.23	0.37	0.31	0.37	0.41	0.35	
Rend. BTP a 5 anni	1.07	0.97	0.95	0.90	0.86	0.88	0.69	0.65	0.70	0.67	0.73	0.82	0.78	0.84	0.98	0.92	0.99	1.03	0.98	
Rend. BTP a 7 anni	1.72	1.64	1.63	1.55	1.53	1.57	1.30	1.25	1.30	1.27	1.33	1.41	1.37	1.43	1.56	1.51	1.57	1.61	1.56	
Rend. BTP a 10 anni	2.32	2.26	2.23	2.18	2.14	2.23	1.92	1.87	1.92	1.88	1.93	2.01	1.97	2.03	2.16	2.11	2.17	2.21	2.16	
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2383.520	2360.830	2386.871	2348.502	2344.673	2354.231	2352.352	2349.754	2367.880	2341.908	2328.28	2392.49	2401.63	2382.31	2405.25	2371.52	2367.42	2380.83	2375.64	
Prestiti in euro	2349.898	2319.066	2346.092	2305.059	2319.374	2328.139	2327.381	2320.280	2334.586	2311.816	2294.556	2372.47	2369.402	2343.42	2370.02	2336.18	2348.13	2357.47	2354.52	
Prestiti in valuta	33.622	41.764	40.779	43.443	25.299	26.092	24.971	29.474	33.293	30.092	33.728	20.022	32.232	38.897	35.228	35.340	19.282	23.360	21.122	
Prestiti a breve	310.450	313.867	310.772	299.331	292.035	296.269	291.867	295.965	295.777	298.320	296.588	294.928	292.444	291.896	296.787	297.236	292.911	293.603	291.283	
Prestiti a m / l	2073.070	2046.963	2076.100	2049.170	2052.639	2057.961	2060.485	2053.789	2072.103	2043.588	2031.696	2097.560	2109.191	2090.417	2108.463	2074.281	2074.506	2087.231	2084.357	
Depositi totali	2389.088	2336.074	2334.866	2330.704	2333.084	2344.881	2373.307	2356.083	2379.576	2377.617	2383.349	2405.805	2422.297	2423.210	2420.555	2427.195	2425.940	2436.801	2459.933	
Depositi in c / c	1004.033	993.842	996.725	999.402	1005.403	1013.859	1027.561	1027.926	1058.200	1048.784	1051.469	1063.231	1085.259	1083.387	1090.218	1093.146	1089.857	1102.369	1116.137	
Depositi a risparmio	296.333	295.680	294.928	295.909	297.201	296.579	295.600	295.182	296.639	297.070	296.911	296.292	295.503	295.030	294.662	295.110	296.250	295.867	294.920	
Certif. deposito	1088.722	1046.552	1043.213	1035.393	1030.479	1034.444	1050.146	1032.975	1024.736	1031.763	1034.968	1046.282	1041.534	1044.793	1035.675	1038.939	1039.833	1038.565	1048.876	
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	1.73	1.45	1.92	1.28	1.00	0.83	1.04	1.10	1.10	1.18	1.09	0.67	0.76	0.91	0.77	0.98	0.97	1.13	0.99	
Prestiti in euro	2.18	0.85	1.69	1.28	1.70	1.27	1.21	1.40	1.28	1.31	1.30	1.08	0.83	1.05	1.02	1.35	1.24	1.26	1.17	
Prestiti in valuta	-22.36	51.93	17.43	1.17	-38.26	-27.16	-12.64	-18.00	-10.10	-7.90	-11.40	-32.01	-4.13	-6.86	-13.61	-18.65	-23.78	-10.47	-15.41	
Prestiti a breve	-5.18	-5.32	-7.53	-8.71	-10.06	-8.70	-9.30	-8.00	-5.80	-6.90	-7.20	-7.00	-5.80	-7.00	-4.50	-0.70	0.30	-0.90	-0.20	
Prestiti a m / l	2.85	2.58	3.51	2.92	2.79	2.37	2.70	2.56	2.17	2.48	2.43	1.85	1.74	2.12	1.56	1.23	1.07	1.42	1.16	
Depositi totali	5.12	4.28	2.64	2.91	3.47	3.46	4.95	4.63	3.16	4.21	5.38	1.52	1.39	3.73	3.67	4.14	3.98	3.92	3.65	
Depositi in c / c	8.49	8.60	8.68	6.67	8.29	8.58	8.19	8.24	7.12	9.09	8.85	8.54	8.09	9.01	9.38	9.38	8.40	8.73	8.62	
Depositi a risparmio	-2.20	-1.98	-1.84	-1.36	-0.91	-0.84	-0.84	-0.72	-0.43	-0.57	-0.46	-0.25	-0.28	-0.22	-0.09	-0.27	-0.32	-0.24	-0.23	
Certif. deposito	4.26	2.25	-1.32	0.73	0.40	0.08	3.62	2.80	0.38	1.01	3.77	-4.29	-4.33	-0.17	-0.72	0.34	0.91	0.40	-0.12	

SCENARIO B	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1228	1237	1219	1264	1267	1319	1338	1356	1382	1367	1367	1390	1370	1382	1393	1371	1370	1385	1370
Produzione Industriale (Var. % a/a)	1.6	3.2	5.4	4.7	4.6	3.6	4.2	2.2	3.0	2.3	3.1	2.3	3.2	2.2	2.4	2.4	1.4	1.4	2.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	2.0	1.6	1.2	1.2	1.4	1.3	1.1	1.3	1.4	1.4	1.4	1.6	1.4	1.4	1.5	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
T. Overnight media d/l	-0.39	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.34	-0.34	-0.33	-0.33
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.33	-0.33	-0.32	-0.32
T. Interb. 6m lett.	-0.26	-0.27	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.30	-0.29	-0.29	-0.29	-0.28	-0.27	-0.27	-0.27	-0.26	-0.26
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.40	0.39	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	0.44	0.44
T. Prestiti medio	2.80	2.78	2.80	2.78	2.77	2.77	2.77	2.77	2.77	2.78	2.79	2.80	2.80	2.81	2.82	2.82	2.83	2.84	2.84
T.prest. medio - T.dep. medio	2.41	2.39	2.40	2.38	2.38	2.38	2.37	2.37	2.37	2.38	2.38	2.38	2.38	2.39	2.39	2.39	2.39	2.40	2.40
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.36	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.40	-0.41	-0.36	-0.31	-0.26	-0.26	-0.21	-0.25	-0.21	-0.15	-0.19	-0.14	-0.13	-0.16
T. BOT comp. lordo 6m	-0.33	-0.36	-0.38	-0.37	-0.36	-0.39	-0.41	-0.33	-0.25	-0.15	-0.16	-0.09	-0.14	-0.08	0.02	-0.05	0.03	0.05	-0.01
T. BOT comp. lordo 12m	-0.24	-0.31	-0.36	-0.36	-0.34	-0.33	-0.34	-0.25	-0.15	-0.05	-0.05	0.02	-0.04	0.04	0.16	0.09	0.15	0.18	0.12
Rendistat lordo	1.41	1.33	1.25	1.34	1.27	1.25	1.23	1.30	1.38	1.48	1.50	1.58	1.55	1.60	1.72	1.67	1.71	1.74	1.70
Rendistat netto	1.23	1.16	1.09	1.17	1.11	1.10	1.07	1.13	1.21	1.30	1.31	1.38	1.36	1.40	1.50	1.46	1.50	1.53	1.49
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.35	0.28	0.26	0.22	0.19	0.20	0.10	0.19	0.30	0.39	0.41	0.49	0.43	0.54	0.65	0.58	0.65	0.67	0.62
Rend. BTP a 5 anni	1.07	0.97	0.95	0.90	0.86	0.88	0.69	0.78	0.88	0.98	1.01	1.10	1.05	1.16	1.27	1.21	1.28	1.30	1.25
Rend. BTP a 7 anni	1.72	1.64	1.63	1.55	1.53	1.57	1.30	1.38	1.47	1.56	1.60	1.68	1.63	1.73	1.83	1.78	1.84	1.86	1.82
Rend. BTP a 10 anni	2.32	2.26	2.23	2.18	2.14	2.23	1.92	1.99	2.08	2.16	2.20	2.28	2.23	2.33	2.43	2.38	2.45	2.47	2.43
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2383.520	2360.830	2386.871	2348.502	2344.673	2359.834	2359.802	2358.353	2375.843	2352.092	2339.11	2402.71	2412.12	2393.17	2418.62	2385.37	2382.89	2404.44	2400.86
Prestiti in euro	2349.898	2319.066	2346.092	2305.059	2319.374	2333.059	2333.935	2327.763	2341.594	2321.127	2304.319	2381.48	2378.567	2353.30	2382.03	2348.60	2362.58	2379.74	2378.30
Prestiti in valuta	33.622	41.764	40.779	43.443	25.299	26.775	25.867	30.591	34.249	30.966	34.791	21.229	33.555	39.878	36.582	36.771	20.307	24.692	22.559
Prestiti a breve	310.450	313.867	310.772	299.331	292.035	298.216	293.797	299.182	298.917	301.845	299.145	298.099	296.169	295.663	301.448	300.828	296.123	298.813	296.442
Prestiti a m / l	2073.070	2046.963	2076.100	2049.170	2052.639	2061.618	2066.005	2059.171	2076.926	2050.248	2039.965	2104.608	2115.953	2097.511	2117.168	2084.545	2086.768	2105.622	2104.421
Depositi totali	2389.088	2336.074	2334.866	2330.704	2333.084	2358.480	2387.780	2375.223	2399.644	2400.889	2407.548	2426.660	2441.887	2442.366	2437.833	2452.367	2449.271	2473.338	2497.618
Depositi in c / c	1004.033	993.842	996.725	999.402	1005.403	1017.501	1032.690	1033.434	1067.388	1057.629	1059.100	1070.872	1094.195	1093.227	1098.690	1102.341	1099.911	1114.570	1131.312
Depositi a risparmio	296.333	295.680	294.928	295.909	297.201	297.237	296.435	296.372	298.069	298.624	298.433	297.955	296.955	296.478	296.196	296.619	297.707	297.950	297.206
Certif. deposito	1088.722	1046.552	1043.213	1035.393	1030.479	1043.743	1058.655	1045.418	1034.187	1044.636	1050.016	1057.832	1050.737	1052.661	1042.947	1053.407	1051.654	1060.818	1069.100
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	1.73	1.45	1.92	1.28	1.00	1.07	1.36	1.47	1.44	1.62	1.56	1.10	1.20	1.37	1.33	1.57	1.63	1.89	1.74
Prestiti in euro	2.18	0.85	1.69	1.28	1.70	1.48	1.50	1.73	1.58	1.72	1.73	1.46	1.22	1.48	1.53	1.89	1.86	2.00	1.90
Prestiti in valuta	-22.36	51.93	17.43	1.17	-38.26	-25.25	-9.50	-14.89	-7.52	-5.22	-8.61	-27.91	-0.20	-4.52	-10.29	-15.36	-19.73	-7.78	-12.79
Prestiti a breve	-5.18	-5.32	-7.53	-8.71	-10.06	-8.10	-8.70	-7.00	-4.80	-5.80	-6.40	-6.00	-4.60	-5.80	-3.00	0.50	1.40	0.20	0.90
Prestiti a m / l	2.85	2.58	3.51	2.92	2.79	2.55	2.97	2.83	2.41	2.81	2.84	2.19	2.07	2.47	1.98	1.73	1.66	2.13	1.86
Depositi totali	5.12	4.28	2.64	2.91	3.47	4.06	5.59	5.48	4.03	5.23	6.45	2.40	2.21	4.55	4.41	5.22	4.98	4.87	4.60
Depositi in c / c	8.49	8.60	8.68	6.67	8.29	8.97	8.73	8.82	8.05	10.01	9.64	9.32	8.98	10.00	10.23	10.30	9.40	9.54	9.55
Depositi a risparmio	-2.20	-1.98	-1.84	-1.36	-0.91	-0.62	-0.56	-0.32	0.05	-0.05	0.05	0.31	0.21	0.27	0.43	0.24	0.17	0.24	0.26
Certif. deposito	4.26	2.25	-1.32	0.73	0.40	0.98	4.46	4.04	1.30	2.28	5.27	-3.23	-3.49	0.58	-0.03	1.74	2.05	1.64	0.99

SCENARIO C	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	
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)	1228	1237	1219	1264	1267	1319	1338	1337	1358	1326	1336	1354	1336	1342	1349	1326	1328	1345	1326	1326
Produzione Industriale (Var. % a/a)	1.6	3.2	5.4	4.7	4.6	3.2	3.7	1.8	2.5	1.9	2.5	1.8	2.5	1.4	1.6	1.6	0.4	1.7	1.0	1.0
Tasso di Inflazione (Arm.)	2.0	1.6	1.2	1.2	1.4	1.3	1.1	1.2	1.3	1.2	1.2	1.4	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.39	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34
T. Interb. 6m lett.	-0.26	-0.27	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29	-0.28	-0.27	-0.28	-0.28
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.40	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.42	0.43
T. Prestiti medio	2.80	2.78	2.80	2.78	2.77	2.77	2.77	2.77	2.77	2.78	2.78	2.78	2.79	2.80	2.80	2.81	2.81	2.82	2.83	2.83
T.prest. medio - T.dep. medio	2.41	2.39	2.40	2.38	2.38	2.38	2.37	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38	2.39	2.39	2.39	2.39	2.40	2.40	2.40	2.40
T. BOT comp. lordo 3m ⁽⁷⁾	-0.36	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.40	-0.41	-0.40	-0.35	-0.37	-0.34	-0.30	-0.34	-0.28	-0.21	-0.25	-0.18	-0.14	-0.19	-0.19
T. BOT comp. lordo 6m	-0.33	-0.36	-0.38	-0.37	-0.36	-0.39	-0.41	-0.39	-0.31	-0.35	-0.29	-0.22	-0.29	-0.20	-0.08	-0.14	-0.04	0.03	-0.05	-0.05
T. BOT comp. lordo 12m	-0.24	-0.31	-0.36	-0.36	-0.34	-0.33	-0.34	-0.33	-0.26	-0.29	-0.21	-0.16	-0.22	-0.13	0.02	-0.06	0.04	0.12	0.03	0.03
Rendistat lordo	1.41	1.33	1.25	1.34	1.27	1.25	1.23	1.21	1.26	1.24	1.30	1.36	1.32	1.43	1.55	1.49	1.58	1.66	1.61	1.61
Rendistat netto	1.23	1.16	1.09	1.17	1.11	1.10	1.07	1.06	1.10	1.08	1.14	1.19	1.16	1.25	1.36	1.30	1.38	1.46	1.41	1.41
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.35	0.28	0.26	0.22	0.19	0.20	0.10	0.10	0.17	0.14	0.20	0.28	0.24	0.33	0.48	0.41	0.51	0.58	0.51	0.51
Rend. BTP a 5 anni	1.07	0.97	0.95	0.90	0.86	0.88	0.69	0.70	0.77	0.74	0.80	0.88	0.84	0.94	1.09	1.03	1.13	1.21	1.14	1.14
Rend. BTP a 7 anni	1.72	1.64	1.63	1.55	1.53	1.57	1.30	1.31	1.37	1.34	1.39	1.47	1.43	1.53	1.67	1.60	1.71	1.78	1.71	1.71
Rend. BTP a 10 anni	2.32	2.26	2.23	2.18	2.14	2.23	1.92	1.92	1.98	1.95	2.00	2.07	2.03	2.13	2.26	2.21	2.31	2.38	2.31	2.31
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2383.520	2360.830	2386.871	2348.502	2344.673	2357.032	2355.146	2352.775	2370.690	2345.380	2332.20	2396.29	2405.45	2386.33	2409.31	2375.74	2372.57	2390.50	2384.59	2384.59
Prestiti in euro	2349.898	2319.066	2346.092	2305.059	2319.374	2330.530	2329.681	2322.568	2336.891	2314.783	2297.954	2375.52	2372.222	2346.89	2373.31	2339.63	2352.54	2366.42	2362.76	2362.76
Prestiti in valuta	33.622	41.764	40.779	43.443	25.299	26.503	25.465	30.207	33.799	30.597	34.246	20.773	33.226	39.432	36.001	36.109	20.034	24.082	21.823	21.823
Prestiti a breve	310.450	313.867	310.772	299.331	292.035	296.955	292.643	297.404	297.178	299.280	297.512	295.949	294.100	293.612	298.626	298.638	294.178	295.799	293.394	293.394
Prestiti a m / l	2073.070	2046.963	2076.100	2049.170	2052.639	2060.077	2062.502	2055.371	2073.512	2046.100	2034.688	2100.342	2111.348	2092.715	2110.682	2077.106	2078.397	2094.703	2091.191	2091.191
Depositi totali	2389.088	2336.074	2334.866	2330.704	2333.084	2351.208	2381.433	2363.034	2386.646	2385.939	2391.659	2411.545	2426.802	2429.288	2427.475	2437.074	2434.244	2452.866	2477.437	2477.437
Depositi in c / c	1004.033	993.842	996.725	999.402	1005.403	1015.303	1029.289	1029.570	1060.520	1051.040	1053.040	1065.396	1087.433	1086.683	1092.816	1095.801	1092.988	1106.473	1121.158	1121.158
Depositi a risparmio	296.333	295.680	294.928	295.909	297.201	296.926	295.968	295.646	297.249	297.621	297.498	297.014	296.158	295.675	295.266	295.662	296.808	296.692	295.777	295.777
Certif. deposito	1088.722	1046.552	1043.213	1035.393	1030.479	1038.979	1056.176	1037.818	1028.877	1037.279	1041.122	1049.135	1043.211	1046.930	1039.393	1045.611	1044.448	1049.701	1060.502	1060.502
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	1.73	1.45	1.92	1.28	1.00	0.95	1.16	1.23	1.22	1.33	1.26	0.83	0.92	1.08	0.94	1.16	1.19	1.42	1.25	1.25
Prestiti in euro	2.18	0.85	1.69	1.28	1.70	1.37	1.31	1.50	1.38	1.44	1.45	1.21	0.95	1.20	1.16	1.50	1.43	1.54	1.42	1.42
Prestiti in valuta	-22.36	51.93	17.43	1.17	-38.26	-26.01	-10.91	-15.96	-8.74	-6.35	-10.04	-29.46	-1.18	-5.58	-11.72	-16.88	-20.81	-9.13	-14.30	-14.30
Prestiti a breve	-5.18	-5.32	-7.53	-8.71	-10.06	-8.49	-9.06	-7.55	-5.35	-6.60	-6.91	-6.68	-5.27	-6.45	-3.91	-0.23	0.73	-0.39	0.26	0.26
Prestiti a m / l	2.85	2.58	3.51	2.92	2.79	2.47	2.80	2.64	2.24	2.60	2.58	1.99	1.85	2.24	1.67	1.36	1.25	1.68	1.39	1.39
Depositi totali	5.12	4.28	2.64	2.91	3.47	3.74	5.31	4.94	3.47	4.57	5.75	1.76	1.58	3.99	3.97	4.56	4.34	4.32	4.03	4.03
Depositi in c / c	8.49	8.60	8.68	6.67	8.29	8.73	8.37	8.41	7.35	9.32	9.01	8.76	8.31	9.34	9.64	9.65	8.71	8.98	8.93	8.93
Depositi a risparmio	-2.20	-1.98	-1.84	-1.36	-0.91	-0.72	-0.72	-0.56	-0.23	-0.39	-0.26	-0.01	-0.06	0.00	0.11	-0.08	-0.13	-0.08	-0.06	-0.06
Certif. deposito	4.26	2.25	-1.32	0.73	0.40	0.52	4.21	3.28	0.78	1.55	4.38	-4.03	-4.18	0.04	-0.37	0.99	1.36	1.03	0.41	0.41

Dicembre 2017⁷

Continua l'euforia nelle borse: le banche centrali sono preoccupate

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

IL QUADRO GENERALE

Novembre è stato caratterizzato ancora una volta dall'euforia delle borse, ai massimi storici, nelle tre macro aree, USA, Zona Euro e Giappone. Questo entusiasmo è giustificato 1) da un mix a livello globale di crescita economica che accelera (l'OCSE ha rivisto al rialzo il PIL a +3.7% nel 2018) e un'inflazione ancora contenuta; 2) dalla rivoluzione della tecnologia virtuale in atto e 3) dall'approvazione in USA della riforma fiscale da parte del Senato. Quest'ultimo punto non rappresenta la fine dell'iter legislativo perché i due piani d'intervento, approvati separatamente da Camera e Senato, dovranno essere combinati in un unico disposto di legge. Sembra tuttavia che, ormai, la riforma fiscale possa effettivamente concretizzarsi in modo definitivo entro la fine del 2017.

Dell'euforia delle borse sono preoccupati i banchieri centrali. Dalle minute della Fed relative alla riunione d'inizio novembre è emerso che alcuni componenti del Comitato iniziano a temere che i prezzi dei mercati azionari stiano sfuggendo di mano, con il rischio di brusche correzioni. Il vice Presidente della BCE, Constancio, ha dichiarato che le valutazioni del mercato azionario sono troppo elevate, se si considerano i livelli storici, e potrebbero generare squilibri a livello globale. La Banca Centrale del Giappone ha posto l'accento sull'esigenza di monitorare l'atteggiamento degli investitori nazionali ed esteri nei confronti delle attività più rischiose.

I fattori che possono interrompere l'idillio sono che: 1) l'inflazione salga improvvisamente più del previsto; 2) il processo di normalizzazione delle politiche monetarie sia troppo repentino; 3) la presidenza Trump sia messa a rischio di impeachment a causa del russiagate, dopo che Michael Flynn si è dichiarato colpevole di aver mentito agli agenti federali, testimoniando che effettivamente lo stesso Presidente lo aveva diretto a prendere contatto con i russi; 4) le tensioni tra Corea del Nord e USA, finora snobbate dai mercati perché concentrati più sull'aspetto macroeconomico, possano sfociare in un conflitto. Il primo di questi fattori, collegato al secondo, sembra quello più in grado di potersi realizzare, soprattutto in USA, perché l'aspetto comune ai due testi sulla riforma fiscale, approvati per il momento separatamente dai due rami del Congresso, è rappresentato da un taglio consistente delle imposte sulle imprese, dal 35% al 20%, che darà un ulteriore impulso positivo a un'economia già vicina al suo potenziale. Si deve tener conto inoltre che, mentre finora il basso prezzo del petrolio poteva compensare eventuali rischi di pressioni inflazionistiche da salari, **la recente tendenza al rialzo delle quotazioni del greggio, supportata da un aumento della domanda di energia a fronte di un ciclo economico globale in accelerazione, potrebbe alimentare rischi di pressioni inflazionistiche da materie prime che si andranno a sommare a quelli del mercato del lavoro.** Per il momento, in USA, i salari rimangono contenuti con una variazione tendenziale a +2.4%, ma, come sottolineato dalla Fed, vanno monitorati molto da vicino.

A fronte di quest'analisi, **confermiamo lo scenario delineato il mese scorso, nel quale, dopo l'ormai scontato rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base a dicembre di quest'anno, nel 2018 la Fed potrebbe mantenere la promessa di altri tre rialzi da 25 punti base ciascuno, a marzo, giugno e settembre rispettivamente,** tenendo conto del passaggio di consegne tra il Presidente uscente Janet Yellen e Jerome Powell che avverrà il 3 febbraio (**Scenario C – probabilità 60%**). Non escludiamo che la Banca Centrale americana possa anticipare le tre mosse a gennaio, marzo e giugno, ma, a questa eventualità, assegniamo una probabilità minore (30% - Scenario A).

Ben diverso è il contesto in Area Euro, dove la crescita ora è ben visibile anche nei Paesi periferici e il mercato del lavoro in miglioramento, sebbene il tasso di disoccupazione sia ancora alto all'8.8%. È vero che la Germania sta crescendo molto più degli altri, al +2.8% a/a rispetto al +2.2% della Francia e al +1.8% dell'Italia ma **metà della variazione congiunturale del PIL tedesco nel terzo trimestre è dovuta a un accumulo di scorte.** È vero anche che

^a Università Ca' Foscari Venezia.

^b GRETA.

⁷ **Dati aggiornati al 30/11/2017.**

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

l'inflazione in Germania a novembre è stata pari a +1.8%, ma l'indice core, che esclude le componenti più volatili di energia e alimentari, al quale la BCE fa riferimento, **è ancora a +1.1% a/a, ben lontana dall'obiettivo del 2%.**

Riteniamo pertanto che l'atteggiamento accomodante della BCE si protrarrà per gran parte del 2018 e che, giocando con il linguaggio di comunicazione, la Banca Centrale manterrà aperta la data di fine del QE (Scenario C – probabilità 60%). Non escludiamo che lo stimolo monetario con l'acquisto di titoli sul mercato secondario possa finire a settembre del 2018, orizzonte delineato all'ultima riunione di ottobre per acquisti mensili di 30 miliardi di euro, ma assegniamo a tale eventualità una bassa probabilità del 30% (scenario A).

In Giappone, il quadro di stabilità politica, concretizzatosi con la vittoria del governo uscente di Shinzo Abe alle elezioni di ottobre, lascia spazio per un rafforzamento della ripresa in atto, anche se l'economia nipponica sta evolvendo ancora a un passo più ridotto (+1.6% a/a) rispetto alle altre macro-aree. **La crescita nel terzo trimestre dell'anno è stata basata solo sulle esportazioni** che hanno beneficiato del quadro positivo a livello internazionale. **La domanda interna è stata assente sia per i consumi sia per gli investimenti.** L'inflazione non ha fatto progressi rimanendo ferma a +0.7%.

Dalle minute della riunione di ottobre della Banca Centrale del Giappone sono emerse preoccupazioni sull'andamento dei prezzi. Si è sottolineato che le pressioni al rialzo sugli energetici probabilmente si dissiperanno gradualmente e che quelle al ribasso relative alle telecomunicazioni potrebbero essere prolungate. **Per questo sono state proposte nuove misure di allentamento monetario** da attuare qualora si verificasse un ritardo nei tempi di raggiungimento dell'obiettivo del 2% sull'inflazione. **In base a tali ipotesi, la Banca Centrale potrebbe fissare l'obiettivo di un rendimento a -0.2% sui titoli giapponesi con scadenza a 15 anni, anziché dello 0% su quelli a 10 anni.** Attraverso questa ulteriore misura di allentamento, la BoJ accelererebbe il raggiungimento dell'obiettivo di stabilità dei prezzi. **La maggioranza dei componenti del Comitato ha tuttavia sottolineato che, con questa nuova misura estrema, si potrebbero generare squilibri finanziari.** Gli effetti collaterali prodotti potrebbero superare quelli positivi.

In novembre, il prezzo del petrolio ha aggiustato ulteriormente verso l'alto: il Brent ha raggiunto i 63.5 dollari al barile e il WTI i 57.4, superando questi livelli durante il mese. **La tendenza è coerente con la crescita economica globale che sta guadagnando slancio**, Cina compresa, e con il conseguente aumento della richiesta di greggio.

Alla riunione dei Paesi OPEC del 30 novembre si è raggiunto un accordo unanime per l'estensione di nove mesi, fino a dicembre 2018 (il precedente termine scadeva a marzo) **dei tagli alla produzione di petrolio.** Secondo l'Iraq, questa estensione dovrebbe essere l'ultima. Includere la Libia e la Nigeria, attualmente non soggette a vincoli, nei tagli alla produzione potrebbe rafforzare gli sforzi del gruppo per riequilibrare il mercato, ma per il momento i due Paesi hanno soltanto affermato che i loro livelli del 2018 non supereranno quelli raggiunti nel 2017. Si prevede che le scorte diminuiscano verso gli obiettivi desiderati nella seconda metà del 2018.

Nei prossimi mesi la tendenza rimarrà al rialzo, data la buona fase di crescita che l'economia globale sta registrando, **con il prezzo del petrolio intorno a 65 dollari al barile per il Brent e 60 per il WTI. Non riteniamo comunque che si possa verificare una vera fiammata delle quotazioni** perché l'eccesso di offerta globale di greggio si attesta ancora a 140 milioni di barili, nonostante, da gennaio, si sia dimezzato rispetto alla media quinquennale. Inoltre, **gli sforzi dei Paesi OPEC di mantenere sotto controllo l'offerta sono contrastati dalla produzione degli Stati Uniti con le tecniche di shale oil**, che a questi prezzi è ridiventata conveniente, **e da quella di Libia e Nigeria, non rientranti nell'accordo.**

GLI ULTIMI DATI

In USA, i dati sul PIL del terzo trimestre del 2017 sono stati rivisti al rialzo a +3.3% t/t annualizzato, rispetto al preliminare di +3%, battendo le attese degli economisti di +3.2%. Quella registrata è la crescita congiunturale più elevata dal terzo trimestre del 2014, pertanto, nonostante un avvio incerto a inizio anno, il 2017 sta proseguendo lungo un sentiero solido. La variazione tendenziale è rimasta a +2.3% a/a rispetto ai preliminari, comunque in leggero progresso rispetto a +2.2% a/a del trimestre precedente. **La componente che ha trainato maggiormente la crescita rimane quella dei consumi**, con un contributo di +1.6% t/t. **La revisione in positivo ha interessato gli investimenti fissi, le scorte e la spesa pubblica.** Per quanto riguarda i primi, il contributo è stato di +0.4% t/t da +0.3% del preliminare, per un doppio effetto di un miglioramento nella dinamica degli investimenti non residenziali (rivisti a +4.7% t/t da +3.9% del preliminare) e di quella dei residenziali meno negativa (rivista a -5.1% t/t da -6%). Questi ultimi rimangono il comparto più debole, ma i dati vanno interpretati anche alla luce degli effetti devastanti degli uragani che hanno colpito la costa orientale statunitense durante l'estate e, quindi, di carattere transitorio. Vanno tuttavia monitorati poiché si tratta del secondo dato pesantemente negativo (-7.3% t/t nel trimestre precedente). In ogni caso, **gli investimenti di tutti gli altri settori hanno saputo compensare la debolezza dell'edilizio.** Anche l'accumulo rilevante di scorte (rivisto a +0.8% da +0.7% del preliminare) va legato in parte all'effetto uragani. Infine, la spesa pubblica, che nei preliminari era neutra, ha contribuito per un +0.1% t/t, grazie a una dinamica positiva di +0.4% t/t. **Si conferma il rafforzamento del canale estero che ha beneficiato del deprezzamento del dollaro dalla primavera di quest'anno**, con un contributo alla crescita del PIL di +0.4% t/t (da +0.2% del trimestre precedente) grazie a un doppio effetto favorevole di un aumento delle esportazioni di +2.2% t/t (rivisto da +2.3% t/t) e di una contrazione delle importazioni di -1.1% t/t (rivisto da -0.8% t/t).

I dati mensili, prevalentemente relativi a ottobre, hanno dimostrato ancora la forza del ciclo economico americano, in particolare nel mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione è sceso ulteriormente al 4.1% dal 4.2% di settembre. L'occupazione, che, come messo in evidenza il mese scorso, risente molto dell'effetto uragani a causa del diverso metodo di rilevazione rispetto al tasso di disoccupazione, incorpora l'aggiustamento del dopo-uragano. A fronte del limitato aumento di occupati a settembre di 18 mila unità (rivisto da -33 mila) in ottobre il settore non agricolo ha registrato un incremento di 261 mila unità. Le attese erano per un balzo di 310 mila, ma sono dati difficilmente valutabili per l'effetto statistico sopra menzionato. Resta il fatto che, con un tasso di disoccupazione al pieno impiego, **aumenta il rischio di overshooting.**

Sia dal lato dell'offerta sia della domanda, i dati mensili testimoniano un'accelerazione della crescita. In ottobre, infatti, la produzione industriale è aumentata di +0.9% m/m rispetto a +0.4% del mese precedente (rivisto al rialzo da +0.3%) battendo le aspettative di +0.5%. Gli ordini di beni durevoli sono diminuiti di -1% m/m, ma si tratta di un effetto trasporti transitorio: se si depura la serie da quest'ultima componente più volatile, resta un considerevole aumento di +0.8% m/m, in linea con la dinamica di settembre di +0.7%. **Va sottolineato, inoltre, il consistente incremento del tasso di utilizzo degli impianti a 77% da 76.4% del mese precedente.** Per il settore edilizio, la debolezza registrata nei dati trimestrali sembra superata con un forte aumento dell'avvio di nuovi cantieri (+13.7% m/m) e della vendita di nuove case (+6.2% dopo un +14.2% di settembre) anche se si deve tener conto della ricostruzione post-uragani. **In novembre, la fiducia dei produttori ha preso fiato:** l'NAPM, dopo aver raggiunto in ottobre il massimo degli ultimi sei anni e mezzo (66.2) ha registrato un fisiologico ridimensionamento a 63.9, in attesa della riforma fiscale di Trump. Infine, la domanda ha dato buoni segnali con una crescita delle vendite al dettaglio di +0.2% m/m, dopo il sorprendente +1.9% di settembre (rivisto al rialzo da +1.6% m/m). **Il buon andamento dei consumi dovrebbe essere garantito anche nella parte finale dell'anno, dato l'ottimismo dei consumatori** che emerge dal rialzo del *Conference Board* a 129.5 da 126.2, sorprendendo le attese di un ridimensionamento a 124. Si tratta del livello più alto degli ultimi diciassette anni.

USA

La crescita accelera e il mercato del lavoro rischia un overshooting anche se l'inflazione resta contenuta

L'inflazione rimane ancora contenuta, se si tiene conto del buon passo di crescita. In ottobre, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi PCE (*Personal Consumption Expenditures*) si è leggermente ridimensionata a +1.6% a/a da +1.7% del mese precedente (rivisto da +1.6%) e quella dell'indice *core*, depurato dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, è rimasta invariata a +1.4% a/a (il dato precedente è stato rivisto da +1.3%). **I salari orari, osservati speciali visto il livello di pieno impiego raggiunto dal mercato del lavoro, hanno ritracciato a +2.4% a/a** dopo il pericoloso 2.9% di settembre, rimanendo invariati su base mensile. **Si tratta in ogni caso di una dinamica tendenziale sostenuta e, come sottolineato dalla Fed, l'inflazione dovrà essere monitorata da vicino.**

Dopo l'ormai scontato rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base a dicembre, a fronte di tale scenario macroeconomico e delle aumentate probabilità di un'approvazione della riforma fiscale in tempi brevi, **assegniamo un'alta probabilità allo scenario nel quale, nel 2018, la Fed mantiene la promessa di altri tre rialzi da 25 punti base ciascuno.**

In Giappone, i dati preliminari sul PIL del terzo trimestre dell'anno evidenziano un proseguimento della ripresa, anche se con qualche ombra. La crescita congiunturale si è attestata a +0.3% t/t e quella tendenziale a +1.6% a/a, in linea con le attese. Di fatto, si è registrato un ridimensionamento, giacché nel trimestre precedente il PIL era cresciuto di +0.6% t/t, ma **si tratta del settimo trimestre consecutivo di crescita positiva.**

È da segnalare il grande recupero del canale estero: da componente più debole (nel secondo trimestre aveva sottratto crescita per un -0.2% t/t) **è diventata l'unica trainante** con un contributo alla ripresa di +0.5% t/t. **Tutte le altre componenti, consumi, investimenti e spesa pubblica, hanno sottratto crescita** per un -0.3%, -0.1% e -0.2%, rispettivamente. Il Giappone sta quindi crescendo essenzialmente grazie alla domanda estera, in un contesto globale di accelerazione del ciclo economico. Ciò è chiaro dall'analisi più dettagliata della bilancia commerciale: il contributo sopra citato di +0.5% t/t alla crescita del PIL è dovuto al doppio effetto di un forte aumento delle esportazioni, +1.5% t/t, e di una pari diminuzione delle importazioni, -1.6% t/t, a testimoniare l'incertezza della domanda interna.

I dati mensili risentono in parte della fisiologica incertezza generata dalle elezioni di ottobre, ma resta la fiducia sul proseguimento della ripresa nella parte finale dell'anno. In ottobre, la produzione industriale ha invertito la tendenza, registrando un +0.5% m/m. L'andamento risulta altalenante con un -1% m/m (rivisto da -1.1%) a settembre e un +2% m/m ad agosto, ma alla fine, il saldo è positivo. Stesso discorso vale per gli ordini di macchinari industriali, che a settembre hanno registrato un pesante calo di -8.1% m/m, ma vanno valutati alla luce dei due notevoli rialzi di luglio e agosto, +8% e +3.4% rispettivamente.

Dal lato della domanda, in ottobre, le vendite al dettaglio sono rimaste invariate, dopo il buon risultato di settembre di +0.8% m/m. Le aspettative erano più pessimiste prevedendo un calo di -0.2%.

La speranza della ripresa è basata 1) sul superamento della tornata elettorale che, con la riconferma del Governo uscente, ha lasciato un quadro politico stabile; 2) sulle buone condizioni del mercato del lavoro, con un tasso di disoccupazione fermo in ottobre al 2.8%; 3) sulla crescita dei profitti aziendali che stanno ancora spingendo i corsi azionari ai massimi storici e 4) sull'ottimismo di produttori e consumatori. In novembre, infatti, la fiducia dei produttori è aumentata ulteriormente a 53.8 da 52.8 del mese precedente (rivisto al rialzo da 52.5) e quella dei consumatori è ai massimi degli ultimi tre anni a quota 44.5 da 43.9. Entrambe hanno battuto le attese di 52.6 e 43.6 rispettivamente.

Sul fronte dell'inflazione, gli indicatori hanno mantenuto il livello raggiunto nel mese precedente in termini di variazione tendenziale, con il CPI (*Consumer Price Index*) globale e quello *core* fermi in ottobre a +0.7% a/a. I segnali sono incoraggianti nella lotta alla deflazione, ma non avranno alcun effetto sulle decisioni di politica monetaria che rimarrà ultra espansiva, perché ancora troppo lontani dall'obiettivo del 2%.

GIAPPONE

La ripresa è trainata dal canale estero in un quadro politico stabile dopo le elezioni

AREA EURO

La crescita al 2.5% non porta ancora con sé pressioni inflazionistiche

Per l'Area Euro non ci sono informazioni aggiuntive dai dati trimestrali del PIL del terzo trimestre, disponibili solo in forma aggregata, pertanto, per il momento, **si può confermare la solidità della crescita economica**, con una variazione congiunturale a +0.6% t/t, dopo il +0.7% t/t del periodo precedente, e quella tendenziale a +2.5% a/a da +2.3% a/a.

I dati mensili, prevalentemente relativi a settembre-ottobre, hanno evidenziato un miglioramento del mercato del lavoro e buoni risultati soprattutto dal lato della domanda. Il tasso di disoccupazione a ottobre è sceso ancora all'8.8% dall'8.9% del mese precedente e le vendite al dettaglio a settembre sono aumentate di +0.7% m/m. Queste ultime hanno battuto le attese di +0.6% e il dato del mese precedente è stato rivisto al rialzo a -0.1% m/m da -0.5%.

In settembre, la produzione industriale ha registrato un calo di -0.6% m/m, ma il dato va letto alla luce del grande balzo registrato in agosto di +1.4% m/m. La contrazione era attesa. Il settore edilizio è rimasto sostanzialmente fermo.

Dall'altro lato, la fiducia di consumatori e imprenditori mantiene l'inarrestabile tendenza positiva: a novembre, l'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) ha registrato un ulteriore incremento a 114.6 da 114.1 del mese precedente, centrando le attese degli economisti, e il PMI (che testa la fiducia dei produttori) è aumentato sia nel settore manifatturiero, raggiungendo il livello di 60 da 58.5 di ottobre, sia in quello dei servizi, a quota 56.2 da 55 (rivisto al rialzo da 54.9). Questi dati delineano chiaramente la fase di espansione dell'economia dell'Eurozona.

Nonostante le conferme sulla ripresa e il miglioramento del mercato del lavoro, l'inflazione rimane ancora debole: in novembre, a parte un leggero aggiustamento verso l'alto dell'indice globale HCPI (*Harmonized Consumer Price Index*) a +1.5% a/a da +1.4% del mese precedente, giustificato del recente rialzo del prezzo del petrolio, l'indice *core*, è rimasto stabile in termini tendenziali a +0.9% a/a. Su base congiunturale è diminuito di -0.1% m/m.

L'inflazione contenuta lascia ancora margini alla BCE per un atteggiamento accomodante, com'è emerso alla riunione di ottobre. Pur annunciando un ridimensionamento del *Quantitative Easing* da 60 a 30 miliardi di euro mensili, ne ha lasciato aperta la data di fine e ha ribadito che i tassi d'interesse ufficiali rimarranno ai livelli attuali ancora per un periodo molto esteso di tempo oltre la fine del programma di acquisti. **Assegniamo un'alta probabilità che tale atteggiamento sia mantenuto nel 2018 (scenario C – probabilità 60%).**

Nonostante la crescita economica nella Zona Euro abbia un carattere generalizzato, con riscontri positivi anche nei Paesi periferici, la Germania rimane il locomotore dell'area. Nel terzo trimestre dell'anno il PIL tedesco è aumentato in termini congiunturali di +0.8% t/t, in rafforzamento da +0.6% del trimestre precedente. La variazione tendenziale si è portata addirittura a +2.8% a/a da +2.3% (rivisto al rialzo da +2.1%). Anche se **il buon risultato è in parte dovuto a un accumulo di scorte che hanno contribuito per un +0.4% t/t**, resta il fatto che **la Germania ha potuto contare su di un pari contributo rilevante del canale estero**, grazie a una dinamica positiva delle esportazioni (+1.7% t/t) più incisiva di quella delle importazioni (+0.9% t/t). Il risultato è sorprendente se si tiene conto della recente forza dell'euro. **Praticamente assenti sono risultate, invece, le componenti di domanda interna, consumi, investimenti e spesa pubblica**, con contributi di -0.1% t/t, +0.1% e 0% rispettivamente.

Il fatto che la crescita non derivi dalla domanda interna lascia più margini alla BCE per il proseguimento di una politica monetaria accomodante, perché non vi è un rischio di surriscaldamento dell'economia tedesca, dando il tempo agli altri Paesi dell'area di ridurre il divario di crescita.

Questa conclusione trova riscontro anche nei dati mensili. In ottobre, le vendite al dettaglio sono diminuite di -1.2% m/m, contro un +0.5% del mese precedente, deludendo le attese di +0.3%. **L'inflazione globale armonizzata in novembre ha registrato una variazione tendenziale di +1.8% a/a** da +1.5% del mese precedente, **ma l'indice core armonizzato, disponibile per ottobre, si è addirittura ridimensionato in termini tenden-**

Germania

ziali a +1.1% a/a da +1.5% di settembre, per un calo in termini congiunturali di -0.3% m/m. Dal lato dell'offerta, i dati sulla produzione industriale (-1.6% m/m) non danno informazioni aggiuntive rispetto ai trimestrali, perché sono relativi a settembre. Più importanti sono quelli degli ordini che possono essere letti in chiave prospettica di futura produzione: essi sono aumentati di +1% m/m, dopo l'incremento consistente di +4.1% a ottobre (quest'ultimo è stato rivisto al rialzo da +3.6%).

Le buone notizie sul fronte della crescita economica e le ottime condizioni del mercato del lavoro, con un tasso di disoccupazione fermo al 5.6% a ottobre, **tengono alta la fiducia di produttori e consumatori**: in novembre, l'indice Ifo ha continuato la sua corsa raggiungendo quota di 117.5 da 116.8 del mese precedente, così come il PMI che nel settore manifatturiero si è portato a 62.5 da 60.6 di ottobre e in quello dei servizi a 54.9 da 54.7.

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

Francia

I dati mensili disponibili sono in gran parte riferiti a settembre, pertanto non aggiungono informazioni rispetto a quelli trimestrali. La produzione industriale ha ripreso a crescere di +0.6% m/m in linea con le attese, dopo il dato negativo di agosto di -0.2% (rivisto da -0.4%) e le vendite al dettaglio sono aumentate in modo cospicuo di +1.2% m/m, dopo il +0.4% di agosto. Più significativi sono i dati di ottobre sui consumi delle famiglie con un calo importante di -1.6% m/m, in controtendenza rispetto alle vendite al dettaglio sopracitate. Non riteniamo che ciò rappresenti un rischio per la ripresa, poiché **il mercato del lavoro continua a migliorare** (in ottobre, il tasso di disoccupazione è sceso a 9.4% da 9.5% del mese precedente) **e la fiducia di produttori e consumatori prosegue la sua tendenza al rialzo**: in novembre, infatti, il PMI nel settore manifatturiero si è attestato a quota a 57.5 da 56.1 e quello dei servizi a 60.2 da 57.3. In entrambi i casi sono state di gran lunga battute le aspettative degli economisti.

Lo stesso si può affermare per la fiducia dei consumatori aumentata a 102 da 100 di ottobre, a fronte di un atteso 101.

La Francia resta uno dei Paesi dell'Area Euro a più bassa inflazione, assieme all'Italia. In novembre, l'HCPI ha registrato solo un lieve aggiustamento verso l'alto a +1.3% a/a da +1.2% del mese precedente e **il core** armonizzato, disponibile solo per ottobre, **è fermo a +0.6% a/a da cinque mesi.**

In Italia, i dati trimestrali del PIL del terzo trimestre, disponibili per ora solo in forma aggregata, hanno rafforzato la ripresa, a testimoniare che la crescita si sta allargando anche ai Paesi periferici dell'Area Euro. **Il ciclo economico italiano ha trovato vigore con un aumento congiunturale di +0.5% t/t, che ha consentito alla variazione tendenziale un progresso significativo a +1.8% a/a** da +1.5% del trimestre precedente, battendo le attese di +0.4% t/t e +1.7% a/a, rispettivamente. Pur rimanendo in coda rispetto agli altri Paesi dell'area (Germania +2.8% e Francia +2.2%) ha accorciato le distanze.

Italia

La maggior parte dei nuovi dati mensili sono relativi a settembre, pertanto danno informazioni già incluse in quelli trimestrali. Dal lato dell'offerta, non sono positivi, ma vanno letti congiuntamente a quelli di agosto particolarmente brillanti. In settembre, infatti, la produzione industriale, le costruzioni e gli ordini sono diminuiti rispettivamente di -1.3% m/m, -0.9% e -3.9%, ma si deve tener conto che nel mese precedente erano stati

registrati importanti incrementi: +1.2% m/m, +2.2% e +5.3% rispettivamente. Dal lato della domanda, sempre in settembre, le vendite al dettaglio sono aumentate di +0.9% m/m, battendo le attese di +0.2% e in controtendenza rispetto al mese precedente, nel quale si era registrato un -0.2% m/m, rivisto al rialzo da -0.7%.

I dati che possono dare informazioni sul quarto trimestre ancora non noto sono quelli sul tasso di disoccupazione di ottobre, rimasto stabile all'11.1%, e quelli sulla fiducia di produttori e consumatori di novembre. La prima è rimasta pressoché stabile nel settore manifatturiero (a 110.8 da 110.9 di ottobre; quest'ultimo rivisto al ribasso da 111) e in progresso nel settore dei servizi (a 108.2 da 107.7 di ottobre; quest'ultimo rivisto al rialzo da 107.6). Si tratta di livelli massimi degli ultimi 11 anni. La fiducia dei consumatori invece ha registrato un momento di pausa nella sua corsa verso l'alto, con un calo dell'indice a 114.3 da 116 di ottobre, ma risulta fisiologico se si guarda ai dati dei mesi precedenti: 115.6 a settembre e 111.2 ad agosto.

L'inflazione rimane ancora assente dal quadro macroeconomico italiano, con un HCPI a novembre stabile in termini di variazione tendenziale globale a +1.1% a/a e addirittura in ridimensionamento per l'indice core a +0.4% a/a da +0.5% di ottobre (rivisto da +0.6%).

Pur nella consapevolezza che il clima pre-elettorale della primavera del 2018 riporterà tensione sui titoli di Stato italiani, va sottolineato che l'atteggiamento più accomodante di quanto atteso da parte della BCE alla riunione di ottobre ha determinato uno scenario più favorevole per i nostri rendimenti. Non ricorrendo a un *Tapering*, ma a un semplice dimezzamento degli acquisti previsti dal *Quantitative Easing* e sottolineando che i tassi ufficiali rimarranno ai livelli attuali anche ben oltre la scadenza del programma di acquisti, è maturata la convinzione che l'inversione di tendenza della politica monetaria sarà molto più graduale di quanto scontassero in precedenza i mercati finanziari.

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

GLI SCENARI

A (30%)

USA: la riforma fiscale viene approvata entro dicembre di quest'anno, con un effetto molto espansivo. Questo fatto, unito a un tasso di disoccupazione al pieno impiego e a una crescita del PIL intorno a +3-3.5%, fa emergere **seri rischi inflazionistici da salari e da materie prime. La Fed aumenta i tassi di riferimento di 25 punti base a dicembre di quest'anno e altre tre volte, di pari entità, nel 2018, a gennaio, marzo e giugno** (anticipati rispetto allo scenario C). Nel medio periodo, il dollaro ritorna verso 1.15 rispetto all'euro e i rendimenti del decennale americano si spingono anche sopra al 2.6%.

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

Una volta superate le elezioni italiane della primavera 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 raggiungere il livello di 2.2% con uno *spread* di 165 punti base rispetto al *Bund*.

B (10%)

USA: la riforma fiscale non viene approvata entro dicembre del 2017 ed è rinviata di molto rispetto alle attese. La delusione e il rinvio dell'effetto espansivo implicano una debolezza del ciclo economico con una crescita del PIL intorno al 2-2.5%.

A fronte di questo quadro di debolezza economica, **la Fed aumenta i tassi ufficiali di 25 punti base a dicembre del 2017, ma poi, nel 2018, interviene solo con un altro rialzo in un'ottica di normalizzazione della politica monetaria.** Nel medio termine, i rendimenti decennali americani scendono verso il 2.2% e il dollaro resta debole, intorno a 1.19, nei confronti dell'euro.

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

Attraverso una buona gestione del linguaggio di comunicazione, la BCE mantiene aperta la data di fine del *Quantitative Easing*, guidando le aspettative dei mercati verso un'inversione di tendenza molto graduale della politica monetaria ed evitando che si generi un effetto restrittivo indiretto. I rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona risalgono in sintonia con quelli americani, ma molto moderatamente. L'atteggiamento accomodante della BCE non risparmia il decennale italiano da un aggiustamento verso l'alto dei rendimenti per la tornata elettorale nella primavera del 2018, ma aiuta a mantenerli limitati, sotto il 2%. Lo *spread* BTP/*Bund* si porta verso i 150 punti base.

C (60%)

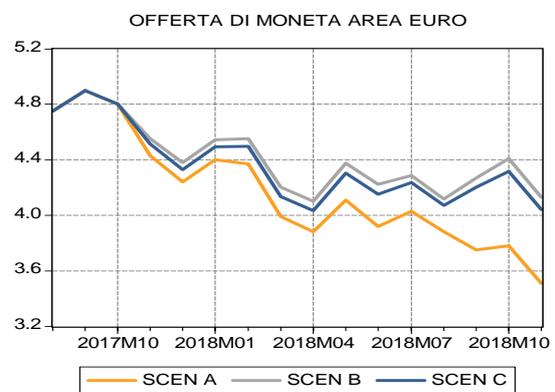
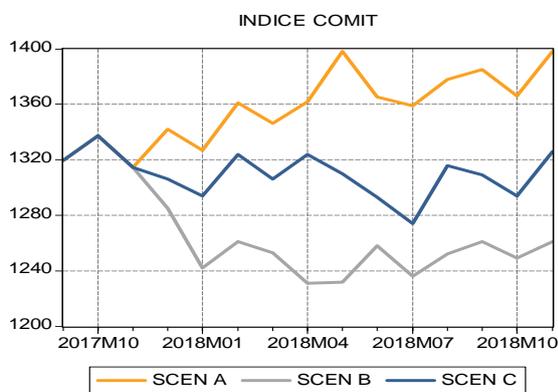
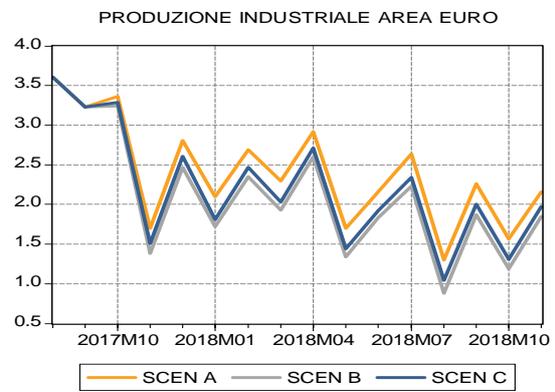
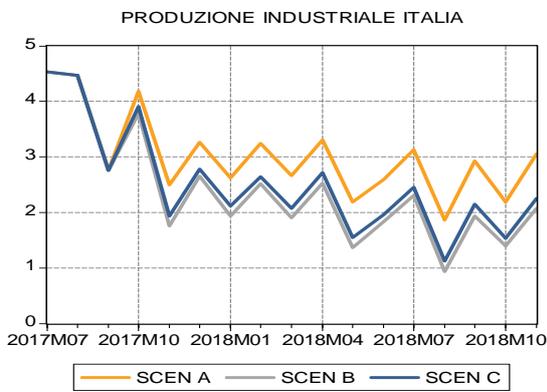
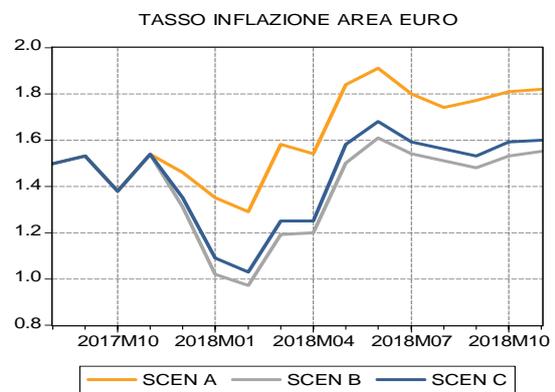
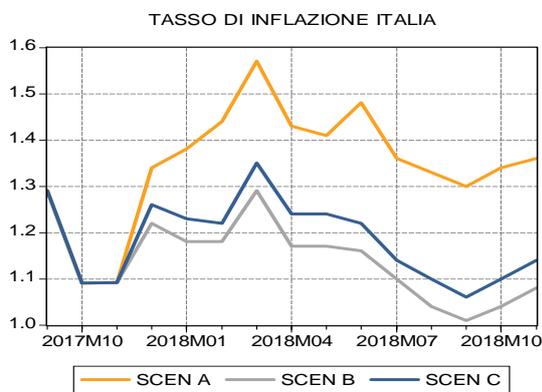
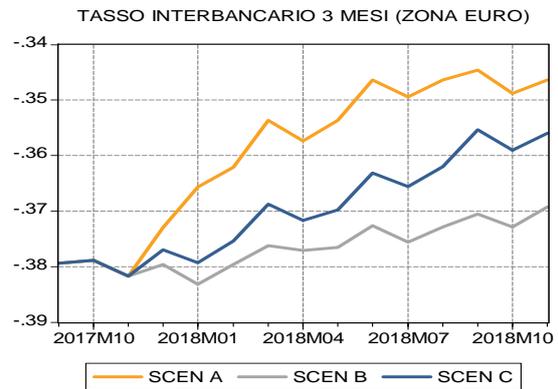
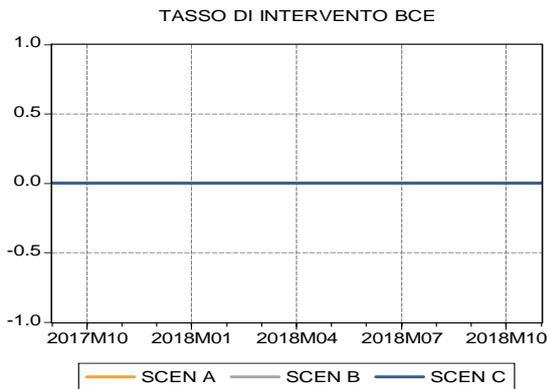
USA: la riforma fiscale viene approvata entro dicembre di quest'anno. Questo fatto, unito a un tasso di disoccupazione al pieno impiego e a una crescita del PIL a +2.5-3%, fa emergere **rischi inflazionistici da salari. La Fed aumenta i tassi di riferimento di 25 punti base a dicembre di quest'anno e altre tre volte, di pari entità, nel 2018, a marzo, giugno e settembre.** Nel medio periodo, il dollaro si porta verso 1.16 nei confronti dell'euro e i rendimenti del decennale americano verso il 2.6%.

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 nella primavera del 2018, ma aiuta a mantenerli limitati, portandoli verso il 2%. Lo *spread* BTP/*Bund* si porta verso i 155 punti base.

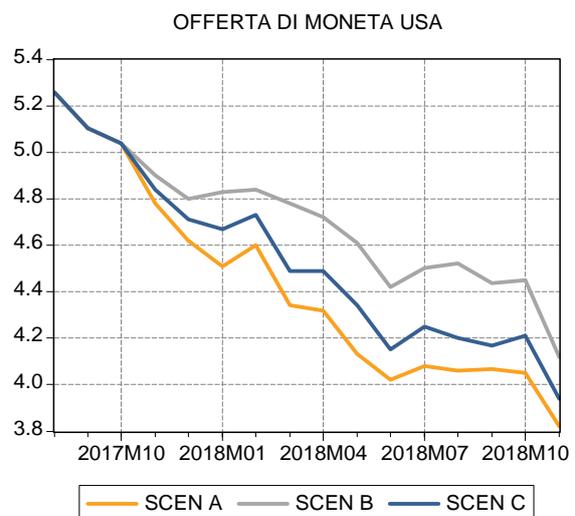
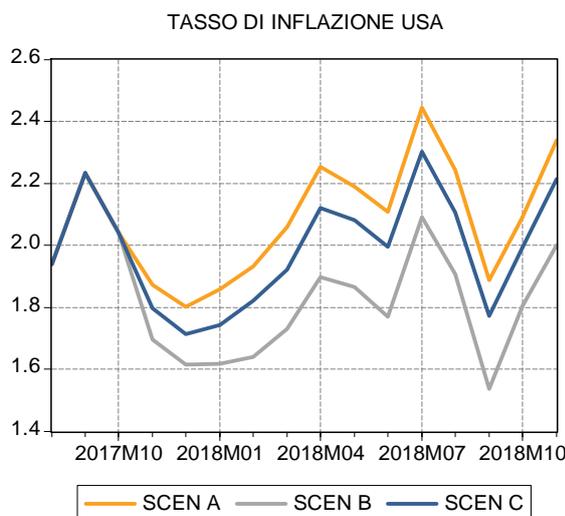
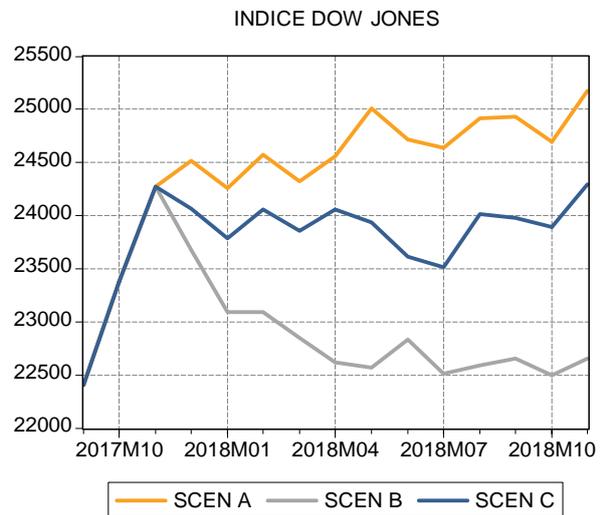
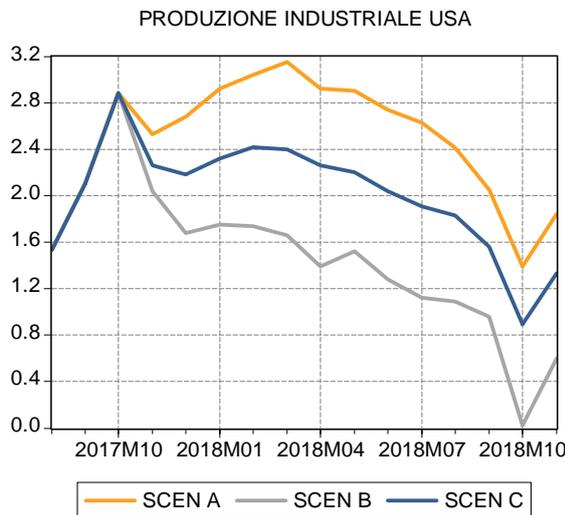
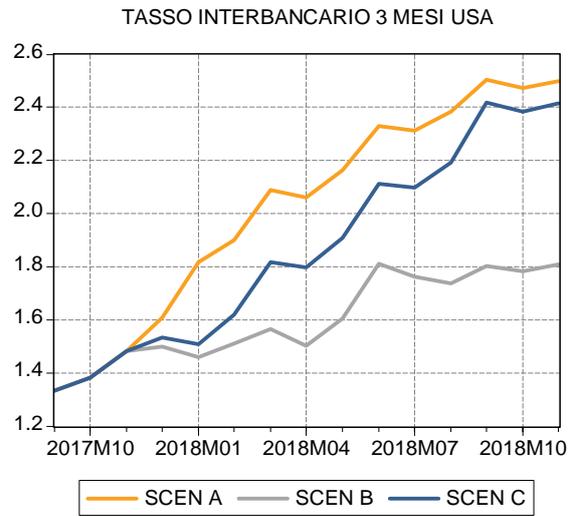
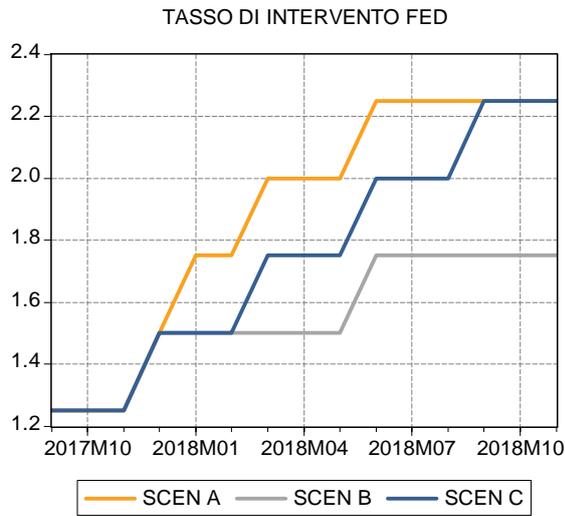
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

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

TASSI
INTERBANCARI

L'euforia che sta caratterizzando i mercati azionari ha investito anche quelli obbligazionari, complici il buon andamento della crescita globale in assenza di tensioni inflazionistiche e l'abbondante liquidità in circolazione. **In Area Euro, e in particolare per i Paesi periferici, ha giovato anche l'atteggiamento molto meno restrittivo del previsto della BCE, emerso alla riunione di ottobre.** In Italia, dopo il calo notevole registrato in ottobre, vi è stato in novembre un nuovo ridimensionamento di quasi 10 punti base per tutte le scadenze (+1.86% da +1.92% il decennale, +1.22% da +1.30% il 7 anni, +0.59% da +0.69% il 5 anni e +0.02% da +0.1% il 3 anni). **Nello scenario C, se la riforma fiscale in USA fosse approvata entro dicembre 2017, la Fed potrebbe innalzare i tassi a dicembre e poi altre tre volte nel 2018, per contenere i rischi inflazionistici. La BCE invece, grazie alla crescita solida con inflazione moderata, potrebbe, con una buona gestione del linguaggio di comunicazione, mantenere aperta la data di fine del QE. Sulla scia dei rendimenti statunitensi, anche quelli europei sono visti in moderato rialzo. In particolare quelli italiani, nella primavera del 2018, potrebbero risentire delle tensioni per le elezioni politiche** (+0.29%, +0.92%, +1.52% e +2.15% rispettivamente il 3, 5, 7, e 10 anni a novembre 2018). Anche nello scenario A s'ipotizza negli USA l'approvazione della riforma fiscale entro fine 2017 ma con una crescita e un'inflazione più sostenute rispetto a C, tanto da spingere la Fed a rialzare i tassi a dicembre, gennaio, marzo e giugno. In Europa il raggiungimento dell'obiettivo d'inflazione al 2% potrebbe indurre la BCE, dopo la tornata elettorale italiana, a guidare le attese di mercato verso la non estensione del QE oltre settembre 2018. Questo potrebbe sostenere i rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona e l'Italia, più fragile per l'elevato debito pubblico e per l'incertezza politica delle elezioni, potrebbe esserne particolarmente penalizzata (+0.44% il 3 anni, +1.02% il 5 anni, +1.62% il 7 anni e +2.25% il 10 anni alla fine del periodo di previsione). Se l'evoluzione in Area Euro fosse la medesima ipotizzata nello scenario C, ma negli USA la riforma fiscale non fosse approvata entro fine anno e rinviata di molto rispetto alle attese, la Fed potrebbe decidere di fare il rialzo a dicembre e poi di attendere giugno per intervenire nuovamente (scenario B). In tal caso i rendimenti italiani rimarrebbero più contenuti (+0.15% il 3 anni, +0.73% il 5 anni, +1.35% il 7 anni e +1.97% il 10 anni a novembre 2018).

STRUTTURA A
TERMINE

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

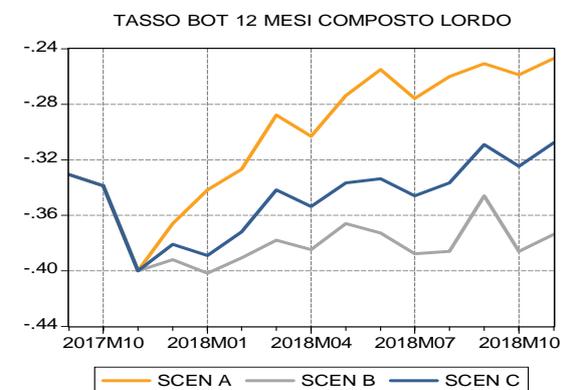
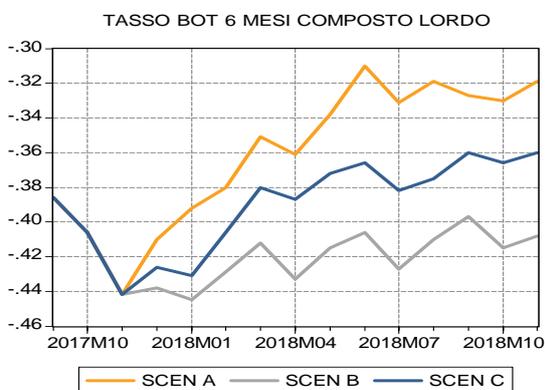
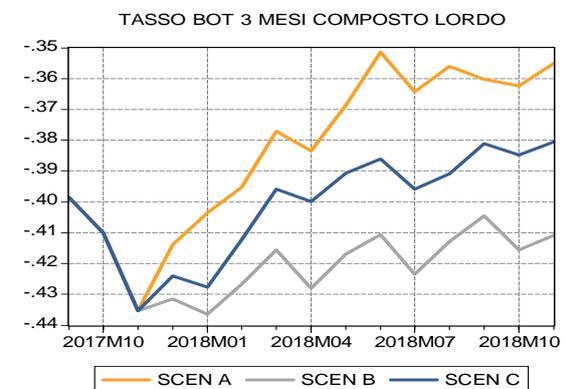
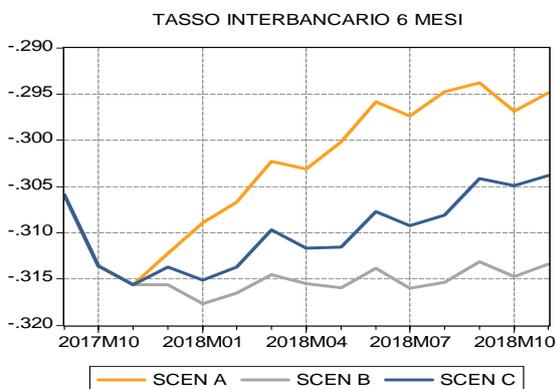
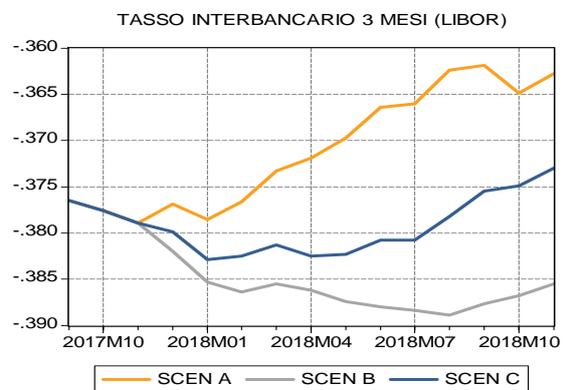
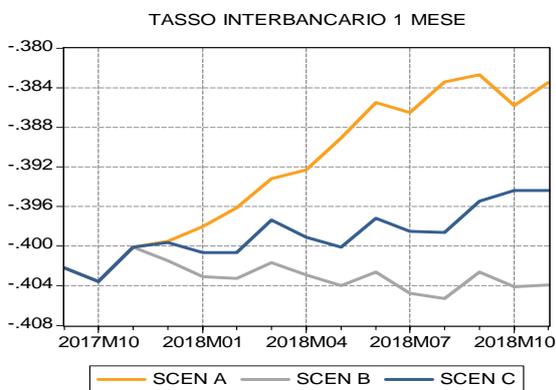
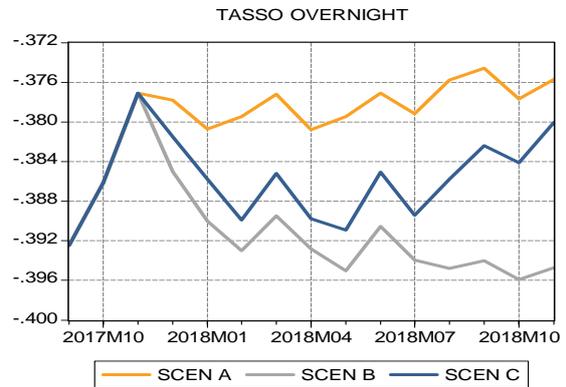
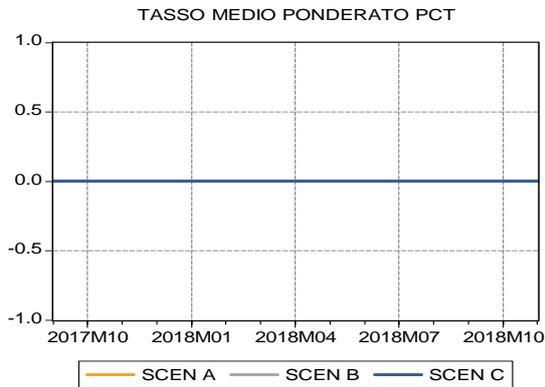
TASSI BANCARI

In settembre è proseguita la crescita sia dei prestiti totali, in ridimensionamento a +0.6% dal precedente +1%, sia dei depositi, in rafforzamento a +3.8% da +2.8%. **In base ai risultati delle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica degli impieghi** (+0.9% a/a in C, +1.4% in A e +0.7% in B, a novembre 2018) **e dei depositi totali** (+5%, +5.5% e +4.7% rispettivamente) **dovrebbe rimanere sostenuta per l'intero periodo di previsione.**

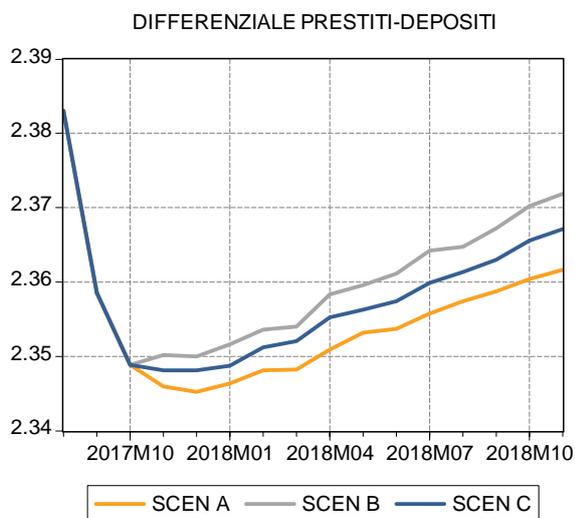
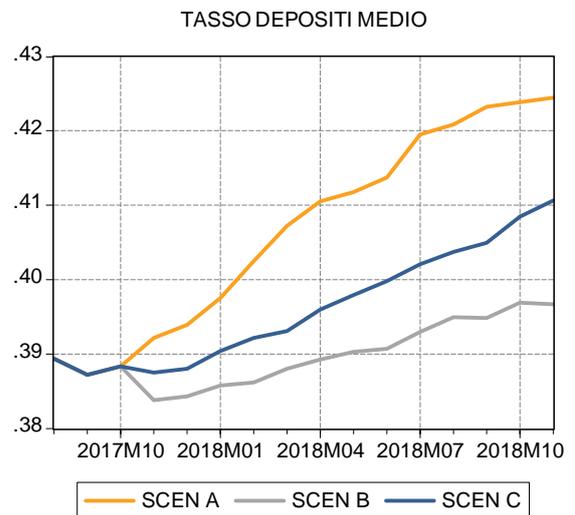
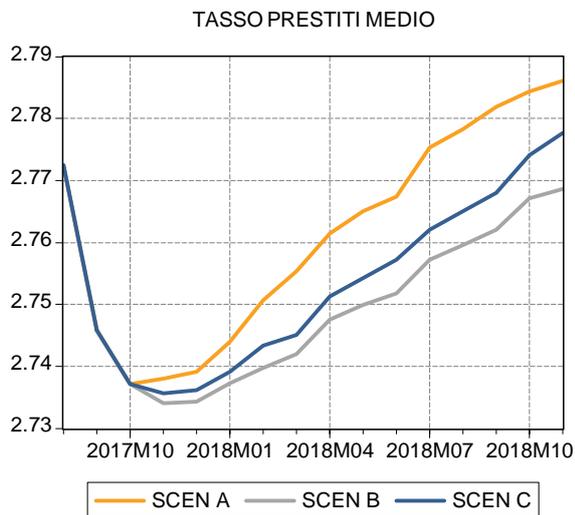
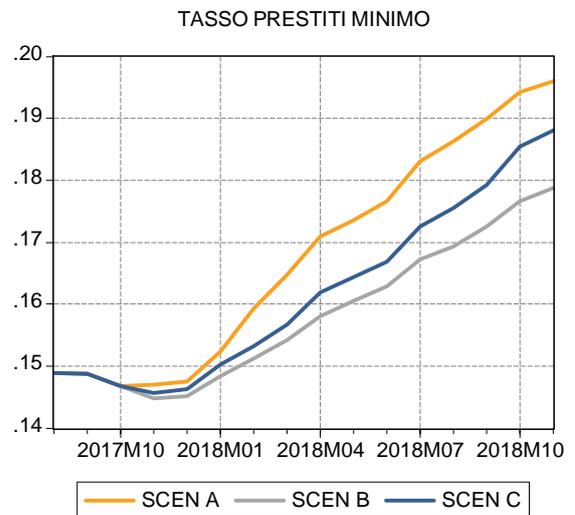
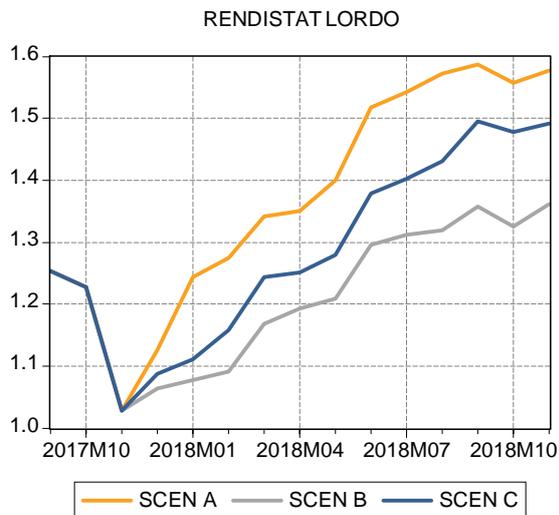
VOLUMI

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

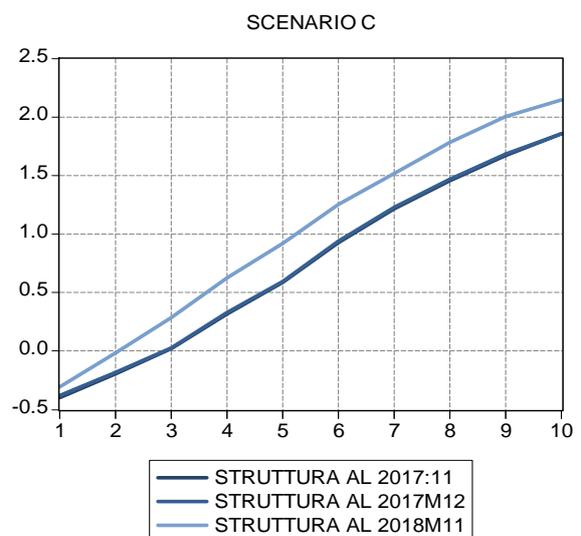
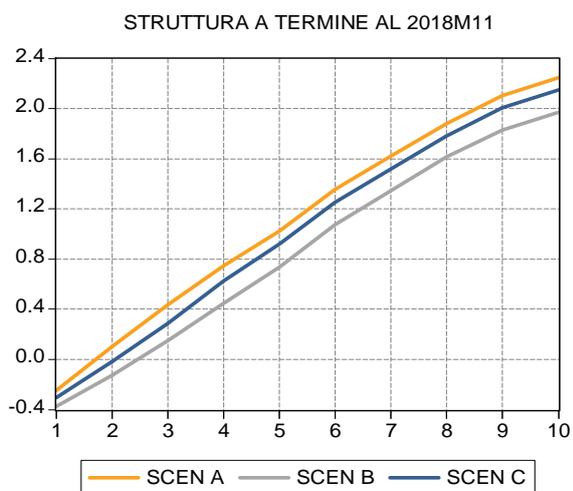
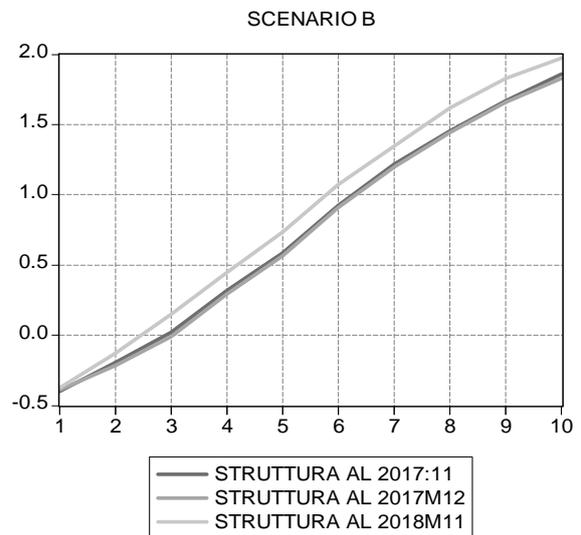
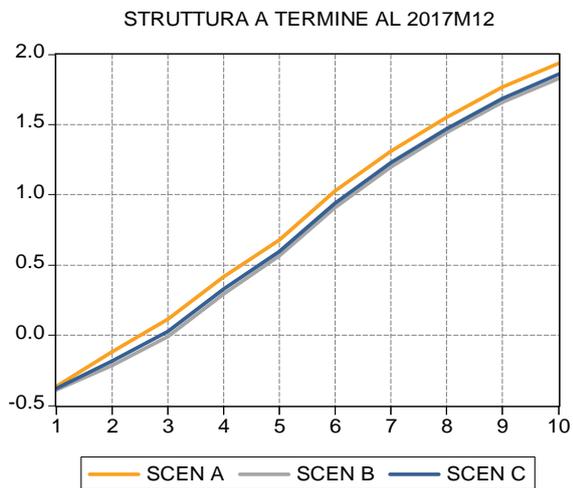
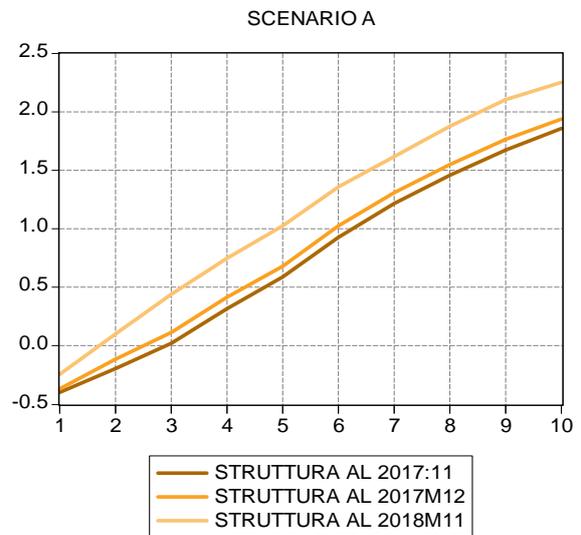
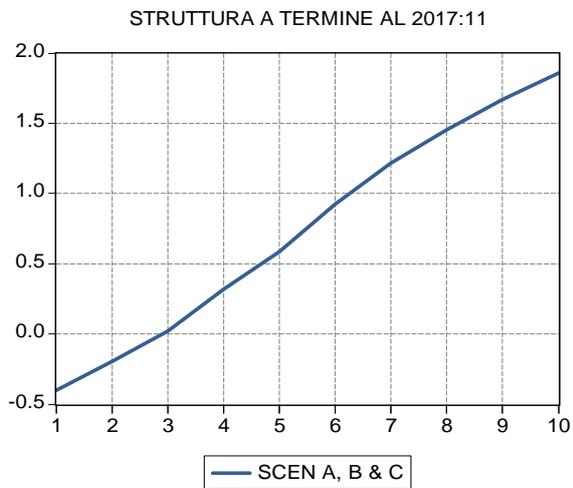
TASSI - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili

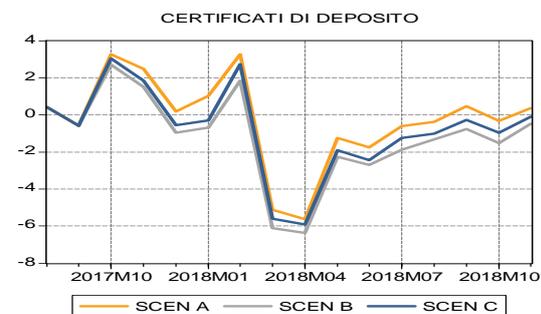
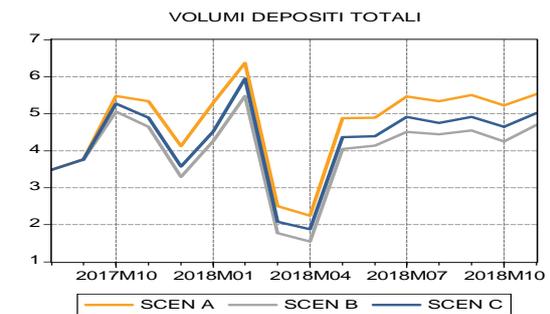
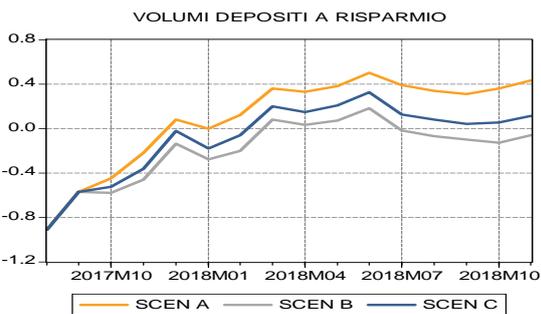
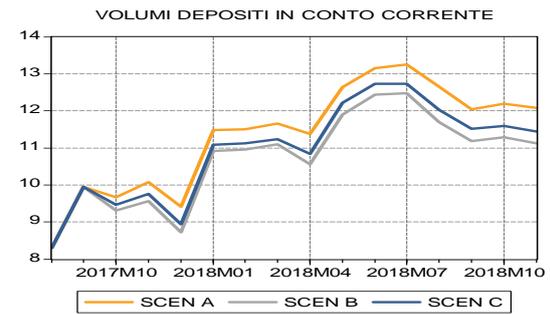
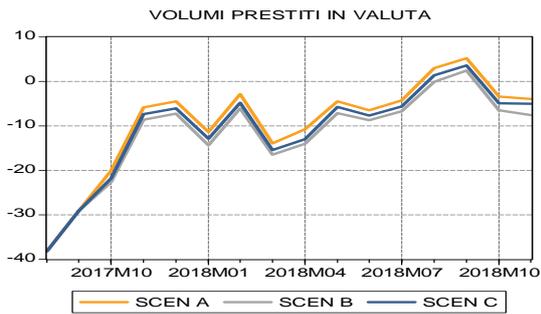
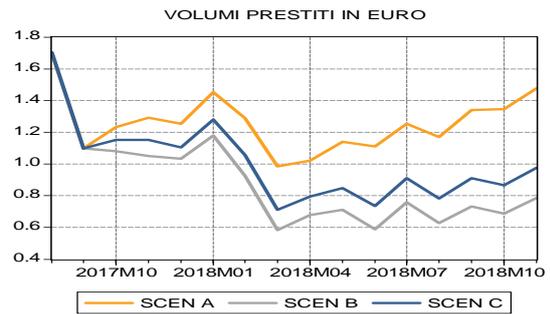
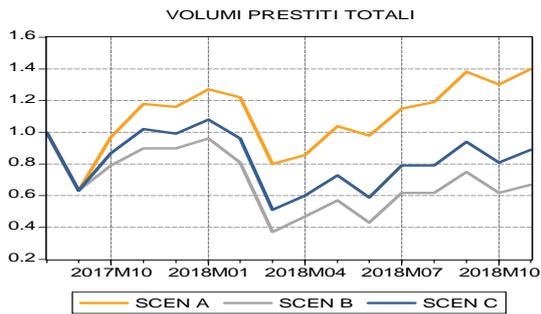
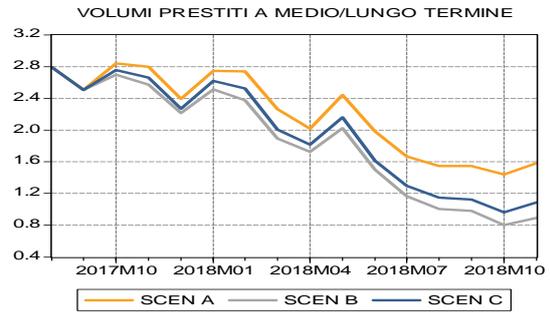
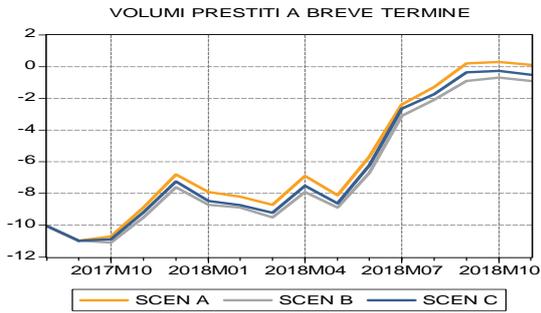


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



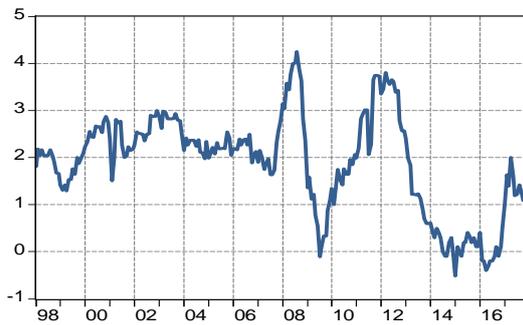
SCENARIO A	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Indice COMIT (livello)	1237	1219	1264	1267	1319	1338	1314	1342	1327	1361	1346	1362	1398	1365	1359	1378	1385	1366	1398	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.1	5.2	4.5	4.5	2.8	4.2	2.5	3.3	2.6	3.2	2.7	3.3	2.2	2.6	3.1	1.9	2.9	2.2	3.1	
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.6	1.2	1.2	1.4	1.3	1.1	1.1	1.3	1.4	1.4	1.6	1.4	1.4	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4	
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
T. Overnight media d/l	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.38	-0.38	
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.39	-0.38	
T. Interb. 3m lett.	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	
T. Interb. 6m lett.	-0.27	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29	-0.30	-0.29	
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42	
T. Prestiti medio	2.78	2.80	2.78	2.77	2.75	2.74	2.74	2.74	2.74	2.75	2.76	2.76	2.77	2.77	2.78	2.78	2.78	2.78	2.79	
T.prest. medio - T.dep. medio	2.39	2.40	2.38	2.38	2.36	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.40	-0.41	-0.44	-0.41	-0.40	-0.40	-0.38	-0.38	-0.37	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	
T. BOT comp. lordo 6m	-0.36	-0.38	-0.37	-0.36	-0.39	-0.41	-0.44	-0.41	-0.39	-0.38	-0.35	-0.36	-0.34	-0.31	-0.33	-0.32	-0.33	-0.33	-0.32	
T. BOT comp. lordo 12m	-0.31	-0.36	-0.36	-0.34	-0.33	-0.34	-0.40	-0.37	-0.34	-0.33	-0.29	-0.30	-0.27	-0.26	-0.28	-0.26	-0.25	-0.26	-0.25	
Rendistat lordo	1.33	1.25	1.34	1.27	1.25	1.23	1.03	1.13	1.24	1.27	1.34	1.35	1.40	1.52	1.54	1.57	1.59	1.56	1.58	
Rendistat netto	1.16	1.09	1.17	1.11	1.10	1.07	0.90	0.99	1.09	1.12	1.17	1.18	1.23	1.33	1.35	1.38	1.39	1.36	1.38	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.28	0.26	0.22	0.19	0.20	0.10	0.02	0.11	0.14	0.15	0.21	0.18	0.27	0.40	0.38	0.40	0.41	0.38	0.44	
Rend. BTP a 5 anni	0.97	0.95	0.90	0.86	0.88	0.69	0.59	0.68	0.71	0.72	0.78	0.76	0.85	0.99	0.97	1.01	0.99	0.98	1.02	
Rend. BTP a 7 anni	1.64	1.63	1.55	1.53	1.57	1.30	1.22	1.31	1.33	1.34	1.40	1.37	1.46	1.60	1.57	1.61	1.59	1.58	1.62	
Rend. BTP a 10 anni	2.26	2.23	2.18	2.14	2.23	1.92	1.86	1.94	1.96	1.96	2.02	2.00	2.09	2.22	2.19	2.23	2.22	2.21	2.25	
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2360.830	2386.871	2348.502	2344.704	2349.662	2350.722	2351.613	2369.285	2343.991	2331.278	2395.58	2403.92	2385.38	2410.26	2375.51	2372.61	2382.09	2381.28	2384.54	
Prestiti in euro	2319.066	2346.092	2305.059	2319.404	2324.310	2327.887	2317.786	2333.941	2315.057	2294.329	2370.236	2373.91	2345.503	2372.13	2333.94	2346.56	2355.43	2359.24	2352.04	
Prestiti in valuta	41.764	40.779	43.443	25.299	25.353	22.835	33.827	35.344	28.935	36.949	25.342	30.005	39.879	38.129	41.568	26.041	26.656	22.038	32.493	
Prestiti a breve	313.867	310.772	299.331	292.100	288.883	287.362	293.070	292.637	295.116	293.392	289.537	289.029	288.444	293.058	292.147	288.303	289.460	288.224	293.363	
Prestiti a m / l	2046.963	2076.100	2049.170	2052.603	2060.780	2063.361	2058.543	2076.648	2048.876	2037.887	2106.041	2114.890	2096.939	2117.205	2083.362	2084.303	2092.627	2093.058	2091.173	
Depositi totali	2336.074	2334.866	2330.704	2333.245	2351.624	2385.066	2371.846	2401.720	2402.486	2405.739	2429.029	2442.843	2449.841	2449.041	2457.960	2457.607	2480.963	2509.567	2503.009	
Depositi in c / c	993.842	996.725	999.402	1005.412	1026.677	1041.618	1045.400	1080.823	1071.762	1077.067	1093.794	1118.292	1119.464	1127.794	1131.823	1132.597	1150.288	1168.591	1171.684	
Depositi a risparmio	295.680	294.928	295.909	297.201	297.378	296.763	296.669	298.158	298.773	298.641	298.104	297.311	296.804	296.402	297.063	298.212	298.299	297.831	297.945	
Certif. deposito	1046.552	1043.213	1035.393	1030.632	1027.570	1046.686	1029.777	1022.739	1031.951	1030.030	1037.132	1027.240	1033.574	1024.844	1029.074	1026.799	1032.375	1043.145	1033.380	
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	1.45	1.92	1.28	1.00	0.63	0.97	1.18	1.16	1.27	1.22	0.80	0.86	1.04	0.98	1.15	1.19	1.38	1.30	1.40	
Prestiti in euro	0.85	1.69	1.28	1.70	1.10	1.23	1.29	1.25	1.45	1.29	0.98	1.02	1.14	1.11	1.25	1.17	1.34	1.35	1.48	
Prestiti in valuta	51.93	17.43	1.17	-38.26	-29.22	-20.11	-5.89	-4.57	-11.44	-2.94	-13.95	-10.76	-4.51	-6.50	-4.32	2.93	5.14	-3.49	-3.94	
Prestiti a breve	-5.32	-7.53	-8.71	-10.04	-10.98	-10.70	-8.90	-6.80	-7.90	-8.20	-8.70	-6.90	-8.10	-5.70	-2.40	-1.30	0.20	0.30	0.10	
Prestiti a m / l	2.58	3.51	2.92	2.79	2.51	2.84	2.80	2.39	2.74	2.74	2.26	2.02	2.44	1.98	1.67	1.54	1.55	1.44	1.59	
Depositi totali	4.28	2.64	2.91	3.48	3.76	5.47	5.33	4.12	5.30	6.37	2.50	2.25	4.87	4.89	5.46	5.33	5.50	5.22	5.53	
Depositi in c / c	8.60	8.68	6.67	8.29	9.95	9.67	10.08	9.41	11.48	11.50	11.66	11.38	12.64	13.15	13.25	12.65	12.04	12.19	12.08	
Depositi a risparmio	-1.98	-1.84	-1.36	-0.91	-0.57	-0.45	-0.22	0.08	0.00	0.12	0.36	0.33	0.38	0.50	0.39	0.34	0.31	0.36	0.43	
Certif. deposito	2.25	-1.32	0.73	0.41	-0.59	3.28	2.48	0.18	1.03	3.27	-5.13	-5.65	-1.24	-1.76	-0.61	-0.37	0.47	-0.34	0.35	

SCENARIO B	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	
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)	1237	1219	1264	1267	1319	1338	1314	1285	1242	1261	1253	1231	1232	1258	1236	1252	1261	1249	1261	1261
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.1	5.2	4.5	4.5	2.8	3.8	1.8	2.7	1.9	2.5	1.9	2.5	1.4	1.8	2.3	0.9	1.9	1.4	2.1	2.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.6	1.2	1.2	1.4	1.3	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40
T. Interb. 3m lett.	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39
T. Interb. 6m lett.	-0.27	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.31	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.39	0.39	0.39	0.39	0.38	0.38	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.40	0.40
T. Prestiti medio	2.78	2.80	2.78	2.77	2.75	2.74	2.73	2.73	2.74	2.74	2.74	2.75	2.75	2.75	2.76	2.76	2.76	2.77	2.77	2.77
T.prest. medio - T.dep. medio	2.39	2.40	2.38	2.38	2.36	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.37	2.37	2.37
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.40	-0.41	-0.44	-0.43	-0.44	-0.43	-0.42	-0.43	-0.42	-0.41	-0.42	-0.41	-0.40	-0.40	-0.42	-0.41
T. BOT comp. lordo 6m	-0.36	-0.38	-0.37	-0.36	-0.39	-0.41	-0.44	-0.44	-0.45	-0.43	-0.41	-0.43	-0.42	-0.41	-0.43	-0.41	-0.40	-0.42	-0.41	-0.41
T. BOT comp. lordo 12m	-0.31	-0.36	-0.36	-0.34	-0.33	-0.34	-0.40	-0.39	-0.40	-0.39	-0.38	-0.39	-0.37	-0.37	-0.39	-0.39	-0.35	-0.39	-0.37	-0.37
Rendistat lordo	1.33	1.25	1.34	1.27	1.25	1.23	1.03	1.06	1.08	1.09	1.17	1.19	1.21	1.30	1.31	1.32	1.36	1.33	1.36	1.36
Rendistat netto	1.16	1.09	1.17	1.11	1.10	1.07	0.90	0.93	0.94	0.95	1.02	1.04	1.06	1.13	1.15	1.15	1.19	1.16	1.19	1.19
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.28	0.26	0.22	0.19	0.20	0.10	0.02	-0.01	-0.06	-0.08	0.05	-0.01	0.03	0.15	0.09	0.14	0.16	0.09	0.15	0.15
Rend. BTP a 5 anni	0.97	0.95	0.90	0.86	0.88	0.69	0.59	0.56	0.52	0.50	0.62	0.57	0.62	0.73	0.69	0.73	0.74	0.68	0.73	0.73
Rend. BTP a 7 anni	1.64	1.63	1.55	1.53	1.57	1.30	1.22	1.20	1.15	1.13	1.25	1.20	1.24	1.35	1.31	1.34	1.36	1.30	1.35	1.35
Rend. BTP a 10 anni	2.26	2.23	2.18	2.14	2.23	1.92	1.86	1.83	1.78	1.76	1.87	1.82	1.87	1.97	1.93	1.96	1.98	1.93	1.97	1.97
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2360.830	2386.871	2348.502	2344.704	2349.662	2346.532	2345.106	2363.195	2336.816	2321.835	2385.36	2394.72	2374.29	2397.13	2363.06	2359.24	2367.28	2361.08	2360.82	2360.82
Prestiti in euro	2319.066	2346.092	2305.059	2319.404	2324.310	2324.438	2312.271	2328.870	2308.850	2286.107	2360.777	2365.83	2335.531	2359.93	2322.53	2333.97	2341.32	2340.43	2330.47	2330.47
Prestiti in valuta	41.764	40.779	43.443	25.299	25.353	22.094	32.834	34.326	27.966	35.728	24.581	28.892	38.755	37.201	40.531	25.271	25.961	20.650	30.349	30.349
Prestiti a breve	313.867	310.772	299.331	292.100	288.883	286.074	291.140	290.125	292.552	291.155	287.000	285.924	285.933	289.950	290.052	285.966	286.283	284.072	288.519	288.519
Prestiti a m / l	2046.963	2076.100	2049.170	2052.603	2060.780	2060.457	2053.966	2073.070	2044.264	2030.681	2098.358	2108.798	2088.354	2107.185	2073.010	2073.275	2081.002	2077.008	2072.298	2072.298
Depositi totali	2336.074	2334.866	2330.704	2333.245	2351.624	2375.569	2356.533	2382.574	2378.758	2385.384	2411.730	2425.880	2430.685	2431.296	2435.819	2436.841	2458.388	2476.530	2467.055	2467.055
Depositi in c / c	993.842	996.725	999.402	1005.412	1026.677	1038.199	1040.557	1074.006	1066.378	1071.851	1088.210	1110.059	1112.110	1120.718	1124.128	1122.945	1141.562	1155.411	1156.267	1156.267
Depositi a risparmio	295.680	294.928	295.909	297.201	297.378	296.375	295.955	297.503	297.936	297.687	297.272	296.422	295.887	295.459	295.850	296.993	297.080	295.990	295.778	295.778
Certif. deposito	1046.552	1043.213	1035.393	1030.632	1027.570	1040.995	1020.021	1011.065	1014.443	1015.846	1026.247	1019.399	1022.689	1015.119	1015.841	1016.903	1019.746	1025.129	1015.010	1015.010
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	1.45	1.92	1.28	1.00	0.63	0.79	0.90	0.90	0.96	0.81	0.37	0.47	0.57	0.43	0.62	0.62	0.75	0.62	0.67	0.67
Prestiti in euro	0.85	1.69	1.28	1.70	1.10	1.08	1.05	1.03	1.18	0.93	0.58	0.68	0.71	0.59	0.76	0.63	0.73	0.69	0.79	0.79
Prestiti in valuta	51.93	17.43	1.17	-38.26	-29.22	-22.70	-8.65	-7.32	-14.41	-6.15	-16.53	-14.07	-7.20	-8.78	-6.70	-0.11	2.40	-6.53	-7.57	-7.57
Prestiti a breve	-5.32	-7.53	-8.71	-10.04	-10.98	-11.10	-9.50	-7.60	-8.70	-8.90	-9.50	-7.90	-8.90	-6.70	-3.10	-2.10	-0.90	-0.70	-0.90	-0.90
Prestiti a m / l	2.58	3.51	2.92	2.79	2.51	2.70	2.57	2.22	2.51	2.37	1.89	1.72	2.02	1.50	1.16	1.01	0.98	0.80	0.89	0.89
Depositi totali	4.28	2.64	2.91	3.48	3.76	5.05	4.65	3.29	4.26	5.47	1.77	1.54	4.05	4.13	4.51	4.44	4.54	4.25	4.69	4.69
Depositi in c / c	8.60	8.68	6.67	8.29	9.95	9.31	9.57	8.72	10.92	10.96	11.09	10.56	11.90	12.44	12.48	11.69	11.19	11.29	11.12	11.12
Depositi a risparmio	-1.98	-1.84	-1.36	-0.91	-0.57	-0.58	-0.46	-0.14	-0.28	-0.20	0.08	0.03	0.07	0.18	-0.02	-0.07	-0.10	-0.13	-0.06	-0.06
Certif. deposito	2.25	-1.32	0.73	0.41	-0.59	2.71	1.51	-0.96	-0.68	1.85	-6.12	-6.37	-2.28	-2.69	-1.89	-1.33	-0.76	-1.52	-0.49	-0.49

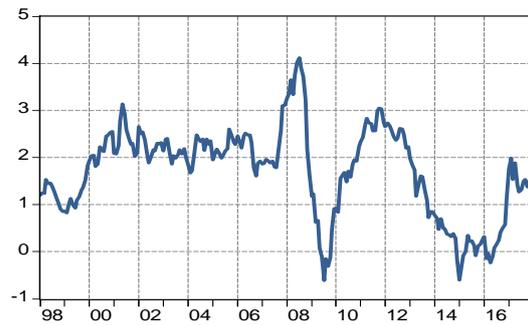
SCENARIO C	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Indice COMIT (livello)	1237	1219	1264	1267	1319	1338	1314	1306	1294	1324	1306	1324	1310	1293	1274	1316	1309	1294	1326	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.1	5.2	4.5	4.5	2.8	3.9	1.9	2.8	2.1	2.6	2.1	2.7	1.6	2.0	2.5	1.1	2.2	1.5	2.3	
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.6	1.2	1.2	1.4	1.3	1.1	1.1	1.3	1.2	1.2	1.4	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
T. Overnight media d/l	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	
T. Interb. 3m lett.	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	
T. Interb. 6m lett.	-0.27	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	
T. Prestiti medio	2.78	2.80	2.78	2.77	2.75	2.74	2.74	2.74	2.74	2.74	2.75	2.75	2.75	2.76	2.76	2.77	2.77	2.77	2.78	
T.prest. medio - T.dep. medio	2.39	2.40	2.38	2.38	2.36	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.37	2.37	
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.40	-0.41	-0.44	-0.42	-0.43	-0.41	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	
T. BOT comp. lordo 6m	-0.36	-0.38	-0.37	-0.36	-0.39	-0.41	-0.44	-0.43	-0.43	-0.41	-0.38	-0.39	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.36	-0.37	-0.36	
T. BOT comp. lordo 12m	-0.31	-0.36	-0.36	-0.34	-0.33	-0.34	-0.40	-0.38	-0.39	-0.37	-0.34	-0.35	-0.34	-0.33	-0.35	-0.34	-0.31	-0.33	-0.31	
Rendistat lordo	1.33	1.25	1.34	1.27	1.25	1.23	1.03	1.09	1.11	1.16	1.24	1.25	1.28	1.38	1.40	1.43	1.50	1.48	1.49	
Rendistat netto	1.16	1.09	1.17	1.11	1.10	1.07	0.90	0.95	0.97	1.01	1.09	1.10	1.12	1.21	1.23	1.25	1.31	1.29	1.31	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.28	0.26	0.22	0.19	0.20	0.10	0.02	0.03	-0.02	0.02	0.09	0.06	0.10	0.23	0.18	0.23	0.30	0.24	0.29	
Rend. BTP a 5 anni	0.97	0.95	0.90	0.86	0.88	0.69	0.59	0.59	0.55	0.61	0.68	0.65	0.68	0.82	0.79	0.85	0.91	0.87	0.92	
Rend. BTP a 7 anni	1.64	1.63	1.55	1.53	1.57	1.30	1.22	1.23	1.18	1.23	1.30	1.27	1.30	1.44	1.40	1.46	1.52	1.48	1.52	
Rend. BTP a 10 anni	2.26	2.23	2.18	2.14	2.23	1.92	1.86	1.86	1.81	1.86	1.93	1.90	1.92	2.06	2.03	2.08	2.14	2.11	2.15	
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2360.830	2386.871	2348.502	2344.704	2349.662	2348.394	2347.895	2365.303	2339.594	2325.290	2388.69	2397.82	2378.06	2400.95	2367.05	2363.23	2371.75	2367.42	2368.79	
Prestiti in euro	2319.066	2346.092	2305.059	2319.404	2324.310	2326.048	2314.605	2330.529	2311.132	2289.052	2363.805	2368.58	2338.708	2363.34	2326.08	2337.59	2345.48	2346.17	2337.17	
Prestiti in valuta	41.764	40.779	43.443	25.299	25.353	22.346	33.289	34.774	28.462	36.238	24.881	29.241	39.356	37.618	40.974	25.638	26.265	21.248	31.618	
Prestiti a breve	313.867	310.772	299.331	292.100	288.883	286.761	292.146	291.217	293.250	291.688	287.918	287.141	286.850	291.348	291.345	287.053	287.861	285.922	290.663	
Prestiti a m / l	2046.963	2076.100	2049.170	2052.603	2060.780	2061.633	2055.749	2074.086	2046.343	2033.602	2100.768	2110.680	2091.214	2109.606	2075.710	2076.174	2083.888	2081.494	2078.128	
Depositi totali	2336.074	2334.866	2330.704	2333.245	2351.624	2380.525	2361.894	2389.231	2384.603	2396.180	2419.104	2433.732	2438.104	2437.249	2445.280	2443.908	2467.065	2490.953	2480.319	
Depositi in c / c	993.842	996.725	999.402	1005.412	1026.677	1039.645	1042.312	1076.219	1067.946	1073.377	1089.602	1112.821	1115.302	1123.632	1126.598	1126.313	1144.910	1160.115	1161.512	
Depositi a risparmio	295.680	294.928	295.909	297.201	297.378	296.538	296.248	297.856	298.228	298.101	297.628	296.766	296.293	295.882	296.280	297.431	297.501	296.692	296.576	
Certif. deposito	1046.552	1043.213	1035.393	1030.632	1027.570	1044.342	1023.334	1015.156	1018.430	1024.703	1031.874	1024.145	1026.509	1017.735	1022.402	1020.164	1024.654	1034.146	1022.231	
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	1.45	1.92	1.28	1.00	0.63	0.87	1.02	0.99	1.08	0.96	0.51	0.60	0.73	0.59	0.79	0.79	0.94	0.81	0.89	
Prestiti in euro	0.85	1.69	1.28	1.70	1.10	1.15	1.15	1.10	1.28	1.06	0.71	0.79	0.85	0.73	0.91	0.78	0.91	0.87	0.97	
Prestiti in valuta	51.93	17.43	1.17	-38.26	-29.22	-21.82	-7.38	-6.11	-12.89	-4.81	-15.51	-13.03	-5.77	-7.75	-5.68	1.34	3.60	-4.91	-5.02	
Prestiti a breve	-5.32	-7.53	-8.71	-10.04	-10.98	-10.89	-9.19	-7.25	-8.48	-8.73	-9.21	-7.51	-8.61	-6.25	-2.67	-1.73	-0.35	-0.29	-0.51	
Prestiti a m / l	2.58	3.51	2.92	2.79	2.51	2.76	2.66	2.27	2.62	2.52	2.01	1.81	2.16	1.61	1.30	1.15	1.12	0.96	1.09	
Depositi totali	4.28	2.64	2.91	3.48	3.76	5.27	4.89	3.58	4.52	5.95	2.08	1.87	4.37	4.38	4.92	4.74	4.91	4.64	5.01	
Depositi in c / c	8.60	8.68	6.67	8.29	9.95	9.46	9.75	8.94	11.08	11.12	11.23	10.84	12.22	12.73	12.73	12.03	11.52	11.59	11.44	
Depositi a risparmio	-1.98	-1.84	-1.36	-0.91	-0.57	-0.53	-0.36	-0.02	-0.18	-0.06	0.20	0.15	0.21	0.32	0.13	0.08	0.04	0.05	0.11	
Certif. deposito	2.25	-1.32	0.73	0.41	-0.59	3.04	1.84	-0.56	-0.29	2.74	-5.61	-5.93	-1.92	-2.44	-1.25	-1.02	-0.28	-0.98	-0.11	

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

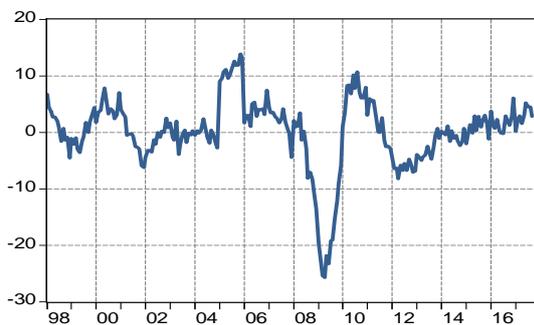
Dati mensili



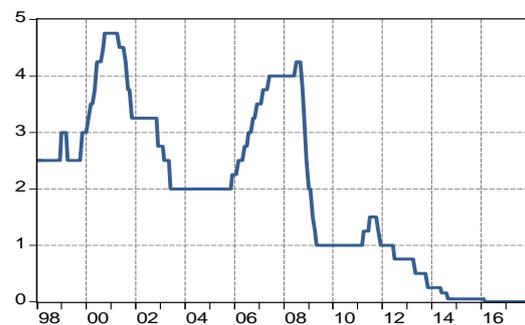
TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



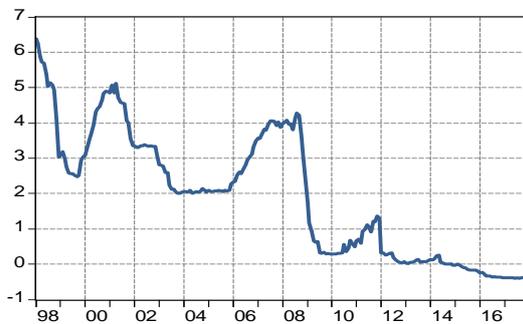
TASSO INFLAZIONE AREA EURO



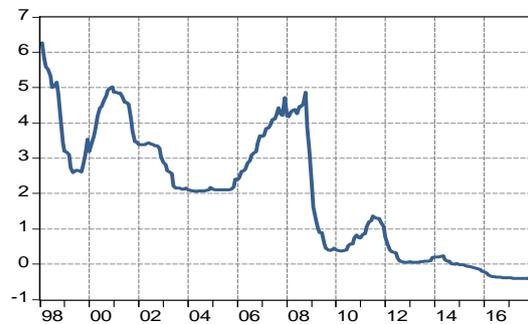
PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



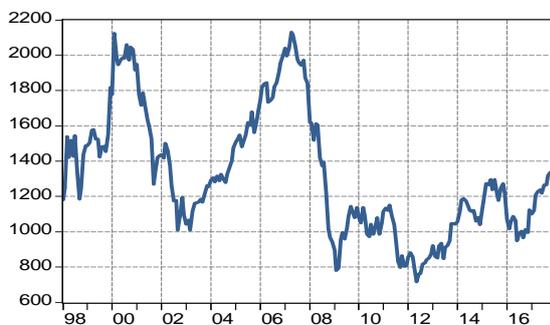
TASSO DI INTERVENTO BCE



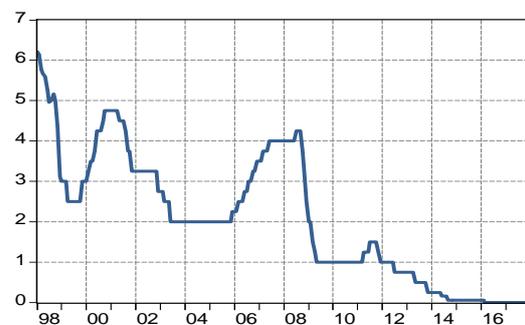
TASSO OVERNIGHT



TASSO INTERBANCARIO 1 MESE



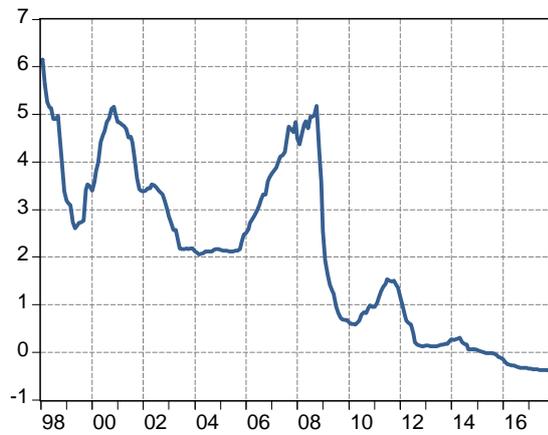
INDICE COMIT



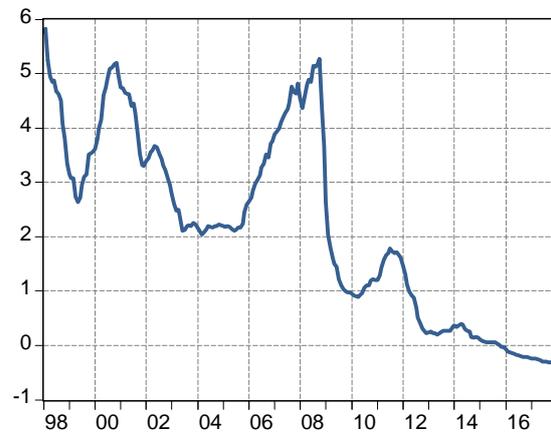
TASSO MEDIO PONDERATO PCT

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

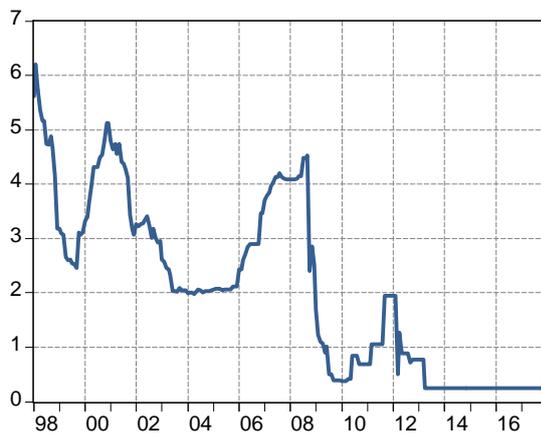
Dati mensili



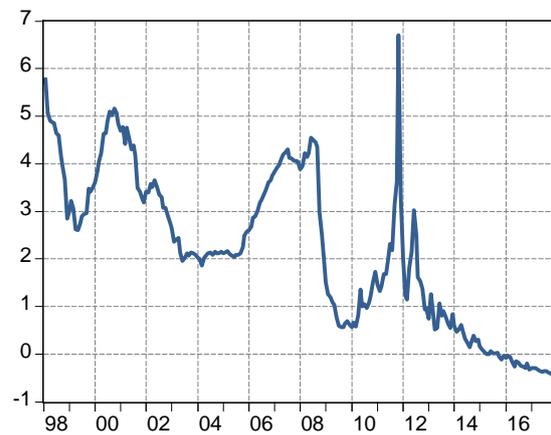
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI (LIBOR)



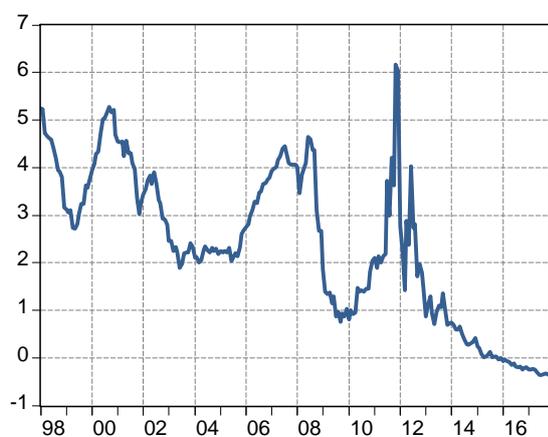
TASSO INTERBANCARIO 6 MESI



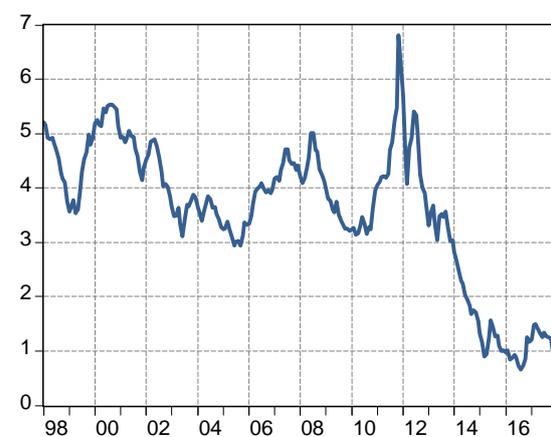
TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO



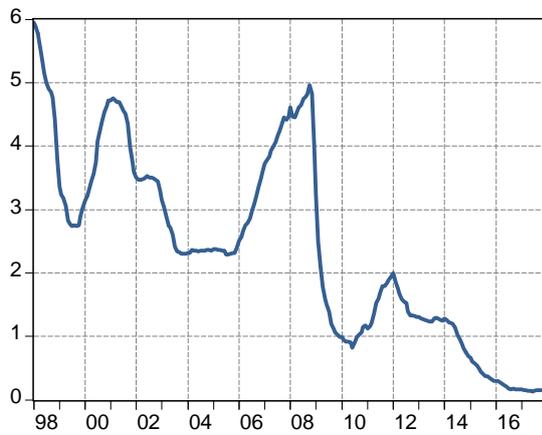
TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO



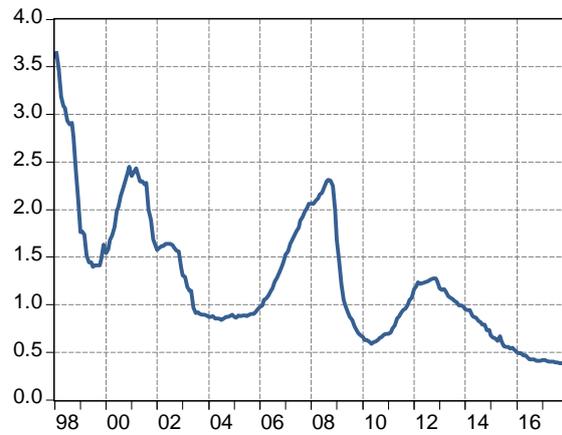
RENDISTAT LORDO

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

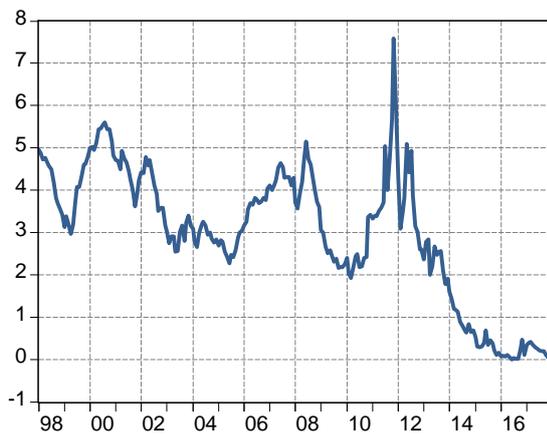
Dati mensili



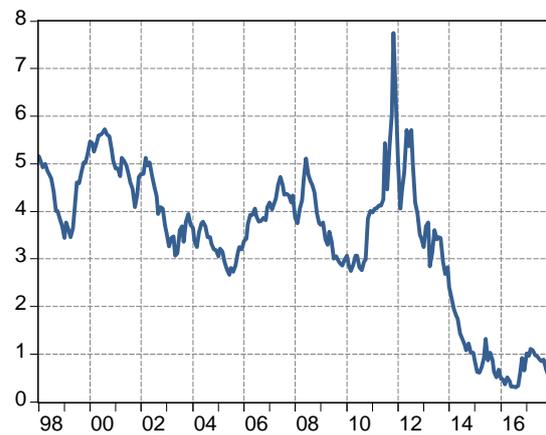
TASSO PRESTITI MINIMO



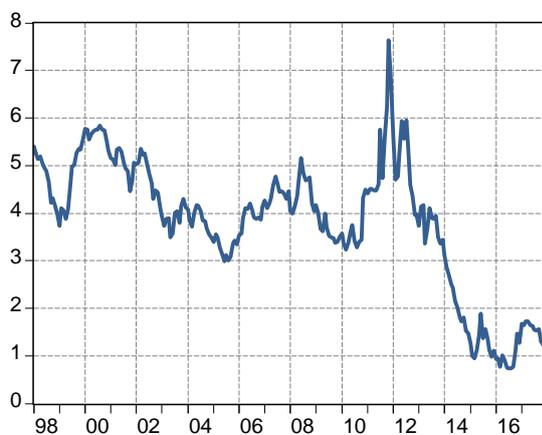
TASSO DEPOSITI MEDIO



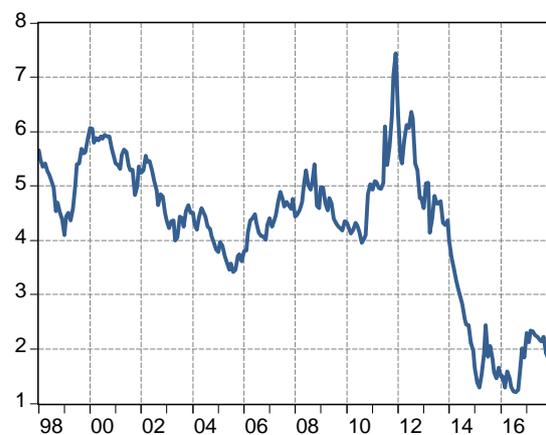
RENDIMENTO A 3 ANNI



RENDIMENTO A 5 ANNI



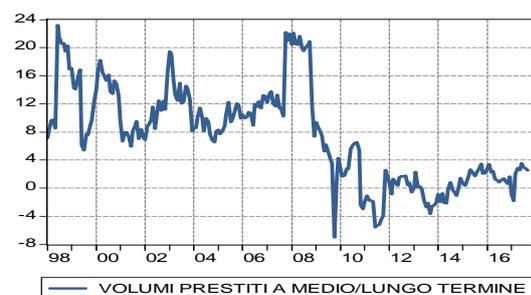
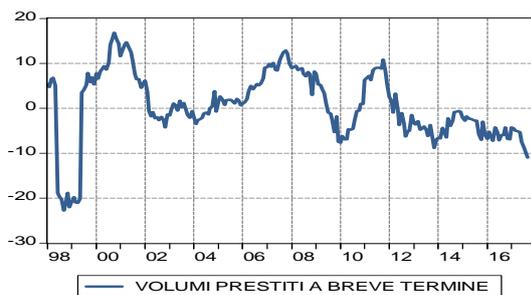
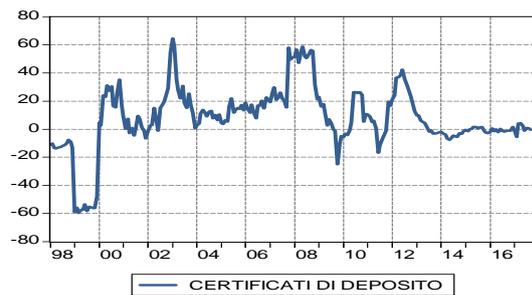
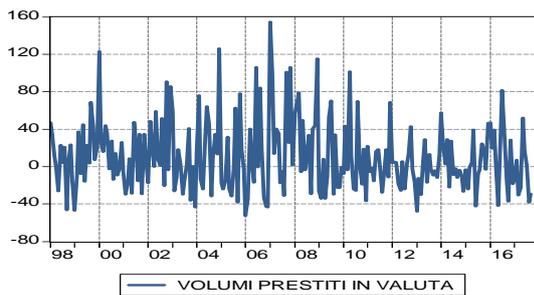
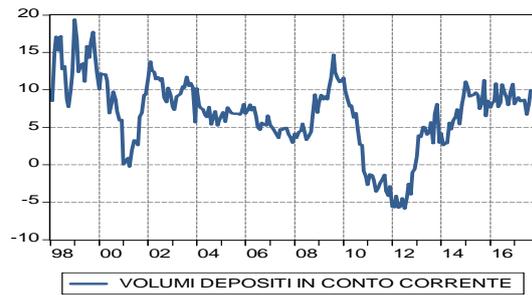
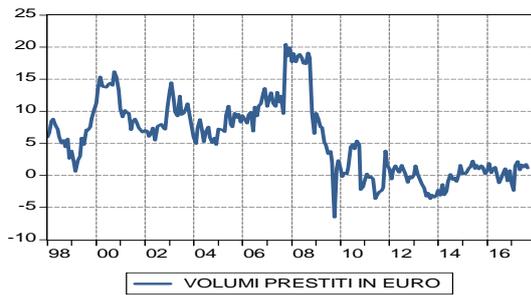
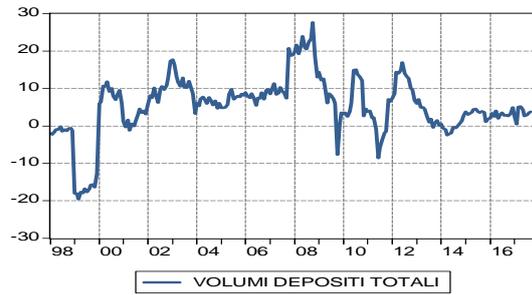
RENDIMENTO A 7 ANNI



RENDIMENTO A 10 ANNI

VOLUMI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili - Variazione % annua



Archivio Ricerche

Le scelte reali e finanziarie delle imprese: un'analisi empirica

Marzio Galeotti

Un modello generazionale del mercato del lavoro italiano

Giorgio Brunello

Luglio 1992

Le scelte reali e finanziarie delle imprese: un'analisi empirica^{1,2}

Marzio Galeotti^a

INTRODUZIONE

In questo lavoro vengono descritte le scelte allocative, reali e finanziarie, delle imprese, così come riprodotte nel modello macroeconomico annuale CER-GRETA. Scopo fondamentale dell'attività delle imprese è la produzione corrente e futura di beni e servizi. Non trattandosi per definizione di imprese finanziarie, le decisioni di indebitamento e di investimento in attività finanziarie sono viste non come fini a se stesse ma strumentali ai fini della produzione e dell'investimento. In senso lato, le imprese perseguono il fine del massimo profitto, definito su un orizzonte intertemporale infinito e sono condotte in modo da perseguire gli interessi dei proprietari dell'impresa. In altre parole, le imprese sono gestite da dirigenti che cercano di rendere massimo l'ammontare di profitti netti che rimangono disponibili una volta che le scelte reali e finanziarie sono state effettuate. Proprietari dell'impresa sono le famiglie, tra cui figurano gli stessi dirigenti dell'impresa.

Le decisioni fondamentali delle imprese consistono nella scelta dei livelli ottimali di produzione e di fattori produttivi che soddisfano i vincoli rappresentati dalla tecnologia e dalla struttura dei mercati in cui operano le imprese. Sul fronte dell'offerta si suppone che esse discriminano tra due grandi mercati, uno domestico ed uno estero. Questi mercati sono a loro volta segmentati, la suddivisione essendo operata in base alla natura dei beni e dei servizi richiesti dagli acquirenti. Sul fronte dell'impiego dei fattori, oltre a quelli primari di lavoro e capitale, le imprese domandano un input energetico ed uno non energetico, entrambi d'importazione³. La decisione in materia di investimento conferisce al problema decisionale il carattere dinamico sopra accennato, in quanto il capitale è un fattore quasi-fisso, il cui adeguamento al livello desiderato non avviene istantaneamente, ma richiede tempo e comporta dei costi di aggiustamento⁴. La considerazione esplicita delle decisioni d'investimento porta immediatamente a considerare il problema del suo finanziamento e quindi delle scelte finanziarie delle imprese. La letteratura tradizionale ha ipotizzato completa separazione tra le due sfere, reale e finanziaria, adottando le ipotesi del teorema di Modigliani e Miller. Supporre mercati dei capitali perfetti è tuttavia irrealistico ed il modello qui presentato si discosta da questa tradizione nel considerare ed esplicitamente modellare l'interazione tra scelte reali e finanziarie delle imprese. Partendo dal presupposto contabile secondo cui distribuzione di profitti, investimenti in capacità produttiva ed accumulo di attività finanziarie sono finanziati dal risultato della gestione corrente e dal ricorso all'indebitamento, il modello che presentiamo fornisce un sistema di relazioni che simultaneamente determinano i livelli desiderati di inputs, outputs, indebitamento ed attività finanziarie⁵. Nel delineare le scelte delle imprese, si è anzitutto accolto il paradigma del comportamento razionale ed ottimizzante, almeno per quanto riguarda quella condizione ideale cui le decisioni delle imprese tendono, che definiamo equilibrio di lungo periodo. Per meglio poter descrivere tale situazione ed imporre una certa struttura teorica alle relazioni di comportamento, ci si è generalmente basati sui risultati della teoria microeconomica dell'impresa.

La strategia seguita nel descrivere il comportamento delle imprese consiste di due parti logicamente distinte. Le scelte che le imprese effettuano sono dettate dal desiderio di raggiungere una situazione ideale che definiamo equilibrio di lungo periodo. Tuttavia, per una molteplicità di ragioni e cause, alcune dipendenti dalle scelte imprenditoriali e altre dovute all'ambiente esterno, tale situazione non coincide in generale con quella corrente. Si ha dunque una situazione di

^a Università di Udine e GRETA.

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

² Questo lavoro fa parte del progetto di ricerca condotto congiuntamente dal Centro Europa Ricerche (CER) e da GRETA Associati, finalizzato alla realizzazione di un modello econometrico per l'economia italiana. Il progetto è diretto da Nicola Rossi (Università di Modena e GRETA Associati). L'autore è grato a Giorgio Brunello, Pier Carlo Padoan, Giovanni Pittaluga, Dino Rizzi e Luigi Spaventa per gli utili consigli e suggerimenti. Un ringraziamento particolare va a Pierfrancesco Baviera ed a Nicola Rossi per la costante attenzione dedicata al presente lavoro. Naturalmente l'A. resta il solo responsabile di eventuali errori.

³ Esiste in letteratura una serie di contributi teorici ed empirici che ha utilizzato la teoria microeconomica della produzione applicata al sistema economico aggregato allo scopo di fornire una spiegazione del commercio estero più strutturale di quella tradizionale. Al proposito si veda, tra l'altro, Woodland (1982) e Diewert e Morrison (1986). Relativamente all'Italia si veda Cardani e Galeotti (1987).

⁴ La letteratura cui si è fatto riferimento nella nota precedente limita in generale l'analisi al caso di equilibrio statico (tutti i fattori produttivi sono supposti variabili) o di equilibrio temporaneo (il fattore capitale è supposto fisso). Non viene in generale esplicitamente considerata la transizione da un equilibrio temporaneo ad uno di lungo periodo.

⁵ Lo studio del ruolo che le variabili finanziarie hanno nel condizionare le scelte d'investimento ha una lunga storia nella letteratura sugli investimenti. Recentemente, tuttavia, sono apparsi una serie di contributi teorici ed empirici che hanno formalizzato e quantificato gli argomenti contenuti nei lavori passati. Si veda in particolare Fazzari, Hubbard e Petersen (1988), Devereux e Schiantarelli (1989) e, per l'Italia, Galeotti, Schiantarelli e Jaramillo (1991).

disequilibrio. Per descrivere la dinamica che porta le imprese dalla fase corrente a quella desiderata si postula un meccanismo di apprendimento che conduce a riconoscere e a correggere i disequilibri esistenti. Di conseguenza, da un lato vi è la necessità di specificare la situazione di equilibrio delle imprese e dall'altro la dinamica dell'aggiustamento. Poiché la teoria economica fino ad oggi è stata assai più efficace nel delineare le scelte di equilibrio, spenderemo buona parte delle energie nella descrizione accurata delle caratteristiche dell'equilibrio di lungo periodo. Sempre a livello teorico, sono stati ipotizzati vari tipi di processo di aggiustamento, tutti con delle limitazioni quando si tenti di darne un'interpretazione strutturale. Noi non ci preoccupiamo di ciò e supporremo che le varie inerzie, frizioni e attriti (costi d'aggiustamento, asimmetrie informative, ritardi di consegna, costi di transazione) siano descrivibili mediante meccanismi a correzione d'errore (ECM), che si sono dimostrati empiricamente efficaci⁶.

IL QUADRO TEORICO DI RIFERIMENTO

In questo paragrafo vengono brevemente richiamati gli elementi teorici nell'ambito dei quali vengono descritte le scelte allocative reali e finanziarie delle imprese. Successivamente vengono presentate le formulazioni delle equazioni stimate.

1 L'EQUILIBRIO DELL'IMPRESA

Come si è detto, l'impresa ha come finalità fondamentale quella della produzione corrente e futura così da massimizzare il flusso intertemporale dei profitti da distribuire ai suoi proprietari. Tali profitti sono definiti come la parte residuale delle risorse finanziarie dell'impresa una volta effettuata la spesa per investimenti ed una volta deliberata l'acquisizione di attività finanziarie. Le risorse finanziarie dell'impresa sono costituite dal risultato della gestione d'impresa, dall'indebitamento e dal ricorso diretto al mercato finanziario. In simboli:

$$PD = (1 - \tau)RG - I - (l - l_{-1}) + (b - b_{-1}) + AZ \quad (1)$$

dove PD e RG sono rispettivamente i profitti distribuiti ed il risultato di gestione, τ , l'aliquota fiscale sui redditi d'impresa, I le spese d'investimento, l e b gli stocks di attività e passività finanziarie ed AZ la raccolta di capitale di rischio. Il risultato di gestione è a sua volta definito come la differenza tra i ricavi R ed i costi correnti produttivi CV e finanziari CF . Cioè:

$$RG = R - CV - CF \quad (2)$$

Il processo decisionale dell'impresa può essere per comodità concettualmente distinto in tre fasi, anche se in realtà il tutto avviene simultaneamente.

Il primo stadio riguarda la determinazione dell'ammontare di fattori variabili che minimizzano i costi di breve periodo CV subordinatamente a dati livelli di output e di fattori fissi. Secondo i risultati della teoria della dualità (Diewert, 1974) le caratteristiche tecnologiche dell'impresa possono essere riassunte e rappresentate dalla funzione di costo variabile $CV = g(w, q, k, t)$, dove w è un vettore di prezzi dei fattori variabili, q è uno scalare che indica il livello di output, k è un vettore di fattori produttivi fissi e t un indice di progresso tecnologico. Come è noto, il lemma di Shephard permette di ottenere il sistema delle funzioni di domanda di fattori variabili, cioè:

$$z = \frac{\partial g(w, q, k, t)}{\partial w} \quad (3)$$

⁶ Tecnicamente, l'equilibrio di lungo periodo è descritto da una serie di relazioni del tipo:

$$y_t = f(x_t; \beta) + z_t$$

dove y e x sono le variabili del problema, β è un vettore di parametri e z è il vettore dei termini d'errore. La dinamica di breve periodo secondo il principio ECM è data da:

$$A(L)\Delta y_t = \mu + z_{t-1}\gamma + B(L)\Delta x_t + \varepsilon_t$$

dove $A(L)$ e $B(L)$ sono polinomi di operatori ritardo, γ il vettore di parametri che presiedono alla correzione dell'errore di equilibrio z prodotto dalla fase precedente ed ε un vettore di disturbi stocastici. Questo tipo di modello ha ricevuto recentemente un forte impulso in seguito ai risultati di Engle e Granger (1987) nel campo dell'integrazione e cointegrazione delle serie storiche.

dove z è il vettore di fattori variabili corrispondente a w . Una volta determinato z , si può calcolare l'ammontare dei costi di produzione variabili e totali di breve periodo. Infatti:

$$C = w'z + u_k'k = g(w, q, k, t) + u_k'k \quad (4)$$

dove u_k è il vettore dei costi d'uso dei fattori fissi.

Il secondo stadio della procedura di scelta dell'impresa concerne la decisione dei livelli ottimali di produzione. Nella fase precedente il livello di q era dato. Tuttavia la massimizzazione dei profitti d'impresa richiede che, dopo aver determinato la dotazione desiderata di fattori produttivi per dato output, si scelga la scala produttiva che eguaglia i ricavi ai costi marginali. Come detto, l'impresa si comporta come un monopolista che discrimina su vari mercati. Nel caso di un mercato interno ed uno estero, per esempio, avremo che:

$$p_y = (1 + \mu_y) \frac{\partial g(w, q, k, t)}{\partial q} \quad (5)$$

$$p_x = (1 + \mu_x) \frac{\partial g(w, q, k, t)}{\partial q} \quad (6)$$

dove $q = y + x$, y indicando l'assorbimento interno ed x l'export. I termini μ_y e μ_x rappresentano rispettivamente i margini sui costi (marginali di breve periodo) che le imprese fissano nel decidere i prezzi di vendita.

Il terzo stadio riguarda la determinazione del livello desiderato dei fattori quasi-fissi. L'approccio tradizionale seguito dalla teoria della produzione che impiega le funzioni di costo ristrette si basa sulla cosiddetta condizione di inviluppo o teorema di Wong-Viner. Il livello desiderato di k è implicitamente ottenuto dalla (4) per differenziazione; esso consiste nella relazione $k^* = k(w, q, u_k, t)$ che soddisfa la seguente condizione:

$$\frac{\partial C}{\partial k} = \frac{\partial g(w, q, k, t)}{\partial k} + u_k = 0 \quad (7)$$

Nel caso qui presentato, tuttavia, le cose sono complicate dall'assenza di indipendenza tra scelte reali e finanziarie dell'impresa, come implicitamente ipotizzato nelle analisi tradizionali. Come chiarito nella relazione (2) i costi dell'impresa sono di natura sia produttiva che finanziaria. Più specificamente abbiamo:

$$I = p^i[k - (1 - \delta)k_{-1}] \quad (8)$$

$$CF = i^b b_{-1} - i^l l_{-1} + c(b, l, p^i k) \quad (9)$$

La relazione (8) evidenzia la natura intertemporale del problema decisionale dell'impresa e descrive il processo di accumulazione dello stock di capitale. In particolare p^i è il prezzo d'acquisizione dei beni capitali e δ il tasso di deprezzamento dello stock relativo. La relazione (9) evidenzia l'interrelazione tra scelte reali e finanziarie dell'impresa, che passano attraverso la determinazione dello stock desiderato di capitale. In particolare, i costi finanziari dell'impresa sono rappresentati dagli oneri finanziari $i^b b$ al netto dei proventi finanziari $i^l l$, i essendo i tassi netti medi di interesse sulle passività ed attività finanziarie. La relazione $c(\cdot)$ esprime l'idea che il ricorso all'indebitamento accresce le difficoltà di finanziamento degli investimenti dell'impresa a causa dei rischi di dissesto finanziario e delle asimmetrie informative esistenti tra prestatori e prenditori di fondi sui mercati finanziari. Ci si ispira qui alla letteratura che prende le mosse dall'abbandono del teorema di Modigliani e Miller la quale porta ad ottenere una struttura finanziaria determinata, anche nel lungo periodo, dove le scelte finanziarie hanno un impatto su quelle reali. Il ricorso all'indebitamento è incentivato dalla deducibilità fiscale degli oneri finanziari. Tuttavia, le imprese non si finanziano esclusivamente e completamente con questa fonte - che sarebbe la più economica - poiché esistono rischi di dissesto finanziario e di bancarotta nonché asimmetrie informative che rendono il costo effettivo dell'indebitamento crescente all'aumentare del volume di risorse prese a prestito. I prestatori di fondi sono tuttavia meglio disposti (o meglio informati) quando sappiano che l'impresa gode di buona salute. Un segnale di tale situazione è costituito dallo stock di attività fisse (capitale) e finanziarie

detenute, che così concorrono ceteris paribus a ridurre il costo del finanziamento esterno⁷. Queste considerazioni fanno sì che esistano dei livelli di equilibrio di debito e attività finanziarie che le imprese scelgono, in aggiunta a quelli di fattori fissi⁸.

Alla luce dell'interdipendenza tra fattori produttivi quasi-fissi e variabili finanziarie, il teorema di involuppo di cui alla relazione (7) va emendato come segue:

$$(1 - \tau) \frac{\partial g(w, q, k, t)}{\partial k} + \frac{\partial c(b, l, p^i k)}{\partial k} + u_k = 0 \quad (10)$$

Il livello desiderato di k nella versione qui considerata è dato dalla soluzione $k^* = k(w, q, u_k, t, b, l)$ alla relazione (10).

Da ultimo la struttura finanziaria dell'impresa è determinata dalle relazioni che descrivono i livelli desiderati degli stocks di debito e di attività finanziarie, così esprimibili:

$$\frac{\partial c(b, l, p^i k)}{\partial b} + u_b = 0 \quad (11)$$

$$\frac{\partial c(b, l, p^i k)}{\partial l} + u_l = 0 \quad (12)$$

dove u_b , u_l sono i costi-opportunità del debito e delle attività finanziarie. In particolare i costi opportunità hanno la seguente struttura:

$$u_k = \left(\frac{p^i}{1 - \tau} \right) \left[1 - \frac{(1 + \pi^e)(1 - \delta)}{1 + \rho} \right] \quad (13)$$

$$u_b = 1 - \frac{[1 + (1 - \tau)i^b]}{1 + \rho} \quad (14)$$

$$u_l = \frac{[1 + (1 - \tau)i^l]}{1 + \rho} - 1 \quad (15)$$

dove ρ è il saggio di rendimento sul capitale dell'impresa richiesto dai proprietari e π^e il tasso d'inflazione attesa per il periodo successivo. Come si vede, sono sostanzialmente dei differenziali di rendimento su strumenti finanziari diversi a governare le scelte d'indebitamento e di investimento finanziario.

Le relazioni (10)-(12) rappresentano uno degli aspetti qualificanti della struttura del blocco imprese del modello, in quanto evidenziano l'interdipendenza tra le variabili finanziarie e quelle reali: variazioni delle prime indotte per esempio da impulsi monetari vengono trasmesse alle scelte d'investimento e, alterando lo stock di capitale dei periodi successivi, vanno ad incidere sulla struttura dei costi di produzione e dei prezzi dell'output. La rappresentazione appena proposta è dunque in piena sintonia con quegli sviluppi recenti della letteratura che attribuiscono un ruolo assai rilevante a fattori non solo di prezzo - tassi d'interesse - ma anche di quantità - volumi di credito e di debito - nei meccanismi di propagazione degli impulsi e shocks monetari alla parte reale del sistema economico⁹.

Dato il valore complessivo di attività e passività finanziarie determinato sulla base delle relazioni (11)-(12), la ripartizione all'interno tra le singole attività e passività finanziarie viene determinata in base ai differenziali dei tassi di rendimento.

1.2 LA SPECIFICAZIONE DELLE FORME FUNZIONALI

Gli aspetti teorici appena richiamati sono suscettibili di applicazione empirica qualora si ipotizzi una forma funzionale per le funzioni di costo variabile di produzione e di costo d'agenzia/dissesto finanziario. Per ovvie esigenze nell'ambito di un

⁷ Esistono ormai in letteratura numerosi studi che hanno formalizzato e verificato empiricamente questi argomenti. Si vedano in particolare Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) ed i riferimenti ivi citati. Una breve rassegna di questa problematica è contenuta in Galeotti (1991).

⁸ Il ricorso ai mezzi propri quale fonte di finanziamento è considerato esogeno nel presente modello.

⁹ Si veda in proposito il pregevole articolo di rassegna di Gertler (1988).

modello macroeconomico riveste particolare importanza la possibilità di pervenire a una soluzione in forma chiusa per il livello ottimale dei fattori quasi-fissi e delle variabili finanziarie, implicitamente determinato dalle relazioni (10)-(12). Ciò conduce ad escludere la possibilità di adottare forme funzionali flessibili come la Translogaritmica (Brown e Christensen, 1981, tra gli altri) e la Cobb-Douglas Generalizzata (Schankerman e Nadiri, 1986), che possono fornire infatti solo una soluzione numerica per lo stock ottimale dei fattori quasi-fissi. Forme funzionali flessibili che non soffrono di questa limitazione sono la Leontief Generalizzata (Diewert, 1971; Morrison, 1988) e la Quadratica (Fuss, 1977; Diewert e Ostensoe, 1988)¹⁰. Tuttavia, quest'ultima forma funzionale richiede la scelta arbitraria di un prezzo di un fattore variabile rispetto al quale normalizzare il prezzo degli altri input: ciò poichè la funzione di costo quadratica non soddisfa automaticamente il requisito teorico della omogeneità di primo grado nei prezzi dei fattori, nè tale proprietà può essere imposta parametricamente¹¹. Di conseguenza i parametri stimati non saranno in generale invarianti al tipo di normalizzazione selezionato. Anche se la Leontief Generalizzata non condivide questo limite, in questa sede si è scelta la forma funzionale Quadratica in quanto, come è noto, essa possiede proprietà globali di curvatura (convessità negli stock di fattori fissi e concavità nei prezzi dei fattori variabili) che, se soddisfatte per il campione di dati utilizzato, lo sono anche per l'intera regione economica definita dalla teoria. Questa è ovviamente una proprietà assai importante per un modello di equilibrio generale che si prefigga di fornire previsioni. Inoltre, la specificazione quadratica è quella più adatta in processi di aggregazione¹².

La funzione di costo variabile di produzione di tipo Quadratico può essere scritta in maniera compatta come segue:

$$\frac{CV}{w_1} = z_1 + \sum_{i=2}^n \left(\frac{w_i}{w_1}\right) z_i = g\left(\frac{w}{w_1}, q, k, t\right) = \quad (16)$$

$$= q \left[\frac{1}{2} \left(\frac{w}{w_1}\right)' [A_{ij}] \left(\frac{w}{w_1}\right) + \frac{1}{2} \left(\frac{k}{q}\right)' [A_{hl}] \left(\frac{k}{q}\right) + \left(\frac{w}{w_1}\right)' [A_{ih}] \left(\frac{k}{q}\right) \right] + \frac{1}{2} d_q \left(\frac{1}{q}\right) + d_h' \left(\frac{k}{q}\right) + \left(\frac{w}{w_1}\right)' d_i$$

dove il costo variabile CV è stato normalizzato per il prezzo del fattore produttivo z_1 al fine di ottemperare al requisito dell'omogeneità lineare nei prezzi degli input. Le matrici $[A_{ij}]$ e $[A_{hl}]$ sono matrici simmetriche con la caratteristica di avere la prima riga e la prima colonna composte di elementi nulli; d_h e d_i sono vettori aventi il primo elemento nullo. È facile osservare dalla (15) che l'ipotesi di rendimenti costanti di scala viene ottenuta se vale la restrizione parametrica $d_q = d_h = d_i = 0$ ¹³.

La funzione di costo deve essere concava nei prezzi w e convessa negli stocks k .

In vista dell'applicazione empirica, è conveniente specializzare la funzione di costo al caso di tre fattori variabili e due fattori fissi. Siano $z = (m, e, n)$ rispettivamente e $k = (k, s)$ rispettivamente. Le domande di fattori variabili, espressi in forma di coefficienti input-output, ottenute per differenziazione della (16) sono:

$$\frac{m}{q} = a_c + a_k \left(\frac{k}{q}\right) + a_s \left(\frac{s}{q}\right) + a_t t + \frac{1}{2} \left[a_{kk} \left(\frac{k}{q}\right)^2 + a_{ss} \left(\frac{s}{q}\right)^2 + a_{tt} t^2 - a_{ee} \left(\frac{w_e}{w_m}\right)^2 - a_{nn} \left(\frac{w_n}{w_m}\right)^2 \right] - \quad (17)$$

$$- a_{en} \left(\frac{w_e}{w_m}\right) \left(\frac{w_n}{w_m}\right) + a_{ks} \left(\frac{k}{q}\right) \left(\frac{s}{q}\right) + a_{kt} \left(\frac{k}{q}\right) t + a_{st} \left(\frac{s}{q}\right) t + d_q \frac{1}{q^2} + d_t \frac{t}{q^2} + d_k \frac{k}{q^2} + d_s \frac{s}{q^2}$$

$$\frac{e}{q} = a_e + a_{ee} \left(\frac{w_e}{w_m}\right) + a_{en} \left(\frac{w_n}{w_m}\right) + a_{ek} \left(\frac{k}{q}\right) + a_{es} \left(\frac{s}{q}\right) + a_{et} t + d_e \frac{1}{q} \quad (18)$$

¹⁰ Le forme funzionali flessibili sono definite e discusse in Diewert (1974) e Diewert e Wales (1987). Recenti applicazioni al contesto italiano della Leontief Generalizzata sono riportate in Heimler (1990), Annunziato, Heimler, Marotta e Zezza (1991), Bollino e Rossi (1991), Rossi e Toniolo (1991).

¹¹ Questa discussione riguarda evidentemente le funzioni di costo di produzione. Talune considerazioni riguardano tuttavia anche la scelta della forma funzionale per i costi finanziari.

¹² Si veda in proposito Ramey (1989) che enumera le ipotesi necessarie sulla natura stocastica delle funzioni di domanda di input (ottenute da una forma quadratica) affinché sia legittimo impiegare dati aggregati per stimare i parametri delle funzioni di domanda di input della singola impresa.

¹³ Nella rappresentazione (16) non appare esplicitamente il trend. Esso è assimilabile agli elementi del vettore k anche se è consuetudine in letteratura non dividere t per q . La possibilità di imporre parametricamente l'ipotesi di rendimenti costanti di scala è una delle significative estensioni operate da Diewert e Ostensoe (1988) alla forma funzionale flessibile quadratica.

$$\frac{n}{q} = a_n + a_{en} \left(\frac{w_e}{w_m} \right) + a_{nn} \left(\frac{w_n}{w_m} \right) + a_{nk} \left(\frac{k}{q} \right) + a_{ns} \left(\frac{s}{q} \right) + a_{nt} t + d_n \frac{1}{q} \quad (19)$$

dove w_m è il prezzo scelto per la normalizzazione.

La determinazione dei prezzi dei prodotti richiede che i ricavi marginali derivanti dalla vendita dei vari prodotti siano uguali al costo marginale di produzione di breve periodo. Quest'ultimo è facilmente ottenibile dalla (16) ed ha la seguente struttura:

$$mc = a_c + a_e \left(\frac{w_e}{w_m} \right) + a_n \left(\frac{w_n}{w_m} \right) + a_t t + \frac{1}{2} \left[a_{ee} \left(\frac{w_e}{w_m} \right)^2 + a_{nn} \left(\frac{w_n}{w_m} \right)^2 + a_{tt} t^2 - a_{kk} \left(\frac{k}{q} \right)^2 - a_{ss} \left(\frac{s}{q} \right)^2 - a_{tt} \left(\frac{t}{q} \right)^2 \right] + \quad (20)$$

$$+ a_{en} \left(\frac{w_e}{w_m} \right) \left(\frac{w_n}{w_m} \right) + a_{et} \left(\frac{w_e}{w_m} \right) t + a_{nt} \left(\frac{w_n}{w_m} \right) t - a_{ks} \left(\frac{k}{q} \right) \left(\frac{s}{q} \right) - d_q \frac{1}{q^2} - d_t \frac{t}{q^2} - d_k \frac{k}{q^2} - d_s \frac{s}{q^2}$$

Passando alle decisioni di investimento, dalla (15) si ricava la condizione di inviluppo "produttivo". Definendo con v il "prezzo ombra produttivo" del capitale, si ha:

$$v = \left[a_k + a_{ek} \left(\frac{w_e}{w_m} \right) + a_{nk} \left(\frac{w_n}{w_m} \right) + a_{kk} \left(\frac{k}{q} \right) + a_{ks} \left(\frac{s}{q} \right) + a_{kt} t + d_t \frac{1}{q} \right] \quad (21)$$

Tuttavia, come chiarito in precedenza, la determinazione del livello desiderato di capitale interagisce con quella dei livelli ottimali delle passività ed attività finanziarie. Ciò ci ha condotto a specificare una condizione di inviluppo "produttivo e finanziario" rappresentata dalla (10). Per tradurre questo fatto in termini empirici postuleremo una forma quadratica anche per la funzione di agenzia/bancarotta. Cioè:

$$c(b, l, p^i k) = c_0 + c_b b + c_l l + c_k p^i k + \frac{1}{2} \left[c_{kk} (p^i k)^2 + c_{bb} b^2 + c_{ll} l^2 \right] + c_{kb} p^i k b + c_{kl} p^i k l + c_{bl} b l \quad (22)$$

A partire dalle relazioni (21) e (22) si ottiene la seguente condizione di inviluppo "reale e finanziaria" che governa la scelta ottimale per il capitale fisso:

$$u_k = - \left[a_k + a_{ek} \left(\frac{w_e}{w_m} \right) + a_{nk} \left(\frac{w_n}{w_m} \right) + a_{kk} \left(\frac{k}{q} \right) + a_{ks} \left(\frac{s}{q} \right) + a_{kt} t + d_t \frac{1}{q} \right] - p^i [c_k + c_{kk} p^i k + c_{kb} b + c_{kl} l] \quad (23)$$

In maniera analoga si ottengono le condizioni che determinano i livelli desiderati di passività ed attività finanziarie aggregate dell'impresa:

$$u_b = c_b + c_{bb} b + c_{kb} p^i k + c_{bl} l \quad (24)$$

$$u_l = c_l + c_{bl} b + c_{kl} p^i k + c_{ll} l \quad (25)$$

Risolviendo esplicitamente le relazioni (23)-(25) si ottengono gli stocks desiderati di capitale fisso k^* , di attività finanziarie l^* e di passività finanziarie b^* . Formalmente:

$$k^* = - \left[\frac{a_{kk}}{q} + \frac{c_{kk} (p^i)^2}{(1-\tau) w_m} \right] \left\{ \left[a_k + a_{ks} \frac{s}{q} + a_{kt} t + a_{ek} \left(\frac{w_e}{w_m} \right) + a_{nk} \left(\frac{w_n}{w_m} \right) + d_t \frac{1}{q} \right] + \frac{p^i}{(1-\tau) w_m} (c_k + c_{kb} b + c_{kl} l + u_k) \right\} \quad (26)$$

$$l^* = -\frac{1}{c_{ll}}(c_l + c_{kl}p^i k + c_{bl}b - u_l) \quad (27)$$

$$b^* = -\frac{1}{c_{bb}}(c_b + c_{kb}p^i k + c_{lb}l - u_b) \quad (28)$$

Come in precedenza, il saggio di variazione degli stocks desiderati descritti dalle relazioni appena viste è descrivibile da un opportuno meccanismo di aggiustamento di tipo ECM.

Quale ultimo passo dell'analisi, le attività e le passività finanziarie complessive vengono disaggregate al loro interno.

Determinato il volume di risorse complessive da destinare all'acquisizione di attività finanziarie l , resta da descrivere come venga avvenga il processo di allocazione tra attività alternative. Seguendo l'impostazione seguita nella descrizione delle scelte di portafoglio del consumatore, anche per le imprese si farà qui riferimento al Capital Asset Pricing Model (CAPM). Tale schema analitico consente di pervenire a un sistema di domanda di attività omogeneo di grado uno nelle attività finanziarie complessive (la "ricchezza") e nei rendimenti, dove le quote delle attività finanziarie (definite rispetto al loro totale) sono funzione dei rendimenti e dei legami di covarianza intercorrenti fra quest'ultimi. Formalmente il sistema di domanda ha come generica equazione:

$$s_i = \frac{1}{\rho} \sum_{j=1}^n a_{ji} E(r_j) + b_i \quad (29)$$

dove s_i e r_i indicano, rispettivamente, l'elemento i -esimo dei vettori ($n \times 1$) delle quote desiderate di attività finanziarie (s) e dei tassi di rendimento netti reali (r), ρ il coefficiente costante di avversione relativa al rischio, $E(\cdot)$ l'operatore valore atteso, mentre a_{ji} e b_i sono i generici elementi della matrice ($n \times n$) \mathbf{A} e del vettore ($n \times 1$) \mathbf{B} , dove:

$$\mathbf{A} = \mathbf{\Omega}^{-1} - (\mathbf{i}'\mathbf{\Omega}^{-1}\mathbf{i})^{-1}\mathbf{\Omega}^{-1}\mathbf{i}\mathbf{i}'\mathbf{\Omega}^{-1} \quad (30)$$

$$\mathbf{B} = (\mathbf{i}'\mathbf{\Omega}^{-1}\mathbf{i})^{-1}\mathbf{\Omega}^{-1}\mathbf{i}$$

indicando con $\mathbf{\Omega}$ la matrice ($n \times n$) di varianze e covarianze dei rendimenti ed \mathbf{i} vettore unitario ($n \times 1$).

A fini della stima si ipotizzino aspettative razionali per i rendimenti delle attività finanziarie e si definisca con a_{ij}^* l'elemento di posto (i, j) della matrice \mathbf{A}^* , ottenuta moltiplicando ciascun elemento della matrice \mathbf{A}^+ , per il reciproco del coefficiente di avversione al rischio ρ ; in tal caso la generica equazione del sistema di domanda, dove i rendimenti sono espressi come differenza rispetto al rendimento atteso netto reale dell'attività di mercato n -esima prescelta come numerario¹⁴, è data da:

$$s_i^+ = b_i^+ + \sum_{j=1}^{n-1} a_{ij}^* (r_j^+ - r_n^+) + \varepsilon_i \quad (31)$$

dove ε_i indica il termine di errore.

Seguendo Perraudin (1987) le aspettative di inflazione possono essere introdotte nell'ambito del sistema (31) in forma additiva, al fine di coglierne l'eventuale influenza sulla struttura di covarianza dei rendimenti; l'equazione (31) viene pertanto sostituita da:

$$s_i^+ = b_i^+ + \sum_{j=1}^{n-1} a_{ij}^* (r_j^{++} - r_n^{++}) + e_i \pi + f_i d + \varepsilon_i \quad (32)$$

¹⁴ Per le caratteristiche di omogeneità del sistema di domanda nella stima deve essere omessa un'equazione.

dove π indica il tasso atteso di inflazione e r^{++} denota ora il rendimento netto nominale. Il segno del coefficiente a_{ij}^* indica il tipo di relazione intercorrente fra le due attività di mercato: se risulta negativo l'attività i -esima è sostituita lorda dell'attività j -esima, se invece è positivo l'attività i -esima è complementare lorda dell'attività j -esima. Infine, il parametro e_i coglie l'impatto delle aspettative di inflazione sulle scelte finanziarie delle imprese tramite l'influenza che esse esercitano sulla struttura di covarianza dei rendimenti.

Per le passività finanziarie vale concettualmente lo stesso discorso fatto per l'attivo ancorchè con un grado di dettaglio e complessità di gran lunga inferiore.

LE STIME

In questo paragrafo presentiamo il risultato delle stime delle equazioni che descrivono il comportamento delle imprese in termini di decisioni reali e finanziarie¹⁵. Per ragioni connesse alla disponibilità di dati, il periodo campionario è in generale 1962-1990 per le equazioni relative alle scelte reali ed il 1965-1989 per quelle di natura finanziaria.

Va innanzi tutto detto che il processo di stima del blocco è stato strutturato per stadi. Sebbene concettualmente l'intero blocco riguarda decisioni simultanee, una stima coerente con questo fatto non è perseguibile visto l'elevato numero di equazioni coinvolte e l'ancor più elevato numero di parametri. Sono stati stimati simultaneamente tre sottoblocchi di equazioni che per i contenuti teorici sottostanti risultavano intrinsecamente interdipendenti. Questi sono il gruppo di equazioni di domanda di fattori variabili (17)-(19), le equazioni relative all'investimento in capitale fisico e attività finanziarie aggregate congiuntamente a quelle di indebitamento complessivo (26)-(28), ed infine il CAPM relativo alle singole attività finanziarie (32). Le altre equazioni sono state stimate individualmente. Una seconda considerazione, sempre dettata dalla necessità di rendere gestibile la stima del blocco, riguarda la dinamicizzazione delle equazioni. Mentre in generale le equazioni considerate individualmente sono state stimate mediante un ECM in un unico stadio, i blocchi di equazioni simultanee sono stati stimati in forma ECM a due stadi¹⁶. Le variabili di breve periodo di tali meccanismi di aggiustamento riguardano le differenze prime delle variabili presenti nella relazione di lungo più altre variabili giudicate rilevanti¹⁷. Da questo punto di vista si è proceduto in maniera libera, adottando una *specification search* che portasse ad includere nella specificazione prescelta solo quelle variabili di breve statisticamente significative.

Dal punto di vista della metodologia di stima tutte le equazioni sono state stimate mediante l'impiego di variabili strumentali. Gli standard errors dei coefficienti stimati sono tutti robusti rispetto alla presenza di eteroschedasticità dei disturbi.

2.1 LE SCELTE REALI

Si è dapprima proceduto a stimare, per il periodo campionario 1962-1990, il sistema delle equazioni di domanda di fattori variabili (16)-(18), inputs intermedi non energetici d'importazione (*Mne85*), inputs energetici d'importazione (*Mfe85*) ed input di lavoro (*Hlp*)¹⁸.

Oltre allo stock di capitale proprio (*Kpn85*) le domande di fattori produttivi sono condizionate anche al livello dello stock di capitale pubblico (*Kpu85*). Seguendo un orientamento recente della letteratura, si è infatti supposto che i livelli produttivi ed i costi ad essi associati siano influenzati dallo stock in essere di infrastrutture ed opere pubbliche dovute all'intervento governativo. Tuttavia, anzichè essere vista come un vero e proprio input, questa variabile è considerata alla stregua di un'esternalità tecnologica positiva che, *ceteris paribus*, riduce i costi di produzione ma il cui livello non è influenzabile dalle azioni dell'impresa. Quindi il capitale pubblico è trattato come un fattore che resta fisso anche in equilibrio di lungo periodo. : questo ha un effetto simile ad un'esternalità tecnologica positiva, genera cioè aumenti di produttività che riducono il livello dei costi di produzione¹⁹.

Nella Tavola 1 sono riportati i parametri stimati. Innanzi tutto va detto che i risultati ottenuti sono coerenti con la teoria. Infatti il segno negativo dei coefficienti *ae* ed *an* indicano che la funzione di costo sottostante è concava nei prezzi dei fattori variabili, mentre la positività dei coefficienti *ak* e *as* suggeriscono che è convessa negli stock dei fattori fissi.

¹⁵ Per i dati utilizzati nelle stime si rinvia a Baviera (1992).

¹⁶ Fa eccezione il sistema CAPM, poichè l'introduzione delle sole variabile dipendenti ritardate si è rivelata sufficiente per dinamicizzare questo sottoblocco.

¹⁷ Si veda la nota 4 precedente. Ci si è limitati alle differenze prime delle variabili poichè, con dati annuali, ciò si rivela generalmente sufficiente a cogliere la dinamica del processo. E' inoltre noto che la stima di un ECM in un unico stadio produce stime più efficienti rispetto alla scomposizione del processo tra breve e lungo periodo. Dato il numero di parametri coinvolti, la stima ad uno stadio non è stata possibile nel nostro caso.

¹⁸ In parentesi sono riportati i simboli delle variabili effettivamente utilizzati nel modello. Si ricorda che le quantità di fattori variabili sono divise per l'output (*Qp85*).

¹⁹ L'analisi teorica ed i contributi empirici sul ruolo del capitale pubblico nelle scelte produttive delle imprese hanno ricevuto recentemente un notevole impulso. Si veda in proposito Morrison e Schwartz (1992). Di diversa impostazione, ma ugualmente rilevante, è il lavoro di Jappelli e Ripa di Meana (1990).

Inoltre la significatività statistica dei coefficienti dt , dk e de suggeriscono il rifiuto dell'ipotesi di rendimenti costanti di scala (di lungo periodo) a favore di un'elasticità dei costi all'output negativa.

Quanto agli aspetti di dinamica, mentre sono i prezzi dei fattori ad influenzare maggiormente la domanda di inputs non energetici, sono le quote di capitale privato e pubblico rispetto all'output a giocare un ruolo significativo sulla domanda degli altri due fattori produttivi. Infine la velocità di aggiustamento alla situazione di lungo periodo è più accentuata per il primo tipo di input relativamente agli altri due.

Nella tabella 2 viene riportata la stima del "prezzo-ombra" del capitale pubblico. Come si vede in tutti gli anni è diverso da zero e negativo come previsto dalla teoria, indicando un prodotto o beneficio marginale delle infrastrutture pubbliche positivo per le imprese. Esso è anche crescente nel tempo, ancorchè non monotonicamente anno dopo anno.

Sulla base dei risultati presentati è possibile procedere al calcolo delle elasticità dei fattori produttivi ai prezzi, stocks di fattori fissi e all'output. Ciò è fatto in tabella 4²⁰. Tra gli aspetti principali che emergono, con fattori fissi a livello dato le elasticità dirette di prezzo dei fattori variabili risultano generalmente assai basse, anche se gli altri inputs importati presentano il valore più elevato. Energia e lavoro sono sostituti; energia ed altri inputs importati sono complementari; lavoro ed altri inputs sono sostituti. Nel lungo periodo i valori di queste elasticità salgono marcatamente. Il capitale risulta essere sostituibile con l'energia e con gli altri inputs non energetici, ma complementare con il lavoro. Infine l'elasticità dei fattori variabili all'output è positiva, eccetto che nel caso del lavoro.

Un interesse a parte riveste il ruolo del capitale pubblico nella struttura della produzione delle imprese. Oltre a provocare uno spostamento verso il basso della struttura dei costi (v. tabella 2) è possibile verificare se un aumento di tale stock ha effetti neutrali o meno sulla domanda dei fattori "propri" di produzione. In particolare un segno positivo della relativa elasticità indica complementarità, ossia un effetto di aumento dell'impiego dell'input in parola. Dalla tabella 3 emerge che il capitale pubblico ha effetti espansivi sull'energia e depressivi sul lavoro e sugli altri inputs non energetici nel breve periodo; nel lungo periodo, tuttavia, il segno dell'effetto si ribalta per energia ed altri inputs, mentre l'effetto negativo sul lavoro si riduce di oltre un terzo. Infine, capitale privato e pubblico risultano essere complementari.

La tabella 4 presenta i risultati di stima dell'equazione che serve per "legare" l'orario medio effettivo di lavoro a quello contrattuale. E' infatti il primo ad interagire con il numero di occupati per determinare l'input di lavoro impiegato dalle imprese. Si è supposto un semplice meccanismo di aggiustamento (nei logaritmi) secondo cui nel lungo periodo orario effettivo e contrattuale coincidono, mentre nel breve esercitano un'influenza sulla relazione le variazioni nell'orario contrattuale.

Tabella 1

Periodo campionario: 1962-1990			
Coefficienti di lungo periodo	Mne85	Mfe85	Hlp
a_c	-	a_{kt}	-
a_k	.912759 [.271830]	a_{st}	.085457 [.025024]
a_s	-	a_{ek}	-.131211 [.035281]
a_t	-.037645 [.011443]	a_{es}	.541061 [.114164]
a_e	.121219 [.035051]	a_{et}	-.002580 [.000797]
a_n	-	a_{nk}	.017902 [.008086]
a_{kk}	.611549 [.143771]	a_{ns}	-.156041 [.023428]
a_{ss}	1.27103 [.218906]	a_{nt}	.000772 [.000183]
a_{tt}	-	d_k	580613 [166299]
a_{ee}	-.007123 [.002682]	d_s	-
a_{nn}	-.000095 [.000058]	d_t	-.5742E+10 [.1215E+10]
a_{en}	.000506 [.000385]	d_e	-103967 [11637.6]
a_{ks}	-3.80732 [.936123]	d_n	69757.5 [4563.91]
		d_q	-
Coefficienti di breve periodo			
Deflatore prodotti energetici import	-.010656 [.006336]		
Costo del lavoro	-.002423 [.000770]		
Trend/output	4672.51 [1026.37]		
Quota capitale privato su output	-	.208320 [.056635]	-.051786 [.019413]
Quota capitale pubblico su output	-	-.798761 [.230165]	.285576 [.094932]
Reciproco dell'output	-	117866 [31795.4]	-83033.0 [13501.5]
Coefficiente della componente di correzione d'errore	-.736554 [.361333]	-.443398 [.214066]	-.571129 [.129148]
Durbin-Watson	1.65927	1.84309	1.13410
Errore standard della regressione	.003248	.003480	.001342

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

²⁰ Queste elasticità sono parziali, nel senso che sono calcolate nell'ipotesi che non vi siano effetti di retroazione a causa dell'interdipendenza tra scelte reali e finanziarie, come più oltre illustrato.

Tabella 2: Effetto dello stock di capitale pubblico sui costi variabili

Anno	Effetto
1965	-1.46666
1966	-1.35332
1967	-1.29414
1968	-1.27430
1969	-1.32531
1970	-1.42807
1971	-1.68784
1972	-1.89653
1973	-1.69396
1974	-1.49931
1975	-2.09658
1976	-1.91877
1977	-2.06125
1978	-2.12413
1979	-2.06278
1980	-2.04229
1981	-2.05351
1982	-2.22814
1983	-2.50677
1984	-2.52496
1985	-2.53855
1986	-3.00422
1987	-3.25951
1988	-3.06245
1989	-2.94850
1990	-3.39011
1965 - 1990	-2.10546

Tabella 3: Elasticità (medie periodo 1965-1990)

	Elasticità
Dei fattori variabili ai prezzi, di breve periodo	
E,WE	-0.055973
E,WN	0.078043
E,WM	-0.022070
N,WN	-0.019420
N,WE	0.005246
N,WM	0.014173
M,WM	-0.141100
M,WE	-0.004802
M,WN	0.107240
Dei fattori variabili e del capitale ai prezzi, di lungo periodo	
E,WE	-0.27719
E,WN	0.67046
E,WM	-0.39326
E,WK	0.30460
N,WN	-0.12654
N,WE	0.04507
N,WM	0.08147
N,WK	-0.05409
M,WM	0.30310
M,WE	0.24789
M,WN	-0.58966
M,WK	-0.37373
K,WK	-0.13504
K,WE	0.09505
K,WN	-0.26066
K,WM	0.16560
Dei fattori variabili all'output, al capitale privato e al capitale pubblico, di breve periodo	
E,Q	1.76643

E,K	-2.08657
E,S	4.70935
N,Q	-0.014173
N,K	0.37579
N,S	-1.77970
M,Q	4.03679
M,K	2.79013
M,S	-8.10878
Dei fattori variabili e del capitale privato al capitale pubblico, di lungo periodo	
E,S	-2.40071
N,S	-0.50855
M,S	2.69909
K,S	3.71740

Legenda: E = input energetico d'importazione; N = input di lavoro; M = input intermedio non energetico d'importazione; K = capitale fisso privato non residenziale; S = capitale pubblico; Q = output; W = prezzo dell'input variabile.

Tabella 4

Variabile dipendente: h	
Periodo campionario: 1971-1990	
Coefficienti di breve periodo	Stime
Orario effettivo / orario contrattuale	.761031 [.319302]
Costante	.014834 [.010431]
Coefficiente della componente di correzione d'errore	-.327052 [.163374]
Durbin-Watson	1.83726
Errore standard della regressione	0.013224

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

Il secondo insieme di equazioni stimate riguarda le funzioni di prezzo (o di offerta inversa). Come precedentemente detto, le imprese praticano un margine sul costo marginale (di breve periodo) e tale markup può essere costante oppure variare in funzione, ad esempio, della quota di mercato/spesa nel tipo di output in questione²¹.

In pratica le stime non hanno prodotto risultati apprezzabili quando si è permesso al margine di variare nella relazione di lungo periodo. Va infine osservato che il prezzo di ciascun prodotto incorpora le aliquote di imposizione indiretta.

Da un punto di vista operativo si è specificato il seguente meccanismo a correzione di errore:

$$\Delta \log \frac{p_i}{mc} = d_{0i} + d_{1i} \left[\log \frac{p_{i-1}}{mc_{-1}} - \log(1 + t_{-1}) \right] + d_{2i} \Delta x \quad (33)$$

dove mc è il costo marginale dell'output dell'impresa riassunto dalla relazione (20), t è l'aliquota di imposizione indiretta e x è un vettore di variabili che contribuiscono a spiegare la dinamica di breve periodo della funzione di prezzo. Come si vede, quando espressa in logaritmi, la relazione implica un'elasticità unitaria del prezzo al costo marginale ed un markup che risulta incorporato nell'intercetta del meccanismo ECM, cosicché non è possibile identificarlo separatamente. Da un punto di vista operativo la serie del costo marginale è stata costruita secondo la (20) utilizzando i parametri stimati del sistema di domanda di fattori di cui alla tabella 1; d'altra parte, le variabili che formano il vettore x variano da equazione ad equazione e quelle risultate statisticamente significative sono riportate nelle tabelle che seguono.

Le funzioni di prezzo stimate in base ai principi appena esposti riguardano i consumi alimentari (dCa), i consumi finali dei non residenti ($dCFnr$), gli altri consumi finali nazionali non durevoli e semidurevoli non alimentari ($dCnda$), i consumi di servizi non abitativi ($dCser$), gli acquisti di beni durevoli ($dCFId$), gli investimenti netti in abitazioni ($dIFLh$), gli investimenti pubblici ($dIFLpu$) e le esportazioni di merci (dEb). I risultati sono riportati nelle tabelle 5-12.

Le variabili considerate per la dinamica di breve periodo riguardano in genere il costo marginale, i prezzi dei fattori produttivi variabili, le aliquote di tassazione indiretta, le quote di spesa ed il tasso di cambio. In generale si può dire che i risultati delle stime sono accettabili. I requisiti teorici sono in generale soddisfatti se si guarda al segno negativo inferiore

²¹ Si noti che è prassi approssimare il costo marginale di breve periodo con il costo medio variabile. In realtà, anche in presenza di rendimenti costanti di scala, costo medio e marginale differiscono nel breve periodo.

all'unità ed alla significatività del coefficiente ECM che presiede alla dinamica dell'aggiustamento. Fa a ciò eccezione l'equazione di prezzo degli investimenti pubblici.

Le relazioni di prezzo appena considerate riguardano i principali "mercati" di sbocco dell'output delle imprese come suggerito dal modello teorico di riferimento. Un discorso a parte riguarda il deflatore degli investimenti fissi lordi non residenziali (*dIFLpn*): vi è qui un problema logico dovuto al fatto che le imprese domandano beni di investimento a se stesse: ed allo stesso tempo devono fissarne il prezzo. Per evitare circolarità, si è fatto dipendere nel lungo periodo il prezzo di tali investimenti da quello dei beni d'investimento importati (esogeno al modello). La relazione stimata in forma ECM è presentata in tabella 13. Infine, nelle tabelle 14-18 sono presentati i risultati della stima di una serie di deflatori la cui endogenizzazione è stata dettata da esigenze di completezza di specificazione e di dettaglio in previsione. In particolare sono stati considerati i deflatori dei consumi di combustibili ed energia elettrica (*dCee*), delle spese di esercizio dei mezzi di trasporto (*dCbenz*), dei servizi abitativi (*dSA*), dell'indice dei prezzi al consumo (*IPC*) e delle esportazioni di servizi (*dEs*). Anche qui si sono impiegati meccanismi ECM e si è ipotizzato che "in equilibrio" tali prezzi siano funzionalmente dipendenti rispettivamente dai deflatori degli inputs energetici d'importazione per i primi due casi, degli investimenti in abitazioni, dei consumi finali interni delle famiglie e delle esportazioni di merci.

Tabella 5

Variabile dipendente: dCal		=
Periodo campionario: 1962-1990		
Coefficienti di breve periodo		Stime
Costo marginale		.078065 [.027730]
Costo del lavoro		.567402 [.099748]
Deflatore beni di consumo importati/costo marginale		.244423 [.070630]
Costante		-.014052 [.025559]
Coefficiente della componente di correzione d'errore		-.232106 [.053121]
Durbin-Watson		2.35307
Errore standard della regressione		0.026767

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

Tabella 6

Variabile dipendente: dCFEnr		
Periodo campionario: 1962-1990		
Coefficienti di breve periodo		Stime
Deflatore materie prime importate non ene.		.128930 [.042061]
Costo del lavoro		.562160 [.055287]
Inflazione effettiva		.717594 [.249741]
Trend		.002296 [.000376]
Costante		-.005645 [.022080]
Coefficiente della componente di correzione d'errore		-.088496 [.019580]
Durbin-Watson		2.10047
Errore standard della regressione		0.020791

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

Tabella 7

Variabile dipendente: dCndaa		
Periodo campionario: 1962-1990		
Coefficienti di breve periodo		Stime
Costo del lavoro		.823905 [.144866]
Deflatore beni di consumo importati/costo marginale		.105015 [.173093]
Trend		.002499 [.000564]
Costante		-.101658 [.024983]
Coefficiente della componente di correzione d'errore		-.101960 [.147450]
Durbin-Watson		2.25633
Errore standard della regressione		0.026972

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

Tabella 8**Variabile dipendente: dCser****Periodo campionario: 1962-1990**

Coefficienti di breve periodo	Stime
Costo marginale	.087226 [.029135]
Costo del lavoro	.395148 [.083864]
Cambio lira-dollaro	.089904 [.051096]
Costo del lavoro / costo marginale	.081830 [.011545]
Costante	-.128853 [.025101]
Coefficiente della componente di correzione d'errore	-.130279 [.027601]
Durbin-Watson	2.21558
Errore standard della regressione	0.020834

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

Tabella 9**Variabile dipendente: dCFId****Periodo campionario: 1962-1990**

Coefficienti di breve periodo	Stime
Costo marginale	.104859 [.040187]
Costo del lavoro	.608459 [.126062]
Deflatore beni di consumo importati/costo marginale	.428189 [.076820]
Costante	.056776 [.031609]
Coefficiente della componente di correzione d'errore	-.477139 [.072037]
Durbin-Watson	2.06485
Errore standard della regressione	0.029711

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

Tabella 10**Variabile dipendente: dIFLh****Periodo campionario: 1962-1990**

Coefficienti di breve periodo	Stime
Deflatore materie prime importate non ene.	.095175 [.074974]
Costo del lavoro	.956402 [.138205]
Costante	-.237497 [.064275]
Coefficiente della componente di correzione d'errore	-.086295 [.024666]
Durbin-Watson	2.48545
Errore standard della regressione	0.036782

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

Tabella 11**Variabile dipendente: dIFLpu****Periodo campionario: 1962-1990**

Coefficienti di breve periodo	Stime
Deflatore beni d'investimento importati	.302921 [.134364]
Deflatore materie prime importate non ene.	.004132 [.086579]
Costo del lavoro	.621206 [.138575]
Cambio lira/dollaro	.079349 [.074927]
Costante	-.036197 [.023953]
Coefficiente della componente di correzione d'errore	.046327 [.031273]
Durbin-Watson	1.59114
Errore standard della regressione	0.032980

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

Tabella 12

Variabile dipendente: dEb

Periodo campionario: 1962-1990

Coefficienti di breve periodo	Stime
Deflatore fonti energetiche importate	.079640 [.083963]
Deflatore materie prime importate non ene.	.114105 [.099485]
Costo del lavoro	.250624 [.161799]
Costo marginale/deflatore domanda estera	-.236235 [.104341]
Cambio lira/dollaro	.345630 [.277069]
Deflatore domanda estera	.352497 [.270518]
Costante	-2.85824 [1.26221]
Coefficiente della componente di correzione d'errore	-.210865 [.087867]
Durbin-Watson	2.37287
Errore standard della regressione	0.029891

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

Tabella 13

Variabile dipendente: dIFlpn

Periodo campionario: 1962-1990

Coefficienti di breve periodo	Stime
Deflatore beni di investimento importati	.505131 [.104924]
Investimenti fissi lordi privati/output	.014959 [.011383]
Deflatore fonti energetiche importate	.029266 [.050374]
Deflatore materie prime importate non ene.	.087907 [.093198]
Costo del lavoro	.329159 [.129901]
Costante	.017724 [.026111]
Coefficiente della componente di correzione d'errore	-.319075 [.130988]
Durbin-Watson	2.01272
Errore standard della regressione	0.024362

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

Tabella 14

Variabile dipendente: dCee

Periodo campionario: 1962-1990

Coefficienti di breve periodo	Stime
Deflatore fonti energetiche importate	.398507 [.083909]
Aliquota IVA	2.36198 [1.49217]
Aliquota Imposta sugli oli minerali	.349546 [.229983]
Costante	.056006 [.011873]
Coefficiente della componente di correzione d'errore	-.095971 [.023501]
Durbin-Watson	2.18327
Errore standard della regressione	0.045416

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

Tabella 15

Variabile dipendente: dCbenz

Periodo campionario: 1962-1990

Coefficienti di breve periodo	Stime
Deflatore fonti energetiche importate	.278639 [.050919]
Aliquota Imposta sugli oli minerali	.345494 [.124529]
Costo del lavoro	.428742 [.163784]
Costante	.016013 [.017505]
Coefficiente della componente di correzione d'errore	-.073642 [.015371]
Durbin-Watson	2.24258
Errore standard della regressione	0.035489

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

Tabella 16

Variabile dipendente: dSA

Periodo campionario: 1962-1990

Coefficienti di breve periodo	Stime
Inflazione attesa	.444176 [.318945]
Deflatore servizi abitativi ritardato	.606737 [.289527]
Costante	.053011 [.034226]
Coefficiente della componente di correzione d'errore	-.127762 [.092733]
Durbin-Watson	2.61047
Errore standard della regressione	0.033861

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

Tabella 17

Variabile dipendente: IPC

Periodo campionario: 1962-1990

Coefficienti di breve periodo	Stime
Deflatore Consumi fin. interni famiglie	.921512 [.055601]
Costo del lavoro	.027984 [.047820]
Costante	.001848 [.003238]
Coefficiente della componente di correzione d'errore	-.039105 [.056200]
Durbin-Watson	1.62978
Errore standard della regressione	0.007981

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

Tabella 18

Variabile dipendente: dEs

Periodo campionario: 1962-1990

Coefficienti di breve periodo	Stime
Deflatore esportazioni di merci	.792982 [.118235]
Quota export servizi su domanda estera	.198953 [.128453]
Costante	.033105 [.016474]
Coefficiente della componente di correzione d'errore	-.017201 [.039046]
Durbin-Watson	1.25582
Errore standard della regressione	0.055441

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

2 LE SCELTE REALI E LE SCELTE FINANZIARIE

La tabella 19 presenta i risultati della stima delle equazioni rappresentative delle decisioni di investimento in capitale fisso (*Kpn85*), acquisizione di attività finanziarie aggregate (*Aff*) ed indebitamento complessivo (*Pff*). La specificazione consiste

di meccanismi di aggiustamento di tipo ECM superimposti alla soluzione di lungo periodo ottenuta mediante stima simultanea in un primo stadio delle equazioni (26)-(28).

Guardando alla situazione di lungo periodo si evince che i risultanti sono coerenti con la teoria ipotizzata in quanto producono coefficienti cbb e cII positivi (si ricordi la precisa definizione dei costi opportunità di cui alle relazioni (13)-(14)): ciò suggerisce che attività e passività finanziarie aumentano rispettivamente al crescere ed al diminuire dei relativi differenziali di rendimento. Oltre a risultare tra loro significativamente sostituibili, sia le attività che le passività interagiscono con le scelte in tema di capitale fisso delle imprese: i coefficienti ckl e ckb sono statisticamente significativi e rispettivamente negativo e positivo, in linea con quanto a priori ci si attendeva. La presenza di questa interazione è di conforto ad uno dei presupposti teorici cruciali fatti propri dal presente modello, e cioè quello dell'interazione diretta tra sfera reale e finanziaria dell'economia attraverso variabili non solo e non tanto di prezzo (tassi d'interesse), ma anche attraverso variabili di quantità (aggregati finanziari). L'indipendenza tra scelte reali e finanziarie delle imprese, che di frequente caratterizza anche i modelli macroeconomici e che si rifà teoricamente al teorema di Modigliani e Miller, è secondo i risultati della tabella 17 chiaramente rifiutata.

Resta infine da osservare come le decisioni in materia di investimenti fissi lordi ($IFLpn85$) sono descritte da un processo di adeguamento alla discrepanza tra stock corrente e desiderato di capitale fisso "privato" in linea con il principio dell'acceleratore flessibile, anche se il meccanismo dinamico qui formulato è più generale del consueto aggiustamento parziale²². I parametri "reali" che entrano nella definizione dello stock di capitale desiderato secondo la (26) sono ottenuti dalla stima del sistema di domanda di fattori di cui alla tabella 1, mentre nella tabella 17 sono stimati simultaneamente i parametri della funzione di costo finanziario. Di conseguenza, per esempio, lo stock di capitale pubblico influenza le decisioni di investimento "privato" come descritto nella (26), ma un effetto viene pure esercitato da variazioni dei costi opportunità ovvero dai valori aggregati di attività e passività finanziarie.

Infine, nella formulazione della domanda di passività finanziarie delle imprese si è tenuto conto della presenza del massimale sugli impieghi bancari che risulta esercitare un'influenza statisticamente significativa, come documentato dal coefficiente c_{bdum} .

Tabella 19

Periodo campionario: 1965-1989			
Coefficienti di lungo periodo	IFLpn85	Afi	Pfi
c_k	-.307276 [.016560]	c_{kb}	.2995E-07 [.1847E-07]
c_l	-.022042 [.002842]	c_{ll}	.1662E-05 [.2884E-06]
c_b	-.022859 [.001781]	c_{lb}	-.7137E-06 [.1723E-06]
c_{kk}	-.2869E-07 [.2306E-.07]	c_{bb}	.3972E-06 [.1352E-06]
c_{kl}	-.1067E-06 [.3174E-07]	c_{bdum}	-.011587 [.003721]
Coefficienti di breve periodo			
Quota capitale pubblico su output	829611 [.63174.4]	-	-
Deflatore prodotti energetici import.	24461.2 [7151.89]	-	-
Ritardi distribuiti dell'output	1.84818 [.061194]	-	-
Passività fin. totali	-	.409957 [.082661]	-
Attività fin. totali	-	-	1.32156 [.096442]
Capitale fisso privato	-	-	.217569 [.041217]
Capitale fisso privato ritardato	-	.070173 [.024505]	-.166871 [.062167]
Dummy massimale	-	-5295.81 [1508.46]	-
Dummy mass. ritardata	-	-6882.08 [.2286.42]	-
Coefficiente della componente di correzione d'errore	-.079641 [.019158]	-.439831 [.140146]	-.118455 [.076058]
Durbin-Watson	1.62056	2.09504	1.93299
Errore standard della regressione	7245.70	3245.11	5199.05

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

²² Per essere precisi il meccanismo di aggiustamento riguarda l'investimento netto. L'equazione stimata in forma ECM aveva poi l'investimento lordo quale variabile dipendente, mentre sulla destra si è aggiunto l'ammortamento.

La tabella 20 presenta i risultati di stima dell'equazione che serve per "legare" la domanda di beni d'investimento importati (*Mi85*) agli investimenti fissi lordi privati nel loro complesso. In questo caso la relazione è specificata in differenze prime e come tale priva di un legame stabile di lungo periodo. Nel breve periodo esercitano un ruolo significativo, oltre all'ammontare degli investimenti totali, le variazioni nei deflatori degli investimenti sia privati totali che relativi ai soli beni importati.

Tabella 20
Variabile dipendente: Mi85
Periodo campionario: 1962-1990

Coefficienti di breve periodo	Stime
Costante	-.021126 [.024876]
Investimenti fissi lordi privati	1.60714 [.149328]
Deflatore investimenti d'importazione	-.284323 [.262610]
Deflatore investimenti privati	.487030 [.372638]
Durbin-Watson	2.10253
Errore standard della regressione	0.054342

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

3 LE SCELTE FINANZIARIE

In tabella 21 sono riportati i risultati della stima del sistema di domanda di attività finanziarie (32). Si tenga presente che in fase di stima si è imposta la simmetria della matrice A^* .

Naturalmente il sistema di equazioni riassunto dalla (32) ha natura statica, il che comporta noti limiti quando serie storiche vengano utilizzate per la stima. D'altro canto l'impiego di una struttura di tipo ECM risulterebbe oneroso per il numero di parametri coinvolti. In sede di stima si è rivelato sufficiente includere in ciascuna equazione la dipendente ritardata unitamente ad un trend lineare deterministico.

Dal punto di vista della stima le componenti di s^+ sono date, rispettivamente, dalle quote, calcolate sul totale delle attività finanziarie (*Afi*), di depositi bancari (*Adbi*), depositi postali (*Adpi*), titoli di Stato (*Atpi*), obbligazioni degli Istituti di credito speciale (*Aobi*), titoli esteri (*Atei*) e circolante detenuto dalle imprese (*Ac*). Quest'ultima è l'attività omessa; di conseguenza i differenziali di rendimento netto nominale rispetto a quello dell'attività omessa si riducono ai rendimenti stessi (poichè il circolante è caratterizzato da un rendimento nominale nullo).

L'esame della tabella 21 mette in evidenza che gli elementi della diagonale principale della matrice A^* sono tutti positivi, anche se con diversi gradi di significatività statistica (particolarmente per i depositi bancari e postali). Per quanto riguarda gli elementi al di fuori della diagonale principale non appare verificata l'ipotesi di sostituibilità lorda fra tutte le attività finanziarie: depositi bancari e titoli esteri nonchè depositi postali ed obbligazioni sono, infatti, attività complementari. Indipendenza o neutralità tra depositi bancari e postali nonchè tra quest'ultimi e titoli di Stato sono altri aspetti che emergono dai risultati. Infine l'inflazione attesa appare rilevante solamente per la domanda di obbligazioni degli ICS e di titoli esteri.

Per le passività finanziarie vale concettualmente lo stesso discorso fatto per l'attivo ancorchè con un grado di dettaglio e complessità di gran lunga inferiore. Dato il valore totale delle passività (*Pfi*), si provvede a specificare la decisione della loro ripartizione tra passività verso gli Istituti di credito speciale (*Pii*) e verso banche (*Pbi*). Vi è una terza componente, le passività nette delle imprese in obbligazioni (*Pnobi*), il cui importo è però determinato dal lato della domanda. Mentre le passività verso banche vengono ottenute residualmente, la quota di passività verso gli ICS sul totale (*Pbi+Pii*) viene modellizzata in maniera ad hoc mediante un ECM dettato dall'evoluzione temporale nel periodo campionario delle poste esaminate. Infine, lo stesso discorso vale per l'equazione di determinazione del rendimento netto delle obbligazioni emesse dalle imprese (*Robi*), che di fatto costituisce la funzione di offerta inversa delle obbligazioni emesse dalle imprese.

Tabella 21

Periodo campionario: 1962-1990

Variabili esplicative

Variabili dipendenti

	Depositi bancari	Depositi postali	Titoli di Stato	Obbligaz. degli ICS	Titoli esteri
	<i>Tassi di interesse</i>				
Depositi bancari	537325 [.418305]	-	-	-	-
Depositi postali	-	089571 [.119900]	-	-	-
Titoli di Stato	-.272427 [.254153]	-	.261462 [.159227]	-	-
Obbligazioni degli ICS	-.149153 [.033263]	.101739 [.021133]	-.067395 [031466]	.165240 [.039080]	-
Titoli esteri	.054139 [.025479]	-.044345 [.012667]	-.033299 [.009736]	-.005377 [.002965]	.016723 [.006062]
Costante	.046500 [.047961]	.007095 [.005009]	-.020953 [.005848]	-.003112 [.000816]	-.002772 [.001445]
Inflazione attesa	-	-	-	-.018993 [.010033]	-.041111 [.014001]
Trend	-.001139 [.000277]	-.000670 [.000219]	.001174 [.000447]	-	.000294 [.000071]
Dipendente ritardata			.978682 [.058240]		
Durbin-Watson	2.63780	2.59272	2.44682	2.03662	2.03857
Errore standard della regressione	0.010668	0.006258	0.005581	0.001127	0.002069

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

In tabella 22 e 23, vengono riportati i risultati delle stime della domanda di passività verso gli Istituti di credito speciale (*Pii*) e di offerta inversa di obbligazioni emerse dalle imprese (*Robi*). Mentre nel lungo periodo le passività verso gli ICS appaiono rappresentare una quota costante delle passività totali verso gli intermediari finanziari, nel breve aumenti nel differenziale di tasso e nell'inflazione attesa esercitano un effetto positivo; di segno opposto, invece, l'effetto di variazioni nell'esposizione totale e nel massimale sugli impieghi bancari. Il rendimento sulle obbligazioni emesse dalle imprese è nel lungo periodo determinato da quello dei titoli di Stato e dalla quota di investimenti fissi relativamente al volume di produzione; variazioni di breve periodo nei rendimenti degli stessi titoli di Stato e nell'inflazione attesa causano fluttuazioni nel rendimento delle obbligazioni emesse dalle imprese.

Tabella 22

Variabile dipendente: Pii

Periodo campionario: 1965-1989

Coefficienti di breve periodo	Stime
Differenziale di tasso	1.41285 [.610890]
Passività totali verso intermediari fin.	-.0000007 [.0000001]
Inflazione attesa	.310860 [.158010]
Dummy massimale	-.030741 [.019434]
Coefficienti di lungo periodo	-
Costante	-.344021 [.181399]
Coefficiente della componente di correzione d'errore	-.330317 [.167126]
Durbin-Watson	2.44987
Errore standard della regressione	0.028643

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

Tabella 23

Variabile dipendente: Robi

Periodo campionario: 1965-1989

Coefficienti di breve periodo	Stime
Tasso sui titoli di Stato	1.03360 [.116275]
Inflazione attesa	-.128091 [.059321]
Coefficienti di lungo periodo	
Tasso d'interesse sui titoli di Stato	.665749 [.153321]
Quota degli investimenti privati sull'output	1.59369 [.818089]
Costante	-.041802 [.013048]
Coefficiente della componente di correzione d'errore	-.244258 [.086364]
Durbin-Watson	1.79670
Errore standard della regressione	0.005885

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

LE SIMULAZIONI

In questo paragrafo vengono presentati i risultati della simulazione dinamica²³ effettuata, per il periodo 1971-1989, sull'intero blocco relativo alle scelte reali e finanziarie delle imprese, costituito da 72 equazioni e che viene riportato in appendice. La simulazione dinamica consente, infatti, unitamente al calcolo di alcune misure sintetiche dell'accuratezza della previsione e dell'individuazione, mediante la decomposizione dell'errore quadratico medio di previsione, delle fonti di errore, di fornire una prima valutazione di un modello econometrico in termini di performance²⁴.

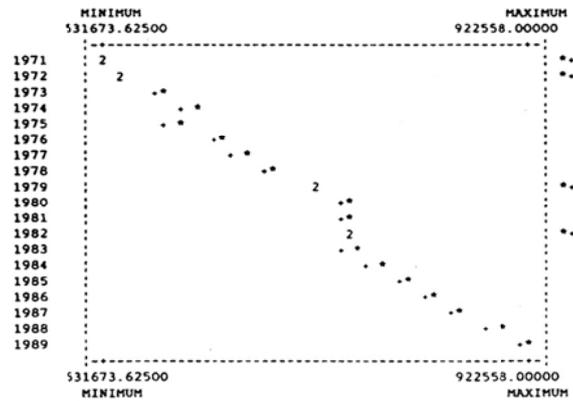
Attraverso l'esame degli indici presentati, nonché dal confronto grafico tra serie prevista e serie effettiva²⁵, si desume che la performance complessiva risulta soddisfacente: per quasi tutte le variabili, infatti, gli indici di Theil si attestano su valori molto bassi, non vengono commessi errori sistematici in sede previsiva e buona parte dell'errore quadratico medio di previsione è attribuibile alla varianza dei residui, mentre sia i coefficienti di correlazione che quelli di regressione sono molto prossimi all'unità. Ne consegue perciò che la descrizione delle decisioni di domanda di fattori produttivi, di prezzo e di investimento e delle decisioni finanziarie da parte delle imprese mediante le equazioni presentate in questo capitolo risulta, oltre che coerente con la teoria economica, anche adeguata a riflettere la complessa realtà del sistema economico italiano.

²³ Come note, per simulazione dinamica s'intende il caso in cui i valori calcolati delle variabili endogene per un dato periodo sono utilizzati come variabili predeterminate per il periodo successivo.

²⁴ Per una discussione degli indici diagnostici presentati qui di seguito si veda Theil (1961, 1966).

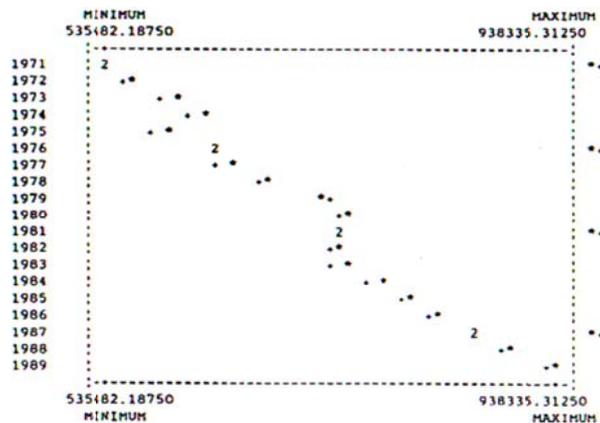
²⁵ Sia i grafici che gli indici relativi alle variabili endogene all'interno del blocco sono riportati nelle pagine successive. Le serie dei valori storici delle variabili sono indicate in grafico mediante il simbolo *, mentre quelle dei valori simulati sono indicate con +. Quando i due valori coincidono, indicando previsione perfetta, il simbolo utilizzato è 2.

Prodotto interno lordo (mld. di lire '85)



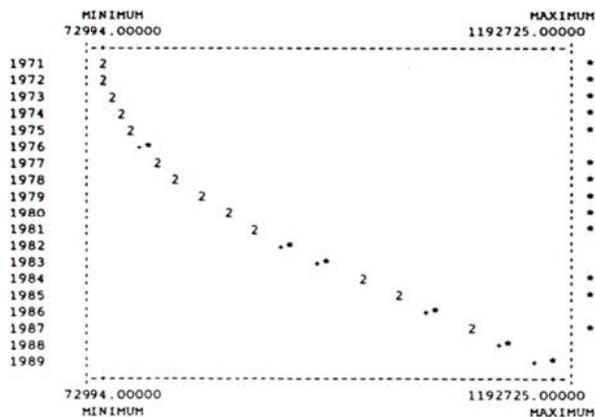
Coefficiente di correlazione = 0.99908
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99815
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 8733.01220
 Errore medio assoluto = 7490.80297
 Errore medio = 7190.22489
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.00825
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.011918
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0059889
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.67789
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.013924
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.30819
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.011238
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.31088

Valore aggiunto allargato del settore privato al costo dei fattori (mld. di lire '85)



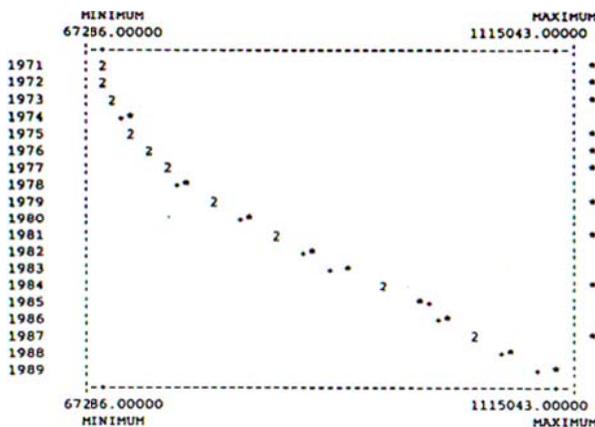
Coefficiente di correlazione = 0.99876
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99751
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 9842.84243
 Errore medio assoluto = 8570.82375
 Errore medio = 8038.99947
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.99543
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.013462
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0067676
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.66706
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.0014786
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.33146
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.0027865
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.33016

Prodotto interno lordo (mld. di lire correnti)



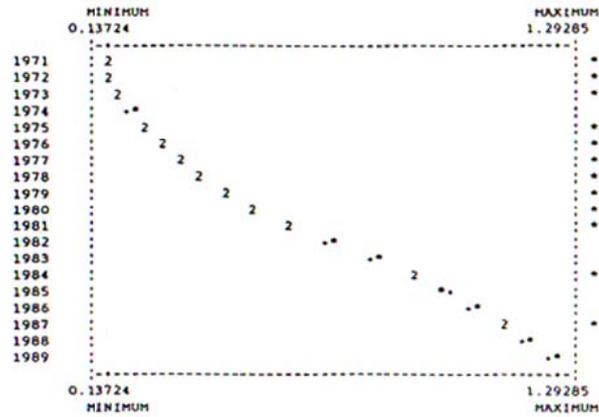
Coefficiente di correlazione = 0.99959
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99918
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 15761.40016
 Errore medio assoluto = 11862.54824
 Errore medio = 10085.07032
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.01779
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.026094
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.013177
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.40942
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.16798
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.42260
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.16038
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.43020

Valore aggiunto allargato del settore privato al costo dei fattori (mld. di lire correnti)



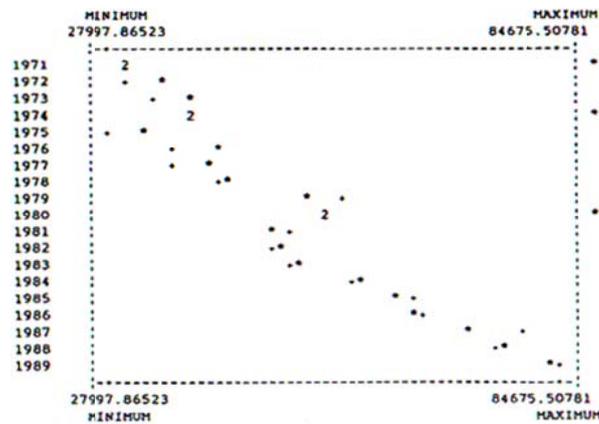
Coefficiente di correlazione = 0.99937
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99875
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 16521.08139
 Errore medio assoluto = 12765.56834
 Errore medio = 9925.42246
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.01646
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.028486
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.014384
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.36093
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.11937
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.51971
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.11064
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.52843

Deflatore del prodotto interno lordo (1985=1)



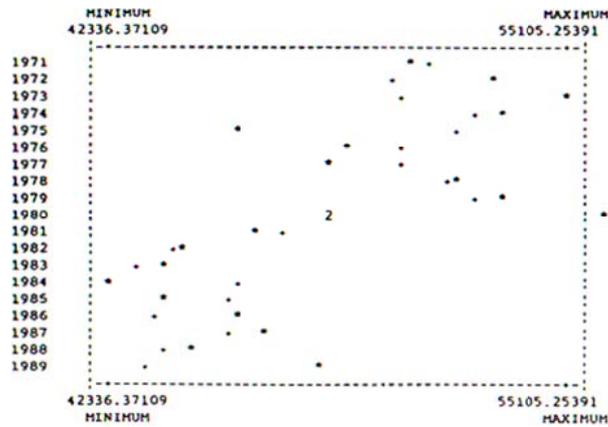
Coefficiente di correlazione = 0.99947
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99895
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.014575
 Errore medio assoluto = 0.011677
 Errore medio = 0.0066548
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.00731
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.020133
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.010117
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.20847
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.043343
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.74818
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.037676
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.75385

Domanda di inputs di importazione diversi dalle fonti energetiche (mld. di lire '85)



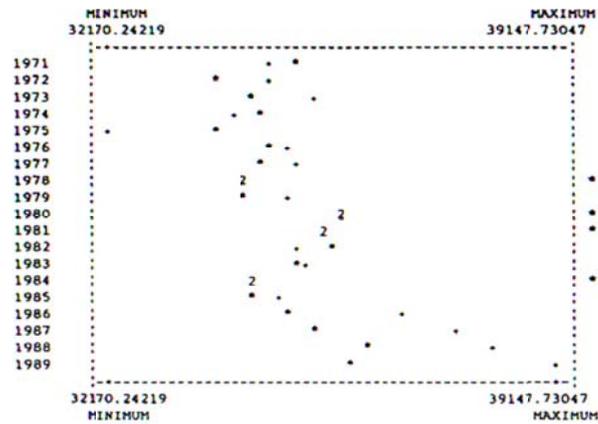
Coefficiente di correlazione = 0.98996
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.98001
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 3095.58164
 Errore medio assoluto = 2364.66501
 Errore medio = 732.75419
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.87868
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.057357
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.028709
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.056031
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.39148
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.55249
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.45605
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.48792

Domanda di fonti energetiche d'importazione (mld. di lire '85)



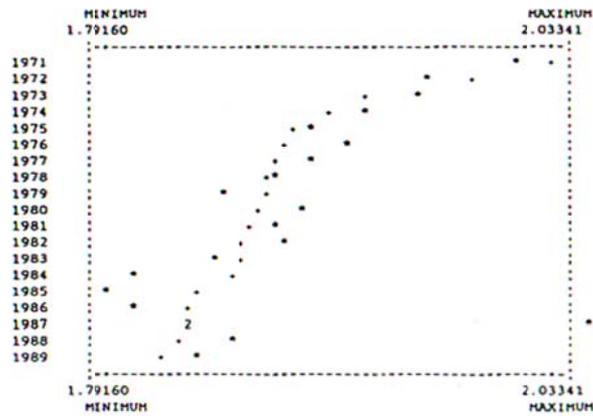
Coefficiente di correlazione = 0.75359
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.56790
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 2506.50698
 Errore medio assoluto = 1840.97018
 Errore medio = 116.02039
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.82357
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.051876
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.025975
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0021425
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.015724
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.98213
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.056764
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.94109

Domanda di lavoro nel settore privato (ore lavorate in mil.)



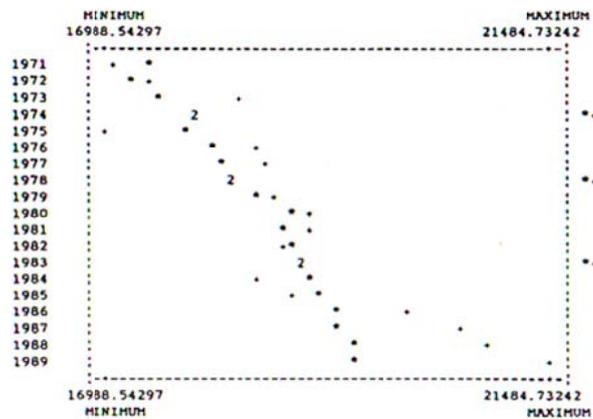
Coefficiente di correlazione = 0.74876
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.56064
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 1249.31896
 Errore medio assoluto = 886.62546
 Errore medio = -541.31394
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.33642
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.035807
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.017759
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.18774
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.46563
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.34664
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.67608
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.13618

Orario medio effettivo per addetto (mgl. di ore)



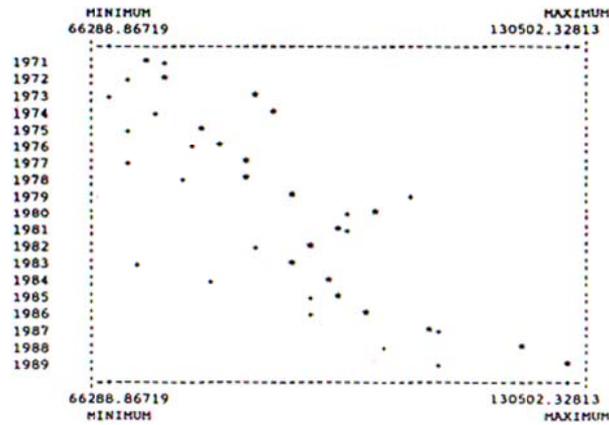
Coefficiente di correlazione = 0.88887
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.79010
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.026119
 Errore medio assoluto = 0.022842
 Errore medio = 0.00054773
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.96089
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.013859
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0069305
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.00043978
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.026587
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.97297
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.0061928
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.99337

Occupati totali nel settore privato (mgl. di unità)



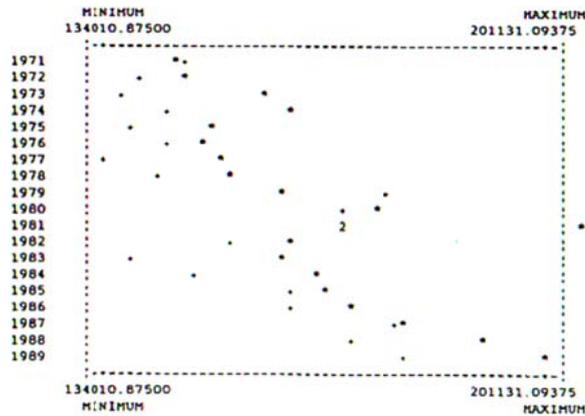
Coefficiente di correlazione = 0.86038
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.74025
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 731.84868
 Errore medio assoluto = 523.76648
 Errore medio = -299.60823
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.52276
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.039454
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.019557
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.16760
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.39602
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.43638
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.58577
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.24663

Investimenti fissi lordi non residenziali (mld. di lire '85)



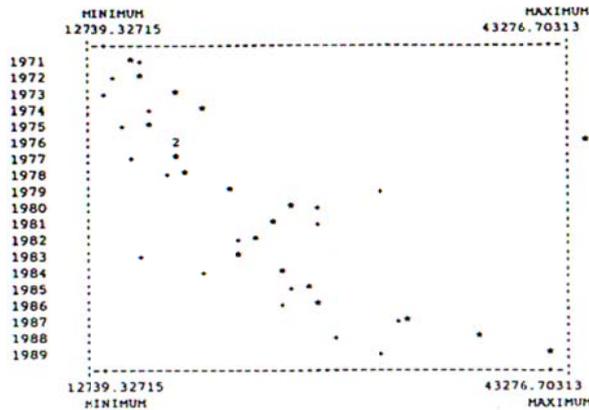
Coefficiente di correlazione = 0.80833
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.65340
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 12692.90019
 Errore medio assoluto = 10609.94789
 Errore medio = 8389.89763
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.76343
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.13252
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.069192
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.43691
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.0047581
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.55833
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.086306
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.47678

Investimenti fissi lordi (mld. di lire '85)



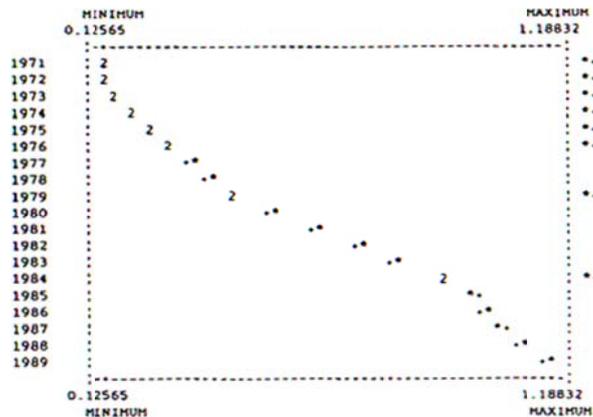
Coefficiente di correlazione = 0.79342
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.62952
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 14020.58795
 Errore medio assoluto = 11911.61829
 Errore medio = 10091.29184
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.74919
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.084965
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.043805
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.51804
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.0038099
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.47815
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.077103
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.40486

Importazione di beni d'investimento (mld. di lire '85)



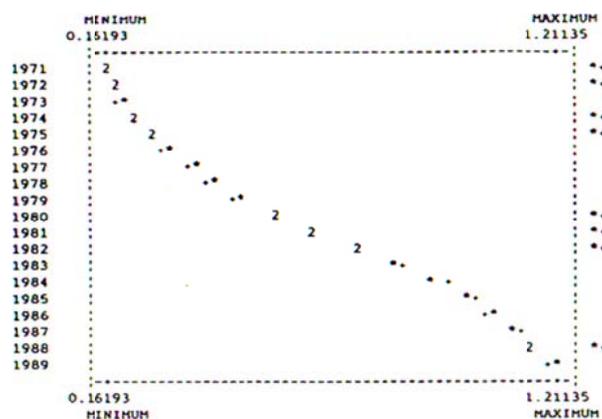
Coefficiente di correlazione = 0.78880
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.62221
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 5188.10287
 Errore medio assoluto = 3822.82879
 Errore medio = 2052.29237
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.89147
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.21008
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.10999
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.15648
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.028907
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.81461
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.020101
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.82342

Deflatore del valore aggiunto allargato (1985=1)



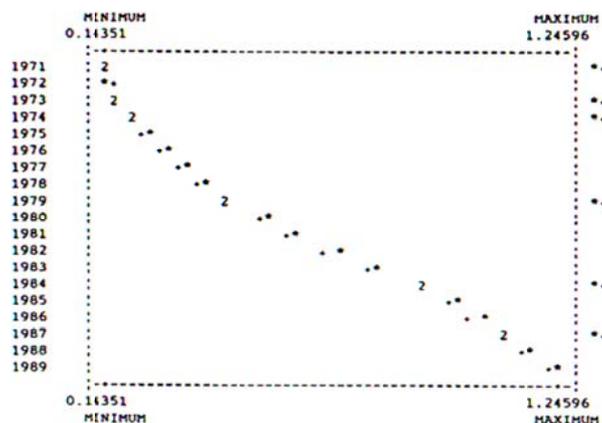
Coefficiente di correlazione = 0.99944
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99887
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.014220
 Errore medio assoluto = 0.011551
 Errore medio = 0.0066716
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.00673
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.020334
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.010219
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.22011
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.034885
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.74500
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.029659
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.75023

Deflatore dei consumi alimentari (1985=1)



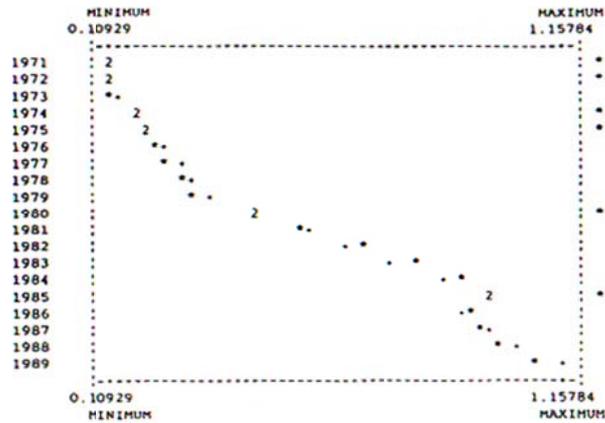
Coefficiente di correlazione = 0.99923
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99846
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.015268
 Errore medio assoluto = 0.012217
 Errore medio = 0.0021799
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.98447
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.021222
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.010605
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.020385
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.12278
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.85683
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.13576
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.84386

Deflatore degli altri consumi finali nazionali di beni non durevoli e semidurevoli non alimentari (1985=1)



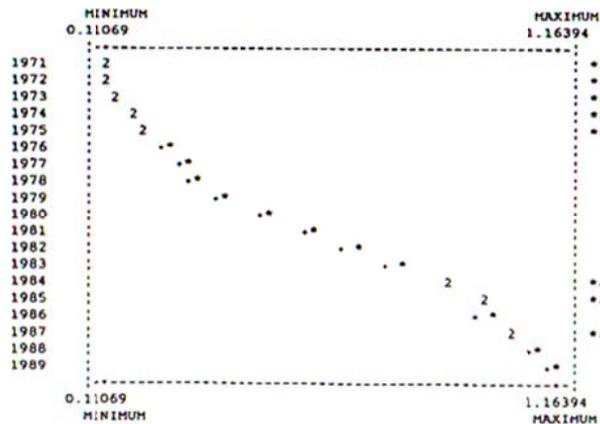
Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99905
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.018674
 Errore medio assoluto = 0.014925
 Errore medio = 0.013678
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.01480
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.026175
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.013223
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.53654
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.090385
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.37307
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.084774
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.37868

Deflatore dei consumi di combustibili ed energia elettrica (1985=1)



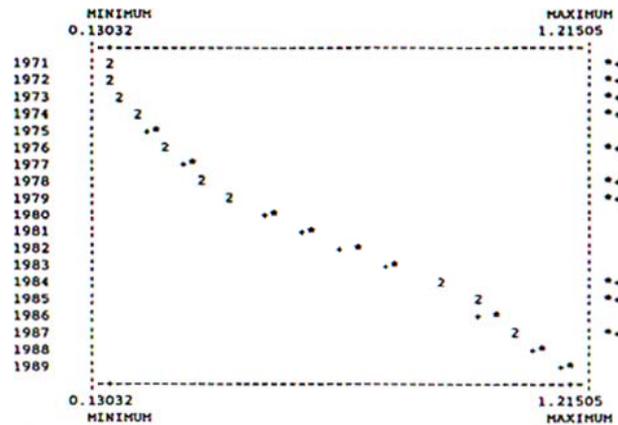
Coefficiente di correlazione = 0.99697
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99395
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.028939
 Errore medio assoluto = 0.023018
 Errore medio = -0.0064271
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.00564
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.044737
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.022306
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.049324
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.011612
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.93906
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.0048851
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.94579

Deflatore delle spese di esercizio dei mezzi di trasporto (1985=1)



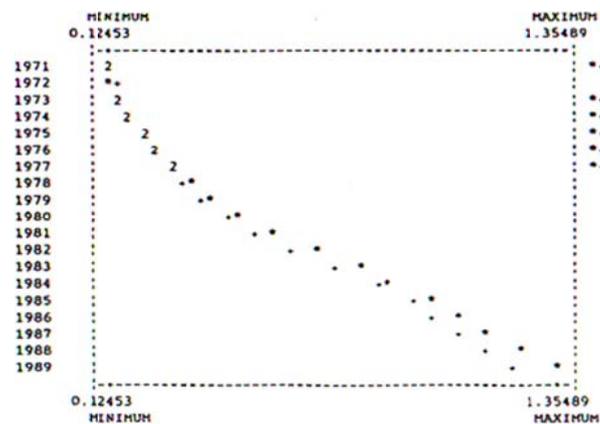
Coefficiente di correlazione = 0.99928
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99855
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.022411
 Errore medio assoluto = 0.017742
 Errore medio = 0.016828
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.01115
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.032816
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.016608
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.56378
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.038278
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.39794
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.033696
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.40253

Deflatore dei consumi finali nazionali di beni non durevoli e semidurevoli non alimentari (1985=1)



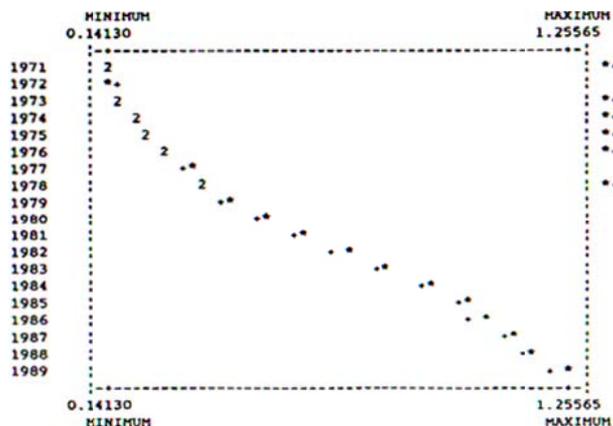
Coefficiente di correlazione = 0.99960
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99919
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.016099
 Errore medio assoluto = 0.012249
 Errore medio = 0.011167
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.01305
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.023072
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.011637
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.48112
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.094197
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covariazione = 0.42469
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.088567
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.43032

Deflatore dei consumi in servizi esclusi quelli abitativi (1985=1)



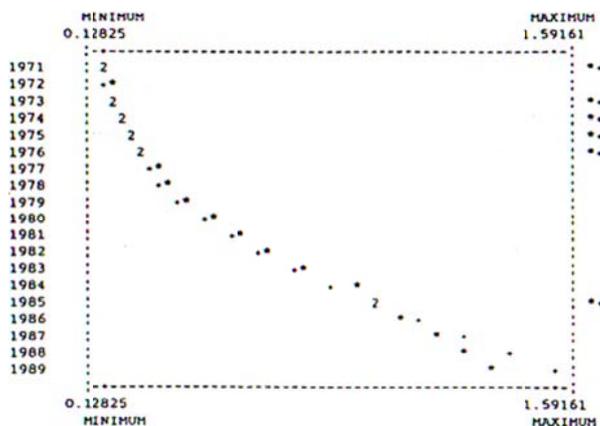
Coefficiente di correlazione = 0.99931
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99862
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.049500
 Errore medio assoluto = 0.034615
 Errore medio = 0.033399
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.08844
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.068292
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.035276
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.45524
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.45821
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covariazione = 0.086549
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.45052
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.094236

Deflatore dei consumi finali nazionali in beni non durevoli (1985=1)



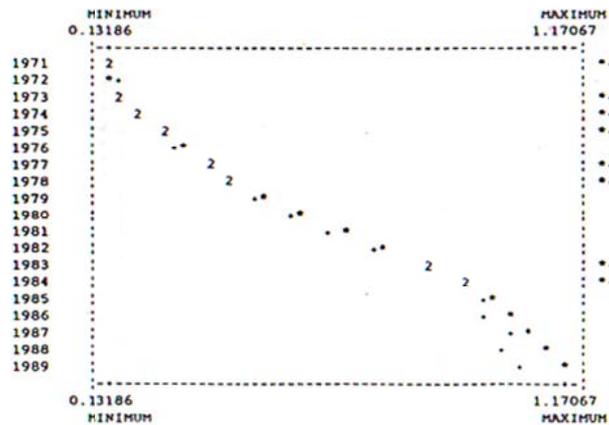
Coefficiente di correlazione = 0.99962
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99924
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.020640
 Errore medio assoluto = 0.015498
 Errore medio = 0.014855
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.02689
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.028957
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.014663
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.51799
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.23502
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.24699
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.22833
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.25368

Deflatore servizi abitativi (1985=1)



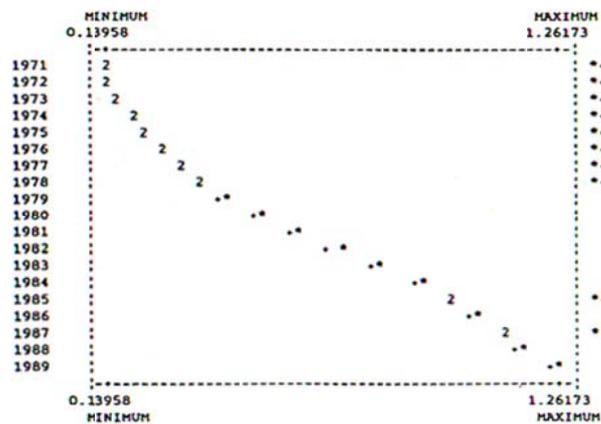
Coefficiente di correlazione = 0.99508
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99018
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.064140
 Errore medio assoluto = 0.040663
 Errore medio = -0.0085965
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.89616
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.087019
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.042530
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.017963
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.51761
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.46443
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.56480
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.41723

Deflatore degli acquisti di beni durevoli (1985=1)



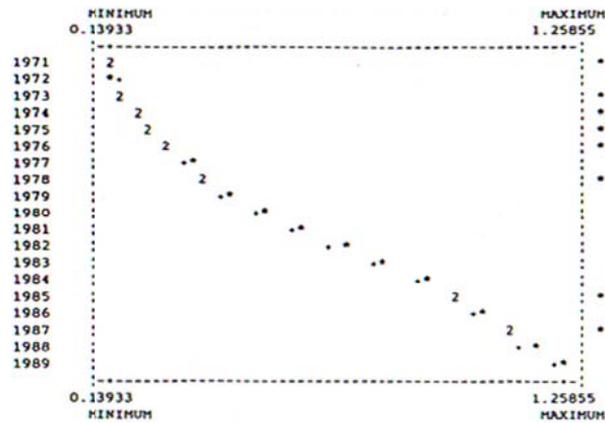
Coefficiente di correlazione = 0.99827
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99655
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.036564
 Errore medio assoluto = 0.023387
 Errore medio = 0.022110
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.05787
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.051277
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.026178
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.36566
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.31280
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.32155
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.29390
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.34045

Deflatore dei consumi finali nazionali economici (1985=1)



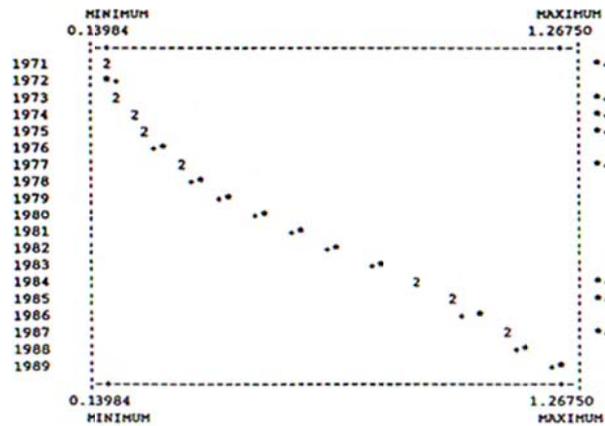
Coefficiente di correlazione = 0.99975
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99950
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.016708
 Errore medio assoluto = 0.013726
 Errore medio = 0.013182
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.01560
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.023389
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.011813
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.62254
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.12558
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.25189
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.12162
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.25585

Deflatore dei consumi finali nazionali delle famiglie (1985=1)



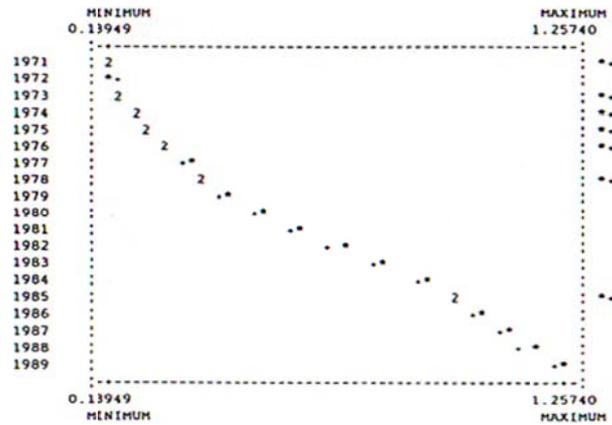
Coefficiente di correlazione = 0.99975
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99950
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.017100
 Errore medio assoluto = 0.014009
 Errore medio = 0.013452
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.01687
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.023935
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.012092
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.61887
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.13911
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.24203
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.13499
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.24614

Deflatore dei consumi finali nazionali al netto dei beni finali di consumo di importazione (1985=1)



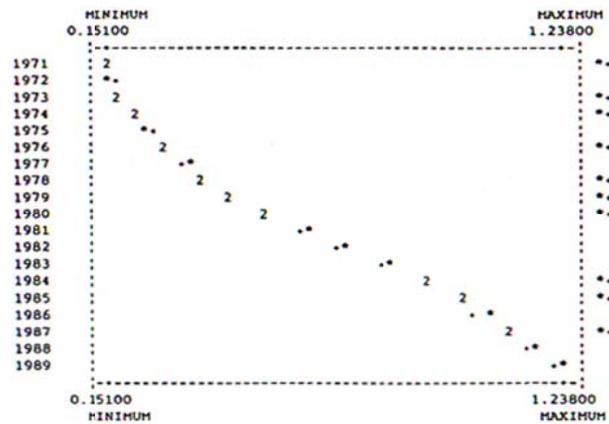
Coefficiente di correlazione = 0.99971
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99943
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.018360
 Errore medio assoluto = 0.015006
 Errore medio = 0.014419
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.01813
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.025660
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.012974
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.61677
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.14124
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.24199
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.13681
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.24641

Deflatore consumi finali interni delle famiglie (1985=1)



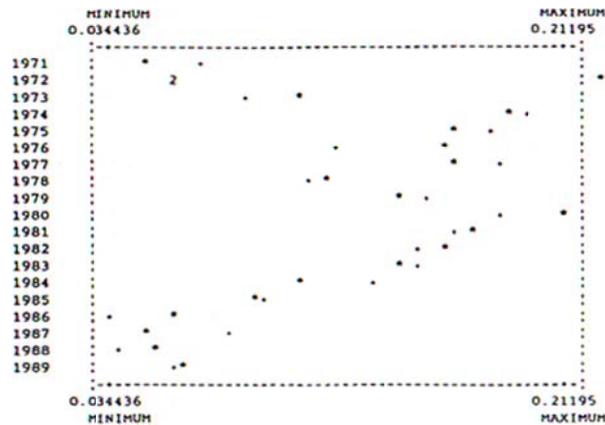
Coefficiente di correlazione = 0.99975
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99950
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.018765
 Errore medio assoluto = 0.015341
 Errore medio = 0.014790
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.02120
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.026262
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.013287
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.62122
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.17997
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.19881
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.17573
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.20305

Indice dei prezzi al consumo (1985=1)



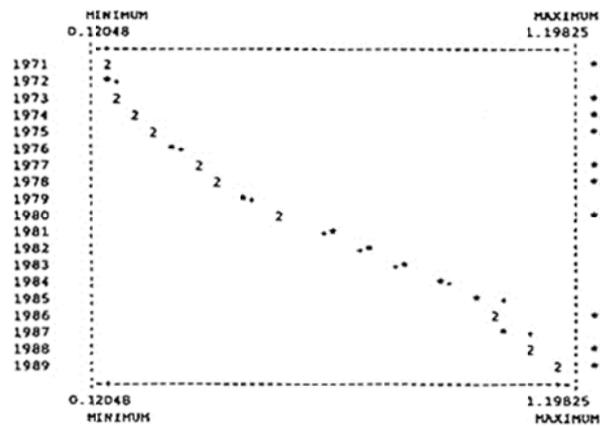
Coefficiente di correlazione = 0.99967
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99934
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.014210
 Errore medio assoluto = 0.010209
 Errore medio = 0.0086478
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.01643
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.019935
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.010042
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.37034
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.18571
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.44395
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.17834
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.45132

Inflazione effettiva



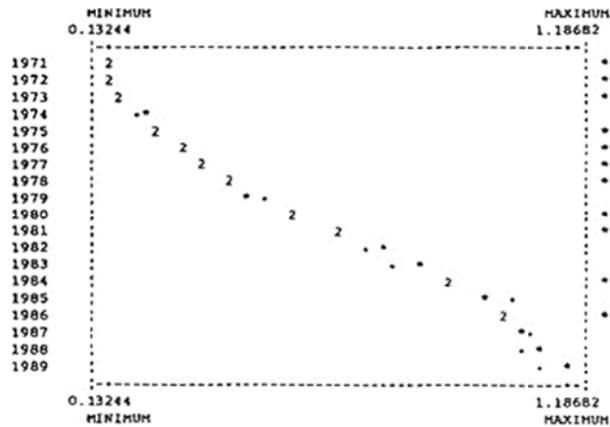
Coefficiente di correlazione = 0.93092
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.86661
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.019795
 Errore medio assoluto = 0.015984
 Errore medio = 0.00080424
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.95036
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.14935
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.075008
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0016507
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.0030777
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.99527
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.017387
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.98096

Deflatore degli investimenti fissi lordi (1985=1)



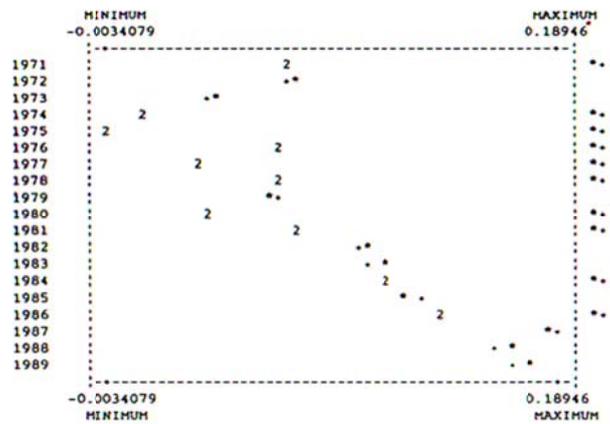
Coefficiente di correlazione = 0.99833
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99666
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.023478
 Errore medio assoluto = 0.015038
 Errore medio = -0.0070489
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.98317
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.033260
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.016524
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.090142
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.059482
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.85038
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.073089
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.83677

Deflatore degli investimenti fissi lordi non residenziali (1985=1)



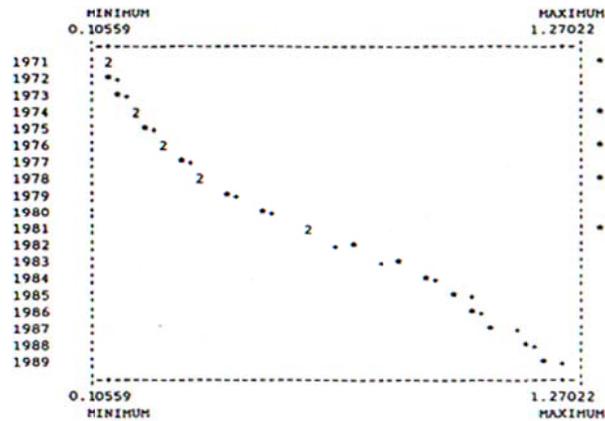
Coefficiente di correlazione = 0.99719
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99439
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.027938
 Errore medio assoluto = 0.018645
 Errore medio = 0.0053023
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.00957
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.039391
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.019791
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.036018
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.025436
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.93855
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.015116
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.94887

Costo d'uso del capitale privato netto di abitazioni normalizzato



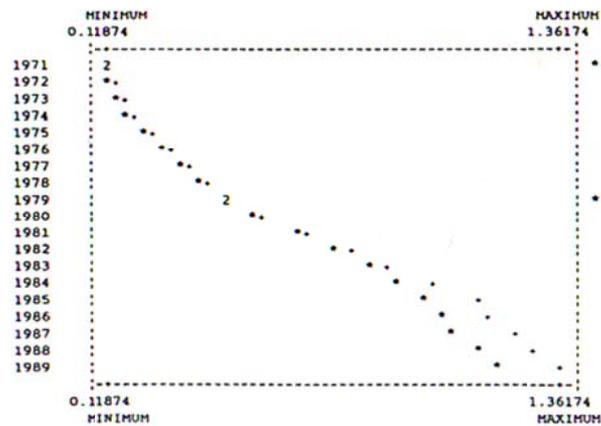
Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99478
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.0039412
 Errore medio assoluto = 0.0026303
 Errore medio = 0.00068148
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.01242
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.038078
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.019130
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.029898
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.039843
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.93026
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.027056
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.94305

Deflatore degli investimenti netti in abitazioni (1985=1)



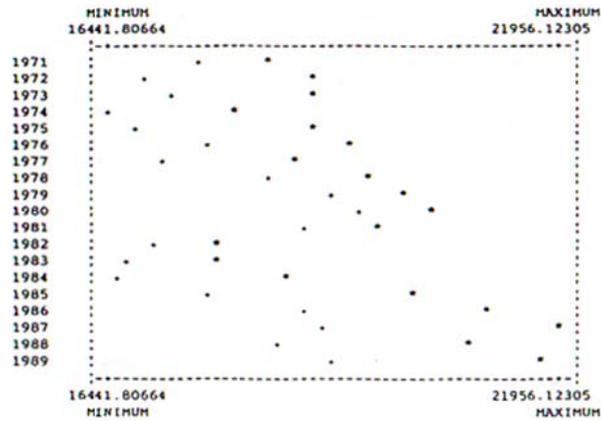
Coefficiente di correlazione = 0.99834
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99668
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.027439
 Errore medio assoluto = 0.020651
 Errore medio = -0.011092
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.97067
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.038968
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.019274
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.16342
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.16072
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.67586
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.18000
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.65658

Deflatore degli investimenti pubblici (1985=1)



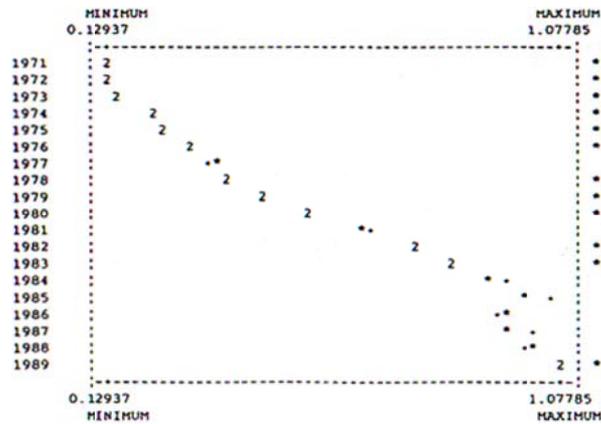
Coefficiente di correlazione = 0.99849
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99699
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.083062
 Errore medio assoluto = 0.061574
 Errore medio = -0.061574
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.87813
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.11865
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.056136
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.54953
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.38095
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.069517
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.38938
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.061091

Investimenti pubblici (mld. di lire correnti)



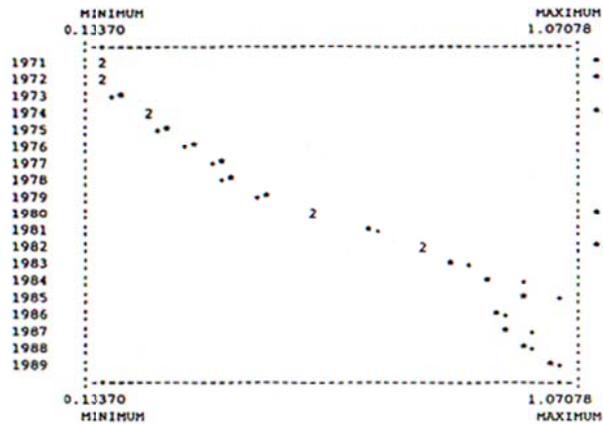
Coefficiente di correlazione = 0.83850
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.70309
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 1828.58694
 Errore medio assoluto = 1701.39421
 Errore medio = 1701.39421
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.00798
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.093385
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.048825
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.86572
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.012783
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.12149
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.000019948
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.13426

Deflatore delle esportazioni (1985=1)



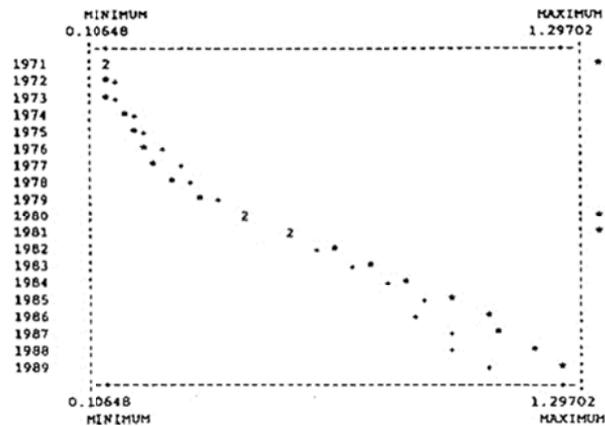
Coefficiente di correlazione = 0.99868
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99737
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.021226
 Errore medio assoluto = 0.013341
 Errore medio = -0.0068562
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.97043
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.031377
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.015564
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.10434
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.21323
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.68243
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.23297
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.66269

Deflatore delle esportazioni di merci (1985=1)



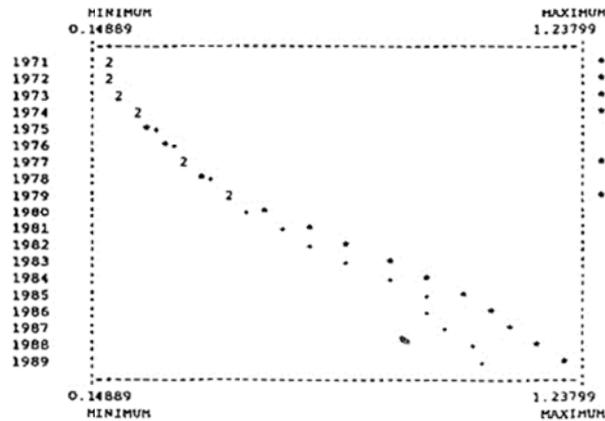
Coefficiente di correlazione = 0.99843
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99687
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.031091
 Errore medio assoluto = 0.022439
 Errore medio = -0.011434
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.93518
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.046050
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.022677
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.13524
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.49963
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.36512
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.52303
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.34172

Deflatore delle esportazioni di servizi (1985=1)



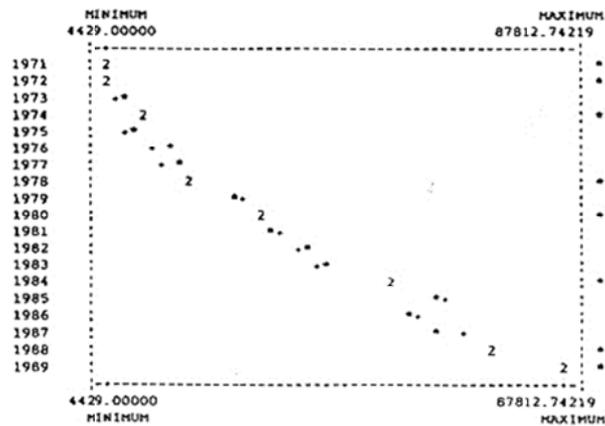
Coefficiente di correlazione = 0.99544
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99090
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.088735
 Errore medio assoluto = 0.063327
 Errore medio = 0.033829
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.21089
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.12534
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.065897
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.14534
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.69107
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.16359
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.65612
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.19854

Deflatore dei consumi finali dei non residenti (1985=1)



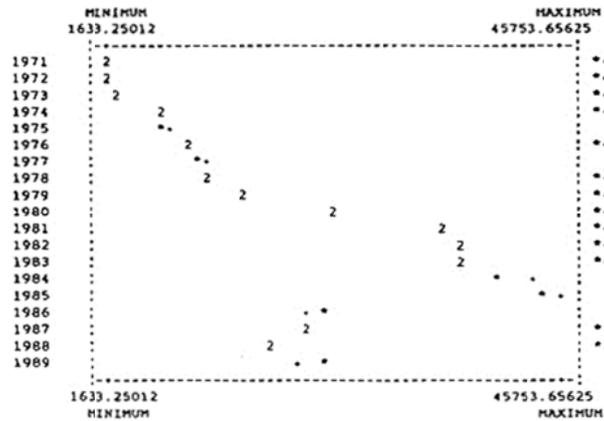
Coefficiente di correlazione = 0.99794
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99588
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.088720
 Errore medio assoluto = 0.062457
 Errore medio = 0.058039
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.20250
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.12464
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.066140
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.42795
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.51149
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.060556
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.49915
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.072894

Domanda di inputs d'importazione diversi dalle fonti energetiche (mld. di lire correnti)



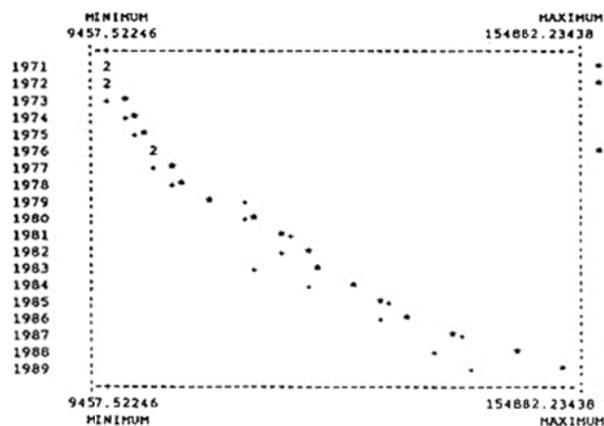
Coefficiente di correlazione = 0.99819
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99639
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 1747.52823
 Errore medio assoluto = 1231.34211
 Errore medio = -49.12164
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.96589
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.040085
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.019922
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.00079013
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.23030
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.76891
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.25585
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.74336

Domanda di fonti energetiche di importazione (mld. di lire correnti)



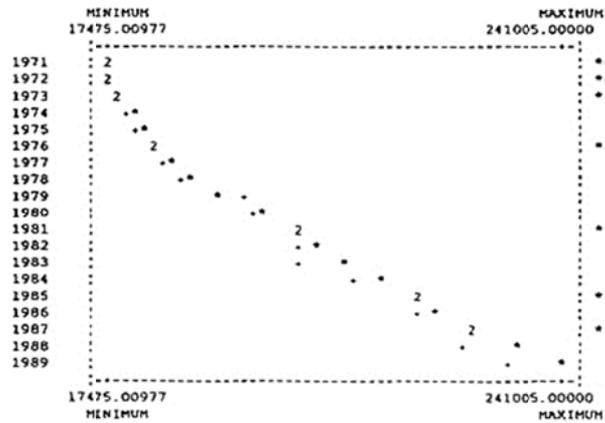
Coefficiente di correlazione = 0.99696
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99394
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 1129.48306
 Errore medio assoluto = 687.33405
 Errore medio = -110.52622
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.96727
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.048481
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.024073
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0095757
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.12964
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.86078
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.15655
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.83388

Investimenti fissi lordi non residenziali (mld. di lire correnti)



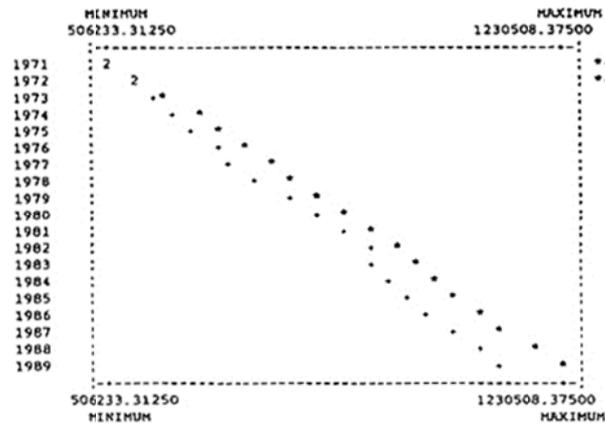
Coefficiente di correlazione = 0.97844
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.95735
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 11674.47344
 Errore medio assoluto = 8009.88493
 Errore medio = 6066.34782
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.10063
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.15270
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.080450
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.27001
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.17762
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.55237
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.11534
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.61465

Investimenti fissi lordi (mld. di lire correnti)



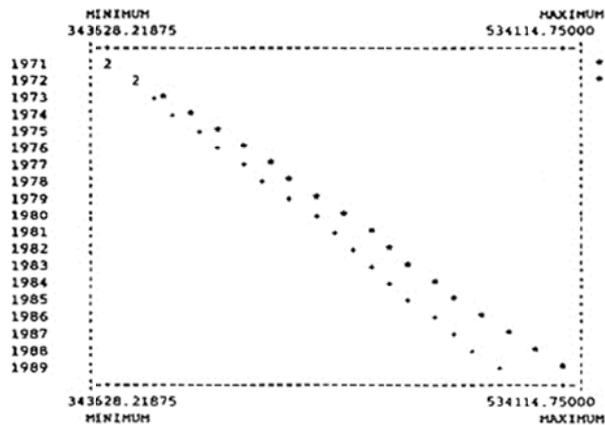
Coefficiente di correlazione = 0.99208
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.98422
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 11674.47344
 Errore medio assoluto = 8009.88493
 Errore medio = 6066.34782
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.06982
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.093392
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.048220
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.27001
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.19301
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.53698
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.15322
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.57677

Stock di capitale privato netto abitazioni (mld. di lire 1985)



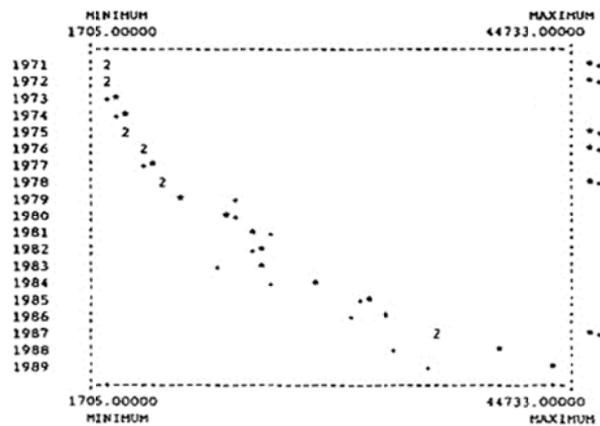
Coefficiente di correlazione = 0.99824
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99648
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 59722.64217
 Errore medio assoluto = 53800.80783
 Errore medio = 53546.25929
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.12152
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.066366
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.034280
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.80386
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.15576
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.040385
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.15081
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.045333

Stock di capitale pubblico (mld. di lire 1985)



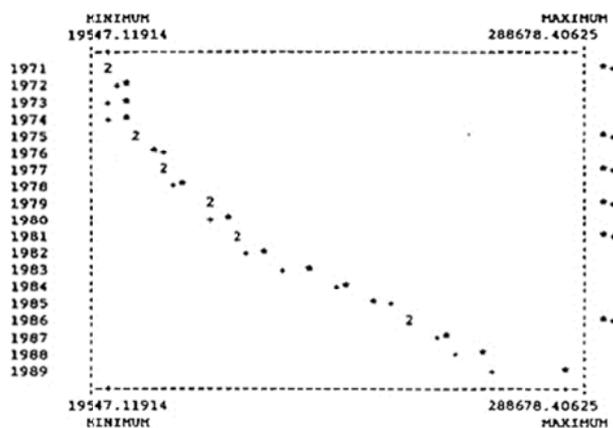
Coefficiente di correlazione = 0.99971
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99942
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 15509.00407
 Errore medio assoluto = 13721.42290
 Errore medio = 13721.42290
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.14286
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.034907
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.017743
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.78276
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.21042
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.0068119
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.20945
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.0077861

Importazione di beni d'investimento (mld. di lire correnti)



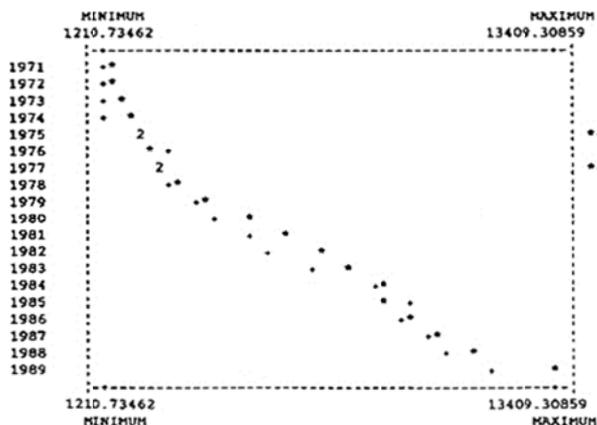
Coefficiente di correlazione = 0.96840
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.93779
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 4218.70462
 Errore medio assoluto = 2554.57282
 Errore medio = 1759.11075
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.19188
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.20785
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.11193
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.17387
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.33573
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.49040
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.23209
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.59404

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



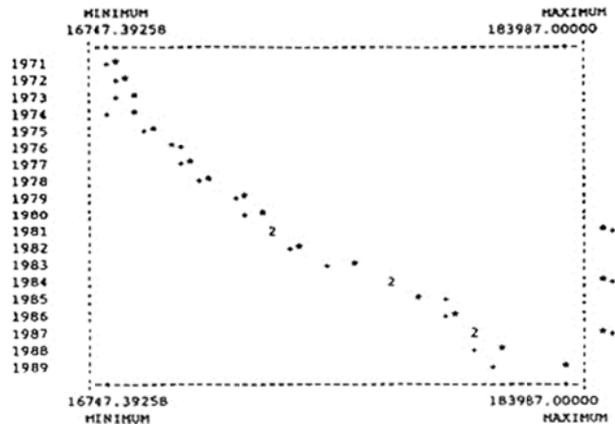
Coefficiente di correlazione = 0.99220
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.98445
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 12294.73933
 Errore medio assoluto = 8071.74304
 Errore medio = 6232.59060
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.05124
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.090585
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.046607
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.25698
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.13104
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.61198
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.097155
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.64587

Circolante detenuto dalle imprese (stock in mld. di lire correnti)



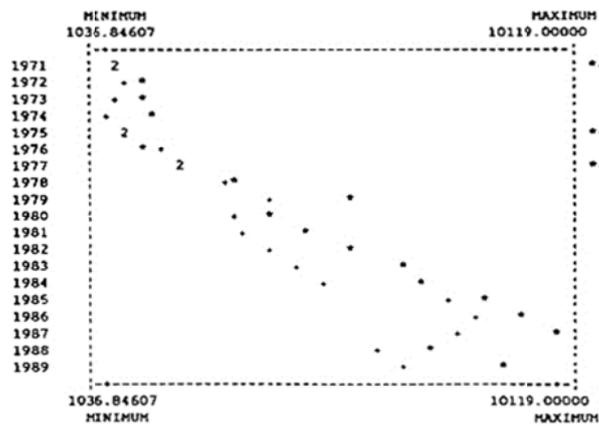
Coefficiente di correlazione = 0.98974
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.97959
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 694.79524
 Errore medio assoluto = 535.44611
 Errore medio = 418.45112
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.04692
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.10185
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.052706
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.36272
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.084939
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.55234
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.056026
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.58125

Depositi bancari detenuti dalle imprese (stock in mld. di lire correnti)



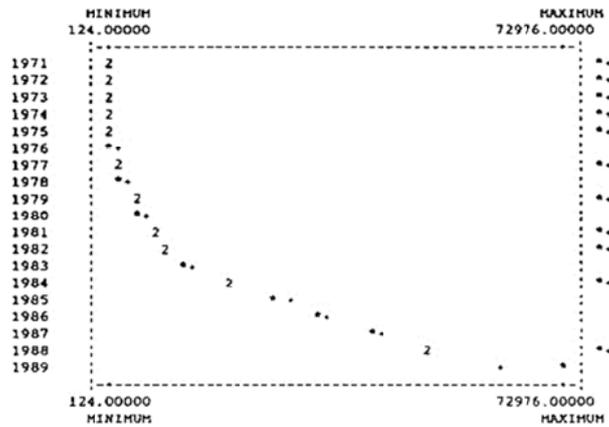
Coefficiente di correlazione = 0.99044
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.98097
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 8495.28680
 Errore medio assoluto = 5981.87593
 Errore medio = 4402.06477
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.02944
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.087173
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.044680
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.26851
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.052934
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.67856
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.029585
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.70191

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



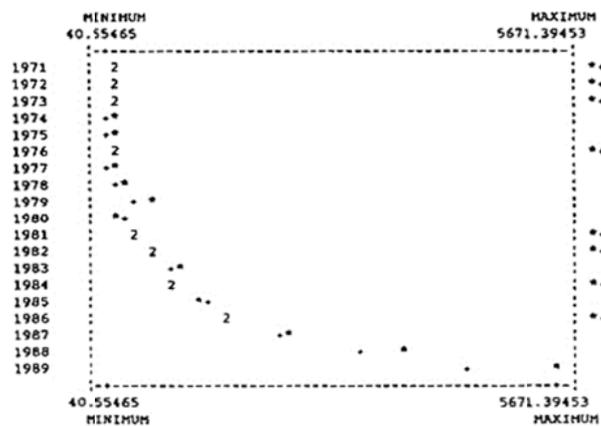
Coefficiente di correlazione = 0.97629
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.95314
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 1237.49776
 Errore medio assoluto = 992.94034
 Errore medio = 956.81320
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.17880
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.20982
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.11554
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.59781
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.17256
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.22963
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.12821
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.27397

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



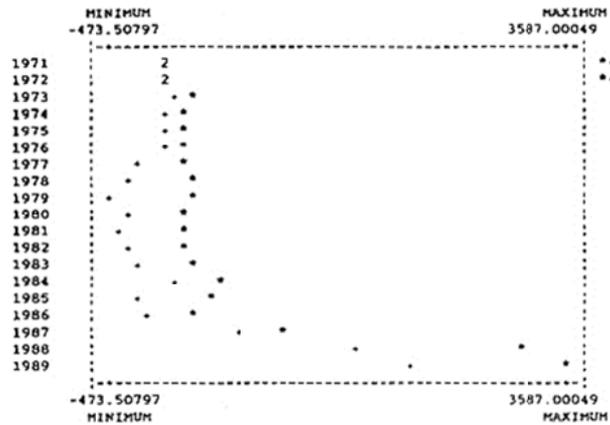
Coefficiente di correlazione = 0.99447
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.98896
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 2429.34032
 Errore medio assoluto = 1210.64914
 Errore medio = -153.54386
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.05994
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.095913
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.048826
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0039947
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.26763
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.72838
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.22182
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.77418

Obbligazioni degli ICS detenute dalle imprese (stock in mld. di lire correnti)



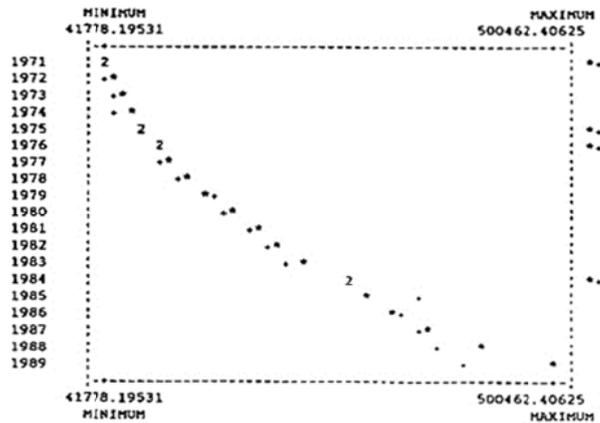
Coefficiente di correlazione = 0.99431
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.98866
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 306.93841
 Errore medio assoluto = 158.18733
 Errore medio = 131.79617
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.19627
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.17538
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.095067
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.18438
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.61250
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.20312
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.57194
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.24368

Titoli esteri detenuti dalle imprese (stock in mld. di lire correnti)



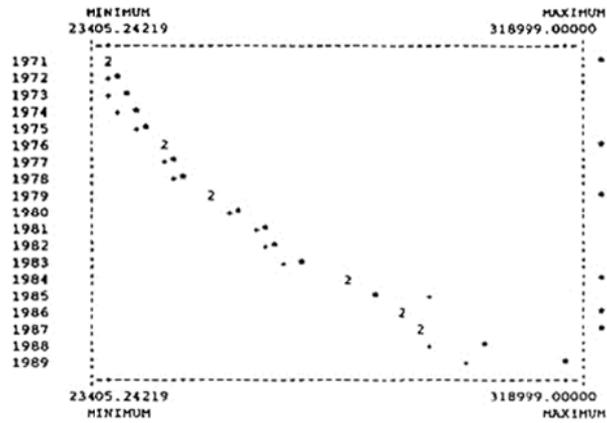
Coefficiente di correlazione = 0.95804
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.91784
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 612.43536
 Errore medio assoluto = 478.27413
 Errore medio = 477.00920
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.37681
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.53021
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.33042
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.60664
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.24115
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.15221
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.17920
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.21416

Passività finanziarie delle imprese verso banche ed ICS (stock in mld. di lire correnti)



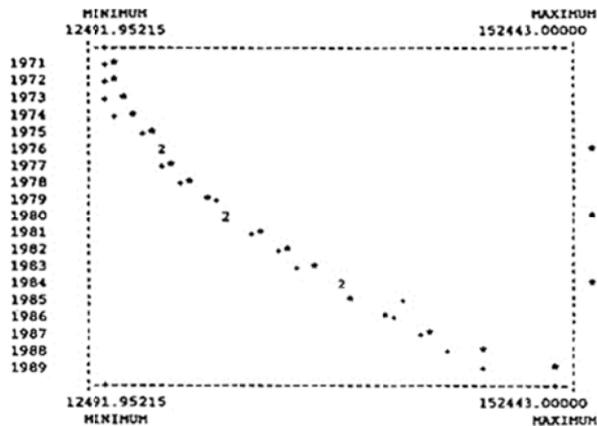
Coefficiente di correlazione = 0.98278
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.96586
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 26659.51384
 Errore medio assoluto = 15925.09940
 Errore medio = 9119.10093
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.04075
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.11052
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.056630
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.11700
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.076903
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.80609
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.036707
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.84629

Passività finanziarie delle imprese verso le banche (stock in mld. di lire correnti)



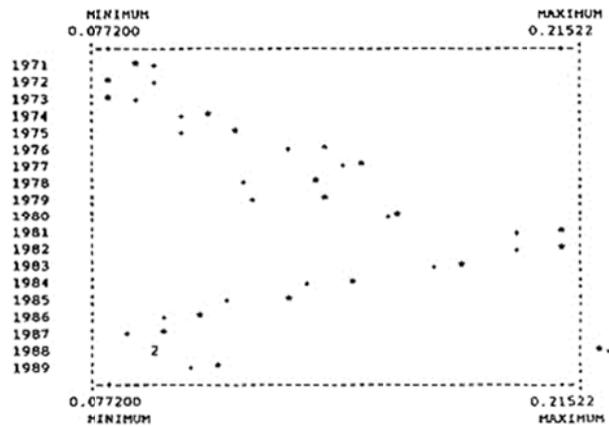
Coefficiente di correlazione = 0.97810
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.95667
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 19257.38844
 Errore medio assoluto = 10945.01860
 Errore medio = 6686.91877
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.05012
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.12843
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.066154
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.12058
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.090912
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.78851
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.042119
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.83731

Passività finanziarie delle imprese verso ICS (stock in mld. di lire correnti)



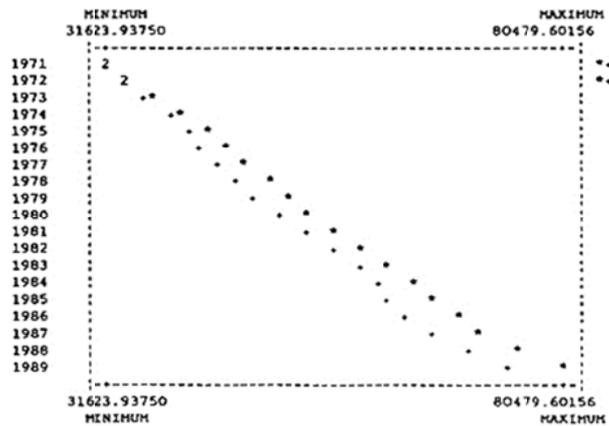
Coefficiente di correlazione = 0.98417
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.96858
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 7594.07301
 Errore medio assoluto = 4980.08080
 Errore medio = 2432.18217
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.02560
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.10363
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.052871
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.10258
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.045739
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.85169
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.016910
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.88051

Rendimento netto delle obbligazioni (nette) emesse dalle imprese



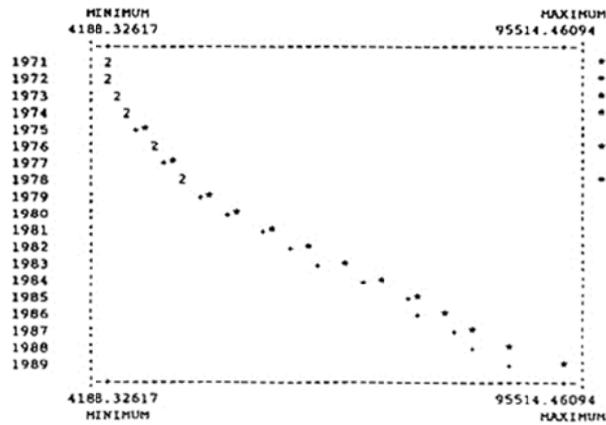
Coefficiente di correlazione = 0.97480
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.95024
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.012998
 Errore medio assoluto = 0.011463
 Errore medio = 0.0088514
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.06868
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.093979
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.048665
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.46373
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.077082
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.45919
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.039204
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.49707

Ammortamenti dello stock di capitale privato al netto delle abitazioni (mld. di lire '85)



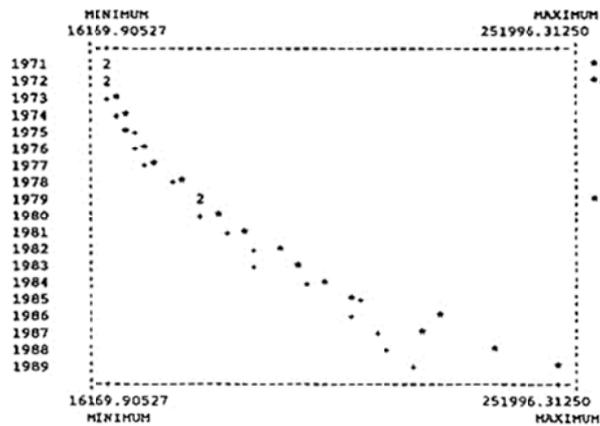
Coefficiente di correlazione = 0.99826
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99652
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 3609.54138
 Errore medio assoluto = 3165.35676
 Errore medio = 3148.35840
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.12288
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.064187
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.033106
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.76079
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.19118
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.048028
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.18523
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.053977

Ammortamenti dello stock di capitale del settore privato al netto delle abitazioni (mld. di lire correnti)



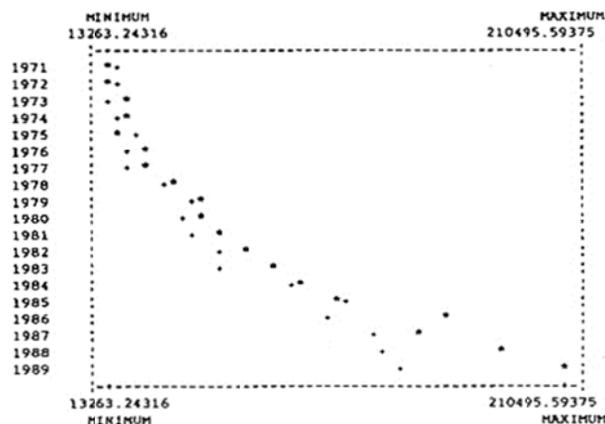
Coefficiente di correlazione = 0.99856
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99712
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 4121.93649
 Errore medio assoluto = 2831.80491
 Errore medio = 2828.58310
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.09507
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.085432
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.044477
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.47091
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.39536
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.13373
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.38254
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.14655

Risultato di gestione (mld. di lire correnti)



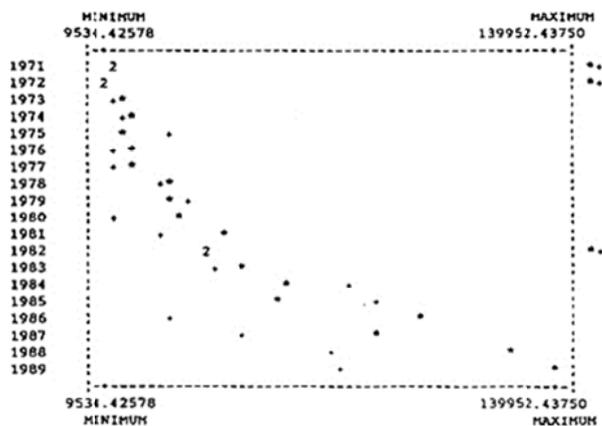
Coefficiente di correlazione = 0.98021
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.96082
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 25764.66565
 Errore medio assoluto = 15951.18221
 Errore medio = 15258.74882
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.28275
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.21787
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.12018
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.35074
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.42060
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.22866
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.35299
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.29627

Profitti lordi (mld. di lire correnti)



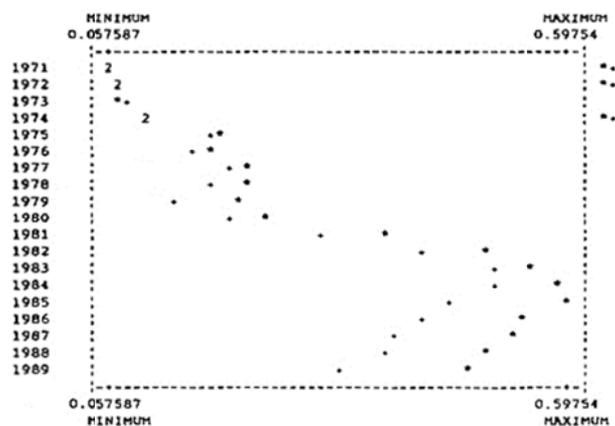
Coefficiente di correlazione = 0.97229
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.94536
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 25341.21168
 Errore medio assoluto = 15569.11163
 Errore medio = 14655.12409
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.35514
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.26518
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.14974
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.33444
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.44426
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.22129
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.36140
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.30416

Profitti distribuiti (mld. di lire correnti)



Coefficiente di correlazione = 0.74344
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.55270
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 28586.49633
 Errore medio assoluto = 18596.83235
 Errore medio = 11894.75875
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.11803
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.46893
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.27330
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.17314
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.20469
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.62217
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.011232
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.81563

Costo marginale



Coefficiente di correlazione = 0.98459
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.96942
 Radice quadrata dell'errore quadratico medio = 0.080422
 Errore medio assoluto = 0.062307
 Errore medio = 0.060885
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.26192
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.21085
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.11679
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.57316
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.28496
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.14188
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.24640
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.18044

CONCLUSIONI

Lo scopo di questo capitolo è stato quello di formulare un modello che descrivesse congiuntamente le decisioni reali e finanziarie delle imprese italiane. I risultati ottenuti in sede di stima forniscono adeguato supporto allo schema teorico prescelto, mentre i risultati della simulazione dinamica condotta sul periodo campionario ne evidenziano con ampio margine l'adeguatezza nel descrivere e prevedere l'evoluzione temporale delle decisioni produttive, di prezzo e finanziarie delle imprese.

APPENDICE

Viene riportato di seguito il blocco del modello CER-GRETA che descrive le decisioni delle imprese in termini di quantità di fattori produttivi e prodotto, di prezzo, di investimento, di attività e di passività finanziarie. La simbologia dei parametri di stima è quella utilizzata nell'ambito del modello stesso, e pertanto differisce dalla notazione utilizzata nel testo principale del capitolo; inoltre tutte le equazioni stimate sono scritte in forma implicita. Per quanto riguarda la legenda delle serie si rinvia a Baviera (1992).

Prodotto interno lordo (mld. di lire '85)

$$ident\ p1\ PIL85 = QP85 - SBI85 + Iin85 + VAg85 - Mfe85 - Mne85;$$

Valore aggiunto allargato del settore privato al costo dei fattori (mld. di lire '85)

$$ident\ p2\ QP85 = CFIF85 + (CCg85 + CCisp85 - VAg85) + IFL85 + VS85 + E85 - Mc85 - Mi85 - Ms85 + SBI85 - Iin85 - ds1;$$

Prodotto interno lordo (mld. di lire correnti)

$$ident\ p3\ PIL = dPIL * PIL85;$$

Valore aggiunto allargato del settore privato al costo dei fattori (mld. di lire correnti)

$$ident\ p4\ QP = dQP * QP85;$$

Deflatore del prodotto interno lordo (1985=1)

$$ident\ p5\ dPIL = dCFIF * (CFIF85/PIL85) + dCCg * (CCg85/PIL85) + dCCisp * (CCisp85/PIL85) + dIFL * (IFL85/PIL85) + dVS * (VS85/PIL85) + dE * (E85/PIL85) - dMc * (Mc85/PIL85) - dMi * (Mi85/PIL85) - dMne * (Mne85/PIL85) - dMfe * (Mfe85/PIL85) - dds * (ds1/PIL85) - dMs * (Ms85/PIL85);$$

Domanda di inputs di importazione diversi dalle fonti energetiche (mld. di lire '85)

$$frml\ p6\ ((Mne85/Qp85) - (Mne85(-1)/Qp85(-1))) - p6_20 * ((Mne85(-1)/Qp85(-1)) - (p6_0 + p6_1 * (Kpn85(-2)/Qp85(-1)) + p6_2 * (Kpu85(-2)/Qp85(-1)) + p6_3 * time(-1) - 0.5 * (p6_4 * ((dMfe(-1)/dMne(-1)) ** 2) + p6_5 * ((whl(-1)/dMne(-1)) ** 2))) - p6_6 * (dMfe(-1)/dMne(-1)) * (whl(-1)/dMne(-1)) + 0.5 * (p6_7 * ((Kpn85(-2)/Qp85(-1)) ** 2) + p6_8 * ((Kpu85(-2)/Qp85(-1)) ** 2) + p6_9 * (time(-1) ** 2)) + p6_10 * (Kpn85(-2)/Qp85(-1)) * (Kpu85(-2)/Qp85(-1)) + p6_11 * (Kpn85(-2)/Qp85(-1)) * time(-1) + p6_12 * (Kpu85(-2)/Qp85(-1)) * time(-1) + p6_13 * (time(-1)/(Qp85(-1) ** 2)) + p6_14 * (Kpn85(-2)/(Qp85(-1) ** 2)) + p6_15 * (Kpu85(-2)/(Qp85(-1) ** 2))) + p6_21 * ((Kpn85(-1)/Qp85) - (Kpn85(-2)/Qp85(-1))) + p6_22 * ((Kpu85(-1)/Qp85) - (Kpu85(-2)/Qp85(-1))) + p6_23 * ((dMfe/dMne) - (dMfe(-1)/dMne(-1))) + p6_24 * ((whl/dMne) - (whl(-1)/dMne(-1))) + p6_25 * ((time/Qp85) - (time(-1)/Qp85(-1)));$$

Domanda di fonti energetiche d'importazione (mld. di lire '85)

$$frml\ p7\ ((Mfe85/Qp85) - (Mfe85(-1)/Qp85(-1))) - p7_20 * ((Mfe85(-1)/Qp85(-1)) - (p7_0 + p6_4 * (dMfe(-1)/dMne(-1)) + p6_6 * (whl(-1)/dMne(-1)) + p7_1 * time(-1) + p7_2 * (Kpn85(-2)/Qp85(-1)) + p7_3 * (Kpu85(-2)/Qp85(-1)) + p7_4 * (1/Qp85(-1)))) + p7_21 * ((Kpn85(-1)/Qp85) - (Kpn85(-2)/Qp85(-1))) + p7_22 * ((Kpu85(-1)/Qp85) - (Kpu85(-2)/Qp85(-1))) + p7_23 * ((dMfe/dMne) - (dMfe(-1)/dMne(-1))) + p7_24 * ((whl/dMne) - (whl(-1)/dMne(-1))) + p7_25 * ((1/Qp85) - (1/Qp85(-1)));$$

Domanda di lavoro nel settore privato (ore lavorate in mil.)

$$frml\ p8\ ((Hlp/Qp85) - (Hlp(-1)/Qp85(-1))) - p8_20 * ((Hlp(-1)/Qp85(-1)) - (p8_0 + p6_6 * (dMfe(-1)/dMne(-1)) + p6_5 * (whl(-1)/dMne(-1)) + p8_1 * time(-1) + p8_2 * (Kpn85(-2)/Qp85(-1)) + p8_3 * (Kpu85(-2)/Qp85(-1)) + p8_4 * (1/Qp85(-1)))) + p8_21 * ((Kpn85(-1)/Qp85) - (Kpn85(-2)/Qp85(-1))) + p8_22 * ((Kpu85(-1)/Qp85) - (Kpu85(-2)/Qp85(-1))) + p8_23 * ((dMfe/dMne) - (dMfe(-1)/dMne(-1))) + p8_24 * ((whl/dMne) - (whl(-1)/dMne(-1))) + p8_25 * ((1/Qp85) - (1/Qp85(-1)));$$

Orario medio effettivo per addetto (mgl. di ore)

$$frml\ p9\ log(h/h(-1)) - p9_0 - p9_1 * log(hc/hc(-1)) - p9_2 * log(1000 * h(-1)/hc(-1));$$

Occupati totali nel settore privato (mgl. di unità)

$$ident\ p10\ OCp = Hlp/h;$$

Consumi collettivi delle Istituzioni Sociali private (mld. di lire '85)

$$ident\ p11\ CCisp85 = CCisp/dCCisp;$$

Servizi bancari imputati (mld. di lire '85)

$$ident\ p12\ SBI85 = SBI/dSBI;$$

Variazione delle scorte (mld. di lire '85)

$$frml\ p13\ (VS85 - VS85(-1)) - p13_0 - p13_1 * VS85(-1) - p13_2 * ((Rlpf - INFe) - (Rlpf(-1) - INFe(-1))) - p13_3 * (QP85(-1) - QP85(-2)) - p13_4 * (Eb85(-1) - Eb85(-2)) - p13_5 * (dVS(-1) - dVS(-2)) - p13_6 * (dumax - dumax(-1));$$

Investimenti fissi lordi non residenziali (mld. di lire '85)

$$frml\ p14\ IFLpn85 - p14_4 * (Kpn85(-1) + ((p6_1 + p6_10 * (Kpu85(-1)/QP85(-1)) + p6_11 * time(-1) + p7_2 * (dMfe(-1)/dMne(-1)) + p8_2 * (whl(-1)/dMne(-1)) + p6_14 * (1/QP85(-1)) + (dIFLpn(-1)/((1 - aTDi(-1)) * dMne(-1))) * (p14_0 + p14_3 * Pfi(-1) + p14_2 * Afi(-1)) + pkpn(-1)/((p6_7/QP85(-1)) + p14_1 * (dIFLpn(-1) ** 2)/(1 - aTDi(-1)) * dMne(-1)))) - delpn * Kpn85(-1) - p14_5 * (Kpu85/QP85 - Kpu85(-1)/QP85(-1)) - p14_6 * (dMfe/dMne - dMfe(-1)/dMne(-1)) - p14_7 * (whl/dMne - whl(-1)/dMne(-1)) - p14_8 * 0.55 * (QP85 - QP85(-1)) - p14_9 * (Pfi/dQP - Pfi(-1)/dQP(-1)) - p14_10 * (Afi/dQP - Afi(-1)/dQP(-1)) - p14_11 * (pkpn - pkpn(-1)) - p14_12 * (IFLpn85(-1)/QP(-1) - delpn(-1) * Kpn85(-2)/QP(-2)) - p14_8 * 0.15 * (QP85(-1) - QP85(-2)) - p14_8 * 0.15 * (QP85(-2) - QP85(-3)) - p14_8 * 0.15 * (QP85(-3) - QP85(-4));$$

Investimenti fissi lordi (mld. di lire '85)

$$ident\ p15\ IFL85 = IFLpn85 + IFLh85 + IFLpu85;$$

Importazione di beni d'investimento (mld. di lire '85)

$$frml\ p16\ \log(Mi85/Mi85(-1)) - p16_0 - p16_1 * \log(IFLpn85/IFLpn85(-1)) - p16_2 * \log(dMi/dMi(-1)) - p16_3 * \log(dIFLpn/dIFLpn(-1));$$

Deflatore del valore aggiunto allargato (1985=1)

$$ident\ p17\ dQP = dCFIF * (CFIF85/QP85) + dCCg * (CCg85/QP85) + dCCisp * (CCisp85/QP85) - dVAg * (VAg85/QP85) + dIFL * (IFL85/QP85) + dVS * (VS85/QP85) + dE * (E85/QP85) - dMc * (Mc85/QP85) - dMi * (Mi85/QP85) - dMs * (Ms85/QP85) + dSBI * (SBI85/QP85) - dIIn * (IIn85/QP85) - dds * (ds1/QP85);$$

Deflatore dei consumi alimentari (1985=1)

$$frml\ p18\ \log(dCal/dCal(-1)) - p18_0 - p18_1 * \log(Mcost/Mcost(-1)) - p18_2 * \log(dCal(-1)/(Mcost(-1) * (1 + aIVA(-1)) * (1 + aTalo(-1)) * (1 + aTiq(-1)))) - p18_3 * (\log(dMfe/dMfe(-1))) - p18_4 * (\log(dMne/dMne(-1))) - p18_5 * (\log(whl/whl(-1))) - p18_6 * \log(Exrld/Exrld(-1)) - p18_7 * (\log(1 + aIVA) - \log(1 + aIVA(-1))) - p18_8 * (\log(1 + aTalo) - \log(1 + aTalo(-1))) - p18_9 * (\log(1 + aTiq) - \log(1 + aTiq(-1))) - p18_10 * \log(dMc(-1)/Mcost(-1));$$

Deflatore degli altri consumi finali nazionali di beni non durevoli e semidurevoli non alimentari (1985=1)

$$frml\ p19\ \log(dCndaa/dCndaa(-1)) - p19_0 - p19_1 * \log(Mcost/Mcost(-1)) - p19_2 * \log(dCndaa(-1)/(Mcost(-1) * (1 + aIVA(-1)) * (1 + aTiq(-1)))) - p19_3 * (\log(dMfe/dMfe(-1))) - p19_4 * (\log(dMne/dMne(-1))) - p19_5 * (\log(whl/whl(-1))) - p19_6 * \log(dMc(-1)/Mcost(-1)) - p19_7 * (\log(1 + aIVA) - \log(1 + aIVA(-1))) - p19_8 * (\log(1 + aTiq) - \log(1 + aTiq(-1))) - p19_9 * time;$$

Deflatore dei consumi di combustibili ed energia elettrica (1985=1)

$$frml\ p20\ \log(dCee/dCee(-1)) - p20_0 - p20_1 * \log(dMfe/dMfe(-1)) - p20_2 * \log((1 + aIva)/(1 + aIva(-1))) - p20_3 * \log((1 + aTioil)/(1 + aTioil(-1))) - p20_4 * \log(dCee(-1)/(dMfe(-1) * (1 + aIva(-1)) * (1 + aTioil(-1)))) - p20_5 * \log(whl/whl(-1)) - p20_6 * (INFe - INFe(-1)) - p20_7 * \log(Exrld/Exrld(-1));$$

Deflatore delle spese di esercizio dei mezzi di trasporto (1985=1)

$$frml\ p21\ \log(dCbenz/dCbenz(-1)) - p21_0 - p21_1 * \log(dMfe/dMfe(-1)) - p21_2 * \log((1 + aIva)/(1 + aIva(-1))) - p21_3 * \log((1 + aTioil)/(1 + aTioil(-1))) - p21_4 * \log(dCbenz(-1)/(dMfe(-1) * (1 + aIva(-1)) * (1 + aTioil(-1)))) - p21_5 * \log(whl/whl(-1)) - p21_6 * (INFe - INFe(-1)) - p21_7 * \log(Exrld/Exrld(-1));$$

Deflatore dei consumi finali nazionali di beni non durevoli e semidurevoli non alimentari (1985=1)

$$ident\ p22\ dCnda = dCndaa * (Cndaa85/Cnda85) + dCFer * (CFer85/Cnda85) + dCee * (Cee85/Cnda85) + dCbenz * (Cbenz85/Cnda85);$$

Deflatore dei consumi in servizi esclusi quelli abitativi (1985=1)

$$frml\ p23\ \log(dCser/dCser(-1)) - p23_0 - p23_1 * \log(Mcost/Mcost(-1)) - p23_2 * \log(dCser(-1)/(Mcost(-1) * (1 + aIVA(-1)) * (1 + aTalo(-1)))) - p23_3 * \log(dMfe/dMfe(-1)) - p23_4 * \log(dMne/dMne(-1)) - p23_5 * \log(whl/whl(-1)) - p23_6 * \log(Exrld/Exrld(-1)) - p23_7 * (\log(1 + aIVA) - \log(1 + aIVA(-1))) - p23_8 * (\log(1 + aTalo) - \log(1 + aTalo(-1))) - p23_9 * \log(whl(-1)/Mcost(-1));$$

Deflatore dei consumi finali nazionali in beni non durevoli (1985=1)

$$ident\ p24\ dCFNnd = dCal * (Cal85/(Cal85 + Cnda85 + Cser85)) + dCnda * (Cnda85/(Cal85 + Cnda85 + Cser85)) + dCser * (Cser85/(Cal85 + Cnda85 + Cser85));$$

Deflatore servizi abitativi (1985=1)

$$frml\ p25\ log(dSA/dSA(-1)) - p25_0 - p25_1 * (INFe - INFe(-1)) - p25_2 * log(dSA(-1)/dIFLh(-1)) - p25_3 * log(dSA(-1)/dSA(-2));$$

Deflatore degli acquisti di beni durevoli (1985=1)

$$frml\ p26\ log(dCFId/dCFId(-1)) - p26_0 - p26_1 * log(Mcost/Mcost(-1)) - p26_2 * log(dCFId(-1)/Mcost(-1)) * (1 + aIVA(-1)) - p26_3 * (log(dMfe/dMfe(-1))) - p26_4 * (log(dMne/dMne(-1))) - p26_5 * (log(whl/whl(-1))) - p26_6 * log(Exrld/Exrld(-1)) - p26_7 * (log(1 + aIVA) - log(1 + aIVA(-1))) - p26_8 * log(dMc(-1)/Mcost(-1));$$

Deflatore dei consumi finali nazionali economici (1985=1)

$$ident\ p27\ dCFNe = dCal * (Cal85/CFNe85) + dCnda * (Cnda85/CFNe85) + dCser * (Cser85/CFNe85) + dCFId * (SD85/CFNe85) + dSA * (SA85/CFNe85) + dCFNnd * (SM85/CFNe85);$$

Deflatore dei consumi finali nazionali delle famiglie (1985=1)

$$ident\ p28\ dCFNF = dCal * (Cal85/CFNF85) + dCnda * (Cnda85/CFNF85) + dCser * (Cser85/CFNF85) + dCFId * (CFId85/CFNF85) + dSA * (SA85/CFNF85);$$

Deflatore dei consumi finali nazionali al netto dei beni finali di consumo di importazione (1985=1)

$$ident\ p29\ dCFNFa = dCFNF * (CFNF85/CFNFa85) - dMc * (Mc85/CFNFa85);$$

Deflatore consumi finali interni delle famiglie (1985=1)

$$ident\ p30\ dCFIF = dCFNF * (CFNF85/CFIF85) - dCFEr * (CFEr85/CFIF85) + dCFEnr * (CFEnr85/CFIF85);$$

Indice dei prezzi al consumo (1985=1)

$$frml\ p31\ log(IPC/IPC(-1)) - p31_0 - p31_1 * log(dCFIF/dCFIF(-1)) - p31_2 * log(IPC(-1)/dCFIF(-1)) - p31_3 * (log(whl/whl(-1))) - p31_4 * log(Exrld/Exrld(-1)) - p31_5 * log(PIL/PIL(-1));$$

Inflazione effettiva

$$ident\ p32\ INF = (IPC - IPC(-1))/IPC(-1);$$

Deflatore degli investimenti fissi lordi (1985=1)

$$ident\ p33\ dIFL = dIFLpn * (IFLpn85/IFL85) + dIFLh * (IFLh85/IFL85) + dIFLpu * (IFLpu85/IFL85);$$

Deflatore degli investimenti fissi lordi non residenziali (1985=1)

$$frml\ p34\ log(dIFLpn/dIFLpn(-1)) - p34_0 - p34_1 * log(dMi/dMi(-1)) - p34_2 * log(dIFLpn(-1)/dMi(-1)) - p34_3 * ((IFLpn/Qp) - (IFLpn(-1)/Qp(-1))) * 100 - p34_4 * (log(dMfe/dMfe(-1))) - p34_5 * (log(dMne/dMne(-1))) - p34_6 * (log(whl/whl(-1))) - p34_7 * (INFe - INFe(-1)) - p34_8 * (log(Exrld/Exrld(-1)));$$

Costo d'uso del capitale privato netto di abitazioni normalizzato

$$ident\ p35\ pkpn = (1 - (1 + INFe) * (1 - delpn)/(1 + Rbtpl)) * (dIFLpn/((1 - aTDi) * dMne));$$

Deflatore degli investimenti netti in abitazioni (1985=1)

$$frml\ p36\ log(dIFLh/dIFLh(-1)) - p36_0 - p36_1 * log(Mcost/Mcost(-1)) - p36_2 * log(dIFLh(-1)/(whl(-1)) * (1 + alva(-1)) * (1 + aReboss(-1))) - p36_3 * (log(dMfe/dMfe(-1))) - p36_4 * (log(dMne/dMne(-1))) - p36_5 * (log(whl/whl(-1))) - p36_6 * log(Exrld/Exrld(-1)) - p36_7 * (log(1 + alva) - log(1 + alva(-1))) - p36_8 * (log(1 + aReboss) - log(1 + aReboss(-1)));$$

Deflatore degli investimenti pubblici (1985=1)

$$frml\ p37\ log(dIFLpu/dIFLpu(-1)) - p37_0 - p37_1 * log(dMi/dMi(-1)) - p37_2 * log(dIFLpu(-1)/(Mcost(-1)) * (1 + alva(-1))) - p37_3 * (log(dMfe/dMfe(-1))) - p37_4 * (log(dMne/dMne(-1))) - p37_5 * (log(whl/whl(-1))) - p37_6 * log(Exrld/Exrld(-1)) - p37_7 * (log(1 + aIVA) - log(1 + aIVA(-1)));$$

Investimenti pubblici (mld. di lire correnti)

$$ident\ p38IFLpu85 = IFLpu/dIFLpu;$$

Deflatore delle esportazioni (1985=1)

$$ident\ p39\ dE = dEb * (Eb85/E85) + dEs * (Es85/E85);$$

Deflatore delle esportazioni di merci (1985=1)

$$frml\ p40\ log(dEb/dEb(-1)) - p40_0 - p40_1 * log(Mcost/Mcost(-1)) - p40_2 * log(dEb(-1)/(Mcost(-1))) - p40_3 * ((Eb/(Exrld * Mic)) - (Eb(-1)/(Exrld(-1) * Mic(-1)))) * 100 - p40_4 * (log(dMfe/dMfe(-1))) - p40_5 * (log(dMne/dMne(-1))) - p40_6 * (log(whl/whl(-1))) - p40_7 * log(Mcost(-1)/(dMic(-1) * Exrld(-1))) - p40_8 * (log(Exrld/Exrld(-1))) - p40_9 * log(dMic/dMic(-1));$$

Deflatore delle esportazioni di servizi (1985=1)

$$\begin{aligned} \text{frml } p41 \log(dEs/dEs(-1)) - p41_0 - p41_1 * \log(dEb/dEb(-1)) - p41_2 * \log(dEs(-1)/dEb(-1)) - p41_3 \\ * ((Es/(Exrld * Mic)) - (Es(-1)/(Exrld(-1) * Mic(-1)))) * 100 - p41_4 * (\log(dMfe/dMfe(-1))) \\ - p41_5 * (\log(dMne/dMne(-1))) - p41_6 * (\log(whl/whl(-1))) - p41_7 * \log(dMic/dMic(-1)) \\ - p41_8 * (\log(Exrld/Exrld(-1))); \end{aligned}$$

Deflatore dei consumi finali dei non residenti (1985=1)

$$\begin{aligned} \text{frml } p42 \log(dCFEnr/dCFEnr(-1)) - p42_0 - p42_1 * \log(Mcost/Mcost(-1)) - p42_2 \\ * \log(dCFEnr(-1)/(Mcost(-1) * (1 + aIVA(-1)) * (1 + aTiq(-1)))) - p42_3 \\ * (\log(dMfe/dMfe(-1))) - p42_4 * (\log(dMne/dMne(-1))) - p42_5 * (\log(whl/whl(-1))) - p42_6 \\ * \log(Exrld/Exrld(-1)) - p42_7 * (\log(1 + aIVA) - \log(1 + aIVA(-1))) - p42_8 * (\log(1 + aTiq) \\ - \log(1 + aTiq(-1))) - p42_9 * (INF(-1) - INF(-2)) - p42_10 * \text{time}; \end{aligned}$$

Domanda di inputs d'importazione diversi dalle fonti energetiche (mld. di lire correnti)

$$\text{ident } p43 Mne = Mne85 * dMne;$$

Domanda di fonti energetiche di importazione (mld. di lire correnti)

$$\text{ident } p44 Mfe = Mfe85 * dMfe;$$

Variazione delle scorte (mld. di lire correnti)

$$\text{ident } p45 VS = VS85 * dVS;$$

Investimenti fissi lordi non residenziali (mld. di lire correnti)

$$\text{ident } p46 IFLpn = IFLpn85 * dIFLpn;$$

Investimenti fissi lordi (mld. di lire correnti)

$$\text{ident } p47 IFL = IFLpn + IFLh + IFLpu;$$

Stock di capitale privato netto abitazioni (mld. di lire 1985);

$$\text{ident } p48 Kpn85 = IFLpn85 + (1 - delpn) * Kpn85(-1);$$

Stock di capitale pubblico (mld. di lire 1985);

$$\text{ident } p49 Kpu85 = IFLpu85 + (1 - delpu) * Kpu85(-1);$$

Importazione di beni d'investimento (mld. di lire correnti)

$$\text{ident } p50 Mi = Mi85 * dMi;$$

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

$$\begin{aligned} \text{frml } p51 (Afi - Afi(-1)) - p51_4 * (Afi(-1) + (1/p51_1) * (p51_0 + p14_2 * dIFLpn(-1) * Kpn85(-1) + p51_3 \\ * Pfi(-1) - pkafi(-1))) - p51_5 * (Pfi - Pfi(-1)) - p51_6 * (dumax - dumax(-1)) - p51_7 \\ * (dumax(-1) - dumax(-2)) - p51_8 * (dIFLpn(-2) * Kpn85(-2) - dIFLpn(-3) * Kpn85(-3)); \end{aligned}$$

Circolante detenuto dalle imprese (stock in mld. di lire correnti)

$$\text{ident } p52 Aci = Afi - Adbi - Adpi - Atpi - Aobii - Atei;$$

Depositi bancari detenuti dalle imprese (stock in mld. di lire correnti)

$$\begin{aligned} \text{frml } p53 (Adbi/Afi) - p53_0 - p53_1 * Rdb - p53_2 * Rlr - p53_3 * Rtpi - p53_4 * Rics - p53_5 * Rte - p53_6 \\ * INFe - p53_7 * (Adbi(-1)/Afi(-1)) - p53_8 * \text{time}; \end{aligned}$$

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

$$\begin{aligned} \text{frml } p54 (Adpi/Afi) - p54_0 - p53_2 * Rdb - p54_2 * Rlr - p54_3 * Rtpi - p54_4 * Rics - p54_5 * Rte - p54_6 \\ * INFe - p53_7 * (Adpi(-1)/Afi(-1)) - p54_8 * \text{time}; \end{aligned}$$

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

$$\begin{aligned} \text{frml } p55 (Atpi/Afi) - p55_0 - p53_3 * Rdb - p54_3 * Rlr - p55_3 * Rtpi - p55_4 * Rics - p55_5 * Rte - p55_6 \\ * INFe - p53_7 * (Atpi(-1)/Afi(-1)) - p55_8 * \text{time}; \end{aligned}$$

Obbligazioni degli ICS detenute dalle imprese (stock in mld. di lire correnti)

$$\begin{aligned} \text{frml } p56 (Aobii/Afi) - p56_0 - p53_4 * Rdb - p54_4 * Rlr - p55_4 * Rtpi - p56_4 * Rics - p56_5 * Rte - p56_6 \\ * INFe - p53_7 * (Aobii(-1)/Afi(-1)) - p56_8 * \text{time}; \end{aligned}$$

Titoli esteri detenuti dalle imprese (stock in mld. di lire correnti)

$$\begin{aligned} \text{frml } p57 (Atei/Afi) - p57_0 - p53_5 * Rdb - p54_5 * Rlr - p55_5 * Rtpi - p56_5 * Rics - p57_5 * Rte - p57_6 \\ * INFe - p53_7 * (Atei(-1)/Afi(-1)) - p57_8 * \text{time}; \end{aligned}$$

Passività finanziarie delle imprese verso banche ed ICS (stock in mld. di lire correnti)

$$\begin{aligned} \text{frml } p58 (Pfi - Pfi(-1)) - p58_4 * (Pfi(-1) + (1/p58_1) * (p58_0 + p14_3 * dIFLpn(-1) * Kpn85(-1) + p51_3 \\ * Afi(-1) + p58_2 * dumax(-1) - pkpfi(-1))) - p58_5 * (dIFLpn * Kpn85 - dIFLpn(-1) \\ * Kpn85(-1)) - p58_6 * (Afi - Afi(-1)) - p58_7 * (dIFLpn(-2) * Kpn85(-2) - dIFLpn(-3) \\ * Kpn85(-3)); \end{aligned}$$

Passività finanziarie delle imprese verso le banche (stock in mld. di lire correnti)

$$\text{ident } p59 \text{ Pbi} = Pfi - Pii - Pnobbi;$$

Passività finanziarie delle imprese verso ICS (stock in mld. di lire correnti)

$$\begin{aligned} \text{frml } p60 \text{ log} & \left(\frac{Pii}{Pbi + Pii} \right) / \left(\frac{Pii(-1)}{Pbi(-1) + Pii(-1)} \right) - p60_0 - p60_1 * \text{log} \left(\frac{Pii(-1)}{Pbi(-1)} \right. \\ & \left. + Pii(-1)) - p60_2 * (Rpics(-1) - (Rlpf(-1) * Pbi(-2) + Rpics(-1) * Pii(-2)) / (Pbi(-2) \right. \\ & \left. + Pii(-2))) - p60_3 * INFe(-1) - p60_4 * (Rpics - (Rlpf * Pbi(-1) + Rpics * Pii(-1)) / (Pbi(-1) \right. \\ & \left. + Pii(-1)) - (Rpics(-1) - (Rlpf(-1) * Pbi(-2) + Rpics(-1) * Pii(-2)) / (Pbi(-2) + Pii(-2)))) \\ & - p60_5 * (Pbi + Pii - Pbi(-1) - Pii(-1)) - p60_6 * (INFe - INFe(-1)) - p60_7 * (dumax \\ & - dumax(-1)); \end{aligned}$$

Rendimento netto delle obbligazioni (nette) emesse dalle imprese

$$\begin{aligned} \text{frml } p61 \text{ (Robi} - \text{Robi}(-1)) - p61_0 - p61_1 * (\text{Robi}(-1) - p61_2 * \text{Rtpi}(-1) - p61_3 * (\text{IFLpn}(-1) / \text{QP}(-1))) \\ - p61_4 * (\text{Rtpi} - \text{Rtpi}(-1)) - p61_5 * ((\text{IFLpn} / \text{QP}) - (\text{IFLpn}(-1) / \text{QP}(-1))) - p61_6 * (\text{INFe} \\ - \text{INFe}(-1)); \end{aligned}$$

Passività nette delle imprese in obbligazioni (stock in mld. di lire correnti)

$$\text{ident } p62 \text{ Pnobbi} = \text{Aobbf} + \text{Aobbo};$$

Ammortamenti dello stock di capitale privato al netto delle abitazioni (mld. di lire '85)

$$\text{ident } p63 \text{ Ammpn85} = \text{delpn} * \text{Kpn85}(-1);$$

Ammortamenti dello stock di capitale del settore privato al netto delle abitazioni (mld. di lire correnti)

$$\text{ident } p64 \text{ Ammpn} = \text{dIFLpn} * \text{Ammpn85};$$

Risultato di gestione (mld. di lire correnti)

$$\text{ident } p65 \text{ RC} = \text{QP} - (\text{whl} * \text{Hlp} + \text{Mne} + \text{Mfe}) - \text{SBi} - \text{Ammpn};$$

Profitti lordi (mld. di lire correnti)

$$\begin{aligned} \text{ident } p66 \text{ RG} = \text{RC} + \text{Rdb} * \text{Adbi}(-1) + \text{Rlr} * \text{Adpi}(-1) + \text{Rtpi} * \text{Atpi}(-1) + \text{Rics} * \text{Aobii}(-1) + \text{Rte} * \text{Atei}(-1) \\ - \text{Rlpf} * \text{Pbi}(-1) - \text{Rpics} * \text{Pii}(-1) - \text{Robi} * \text{Pnobbi}(-1); \end{aligned}$$

Profitti distribuiti (mld. di lire correnti)

$$\begin{aligned} \text{ident } p67 \text{ PRD} = (1 - \text{aTDi}) * \text{RG} - (\text{Afi} - \text{Afi}(-1)) + (\text{Pbi} - \text{Pbi}(-1)) + (\text{Pii} - \text{Pii}(-1)) + (\text{Pnobbi} \\ - \text{Pnobbi}(-1)) + (\text{Pfq} - \text{Pfq}(-1)) - (\text{IFLpn} - \text{Ammpn}) - \text{VS}; \end{aligned}$$

Imposte indirette nette complessive (mld. di lire correnti)

$$\text{ident } p68 \text{ Iin} = \text{Iing} + \text{IinCEE};$$

Imposte indirette nette complessive (mld. di lire '85)

$$\text{ident } p69 \text{ Iin85} = \text{Iin} / \text{dlin};$$

Costo marginale

$$\begin{aligned} \text{ident } p70 \text{ Mcost} = \text{dMne} * (p6_0 + p7_0 * (\text{dMfe} / \text{dMne}) + p8_0 * (\text{whl} / \text{dMne}) + p6_3 * \text{time} + 0.5 * (p6_4 \\ * ((\text{dMfe} / \text{dMne}) ** 2) + p6_5 * ((\text{whl} / \text{dMne}) ** 2) + p6_9 * (\text{time} ** 2)) - 0.5 * (p6_7 \\ * ((\text{Kpn85}(-1) / \text{Qp85}) ** 2) + p6_8 * ((\text{Kpu85}(-1) / \text{Qp85}) ** 2)) + p6_6 * (\text{dMfe} / \text{dMne}) \\ * (\text{whl} / \text{dMne}) + p7_1 * (\text{dMfe} / \text{dMne}) * \text{time} + p8_1 * (\text{whl} / \text{dMne}) * \text{time} - p6_{10} \\ * (\text{Kpn85}(-1) / \text{Qp85}) * (\text{Kpu85}(-1) / \text{Qp85}) - p6_{13} * (\text{time} / (\text{Qp85} ** 2)) - p6_{14} \\ * (\text{Kpn85}(-1) / (\text{Qp85} ** 2)) - p6_{15} * (\text{Kpu85}(-1) / (\text{Qp85} ** 2))); \end{aligned}$$

Costo opportunità delle attività finanziarie delle imprese

$$\text{ident } p71 \text{ pkafi} = ((1 - \text{aTDi}) * \text{Rmafi} + 1) / (1 + \text{Rbtpl}) - 1;$$

Costo opportunità delle passività finanziarie delle imprese

$$\text{ident } p72 \text{ pkpfi} = 1 - ((1 - \text{aTDi}) * \text{Rmpfi} + 1) / (1 + \text{Rbtpl});$$

BIBLIOGRAFIA

- Annunziato, P., A.Heimler, G.Marotta e G.Zezza (1992), "Il blocco dell'offerta in un modello annuale dell'economia italiana: specificazione e prime simulazioni", in *Ricerche applicate e modelli per la politica economica* (Roma: Banca d'Italia) 1-33.
- Baviera, P. (1992), "Il modello macroeconomico annuale CER-GRETA: appendice statistica", *GRETA Documento Tecnico* n. 92.01.
- Bollino, C.A. e N.Rossi (1991), *La domanda condizionale di fattori produttivi da parte delle imprese*, dattiloscritto.
- Brown, R.S. e L.R. Christensen (1981), "Estimating Elasticities of Substitution in a Model of Partial Static Equilibrium: An Application to U.S.Agriculture, 19747 to 1974", in E.R.Berndt e B.C.Field (a cura di), *Modelling and Measuring Natural Resource Substitution* (Cambridge: MIT Press), 209-229.
- Brunello, G. (1991), "Un modello generazionale del mercato del lavoro italiano" *GRETA Working Paper* n. 92.05.
- Cardani, A. e M.Galeotti (1987), "Una analisi del commercio estero italiano secondo la teoria del duale", in *Ricerche quantitative e basi statistiche per la politica economica* (Roma: Banca d'Italia), 299-323.
- Devereux, M.P. e F.Schiantarelli (1990), Investment, Financial Factors and Cash Flow: Evidence from U.K. Panel Data", in R.G.Hubbard (a cura di), *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment* (Chicago: University of Chicago Press).
- Diewert, W.E. (1971), "An Application of the Shephard Duality Thoerem. A Generalized Leontief Production Function", *Journal of Political Economy* 79, 481-507.
- Diewert, W.E. (1974), "Applications of Duality Theory", in M.D.Intriligator e D.A.Kendrick (a cura di), *Frontiers of Quantitative Economics*, Vol.II (Amsterdam: North Holland), 106-171.
- Diewert, W.E. e C.J.Morrison (1986), "Export Supply and Import Demand Functions: A Production Thory Approach", *University of British Columbia discussion paper* no.86-10.
- Diewert, W.E. e T.J.Wales (1987), "Flexible Functional Forms and Global Curvature Conditions", *Econometrica* 55, 43-68.
- Diewert, W.E. and L.Ostensoe (1988), "Flexible Functional Forms for Profit Functions and Global Curvature Conditions", in W.A.Barnett, E.R.Berndt e H.White (a cura di), *Dynamic Econometric Modelling* (Cambridge: MIT Press), 47-51.
- Engle, R.F. e C.W.Granger (1987), "Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing", *Econometrica* 55, 251-276.
- Fazzari, S.M., R.G.Hubbard e B.C.Petersen (1988), "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 141-195.
- Fuss, M.A. (1977), "Dynamic Factor Demand Systems with Explicit Costs of Adjustment", in E.R.Berndt, M.Fuss e L.Waverman (a cura di), *Dynamic Models of the Industrial Demand for Energy*, *Research Report* EA-580, (Palo Alto: Electric Power Research Institute).
- Galeotti, M., F.Schiantarelli e F.Jaramillo (1991), "Decisioni d'investimento e ruolo dell'indebitamento, delle attività finanziarie e del cash flow: evidenza empirica da un "panel" di dati italiani", in V.Conti e R.Hamaui (a cura di), *Operatori e mercati nel processo di liberalizzazione*, Vol.I, (Bologna: Il Mulino), 235-262.
- Galeotti, M. (1991), "Gerarchie fiscali e finanziarie nel finanziamento delle imprese: una breve rassegna", *Notiziario Economico della Banca San Paolo di Brescia* XVII, 16-24.
- Gertler, M. (1988), "Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview", *Journal of Money, Credit, and Banking* 20,559-588.
- Heimler, A. (1990), "Market Structure, Technical Progress and Profitability in the Italian Industry", *CSC Ricerche working paper* no. 37, Roma.
- Jappelli, T. e A.Ripa di Meana (1990), "Investimenti pubblici, onere del debito e accumulazione di capitale", *Rivista di Politica Economica* LXXX, 89-115.
- King, M. (1977), *Public Policy and the Corporation* (Londra: Chapman & Hall).
- Morrison, C.J. (1988), "Quasi-Fixed Inputs in U.S. and Japanese Manufacturing: A Generalized Leontief Restricted Cost Function Approach", *Review of Economics and Statistics* LXX, 275-287.
- Morrison, C.J. e A.E.Schwartz (1992), "State Infrastructure and Productive Performance", *National Bureau of Economic Research Working Paper* n.3981.

- Perraudin, W. (1987), "The Impact of Inflation upon Portfolio Choice: A Duality Approach Using U.K. Data", *IMF Working Paper* n.87/30.
- Ramey, V. (1989), "Inventories as Factors of Production and Economic Fluctuations", *American Economic Review* 79, 338-354.
- Rossi, N. e G.Toniolo (1991), "Catching Up or Falling Behind? Notes on Italy's Economic Growth 1895-1947", *Dipartimento di Scienze Economiche, Università degli Studi di Venezia, Nota di Lavoro* n.91.13.
- Schankerman, M.A. e M.I.Nadiri (1986), "A Test of Static Equilibrium Models and Rates of Return to Quasi-fixed Factors, with an Application to the Bell System", *Journal of Econometrics* 33, 97-118.
- Theil H. (1961), *Economic Forecasts and Policy*, (Amsterdam: North Holland), 31-48.
- Theil H. (1966) *Applied Economic Forecasting*, (Amsterdam: North Holland), 27-33.
- Woodland, A.D. (1982), *International Trade and Resource Allocation*, (Amsterdam: North Holland).

Luglio 1992

Un modello generazionale del mercato del lavoro italiano^{1,2}

Giorgio Brunello^a

INTRODUZIONE

Lo scopo di questo lavoro è di presentare uno schema di interpretazione del mercato del lavoro italiano in cui gli aspetti di dualismo generazionale sono di fondamentale importanza. L'approccio generazionale introduce in prima istanza aspetti distributivi che spesso vengono messi in secondo piano dall'analisi macroeconomica. Tali aspetti non possono mancare, tuttavia, in un'analisi del mercato del lavoro italiano, caratterizzato da profonde lacerazioni tra regioni geografiche e tra giovani ed adulti. A parte l'ovvio arricchimento della descrizione analitica, l'approccio generazionale è importante in quanto i meccanismi che regolano l'allocazione del fattore lavoro non sono invarianti agli aspetti generazionali. Si pensi al problema del capitale umano, accumulato nel tempo, che contribuisce a diversificare le generazioni di lavoratori dal lato della domanda. Oppure si considerino gli aspetti di appartenenza ed esclusione che regolano la contrattazione sul salario e l'occupazione nella grande impresa privata ed ai ruoli diversi giocati da "insiders" ed "outsiders", dove quest'ultimi sono spesso identificabili con le nuove generazioni di lavoratori, contrapposte alle precedenti, che hanno accumulato dei "seniority rights". Oppure ancora si consideri la rilevanza del settore pubblico come datore di lavoro, che stabilisce limiti di età specifici all'accesso di nuovi occupati e che quindi contribuisce a creare uno spettro di opzioni diverse per generazioni diverse.

L'accento sull'aspetto generazionale non va inteso come una sottovalutazione dell'aspetto territoriale. In realtà, i due aspetti sono strettamente intrecciati in quanto certi fenomeni di disoccupazione giovanile strutturale sono caratteristici dell'area meridionale del paese, dove l'aspettativa di un lavoro nel settore pubblico è oggettivamente più consistente che nel nord industrializzato. Altri aspetti di rilievo, come la diversità del mercato del lavoro maschile e femminile o, per certi versi, del mercato del lavoro legale e illegale, sono trascurati per esigenze sia di chiarezza analitica che per l'assenza di adeguati riscontri empirici.

In un certo senso, la descrizione "macro" del mercato del lavoro italiano fornita in queste pagine si propone come complemento alla descrizione tradizionale contenuta, per esempio, nei modelli della Banca d'Italia, in cui la ricchezza di aspetti del mercato del lavoro è spesso compressa in due-tre relazioni aggregate. Il prezzo di una maggiore ricchezza descrittiva è il riscontro empirico, che deve fare i conti con una notoria carenza di informazione statistica adeguata. Ciò comporterà, nella parte empirica di questo lavoro, la costruzione vera e propria di una serie di variabili chiave come i salari per classi di età e per tipo di attività lavorativa (cfr. l'Appendice 1)³.

Il resto del lavoro si divide nei seguenti paragrafi: il primo paragrafo descrive brevemente alcuni fatti stilizzati del mercato del lavoro italiano negli ultimi vent'anni. Il secondo paragrafo anticipa la struttura logica del modello. Il terzo paragrafo è dedicato alla domanda di lavoro ed il quarto all'offerta di lavoro giovanile. Seguono l'offerta di lavoro degli adulti e la determinazione del salario. La transizione dal modello teorico all'analisi empirica è brevemente discussa in un paragrafo successivo, dove vengono presentate le stime econometriche. Chiudono le conclusioni.

ALCUNI FATTI STILIZZATI

Alcune caratteristiche salienti del mercato del lavoro italiano degli anni settanta e ottanta sono le seguenti:

1. Un tasso di disoccupazione in media con i 12 paesi della Comunità Europea che è passato, secondo la definizione Eurostat⁴, da circa il 6 per cento nel 1975 a più del 10 per cento nel 1988.

^a Università Ca' Foscari Venezia.

¹ Working Paper GRETA 9204 (<http://www.greta.it/wp.htm>)

² Questo lavoro fa parte della ricerca di base per un più ampio progetto di ricerca condotto congiuntamente dal Centro Europa Ricerche (CER) e da GRETA Associati, teso alla costruzione di un modello econometrico dell'economia italiana. Il progetto è diretto da Nicola Rossi (Università di Modena). Una versione preliminare di questo lavoro è pubblicata da Politica Economica, Aprile 1992. Desidero ringraziare i partecipanti a seminari tenuti al CNEL, Trieste e Venezia, Piefrancesco Baviera, Marzio Galeotti, Pier Carlo Padoan, Dino Rizzi, Paolo Sestito, Luigi Spaventa ed in particolare Nicola Rossi per i numerosi commenti e suggerimenti. Naturalmente, gli errori sono miei.

³ L'impressione di chi scrive è che la scarsa disponibilità di informazioni statistiche dettagliate su un arco di tempo sufficientemente lungo sia il limite strutturale allo studio del mercato del lavoro italiano ed all'analisi approfondita di diverse misure di politica economica.

⁴ È ben noto come esistano diversi modi di calcolare il tasso di disoccupazione, a seconda che si usino i criteri ISTAT, Eurostat, OCSE e US Bureau of Labor Statistics. Si rimanda a Micali [1990] e Sestito [1990] per una dettagliata discussione.

2. Una composizione della disoccupazione con accentuati squilibri sia regionali (cfr. Bodo e Sestito [1989]) che generazionali. Il tasso ufficiale di disoccupazione per la classe di età che va dai 14 ai 34 anni è aumentato in modo consistente negli ultimi vent'anni e si è avvicinato recentemente al 20% della forza di lavoro corrispondente. D'altro canto, il tasso di disoccupazione della generazione precedente, compresa nella classe di età che va dai 35 ai 60 anni, è rimasto durante tutto il ventennio trascorso ben al di sotto del 5% della forza lavoro. Inoltre, il rapporto tra disoccupazione giovanile (fino a 24 anni) e disoccupazione degli adulti è stato, nel periodo 1970-1985, in media tra i più alti dei paesi sviluppati.

3. Una concentrazione tra i giovani dei periodi di disoccupazione in corso superiori ai sei mesi: circa il 60% della disoccupazione di durata superiore ai sei mesi riguarda i giovani nella classe di età 14-24 anni, una proporzione notevolmente più alta che negli altri paesi sviluppati, dove la disoccupazione di lunga durata è un fenomeno che interessa anche la generazione adulta (cfr. Tabella 1).

4. Una chiara differenza nel livello e nella dinamica della disoccupazione in senso stretto rispetto alla disoccupazione di chi è in cerca di primo lavoro. Per esempio, la disoccupazione in senso stretto è rimasta negli ultimi vent'anni dentro la banda dell'1-2% della forza lavoro. D'altro canto, la disoccupazione di chi cerca primo impiego è passata da circa il 2% agli inizi degli anni settanta a circa il 6% alla fine degli anni ottanta⁵. Inoltre, la disoccupazione di chi cerca primo impiego tende a concentrarsi tra i giovani, dove supera il 12% della forza lavoro giovanile, mentre la disoccupazione in senso stretto è relativamente più importante nella generazione adulta. La combinazione di questo punto con il punto 3. individua nella disoccupazione di chi cerca primo impiego una durata media più elevata che nella disoccupazione in senso stretto.

5. Una crescita dell'occupazione inferiore alla crescita della forza lavoro (cfr. Modigliani-Padoa Schioppa-Rossi [1986]) accompagnata da una contrazione della quota di occupazione dipendente nel manifatturiero leggermente superiore alla media CEE, compensata da una espansione del settore dei servizi personali e sociali, che include il settore pubblico, leggermente superiore alla media CEE (cfr. Brunello-Scaramozzino [1991]). Il gap tra forze di lavoro e occupati è salito da circa 1 milione di unità agli inizi degli anni settanta a circa 3 milioni di unità verso la fine degli anni ottanta. D'altro canto, la quota di lavoratori dipendenti occupata nella Pubblica Amministrazione sul totale dei lavoratori dipendenti è cresciuta in modo costante negli ultimi vent'anni fino a superare il tetto del 15%. Se alla PA si aggiungono le aziende autonome e municipalizzate, l'ENEL e le aziende a PS ma si escludono le Ferrovie dello Stato, l'area pubblica occupava nel 1988 circa il 20% dei lavoratori dipendenti (Cfr. Salvati-Biagioli-Santi (1991), Tavola 5). In termini retributivi, il rapporto tra redditi da lavoro nella PA e nell'industria manifatturiera è declinato negli ultimi anni passando da 125.7 nel 1970 a 111.0 nel 1987, rimanendo tuttavia saldamente sopra il 100 (cfr. Tavola 4 di Salvati et al (1991)).

6. Costi sostanziali di turnover e vincoli notevoli all'aggiustamento dell'occupazione accompagnati all'esistenza di un fondo di integrazione salariale (Cassa Integrazione Guadagni) e ad una certa rigidità del salario reale nell'industria. L'evidenza empirica presentata da Emerson (1988), Lazear (1990) e Bertola (1990) conferma che l'Italia occupa il primo posto tra i paesi sviluppati in termini di misure che garantiscono la sicurezza del posto di lavoro. D'altro canto, le misure disponibili sulla flessibilità del salario reale indicano chiaramente come il nostro paese appartenga al gruppo di paesi in cui il salario reale è relativamente rigido (cfr. Klau-Mittelstadt (1986). Costi di turnover e rigidità in genere non sono indipendenti dalla dimensione di impresa. Per esempio, la normativa sulle procedure di licenziamento individuale non è stata, fino a di recente, applicabile ad imprese con meno di 35 dipendenti (cfr. Bertola (1989)). Data l'importanza relative delle piccole imprese in Italia, ciò è alquanto rilevante.

7. Relativamente alti livelli di organizzazione sindacale caratterizzati da una forte espansione negli anni settanta e da una contrazione negli anni ottanta. Freeman-Blanchflower (1990), nella loro analisi comparata del sindacato, mostrano come il tasso di sindacalizzazione nel nostro paese sia aumentato in modo consistente durante gli anni settanta, passando dal 39 al 51%, e sia quindi diminuito durante gli anni ottanta fino a raggiungere il 45% nel 1987.

I fatti stilizzati elencati sopra indicano chiaramente come una impostazione generazionale del mercato del lavoro possa cogliere *alcuni* elementi significativi della realtà italiana. Distinguiamo a tale proposito tra una generazione "giovane", indicata con il simbolo y e composta da persone in età lavorativa compresa tra i 14 e i 34 anni di età ed una generazione "adulta", indicata con il simbolo a e composta da persone in età lavorativa compresa tra i 35 ed i 64 anni. Questa separazione tra generazioni è, naturalmente, in parte arbitraria. Si è ritenuto, tuttavia, che i 35 anni di età rappresentino bene il limite massimo di accesso alla Pubblica Amministrazione tramite concorso.

⁵ Il tasso di disoccupazione è calcolato considerando come appartenenti alla non forza di lavoro gli "altri disoccupati".

All'eterogeneità tra generazione giovane ed adulta si accompagna l'eterogeneità tra un settore di imprese private esposto alla concorrenza internazionale, ed un settore pubblico protetto, dove valgono spesso regole "politiche" di allocazione delle risorse⁶.

L'elevata e persistente disoccupazione giovanile ed i vantaggi concessi dal settore pubblico ci inducono ad interpretare questo settore come un settore razionato dal lato della domanda e caratterizzato da una consistente coda di ingresso dal lato dell'offerta. Questa interpretazione tiene ovviamente conto del fatto che i differenziali salariali tra pubblico e privato debbono essere integrati con una minore intensità media di lavoro (sia in termini di orario che di efficienza) e con la certezza dell'occupazione a vita che caratterizzano il settore pubblico⁷.

Un'ulteriore indicazione fornita dai fatti stilizzati, ed in particolare dagli alti costi di turnover nell'industria e dall'elevato livello di sindacalizzazione, è l'esistenza di "rent-sharing" da parte dei lavoratori adulti occupati nelle imprese private. In tali imprese il meccanismo di determinazione del salario è quindi di tipo non competitivo e riflette la logica dei modelli insider-outsider (cfr. Nickell [1990] per una recente rassegna).

Queste scelte interpretative condizionano la struttura del modello e generano delle interessanti implicazioni di politica economica. Per anticipare, avremo, per esempio, che la politica dei salari e dell'occupazione pubblica ha un effetto sostanziale sulla struttura del salario e dell'occupazione privata e totale *anche nel lungo periodo* in quanto tale politica incide direttamente sull'offerta di lavoro che i giovani fanno ai vari settori dell'economia.

Un'altra caratteristica del modello è la presenza di rendite godute dai lavoratori del pubblico impiego, a cui si accompagnano le rendite godute da una "aristocrazia operaia ed impiegatizia" rappresentata dal sindacato. Attorno a queste situazioni di rendita sono posizionati in prevalenza giovani in cerca di prima occupazione, giovani ed adulti che operano come lavoratori indipendenti, adulti estromessi dal processo produttivo ed in cerca di nuova occupazione e giovani ed adulti che operano come lavoratori dipendenti senza per questo aver acquisito i "seniority rights" che li rendono parte del gruppo di insiders.

LA STRUTTURA LOGICA DEL MODELLO

L'economia che immaginiamo si trova in equilibrio di lungo periodo che può essere stazionario o in crescita bilanciata. Nel settore privato, tale economia è composta di imprese tutte eguali fra loro che utilizzano, tra i fattori di produzione, il monte ore lavorato, cioè il prodotto delle ore contrattuali h e di un fattore composito, l'occupazione N_p . Nel breve periodo, non descritto esplicitamente, l'orario di fatto si scosta dall'orario contrattuale ma nel lungo periodo le due variabili coincidono.

Nel lungo periodo le ore per addetto h sono trattate come esogene. Un'importante conseguenza di questa assunzione è che le decisioni di offerta sono essenzialmente delle decisioni di partecipazione (cfr. Deaton-Muellbauer [1980]). In sostanza, ciò equivale all'assunzione che le ore per addetto siano determinate in primo luogo dal quadro istituzionale in cui l'economia si trova ad operare. Tale quadro ovviamente varia nel lungo periodo ma rimane sullo sfondo della specificazione del modello⁸.

L'occupazione nel privato N_p è un aggregato che include tra i suoi componenti gli occupati dipendenti ed indipendenti nelle due classi di età, i giovani e gli adulti. Immaginiamo ogni singola impresa privata come un'unità verticalmente integrata che include sia il lavoro dipendente dello/gli stabilimento/i principale/i e dell'indotto sia i servizi resi all'impresa sia la distribuzione del prodotto finale. Ciò implica che ciascuna impresa "occupa" sia lavoratori dipendenti (giovani e adulti) sia lavoratori indipendenti (giovani e adulti). I quattro "fattori lavoro" appena elencati non sono perfetti sostituti. È anzi possibile che esistano relazioni di complementarità tra coppie di fattori. Quindi che la composizione di N_p è una funzione dei salari relativi.

La composizione di N_p è separabile dagli altri fattori di produzione, che includono lo stock di capitale, le materie prime ed i beni intermedi. L'assunzione di separabilità implica che la composizione dell'aggregato occupazionale nel settore privato è indipendente dai prezzi degli altri fattori di produzione. Ciò consente di immaginare la scelta dei fattori produttivi in due stadi. Nel primo stadio, non trattato esplicitamente in questo lavoro, vengono scelti lo stock di capitale, il livello totale di occupazione e così via. Nel secondo stadio, qui considerato, viene scelta la composizione dell'occupazione nei quattro "sottofattori" mentre rimangono costanti sia lo stock di capitale che il livello di occupazione.

⁶ Questa distinzione tra pubblico e privato non coglie altre importanti differenze, come per esempio il diverso grado di esposizione alla concorrenza internazionale dell'industria e dei servizi.

⁷ A ciò si potrebbe aggiungere la possibilità di svolgere altre attività più o meno legalmente dichiarate. L'esempio, riportato recentemente dai quotidiani nazionali, dell'industria delle ripetizioni in cui sono "occupati" molti insegnanti è solo uno nel vasto arcipelago del pubblico impiego italiano.

⁸ Una giustificazione dell'assunzione appena fatta è data dal fatto che in Italia la distribuzione delle ore lavorate sia per gli uomini che per le donne è fortemente concentrata attorno alla moda. Si vedano i lavori di Colombino-Del Boca [1990] e Rettore [1990].

Il lato della domanda è completato dall'esistenza di un'altra "impresa", la Pubblica Amministrazione, che opera con criteri diversi da quelli dell'impresa privata. Tali criteri non sono specificati in questo lavoro, ed i risultati delle regole di decisione che caratterizzano la PA sono riassunti nel profilo dei salari pubblici (per i giovani e per gli adulti) e nel livello di occupazione pubblica per generazione. Queste variabili sono trattate come esogene in quanto segue.

Si noti quindi come si preveda sia eterogeneità dal lato della domanda, nel senso che esistono due tipi di imprese e quattro tipi di fattore lavoro, sia eterogeneità dal lato dell'offerta, nel senso che esistono due diverse generazioni di lavoratori.

L'offerta di lavoro, come indicato sopra, è in effetti una decisione di partecipazione. Qui distinguiamo in modo alquanto radicale tra giovani ed adulti. Per quanto riguarda quest'ultimi, si assume che essi manifestino, nel lungo periodo, un forte attaccamento alla forza di lavoro. Per quanto riguarda i giovani, invece, la decisione di partecipazione viene modellata esplicitamente come scelta tra accesso immediato al settore privato ed accesso futuro nel settore privato o nel settore pubblico. Il prezzo dell'accesso futuro è la permanenza per un periodo tra i disoccupati in cerca di prima occupazione⁹. Il vantaggio relativo è dato sia dalla possibilità di entrare nel settore pubblico che dall'opportunità di localizzare nel settore privato un lavoro più rispondente alle proprie caratteristiche.

Questa caratteristica della ricerca del primo impiego la distingue dalla disoccupazione in senso stretto, che riguarda soprattutto gli adulti e che, nel lungo periodo, è costituita sia da aspetti frizionali e strutturali che da fenomeni di razionamento. Mettiamo in risalto questa differenza includendo la ricerca di prima occupazione nella non forza di lavoro. Ciò ovviamente non vuol dire che chi cerca primo impiego non cerchi attivamente lavoro. Vuol dire soltanto che le caratteristiche di questa attività di ricerca sono tali da precludere un accesso immediato all'occupazione, sia essa nel settore pubblico o nel settore privato.

La non forza di lavoro è calcolata al lordo degli "altri disoccupati", in armonia con la definizione del Bureau of Labor Statistics americano. Ciò implica in sostanza che, ai fini del presente modello, consideriamo disoccupati soltanto i disoccupati in senso stretto, congruamente aumentati con gli equivalenti in occupati delle ore totali autorizzate di Cassa Integrazione Guadagni. Per i giovani, la disoccupazione così ridefinita è data, nel lungo periodo, dal turnover volontario indotto da fenomeni di "job shopping" e di "mismatch". Nel breve periodo, una parte della disoccupazione osservata contiene componenti cicliche non esplicitate nel modello. Per gli adulti, invece, la disoccupazione include la CIG e la disoccupazione indotta da comportamenti non competitivi nella determinazione del salario. Anche in questo caso, ci sarà una componente ciclica (inclusiva della CIG ordinaria) che non viene esplicitata direttamente nelle equazioni del modello.

Si sottolinea come questa riclassificazione della disoccupazione abbia, tra l'altro, il fine di riprodurre in una logica leggermente diversa la separazione tra disoccupazione di lunga e di breve durata che caratterizza la modellistica recente sulla dinamica della disoccupazione in Europa (Layard-Nickell-Jackman [1991]). Questa distinzione è essenziale per l'analisi dei fattori che determinano la dinamica salariale, in quanto la disoccupazione di lunga durata è spesso considerata come ininfluenza sulla crescita delle retribuzioni. Nel nostro caso, l'associazione della disoccupazione di lunga durata con la ricerca del primo impiego ha il fine di sottolineare come quest'ultima caratterizzi essenzialmente "outsiders", che non hanno molta influenza sulla pressione salariale aggregata.

Gli elementi non competitivi del modello sono quindi la politica dell'occupazione e del salario pubblico ed il comportamento degli "insiders" nel settore privato. Definiamo "insiders" i lavoratori adulti occupati come dipendenti. Questa definizione ci consente di individuare due tipi diversi di "outsiders". Il primo tipo, introdotto in precedenza, riguarda coloro che sono alla ricerca di prima occupazione. Ai fini di questo lavoro, il secondo tipo include, in linea di principio, i giovani dipendenti, che non hanno ancora maturato sufficiente esperienza di lavoro e, tra i lavoratori adulti, i disoccupati. La presenza di una riserva di disoccupati adulti è importante in quanto esclude che il passaggio generazionale da giovane ad adulto coincida con il passaggio da "outsider" a "insider".

A questi elementi non competitivi si affiancano elementi competitivi, che riguardano il lavoro autonomo di entrambe le generazioni ed il lavoro dipendente giovanile. In entrambi i casi i salari e l'occupazione sono determinati dall'incrocio di domanda e offerta. Per i giovani dipendenti, ciò può essere motivato con il fatto che, in quanto "outsiders", non hanno ancora maturato il potere contrattuale necessario per estrarre rendite dalle imprese¹⁰.

Prima di passare alla descrizione del modello vero e proprio nelle sue singole componenti, è opportuno spendere un pò di spazio per illustrare le definizioni di disoccupazione adottate nel testo, che contrastano chiaramente con quelle ufficiali. Come mostrano le Figure 1 e 2, la nostra riclassificazione dei disoccupati ha l'ovvia conseguenza di ridurre in modo sostanziale il tasso di disoccupazione; per i giovani, in particolare, il tasso passa da circa il 20% a circa il 5%. Nel

⁹ Le caratteristiche dei concorsi pubblici italiani sono ben evidenziate nel seguente brano: "...Una recente ricerca del Censis ha analizzato quasi 800 concorsi banditi da ministeri ed enti pubblici tra il 1983 e il 1986. È risultato che la durata media dei concorsi è di tre anni e che la durata è tanto più lunga quanto più alto è il numero dei concorrenti e quanti più bassi sono i livelli di inquadramento..." (Salvati et al (1991), pagina 32).

¹⁰ Una più dettagliata discussione di questo aspetto del modello è rinviata alla fine del paragrafo 6.

caso degli adulti, la riduzione del tasso di disoccupazione è evitata dal fatto che attribuiamo agli adulti l'equivalente in occupati delle ore autorizzate di Cassa Integrazione Guadagni.

IL LATO DELLA DOMANDA. LE IMPRESE PRIVATE

Il settore privato è composto da imprese monopolistiche tutte eguali, ognuna delle quali adotta una funzione di produzione a rendimenti costanti di scala debolmente separabile in alcuni degli inputs. In questo paragrafo descriviamo il sottosistema che definisce la composizione del fattore occupazione N_p nei suoi quattro componenti. Definiamo

$$N_p = N_d^y + N_d^a + N_a^y + N_a^a \quad (1)$$

dove N_d^y e N_d^a sono rispettivamente l'occupazione dipendente giovane ed adulta e N_a^y e N_a^a sono l'occupazione autonoma giovane ed adulta. Il salario lordo aggregato Wl è ottenuto mediante una funzione di aggregazione dei singoli salari lordi Wl_i , definiti come segue: Wl_d^y e Wl_a^y sono i salari lordi dei giovani dipendenti e autonomi e Wl_d^a e Wl_a^a sono i salari lordi degli adulti dipendenti e autonomi¹¹. La funzione di aggregazione che genera il salario aggregato Wl è data da una funzione di costo di tipo Cobb Douglas

$$C = \Phi (Wl_d^y)^\beta (Wl_d^a)^\gamma (Wl_a^y)^\delta (Wl_a^a)^\eta N_p^\nu \quad (2)$$

dove C è il costo totale, Φ è una costante, $\eta = 1 - \beta - \gamma - \delta$ in quanto la funzione di costo è omogenea di primo grado nei prezzi dei fattori e $\nu = 1$ per la proprietà dei rendimenti costanti di scala. Applicando il lemma di Shephard e usando, d'ora in poi, lettere minuscole per i logaritmi di una variabile, otteniamo le seguenti quattro equazioni di domanda di lavoro

$$n_d^y - n_p = \Phi_0 + \gamma(wl_d^a - wl_d^y) + \delta(wl_a^y - wl_d^y) + \eta(wl_a^a - wl_d^y) \quad (3)$$

$$n_d^a - n_p = \Phi_1 + \beta(wl_d^y - wl_d^a) + \delta(wl_a^y - wl_d^a) + \eta(wl_a^a - wl_d^a) \quad (4)$$

$$n_a^y - n_p = \Phi_2 + \beta(wl_d^y - wl_a^y) + \delta(wl_d^a - wl_a^y) + \eta(wl_a^a - wl_a^y) \quad (5)$$

$$n_a^a - n_p = \Phi_3 + \beta(wl_d^y - wl_a^a) + \delta(wl_d^a - wl_a^a) + \eta(wl_a^y - wl_a^a) \quad (6)$$

Si noti come le quote di domanda di lavoro dipendano ognuna da tre prezzi relativi¹². La direzione e l'intensità degli effetti delle variazioni dei salari lordi relativi sulla composizione dell'occupazione domandata dipendono dai coefficienti Φ , β , γ ed η . Questi coefficienti possono in parte riflettere il livello di cooperazione tra fattori produttivi. Se per esempio gli adulti dipendenti possiedono del capitale umano specifico che possono trasmettere ai dipendenti giovani tramite "on the job training", si possono facilmente specificare delle condizioni che inducono gli adulti ad usare questo "vantaggio in modo strategico, per esempio al fine di ridurre il grado di sostituibilità tra adulti e giovani: più bassa è tale sostituibilità, minori sono gli effetti sull'occupazione degli adulti dipendenti di un incremento del loro salario relativo (cfr. Lindbeck-Snower [1987]).

La relazione tra i salari lordi Wl_i , che entrano nelle funzioni di domanda, ed i salari netti W_i , che entrano nelle funzioni di offerta, è data dalle seguenti relazioni contabili

$$Wl_i^j = W_i^j (1 + OS_i^j + TAX_i^j) \quad (7)$$

per $i = d, a$ e $j = y, a$, dove OS e TAX sono rispettivamente gli oneri sociali e l'aliquota fiscale media per classe di età e tipo di lavoro svolto.

¹¹ I salari lordi sono deflazionati con l'indice dei prezzi all'ingrosso.

¹² Definiamo $\Phi_0 = \log \beta \Phi$, $\Phi_1 = \log \gamma \Phi$, $\Phi_2 = \log \delta \Phi$, $\Phi_3 = \log \eta \Phi$.

LA DECISIONE DI PARTECIPAZIONE DEI GIOVANI

Prima di affrontare la specificazione della decisione di partecipazione dei giovani al mercato del lavoro, è opportuno cominciare da alcune relazioni contabili. Definiamo FP_y come la forza lavoro nel settore privato e D_s^y come la disoccupazione giovanile in senso stretto. Avremo innanzitutto

$$FP_y = N_a^y + N_a^y + D_s^y \quad (8)$$

Nel breve periodo la disoccupazione in senso stretto D_s^y dipende dall'andamento ciclico dell'economia. Nel lungo periodo, tuttavia, possiamo pensare che una frazione dell'occupazione dipendente giovanile transiti per la disoccupazione in seguito a fenomeni di "mismatch" o di "off the job search". Variazioni nell'intensità del "mismatch" o nell'intensità della ricerca di un nuovo lavoro possono generare fenomeni di trend cosicché la frazione di disoccupati $\frac{D_s^y}{N_a^y}$ non è necessariamente costante.

Dalla definizione di FP_y è possibile risalire alla forza lavoro in senso tradizionale F_y aggiungendo a FP_y l'occupazione pubblica N_g^y

$$F_y = FP_y + N_g^y \quad (9)$$

La distinzione tra FP e F risponde al fatto che desideriamo modellare la decisione di partecipazione *ex-ante* come una scelta tra FP e non forza lavoro inclusiva della disoccupazione in cerca di primo impiego. La non forza lavoro giovanile, NF_y , è quindi definita dalla seguente relazione

$$NF_y = D_a^y + D_l^y + NN_y \quad (10)$$

dove D_a^y e D_l^y sono rispettivamente gli "altri disoccupati" giovani e i disoccupati in cerca di primo impiego e NN_y è la non forza lavoro in senso stretto, che corrisponde alla definizione adottata dall'ISTAT. Si noti che, nel lungo periodo, gli effetti "lavoratore aggiunto" e "lavoratore scoraggiato", che sono degli effetti tipicamente legati al ciclo economico, non compaiono esplicitamente data la loro natura di breve periodo.

Ci sembra ragionevole assumere¹³ che gli altri disoccupati e la non forza lavoro in senso stretto siano proporzionali, nel lungo periodo, alla popolazione in età lavorativa giovanile P_y e quindi che

$$D_a^y + NN_y = \gamma P_y \quad (11)$$

Ciò, insieme alla relazione definitoria

$$NF_y = P_y - F_y \quad (12)$$

implica che la disoccupazione in cerca di primo impiego sia ottenuta come residuo dalla seguente relazione

$$D_l^y = P_y(1 - \gamma) - F_y \quad (13)$$

Risulta apparente dalle relazioni (8)-(13) come la sequenza logica di determinazione delle variabili sia la seguente: un qualche meccanismo economico, come quello specificato nelle pagine seguenti, determina FP_y , la forza di lavoro privata.

¹³ Quest'ipotesi è simile, ad esempio, a quella della versione più recente del modello della Banca d'Italia.

Nota FP_y , e data l'occupazione pubblica N_g^y , è possibile determinare la forza di lavoro giovanile F_y e la dimensione della coda di accesso al pubblico impiego D_i^y (P_y è esogena).

La determinazione di FP_y è divisa in due stadi. Nel primo stadio si determina la partecipazione individuale, che è una variabile qualitativa che assume il valore 1 se l'individuo i -esimo partecipa e 0 altrimenti. Nel secondo stadio le decisioni individuali sono aggregate tramite una funzione di aggregazione nella frequenza relativa $ffp_y = \frac{FP_y}{P_y}$.

La decisione di partecipazione individuale è abbozzata nello Schema 1 alla fine di questo lavoro. Si suppone che ciascun giovane viva per quattro periodi: un periodo preliminare t , in cui sceglie se partecipare subito o non partecipare, un primo periodo $t + 1$, in cui è occupato, disoccupato o non forza di lavoro, un secondo periodo $t + 2$, in cui avviene il passaggio generazionale da giovane ad adulto ed un terzo periodo, $t + 3$, in cui si ritira dal mercato del lavoro. Ovviamente, questo schema ha fini meramente illustrativi e può essere alterato a piacere.

Nella fase preliminare ogni giovane in età lavorativa sceglie tra l'accesso immediato al settore privato, dove può essere occupato come lavoratore autonomo o dipendente e successivamente diventare disoccupato in senso stretto, e un periodo di "parcheggio" tra le non forze di lavoro, durante il quale far la coda all'ingresso nel pubblico impiego o cercare nel settore privato un lavoro più adeguato alle proprie caratteristiche. Per quanto riguarda l'accesso al settore pubblico, la necessità di transitare nel "parcheggio" o nella "coda" può essere motivata sia come il risultato di un razionamento esistente sia come la conseguenza di costi di ricerca e di partecipazione a concorsi pubblici che rendono tale accesso meno probabile per chi sceglie di partecipare subito al settore privato. Nel primo caso potremmo definire lo stato di disoccupazione come involontario, mentre nel secondo caso la disoccupazione è volontaria. Ai fini di questo lavoro, riteniamo che la distinzione tra disoccupazione volontaria ed involontaria sia talmente ambigua da sconsigliarne l'uso. Per quanto riguarda invece l'accesso ad un lavoro adeguato nel settore privato, si presume che esista un *mismatch* consistente tra offerta e domanda, sia a livello di professionalità diverse che per aree territoriali diverse.

La scelta di "parcheggiare" al di fuori del mercato del lavoro privato può essere motivata più in dettaglio come segue:

- a. l'occupazione temporanea ed immediata nel settore privato è un segnale della produttività del lavoratore, che può essere usato da futuri datori di lavoro (cfr. McCormick (1990)). Mentre non ci sembra che il datore di lavoro pubblico in Italia utilizzi questo tipo di segnali di produttività nella fase concorsuale, è probabile che questa informazione sia utilizzata nei porti di accesso all'occupazione nel settore privato.
- b. il mismatch tra l'area di provenienza dei giovani in cerca di primo impiego e l'area in cui sono prevalentemente localizzate le imprese private. Si pensi, per esempio, ai costi sia monetari che non monetari della mobilità che un giovane campano deve sostenere per lavorare a Milano in attesa di un lavoro pubblico o di un lavoro privato adeguato nella sua area di provenienza. Oppure si pensi al sostegno che il mercato del lavoro illegale in certe aree del Sud fornisce al reddito di disoccupazione, con il conseguente scoraggiamento della mobilità territoriale.
- c. il mismatch in termini di capitale umano offerto e domandato. Per fare un altro esempio, la disutilità che una giovane laureata deriva dal lavorare temporaneamente nel settore privato in un'occupazione scarsamente qualificata può essere tale da scoraggiare la partecipazione, anche se temporanea, se la probabilità di accedere al settore pubblico o ad un lavoro qualificato nel settore privato è significativamente diversa da zero.

I punti b. e c. sembrano essere di gran lunga più importanti nel contesto italiano della presunta differenza nella probabilità di trovare un impiego pubblico od un adeguato impiego nel privato che deriva dal partecipare o dal non partecipare. Entrambi i punti sottolineano l'importanza delle preferenze individuali, dei costi di aggiustamento (tra aree diverse e tra qualifiche diverse) e di aspetti istituzionali, tutti fattori scarsamente riducibili a mere differenze nella tecnologia della ricerca del posto di lavoro pubblico. D'altro canto, essi implicano anche l'esistenza di sostanziale eterogeneità nei comportamenti dei giovani che entrano nel mercato del lavoro.

Nel periodo successivo a quello di entrata, i giovani che sono rimasti in coda tra la non forza di lavoro si ripartiscono nei tre stati possibili, l'occupazione pubblica, la partecipazione al settore privato e la permanenza indefinita tra la non forza lavoro. Per semplicità considereremo queste transizioni tra stati come definitive. Si noti tuttavia che ciò non esclude affatto che ci sia sostanziale mobilità all'interno del settore privato tra lavoro autonomo, lavoro dipendente e disoccupazione in senso stretto.

Dato lo schema di riferimento logico appena accennato, la decisione di partecipare al settore privato è basata sul principio dell'utilità di riserva U^* , che dipende non solo dai vantaggi correnti di partecipare e non partecipare ma anche dai vantaggi futuri attesi. In base a tale principio, la partecipazione al settore privato avverrà se l'utilità attesa dal partecipare è superiore all'utilità di riserva.

Definiamo le seguenti variabili

U_{nft}^y = utilità dei giovani che non partecipano al tempo

U_{gt}^y = utilità dei giovani che sono occupati nel pubblico impiego al tempo

U_{fpt}^y = utilità dei giovani che partecipano al settore privato al tempo

P_g = probabilità di passare da non forza lavoro a pubblico impiego

P_i = probabilità di passare da non forza lavoro al settore privato

u = flusso costante di utilità che deriva dal non partecipare

u_p = flusso di utilità che deriva dal partecipare al settore privato.

L'utilità (attesa), espressa in termini di "asset value"¹⁴, di rimanere tra la non forza lavoro al tempo t è data da

$$U_{nft}^y = u + [P_g(U_{gt+1}^y - U_{nft+1}^y) + P_i(U_{fpt+1}^y - U_{nft+1}^y) + U_{nft+1}^y] \quad (14)$$

dove il fattore di sconto è per semplicità eguale a uno. Il primo elemento del termine di destra indica il dividendo corrente mentre il secondo termine tra parentesi quadre indica il guadagno in conto capitale che deriva dal possibile cambio di stato.

D'altro canto, l'utilità attesa di accedere immediatamente al settore privato è data da

$$U_{fpt}^y = u_{pt} + U_{fpt+1}^y \quad (15)$$

L'utilità di riserva può quindi essere definita, per ogni istante t , dalla seguente eguaglianza

$$U_{nft}^y = U_{fpt}^y \quad (16)$$

Usando la (16) nella (14) abbiamo

$$U^* = u + [P_g(U_{gt+1}^y - U_{nft+1}^y) + U_{nft+1}^y] \quad (17)$$

dove U^* indica l'utilità di riserva. Prendendo come riferimento lo Schema 1, possiamo esplicitare ulteriormente la (17) definendo

$$U_{gt+1}^y = u_{gt+1}^y + U_{gt+2}^a \quad (18)$$

dove u_{gt+1}^y è il flusso di utilità che deriva ai giovani dall'impiego pubblico al tempo $t + 1$,

$$U_{gt+2}^a = u_{gt+2}^a + R \quad (19)$$

dove R sono i benefici pensionistici (esogeni),

$$U_{nft+1}^a = u + [P_g(U_{gt+2}^a - U_{nft+2}^a) + U_{nft+2}^a] \quad (20)$$

¹⁴ Cfr. Diamond [1982].

che corrisponde alla (14) per il periodo $t + 1$ quando la (16) è valida, ed infine

$$U_{nft+2}^a = u + R \quad (21)$$

Abbiamo assunto che sia le probabilità di transizione tra stati che i flussi di utilità che derivano dal non partecipare siano indipendenti dal tempo. Nel primo caso, ciò corrisponde all'idea che, nell'equilibrio di lungo periodo, le probabilità di transizione markoviane siano stazionarie. Nel secondo caso, si tratta di una comoda semplificazione di marginale importanza. Usando le definizioni (18), (19), (20) e (21) nella (17) si ottiene una funzione dell'utilità di riserva, che dipende, tra l'altro, dai salari correnti e futuri di giovani e adulti occupati nel pubblico impiego, e dalla probabilità che coloro che parcheggiano al di fuori della forza lavoro siano assunti dallo Stato.

La relazione che intercorre tra i salari pubblici per generazione è la seguente

$$W_{g,t+2}^a = W_{g,t+1}^a(1 + g)$$

dove W_g è il salario netto nel pubblico impiego. In altri termini, assumiamo che il governo fissi un salario orario unico per i suoi dipendenti, e che tale salario cresca al tasso g con l'anzianità di servizio.

Assumendo che, nel lungo periodo, i valori attesi coincidano con quelli osservati, che il flusso u sia eguale a zero, e trascurando per il momento sia le ore lavorate che il reddito non da lavoro, possiamo scrivere in modo generale l'utilità di riserva come segue

$$U^* = h(P_g, R, W_g^y, g) \quad (22)$$

dove h è una forma funzionale da specificare¹⁵.

A questo punto, nota la decisione di partecipazione individuale, siamo in grado di passare alla seconda parte del problema, la determinazione della frequenza relativa ffp_y . Un'ovvia possibilità è data dall'ipotesi che tutti gli individui che appartengono alla giovane generazione siano identici. Ciò consente di procedere usando per l'aggregato la decisione di partecipazione dell'individuo rappresentativo. La conseguenza è, tuttavia, che ffp_y può assumere solo i valori 0 ed 1: o nessuno partecipa o tutti partecipano. Tale conseguenza può essere evitata se si utilizza l'ipotesi, cara alle teorie del ciclo economico reale, che esistano delle "lotterie di partecipazione" (Cfr. Hansen (1985)). L'alternativa all'agente rappresentativo, opportunamente "randomizzato", consiste nell'accettare la possibilità (peraltro molto più realistica) che l'utilità che deriva ai giovani dal partecipare subito vari secondo una componente stocastica di tipo idiosincratice. In particolare, definiamo con U_{fpy}^i l'utilità che l'individuo i -esimo deriva dal partecipare subito alla forza lavoro privata. Ne consegue che l'individuo i -esimo partecipa se $U_{fp}^{yi} > U^*$, dove U^* è definita dalla (22) e $U_{fpy}^i = U_{fpy} + \varepsilon^i$. Se ε è distribuita secondo la funzione Φ , avremo che

$$ffp_y = 1 - \Phi(U^*, U_{fpy}) \quad (23)$$

La forma esplicita dell'equazione (24) dipende sia dalla funzione di utilità individuale che dalla funzione di distribuzione delle componenti idiosincratice. La posizione della funzione Φ dipende dall'utilità *media* offerta nel settore privato, U_{fpy} .

¹⁵ Un esempio basato sull'uso di una forma funzionale esplicita per la funzione di utilità nel settore pubblico al tempo t è il seguente. Sia u_g data da

$$u_g = A \ln(W_g H_g + Y_g) + B \ln(T - H_g)$$

dove H_g sono le ore lavorate nel settore pubblico, Y_g è il reddito non da lavoro nel settore pubblico, T è il tempo disponibile ed A e B sono delle costanti. In altri termini, consideriamo la struttura delle preferenze che sta alla base del ben noto Sistema Lineare di Spesa (LES). Se le ore lavorate sono costanti, il reddito non da lavoro cresce allo stesso tasso g dei salari e la struttura temporale è quella delineata nello Schema 1, è possibile mostrare come l'utilità di riserva U^* , definita nella (23), sia data dalla seguente espressione

$$U^* = R + P_g[2 + (1 - P_g)]u_g + AP_g[3 + 2(1 - P_g)]g$$

Se, per esempio, dati i fattori idiosincratici, il salario medio giovanile nel settore privato aumenta, la frazione di giovani che desidera partecipare subito al settore privato aumenta, a parità di condizioni offerte nel settore pubblico. La funzione Φ si sposta verso sinistra. Dalla combinazione di (22) e (23) emerge la funzione implicita che descrive la decisione di partecipazione

$$U^* = f\left(P_g, \frac{W_g^y}{W_p^y}, \Delta g\right) \quad (24)$$

dove W_p^y è il salario medio atteso giovanile nel settore privato e Δg è il differenziale tra tasso di crescita inter-generazionale dei salari pubblici e dei salari privati.

Nell'equazione (24) la variabile W_g^y è considerata come esogena. La probabilità di accedere al settore pubblico è, invece, modellata esplicitamente come segue

$$P_g = f\left(\frac{N_g^y}{P_y}\right) \quad (25)$$

cioè, la probabilità di accesso alla Pubblica Amministrazione è specificata come una funzione crescente nella quota di occupazione N_g^y sulla popolazione giovanile.

I giovani che decidono di partecipare scelgono tra lavoro dipendente e lavoro autonomo. I flussi tra i due tipi di lavoro e all'interno di ciascun tipo di lavoro (ad esempio tra imprese che occupano lavoratori dipendenti) generano percorsi che passano per lo stato di disoccupazione D_s^y . La scelta tra i due tipi di lavoro può essere descritta in modo analogo alla scelta di partecipare. Anche in questo caso la forma esplicita delle funzioni di offerta di lavoro giovanile richiede che vengano specificate sia la funzione di utilità che la funzione di ripartizione che caratterizza il processo di aggregazione di decisioni individuali. Invece di seguire questa strada sulla falsariga di quanto fatto per la decisione di partecipazione, prendiamo una scorciatoia e specifichiamo l'offerta di lavoro dipendente ed autonomo come funzioni implicite dei prezzi relativi (salari correnti e futuri attesi dei dipendenti e degli autonomi, inclusi i redditi della disoccupazione in senso stretto) e di una variabile di "reddito", l'utilità di riserva U^{*16} .

Possiamo innanzitutto definire il rapporto di lungo periodo tra disoccupazione in senso stretto ed occupazione come segue

$$\frac{D_s^y}{N_d^y} = \sigma_0 + \sigma_1 TREND \quad (26)$$

dove $TREND$ riflette variazioni nel "mismatch" o nell'efficienza del processo di "search". Definiamo inoltre con N_{ds}^y l'offerta dei giovani come lavoratori dipendenti e con N_{as}^y l'offerta dei giovani come lavoratori autonomi. È chiaro che, data la forza di lavoro privata e la relazione (26), l'offerta di lavoro degli autonomi è determinata come residuo una volta nota l'offerta di lavoratori dipendenti.

Con queste premesse, siamo in grado di scrivere in modo alquanto generale la seguente funzione di offerta

$$N_{ds}^y = N\left(\frac{W_d^y}{W_a^y}, \frac{W_d^a}{W_a^a}, U^*, B_a, TD_y, TD_a, R\right) \quad (27)$$

dove B_a è il reddito dei disoccupati adulti, specificato più avanti, TD_y e TD_a sono rispettivamente i tassi di disoccupazione in senso stretto dei giovani e degli anziani. L'inclusione dei benefici pensionistici medi è dettata dal fatto che il trattamento pensionistico varia in modo considerevole per i dipendenti e gli autonomi.

¹⁶ Si rimanda il lettore a Bernanke [1986] per una simile formulazione dell'offerta di lavoro.

La scelta dei giovani tra diverse occupazioni nel settore privato è una funzione non solo dei salari correnti ma anche dei salari (attesi) futuri. Una misura, peraltro imperfetta, di queste aspettative è il livello corrente dei salari degli adulti. L'inclusione dei tassi di disoccupazione in senso stretto dei giovani e degli adulti è dovuta invece al fatto che il profilo dei redditi correnti e futuri include anche la possibilità di essere disoccupati. Anche in questo caso, i valori correnti dei tassi di disoccupazione sono inclusi come una misura dei valori attesi futuri. Se la disoccupazione è considerata esclusivamente un fenomeno che riguarda il lavoro dipendente, l'implicazione interessante è che i tassi TD_y e TD_a assumono un segno negativo nell'offerta di lavoro dipendente ed un segno positivo nella speculare offerta di lavoro autonomo¹⁷. Infine, le offerte di lavoro dipendono soltanto dal reddito da disoccupazione degli adulti perchè si è assunto, in linea con gli aspetti istituzionali italiani, che tale reddito sia vicino a zero nel caso dei giovani.

Completiamo la discussione dell'offerta di lavoro giovanile con un esempio e con una discussione di alcune implicazioni per la politica economica. L'esempio consiste nella seguente approssimazione logaritmica della (27)

$$n_{ds}^y - fp_y = \alpha_0 + \alpha_1(w_d^y - w_a^y) + \alpha_2(w_d^a - w_a^a) - \alpha_3td_y - \alpha_4td_a + \alpha_5b_a + \alpha_6rp \quad (28)$$

dove rp è il logaritmo dei benefici pensionistici medi. Il salario di equilibrio dei giovani dipendenti è dato dall'eguaglianza della domanda (3) e dell'offerta (28). Poichè tale salario è una funzione decrescente della forza di lavoro privata giovanile FP_y , un incremento del salario e/o dell'occupazione pubblica che aumentano U^* hanno come conseguenza di prima istanza un incremento di W_d^y ed una contrazione di N_d^y . Le conseguenze di seconda istanza possono essere illustrate, tuttavia, solo dopo aver chiarito le interrelazioni che esistono tra salari dei dipendenti giovani e salari dei lavoratori adulti.

L'OFFERTA DI LAVORO DEGLI ADULTI

In contrasto con la generazione giovanile, si assume che la generazione adulta manifesti un attaccamento permanente alla forza di lavoro almeno fino al momento del ritiro definitivo (pensionamento), che non viene qui esplicitamente modellato. Le relazioni contabili che caratterizzano la forza di lavoro adulta sono le seguenti

$$F_a = N_d^a + N_a^a + N_g^a + D_s^a \quad (29)$$

dove F_a è la forza lavoro adulta e D_s^a è la disoccupazione in senso stretto. Assumiamo che esista un tasso esogeno di attrito della forza lavoro ψ tale per cui

$$F_a = (1 - \psi)P_a \quad (30)$$

Ciò implica che la non forza di lavoro NF_a sia una frazione costante della popolazione adulta P_a e quindi che

$$NF_a = \psi P_a \quad (31)$$

La disoccupazione degli adulti include anche gli "occupati equivalenti" delle ore autorizzate della Cassa Integrazione Guadagni, sia ordinaria che straordinaria. Data l'impossibilità di ripartire le ore autorizzate di CIG tra giovani e agli adulti, siamo costretti ad assumere che tutta la CIG autorizzata riguardi gli adulti.

Definiamo inoltre L_a , la forza di lavoro adulta che opera nel settore dipendente, come segue

$$L_a = N_d^a + D_s^a \quad (32)$$

¹⁷ L'assunzione che gli autonomi sono sempre occupati si basa sul presupposto che non esistano rendimenti crescenti di scala dovuti a sunk costs. Per una discussione si veda Weitzman (1982).

Ciò equivale ad assumere che la disoccupazione in senso stretto degli adulti sia un fenomeno che coinvolge esclusivamente i lavoratori dipendenti. Dopotutto, la CIG esclude gli autonomi e meccanismi di razionamento esistono solo per il lavoro dipendente. Inoltre, gli autonomi adulti hanno acquisito un bagaglio professionale sufficiente da poter transitare tra diverse occupazioni indipendenti senza dover passare per la disoccupazione.

Data l'assenza di una decisione di partecipazione, l'offerta di lavoro autonomo degli adulti è data semplicemente da

$$N_{as}^a = N \left(\frac{W_d^a}{W_a^a}, B_a, TD_a, F_a \right), R \quad (33)$$

dove B_a , il reddito derivante dalla disoccupazione, è dato da

$$B_a = 0.8W_d^a \frac{NOCIG}{D_s^a} \quad (34)$$

NOCIG è l'equivalente in persone delle ore autorizzate di CIG e 0.8 è la percentuale del salario pagata dall'ente previdenziale ai lavoratori in CIG.

DETERMINAZIONE DEL SALARIO: I GIOVANI

Per i giovani, la determinazione del salario dei dipendenti e degli autonomi è data semplicemente dall'eguaglianza di domanda e di offerta. Si noti come la domanda di lavoro sia una funzione dei salari lordi mentre l'offerta sia invece una funzione dei salari netti. Definendo con Ω il (logaritmo del) cuneo fiscale, avremo i seguenti salari di equilibrio

$$w_a^y = w(n_p, fp_y, w_d^y, w_a^a, w_d^a, b_a, \Omega, td_y, td_a, rp) \quad (35)$$

$$w_d^y = w(n_p, fp_y, w_d^a, w_a^{ay}, w_d^a, b_a, \Omega, td_y, td_a, rp) \quad (36)$$

Un esempio specifico della (36) si ottiene eguagliando la (3) con la (28). Da tale eguaglianza otteniamo

$$w_d^y = \frac{1}{\gamma + \delta + \eta + \alpha_1} [(\varphi_0 - \alpha_0) + (\gamma - \alpha_2)w_d^a + (\eta + \alpha_2)w_a^a + (\delta + \alpha_1)w_a^y + \Omega + \alpha_3td_y + \alpha_4td_a - \alpha_5b_a - \alpha_6rp + (n_p - fp_y)]$$

Si noti come i salari di equilibrio così determinati siano strettamente legati sia ai salari degli adulti (tramite w_d^a , w_a^a e B_a), sia al salario e all'occupazione pubblica (tramite FP_y). L'esempio evidenzia il meccanismo di trasmissione tra politica dei salari e dell'occupazione pubblica (che influenzano FP_y) e salari privati dei giovani dipendenti ed autonomi. Gli effetti sulla composizione della domanda di lavoro dipendono ovviamente dalle relazioni di sostituibilità e complementarità che esistono tra i quattro fattori utilizzati nelle imprese private. Se, per esempio, i giovani e gli adulti dipendenti sono sostituiti, un aumento del salario giovanile aumenta la domanda di lavoratori adulti. Se l'offerta di lavoratori adulti è crescente nel salario, l'aumento della domanda genera un aumento del salario degli adulti. Tale aumento a sua volta incrementa la domanda di lavoratori giovani, compensando così almeno in parte l'effetto iniziale negativo sull'occupazione giovanile.

Assumendo che l'economia converga verso un nuovo equilibrio di lungo periodo, l'effetto dell'incremento dei salari pubblici sull'occupazione privata **totale** N_p dipende, ceteris paribus, da come varia il salario privato totale. Tale salario è dato da (in logaritmi)

$$wl = \Phi + \beta wl_d^y + \gamma wl_d^a + \delta wl_a^y + \eta wl_a^a \quad (37)$$

in quanto, nel lungo periodo e con rendimenti costanti di scala, il salario medio è eguale al costo medio per occupato $\frac{C}{N_p}$, dove C , il costo totale, è dato dalla (2). Se, per esempio, i lavoratori dipendenti e indipendenti sono tutti sostituiti, un aumento dei salari dei lavoratori dipendenti giovani, esaminato sopra, sarà accompagnato da un aumento di tutti i salari, con esiti negativi sull'occupazione privata totale.

Se la misura di politica economica consiste invece nel mantenere inalterato il salario pubblico e nell'aumentare l'occupazione N_{gy} , ci saranno due effetti: il primo effetto sarà di aumentare F_y , la forza lavoro giovanile, a causa della (9). Il secondo effetto sarà di ridurre FP_y , in quanto la permanenza nel parcheggio al di fuori della forza lavoro diventa più attraente. Una diminuzione della forza di lavoro privata riduce F_y , ed agisce, di conseguenza, nella direzione opposta rispetto al primo effetto. L'effetto complessivo può essere valutato solo in termini empirici.

DETERMINAZIONE DEL SALARIO: GLI ADULTI

Per quanto riguarda gli adulti, distinguiamo in modo netto la determinazione del salario degli autonomi da quello dei dipendenti. La ragione cruciale è che, nel secondo caso, la determinazione del salario è basata sull'esistenza di un potere di mercato da parte di un gruppo di "insiders".

Cominciando dal salario degli adulti autonomi, l'eguaglianza di domanda e offerta genera il seguente salario di equilibrio

$$w_a^a = w(n_p, f_a, w_d^y, w_a^y, w_a^a, b_a, \Omega, td_a, rp) \quad (38)$$

Una forma esplicita della (38) può essere ottenuta, come nel caso del salario di equilibrio dei lavoratori dipendenti giovani, usando un'approssimazione logaritmica della funzione di offerta (33) ed eguagliando tale espressione alla funzione di domanda (6).

Per i lavoratori adulti dipendenti, invece, si assume che il salario sia determinato da un processo di bargaining secondo lo schema logico disegnato, per esempio, da Nickell e Wadhvani (1990). Definiamo innanzitutto il salario W_d^{a*} come quel salario tale per cui la domanda di lavoratori dipendenti adulti è eguale al livello desiderato dagli insiders, N_d^{aI} . Avremo quindi (in logaritmi)

$$n_d^{aI} - n_p = \Phi_1 + \beta(w_d^y - w_d^{a*}) + \delta(w_d^y - w_d^{a*}) + \eta(w_d^a - w_d^{a*}) \quad (39)$$

L'espressione (39) descrive la curva di offerta di lavoro degli "insiders", in quanto specifica il salario a cui questi sono disposti a lavorare come gruppo omogeneo. Le preferenze degli "insiders" sono incorporate nella definizione di N_d^{aI} . Una delle possibili specificazioni di queste preferenze segue la letteratura corrente e stabilisce che N_d^{aI} sia eguale ad una combinazione convessa dell'occupazione precedente (al tempo $t-1$) e di $L_{a,-1}$ la forza lavoro adulta che opera nel settore privato come dipendente, riferita anch'essa al periodo precedente, cioè

$$n_d^{aI} = \lambda n_{d,-1}^{aI} + (1-\lambda)I_{a,-1} \quad (40)$$

Più elevato è il valore di I (compreso tra zero e uno), minor peso è dato nella (40) ai disoccupati adulti. Si noti come abbiamo escluso completamente da questo esempio di funzione obiettivo la disoccupazione giovanile. Questa esclusione non è valida a priori e può essere verificata empiricamente.

Le due equazioni (39) e (40) possono essere riscritte rispettivamente come segue

$$w_d^a = \Phi_1 + wl - (n_{d,-1}^{aI} - n_p) \quad (41)$$

$$n_d^{aI} = n_{d,-1}^{aI} + (1-\lambda)(I_{a,-1} - n_{d,-1}^{aI}) \quad (42)$$

dove abbiamo usato la (37) nella (39). Se il logaritmo dell'occupazione privata totale, n_p , può essere espressa come una funzione inversa del logaritmo del salario totale, wl , con un'elasticità eguale a ρ in valore assoluto, e se utilizziamo ripetutamente l'approssimazione della funzione $\log(1+x)$ con x quando x è sufficientemente piccolo, possiamo esprimere il salario desiderato dagli insiders come

$$wl_d^{a*} = wl_{d,-1}^{a*} + (1 - \rho)(wl - wl_{-1}) - (1 - \lambda)DI_{d,-1}^a + \text{costanti} \quad (43)$$

dove DI_d^a è definita come segue

$$DI_d^a = \frac{D_s^a}{L_a} \quad (44)$$

cioè come il tasso di disoccupazione dei lavoratori adulti espresso in termini della forza di lavoro dipendente adulta L_a . Si noti come DI_d^a entri nella funzione del salario (43) soltanto se λ è diverso da 1, cioè soltanto se le preferenze del gruppo di "insiders" tengono conto in qualche modo dei disoccupati adulti. Ciò suggerisce l'ovvia estensione che, se il gruppo di "insiders" tiene in qualche considerazione, nella propria decisione sul salario, il livello di occupazione dei giovani, l'equazione (43) dipende anche dal tasso di disoccupazione giovanile. Un esempio può essere motivato dal fatto che alcuni "outsiders" nel periodo precedente diventano "insiders" nel periodo corrente. Un modo per esprimere questa possibilità è di sostituire la (40) con

$$n_d^a = \lambda[(1 - j)n_{d,-1}^a + jn_{d,-1}^y] + (1 - \lambda)[(1 - j)l_{a,-1} + jl_{y,-1}] \quad (45)$$

dove j è il peso relativo attribuito ai giovani dipendenti occupati e

$$L_y = N_d^y + D_s^y \quad (46)$$

Questa formulazione più generale delle preferenze del gruppo di insiders genera la seguente funzione del salario

$$wl_d^{a*} = wl_{d,-1}^{a*} + (1 - \rho)(wl - wl_{-1}) - j(wl_{d,-1}^{a*} - wl_{d,-1}^y) - (1 - j)(1 - \lambda)DI_{d,-1}^a - j(1 - \lambda)DI_{d,-1}^{ay} + \text{costanti} \quad (47)$$

dove $DI_d^y = \frac{D_s^y}{L_y}$.

Se il salario dei dipendenti adulti è determinato da un gioco di Nash in cui il potere contrattuale non è concentrato nelle mani degli "insiders", l'espressione (43) dovrà essere integrata per tener conto dell'utilità di "fallback", cioè dell'utilità che gli insiders percepirebbero nel caso in cui la contrattazione fallisse. L'idea è che, se il gruppo di "insiders" non è in grado di controllare in modo univoco il salario, il risultato della contrattazione è un valore intermedio tra il salario (43) e il salario corrispondente all'opzione esterna. La posizione effettiva è definita dal potere contrattuale relativo delle parti. Se il logaritmo dell'utilità di "fallback", w^+ , è una funzione crescente di b_a e decrescente di DI_d^y , il salario di equilibrio diventa

$$wl_d^a = \omega wl_d^{a*} + (1 - \omega)w^+(DI_d^a, b_a) \quad (48)$$

(cfr. Nickell e Wadhvani (1990)), dove ω denota il potere contrattuale del gruppo di "insiders"¹⁸. In questo caso, l'effetto del tasso di disoccupazione u_{ld} sul salario include sia l'effetto che deriva dalla struttura delle preferenze del gruppo di "insiders" sia l'effetto dell'"outside option". Si osservi come il meccanismo "insider-outsider" operi sulla (48) in modo leggermente diverso da quello tradizionale. Se, per esempio, il valore di I tende a 0 ed il potere contrattuale dei lavoratori è sufficientemente elevato, D_s^a tende a zero e gli adulti dipendenti sono tutti occupati ad un salario reale relativamente contenuto. Se i lavoratori dipendenti giovani e adulti sono sostituiti, ne consegue che la domanda di lavoratori dipendenti giovani è relativamente contenuta, con un conseguente aumento della disoccupazione giovanile.

¹⁸ Forse vale la pena di notare come una lettura in chiave insider-outsider di dati macroeconomici richieda un'importante postilla. Ci riferiamo al fatto che i fattori "insider" sono in genere fattori specifici all'impresa. Nell'aggregato di imprese tutte eguali, questi fattori rischiano di essere confusi con gli aspetti "outsider", che sono tipicamente fattori macroeconomici.

Se, d'altro canto, il valore di I tende a 1, solo una parte degli adulti è occupata. Il salario degli adulti è più "elevato" del caso precedente, con una conseguente sostituzione di lavoro adulto con lavoro giovane. La disoccupazione giovanile diminuisce rispetto al caso in cui I è eguale a zero ma la disoccupazione degli adulti aumenta. Si noti, inoltre, come il legame tra disoccupazione giovanile e salario degli adulti dipendenti non sia solo di tipo indiretto se, per esempio, la funzione obiettivo del gruppo di "insiders" dipende dal livello di disoccupazione giovanile.

È opportuno, a questo punto, porre in relazione il modello appena descritto con la letteratura sull'isteresi nel mercato del lavoro. In breve, tale letteratura pone in risalto come una parte della disoccupazione generata da *shocks* di domanda e/o di offerta venga sostanzialmente "estromessa" dal processo di determinazione del salario. In Blanchard-Summers (1986), tale estromissione è il frutto della struttura delle preferenze del gruppo di insiders (sindacato) che controlla la contrattazione salariale. In Layard-Nickell-Jackman (1991), il meccanismo è invece il deterioramento del capitale umano e il segnale avverso generato dalla durata della disoccupazione. Infine, in Lindbeck-Snower (1987) l'estromissione è il risultato del comportamento non cooperativo degli "insiders" verso gli "outsiders".

Nel nostro modello, l'effetto "Blanchard-Summers" è catturato tramite la funzione (40), che esprime le preferenze del gruppo di "insiders". D'altro canto, l'effetto "Layard-Nickell" è catturato attraverso l'esclusione della ricerca di primo impiego dalla forza lavoro. Infine, l'effetto "Lindbeck-Snower" è implicito nei coefficienti tecnologici δ , β e γ che caratterizzano le domande di lavoro (3)-(6).

Si noti come la nostra impostazione sia basata sull'idea che, siccome gli "outsiders" non hanno potere di mercato, il mercato del lavoro dei dipendenti giovani è di tipo competitivo. Questa impostazione può essere discussa sia sotto il profilo teorico che sotto il profilo empirico-istituzionale. Sotto il profilo teorico, se i dipendenti giovani ed adulti sono sostituiti, gli "insiders" possono avere un esplicito interesse ad aumentare il salario degli "outsiders" sopra il livello competitivo. Un più alto salario giovanile, infatti, implica un più elevato salario per gli adulti a parità di occupazione di questi ultimi¹⁹. Da ciò consegue che può esistere razionamento anche nel mercato dei dipendenti giovani, contrariamente a quanto abbiamo assunto finora.

Sotto il profilo istituzionale, inoltre, qualcuno può richiamare l'attenzione sul fatto che i contratti collettivi di categoria in Italia valgono erga omnes, per i giovani e per gli adulti. Inoltre si può argomentare che la diffusione dei contratti di formazione è evidenza *prima facie* che il mercato dei giovani dipendenti non è competitivo.

La nostra difesa a tali obiezioni si basa sui punti seguenti. Sotto il profilo teorico, gli "insiders" hanno convenienza a fissare salari di entrata superiori a quelli di riserva se l'effetto sull'occupazione aggregata indotto da un aumento del salario medio è sufficientemente piccolo. Inoltre, fissare tali salari per gli "outsiders" richiede che gli "insiders" abbiano il potere contrattuale necessario. Mentre l'accumulazione di capitale umano specifico conferisce a questi ultimi un potere contrattuale sul surplus prodotto, non è chiaro che tale potere esista anche in riferimento a chi è sprovvisto per definizione di risorse specifiche all'impresa. Ne consegue che la validità generale dei contratti collettivi non significa necessariamente che tali contratti stabiliscano dei salari di entrata superiori al livello competitivo.

Dal punto di vista istituzionale, l'esistenza dei contratti di formazione non implica che gli elevati livelli di disoccupazione giovanile siano indotti da fenomeni di razionamento. Tali livelli possono essere il risultato di un salario di riserva troppo elevato. Tenendo conto del fatto che l'ampio settore delle piccole imprese e dell'artigianato non si uniforma necessariamente alle normative contrattuali vigenti, ci sembra di poter dire che, tutto sommato, l'ipotesi di un mercato del lavoro giovanile dipendente competitivo sia un'ipotesi di lavoro soddisfacente almeno in prima approssimazione.

LE STIME EMPIRICHE

Nelle pagine che seguono presentiamo le stime delle equazioni di comportamento del modello. Occorre innanzitutto ricordare come la specificazione delle equazioni fatta nelle pagine precedenti si sia preoccupata esclusivamente del comportamento di lungo periodo degli agenti economici ed abbia ignorato gli aspetti di breve periodo. L'idea sottostante è che l'econometrico sia in grado di imporre restrizioni teoriche sul comportamento di lungo periodo, non sulla dinamica di aggiustamento che caratterizza le variabili nel breve periodo. Questa dinamica infatti include sia comportamenti microeconomici sia gli effetti dell'aggregazione di agenti eterogenei.

Nella transizione dal modello teorico alla specificazione econometrica usiamo la tecnica nel meccanismo di correzione dell'errore. Secondo il Teorema GRT (Granger Representation Theorem), esiste una corrispondenza precisa tra cointegrazione delle variabili di interesse e l'esistenza di una rappresentazione dei dati secondo un meccanismo di correzione dell'errore. Il metodo canonico di verifica econometrica richiederebbe quindi che per ogni equazione di comportamento venissero fatti dei tests di cointegrazione, magari successivamente alla verifica che tutte le serie di

¹⁹ Questo aspetto è discusso da Begg (1988) e Gollier (1991).

interesse siano integrate di primo ordine. È noto peraltro che i tests dell'ipotesi di radici unitarie siano poco robusti. In particolare, sappiamo che (cfr. Campbell e Perron (1991))

- a. In campioni finiti, ogni test dell'ipotesi di esistenza di radici unitarie verso l'alternativa di stazionarietà ha un potere al massimo eguale alla sua dimensione
- b. In campioni finiti, ogni processo con radice unitaria può essere approssimato a piacere da un processo stazionario con trend deterministico.

Data la limitata dimensione del nostro campione (20 osservazioni), abbiamo preferito alla verifica l'assunzione che la rappresentazione in termini di correzione dell'errore sia adeguata ai nostri fini.

La descrizione dei dati usati nelle regressioni è contenuta in un'apposita Appendice. La stima delle equazioni del mercato del lavoro tiene conto sia della correlazione contemporanea tra i termini di errore di ogni singola equazione sia dell'endogeneità di numerose variabili. Il metodo di stima usato è quindi quello dei minimi quadrati a tre stadi (3SLS). La descrizione delle stime in queste pagine avviene tuttavia equazione per equazione.

Prima di passare all'analisi delle singole equazioni, è opportuno spendere alcune parole sulla tecnica di stima a più stadi utilizzata per il sistema di domanda relativa dei fattori (2)-(6). Il primo stadio consiste nella stima iniziale della funzione di costo (2) sotto l'ipotesi (peraltro mai respinta dai dati) di rendimenti costanti di scala. Nel secondo stadio consideriamo il sistema (3)-(6) ed eliminiamo la dipendenza lineare tra le equazione focalizzando l'attenzione esclusivamente sulle equazioni (3), (5) e (6). Usando la proprietà di omogeneità di primo grado della funzione di costo rispetto ai salari, possiamo riscrivere queste equazioni come segue²⁰

$$n_d^y - n_p = \Phi_0 + \delta(wl_d^y - wl_d^a) + \eta(wl_a^a - wl_d^a) + (\beta - 1)(wl_d^y - wl_d^a) \quad (3b)$$

$$n_a^y - n_p = \Phi_2 + \beta(wl_d^y - wl_d^a) + (\delta - 1)(wl_a^y - wl_d^a) + \eta(wl_a^a - wl_d^a) \quad (5b)$$

$$n_a^a - n_p = \Phi_3 + \beta(wl_d^y - wl_d^a) + \delta(wl_a^y - wl_d^a) + (\eta - 1)(wl_a^a - wl_d^a) \quad (6b)$$

Usiamo la seguente notazione vettoriale. Definiamo **RN** come

$$\begin{pmatrix} n_d^y - n_p \\ n_a^y - n_p \\ n_a^a - n_p \end{pmatrix}$$

e **RW** come

$$\begin{pmatrix} w_d^y - w_d^a \\ w_a^y - w_d^a \\ w_a^a - w_d^a \end{pmatrix}$$

e la matrice **B** come

$$\begin{vmatrix} \beta - 1 & \delta & \eta \\ \beta & \delta - 1 & \eta \\ \beta & \delta & \eta - 1 \end{vmatrix}$$

Con queste definizioni, il sistema (3),(5) e (6) può essere scritto come

²⁰ Questa tecnica a più stadi è stata ideata da Nicola Rossi.

$$\mathbf{RN} = \mathbf{\Phi} + \mathbf{B} \cdot \mathbf{RW}$$

Pre-moltiplicando entrambi i membri per l'inversa di \mathbf{B} otteniamo

$$\mathbf{B}^{-1}\mathbf{RN} = \mathbf{B}^{-1}\mathbf{\Phi} + \mathbf{RW}$$

che può anche essere scritta come

$$\mathbf{RW} = -\mathbf{B}^{-1}\mathbf{\Phi} + \mathbf{B}^{-1}\mathbf{RN}$$

Nel secondo stadio usiamo le stime ottenute dalla funzione di costo per calcolare la matrice inversa di \mathbf{B} ed imponiamo i parametri così ottenuti nella stima a tre stadi delle funzioni di domanda relativa. In questo stadio (stima 3SLS) ristimiamo la funzione di costo (o del salario medio) ed otteniamo un nuovo vettore di parametri che può essere utilizzato per ricalcolare l'inversa di \mathbf{B} . Il procedimento iterativo è implementato fino alla convergenza, definita da un ε sufficientemente piccolo.

Tornando alla descrizione delle stime, il modello può essere convenientemente scomposto in due blocchi. Il primo blocco riguarda il mercato del lavoro giovanile e consiste di sei equazioni e di sei incognite. Le prime due equazioni, denominate nel sistema come F7 ed F8, sono quelle della domanda di occupazione di lavoratori dipendenti e autonomi e corrispondono alle equazioni (3) e (5) nel testo. La terza equazione, F5, esplicita la decisione aggregata di partecipazione giovanile e corrisponde alla (24). La quarta equazione, F4, stabilisce il tasso di disoccupazione frizionale giovanile come quota dell'occupazione dipendente e trova riscontro nella (26). La quinta equazione, F9, determina l'offerta di lavoratori dipendenti giovani e corrisponde alla (27). La sesta equazione, F3, definisce la coda di ingresso al settore pubblico e corrisponde alla (13). Le sei incognite sono quindi $N_a^y, FP_y, D_s^y, D_I^y, W_a^y$ e W_a^y .

Il secondo blocco di equazioni riguarda i lavoratori adulti ed è composto di cinque equazioni comportamentali e da cinque incognite. La prima equazione, F22, corrisponde alla (6) nel testo e descrive la domanda di lavoro degli adulti autonomi. La seconda equazione, F15, è l'offerta di lavoro degli autonomi adulti e trova riscontro nella (33). La terza equazione, F21, descrive la determinazione del salario dei lavoratori adulti dipendenti nel settore privato e la quarta equazione, F27, definisce il salario medio. L'ultima equazione, F12, corrisponde alla (30) e definisce la forza di lavoro adulta. Le incognite in questo secondo blocco sono N_a^a, W_a^a, W_a^a, Wl e F_a . Un sistema di identità consente poi di definire in modo residuale l'occupazione dipendente adulta e i tassi di disoccupazione DI_a^a e DI_y^a .

Cominciamo dal blocco dei giovani. L'equazione comportamentale che caratterizza il modello generazionale qui proposto e la F5, che è dunque appropriato descrivere subito. La specificazione assunta è la seguente

Forza lavoro giovane nel settore privato (mgl. di unità)

$$\log(FPy/FPy(-1)) - f5_0 - f5_1 * \log(Py/Py(-1)) - f5_2 * time - f5_3 * qpof(-1) - f5_4 * \log(whgy(-1) * hgt(-1)/wpy(-1)) - f5_5 * \log(Ngy(-1)/Py(-1)) - f5_6 * \log(FPy(-1)/Py(-1)); \quad (F5)$$

dove

$qpof$ = quota della forza lavoro femminile sul totale

hgt = ore medie lavorate nel settore pubblico

$time$ = trend deterministico

$whgy$ = remunerazione netta oraria dei giovani statali

$dcfnf$ = indice dei prezzi al consumo

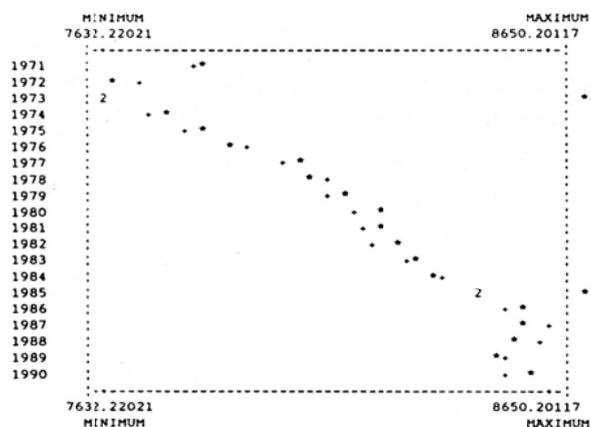
wpy = salario medio dei giovani nel settore privato

ed il risultato della stima è

$$\log(FPy/FPy(-1)) + 0.973^* - 0.498^* \log(Py/Py(-1)) + 0.007^* time - 1.77^* qpof(-1) + 0.056^* \log(whgy(-1) \cdot hgt(-1)/dcfnf(-1)) + 0.079^* \log(Ngy(-1)/Py(-1)) + 0.785^* \log(FPy(-1)/Py(-1));$$

dove l'asterisco significa che il parametro stimato è significativamente diverso da zero.

Notiamo come l'elasticità della partecipazione al privato rispetto sia alla remunerazione netta sia alla probabilità di accesso al settore pubblico sia negativa, come previsto dal modello, e di dimensioni limitate. La simulazione dinamica all'interno del periodo campionario è descritta nella pagina seguente²¹



Coefficiente di correlazione = 0.99029
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.98067
 Errore quadratico medio al quadrato = 44.60970
 Errore medio assoluto = 40.43152
 Errore medio = 6.95330
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.98614
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.0054375
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0027199
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.024295
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.00088249
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.97482
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.0096763
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.96603

La seconda equazione che consideriamo è la F7, relativa al costo del lavoro per occupato giovane autonomo. La specificazione è data da

Salario orario lordo per occupato giovane autonomo (mgl. di lire)

$$\log(\text{whayl}/\text{whayl}(-1)) - f7_0 - f7_1 * \log(\text{whdol}/\text{whdol}(-1)) - f7_2 * (\log(\text{whayl}(-1)/\text{whdol}(-1)) - f7_4 * \log(\text{Nay}(-1)/\text{Np}(-1)) - f7_5 * \log(\text{Ndy}(-1)/\text{Np}(-1)) - f7_6 * \log(\text{Nao}(-1)/\text{Np}(-1))) - f7_3 * (\text{time} - 30); \quad (F7)$$

dove

whayl = costo del lavoro del giovane autonomo

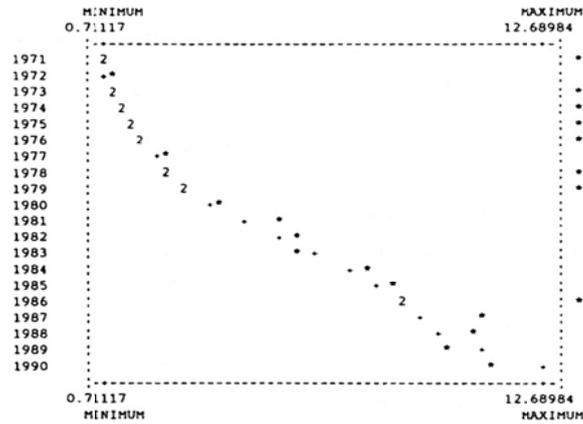
whdol = costo del lavoro dell'adulto dipendente

I risultati della stima sono i seguenti

$$\log(\text{whayl}/\text{whayl}(-1)) + 2.115^* - 0.587\log(\text{whdol}/\text{whdol}(-1)) + 0.429^*(\log(\text{whayl}(-1)/\text{whdol}(-1)) + \widehat{1.166}\log(\text{Nay}(-1)/\text{Np}(-1)) + \widehat{0.680}\log(\text{Ndy}(-1)/\text{Np}(-1)) + \widehat{0.622}\log(\text{Nao}(-1)/\text{Np}(-1))) + 0.002(\text{time} - 30);$$

dove ^ significa che i parametri sono stati stimati precedentemente.

²¹ Nel grafico successivo, così come nei restanti del presente capitolo, le serie dei valori storici sono rappresentate mediante il simbolo *, le serie dei valori simulati mediante +, mentre con il simbolo 2 viene indicata la previsione perfetta.



Coefficiente di correlazione = 0.98385
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.96795
 Errore quadratico medio al quadrato = 0.69147
 Errore medio assoluto = 0.46972
 Errore medio = 0.14904
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.98190
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.10774
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.054363
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.046456
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.00011515
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.95343
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.0096826
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.94386

La terza equazione è F8, il costo del lavoro dei dipendenti giovani. La specificazione è data da

Salario orario lordo per occupato giovane dipendente (mgl. di lire)

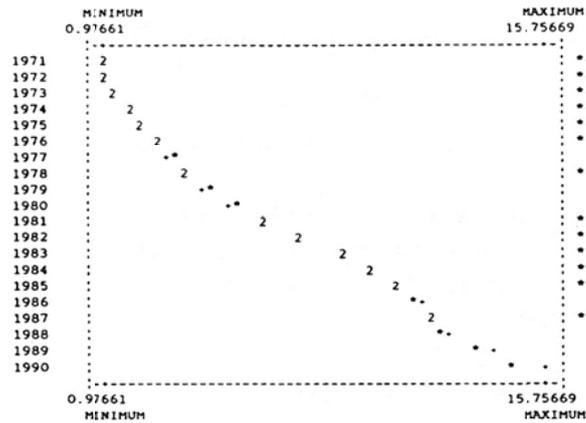
$$\log(\text{whdyl}/\text{whdyl}(-1)) - f8_0 - f8_1 * \log(\text{whdol}/\text{whdol}(-1)) - f7_2 * (\log(\text{whdyl}(-1)/\text{whdol}(-1)) - f8_4 * \log(\text{Nay}(-1)/\text{Np}(-1)) - f8_5 * \log(\text{Ndy}(-1)/\text{Np}(-1)) - f8_6 * \log(\text{Nao}(-1)/\text{Np}(-1))) - f8_3 * (\text{time} - 30); \quad (\text{F8})$$

dove *whdyl* è il costo del lavoro dei dipendenti giovani

I risultati delle stime sono i seguenti

$$\log(\text{whdyl}/\text{whdyl}(-1)) + 1.55^* - 1.141 * \log(\text{whdol}/\text{whdol}(-1)) + 0.429 * (\log(\text{whdyl}(-1)/\text{whdol}(-1)) + \widehat{0.166} * \log(\text{Nay}(-1)/\text{Np}(-1)) + \widehat{1.68} \log(\text{Ndy}(-1)/\text{Np}(-1)) + \widehat{0.622} \log(\text{Nao}(-1)/\text{Np}(-1))) + 0.005 * (\text{time} - 30);$$

Infine, presentiamo nella pagina che segue la simulazione dinamica del costo del lavoro dei dipendenti giovani



Coefficiente di correlazione = 0.99863
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99727
 Errore quadratico medio al quadrato = 0.31068
 Errore medio assoluto = 0.16395
 Errore medio = -0.065777
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.95835
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.038573
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.019097
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.044826
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.36551
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covariazione = 0.58966
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.38969
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.56548

La quarta equazione del blocco è la F4, che specifica il tasso di disoccupazione frizionale dei giovani. La formulazione prescelta è la seguente

Disoccupati giovani in senso stretto (mgl. di unità)

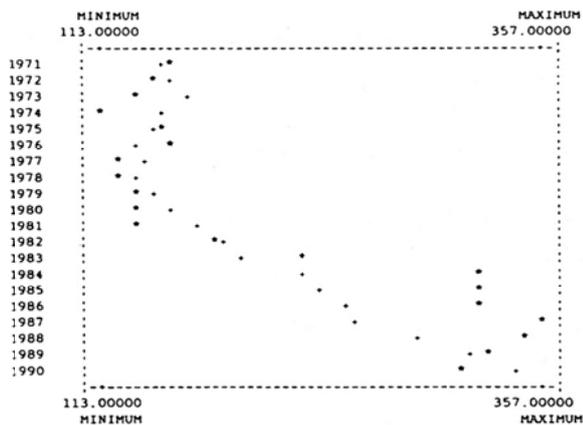
$$\log(Dy/Dy(-1)) - f4_0 - f4_1 * \log(Ndy/Ndy(-1)) - f4_2 * \log(Dy(-1)/Ndy(-1)) - f4_3 * (time - 30); \tag{F4}$$

dove Dy è la disoccupazione giovanile in senso stretto

Il risultato della stima è il seguente

$$\log(Dy/Dy(-1)) + 0.404^* + 5.13 * \log(Ndy/Ndy(-1)) + 0.128 * \log(Dy(-1)/Ndy(-1)) - 0.014 * (time - 30);$$

I risultati della simulazione dinamica sono riportati nella pagina seguente.



Coefficiente di correlazione = 0.89444
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.80002
 Errore quadratico medio al quadrato = 47.36313
 Errore medio assoluto = 34.88150
 Errore medio = 15.37824
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.28451
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.20662
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.10909
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.10542
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.34484
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.54973
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.14677
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.74781

La disoccupazione giovanile in cerca di primo impiego è specificata come segue

Giovani in cerca di prima occupazione in coda per accedere al settore pubblico (mgl. di unità)

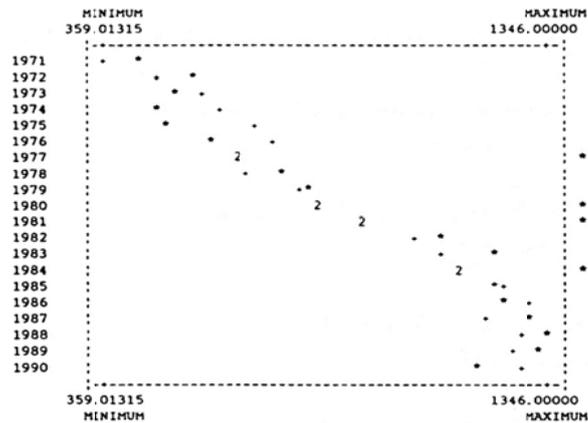
$$(I_y + F_y)/P_y - f_{3_0} - f_{3_1} * (I_{y(-1)} + F_{y(-1)})/P_{y(-1)} - f_{3_2} * time - f_{3_3} * time ** 2; \quad (F3)$$

dove I_y è la disoccupazione in cerca di primo impiego

ed il risultato della stima è dato da

$$(I_y + F_y)/P_y - 0.058 - 0.709 * (I_{y(-1)} + F_{y(-1)})/P_{y(-1)} - 0.006 * time + 0.00008 * time ** 2;$$

La simulazione dinamica è presentata nella pagina seguente



Coefficiente di correlazione = 0.96597
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.93309
 Errore quadratico medio al quadrato = 83.33067
 Errore medio assoluto = 67.41090
 Errore medio = -2.21580
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.03224
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.086389
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.043296
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.00070705
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.060733
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.93856
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.013410
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.98588

L'ultima equazione del blocco è l'offerta di lavoro dei giovani dipendenti. Dopo alcune sperimentazioni, la specificazione prescelta è la seguente.

Occupati giovani dipendenti (mgl. di unità)

$$\log(Ndy/Ndy(-1)) - f9_0 - f9_1 * \log(FPy/FPy(-1)) - f9_2 * \log(Ndy(-1)/FPy(-1)) - f9_3 * \log((whdo/whdo(-1))/(dCFNF/dCFNF(-1))) - f9_4 * \log((whdo(-1) * hdp(-1))/dCFNF(-1)) - f9_5 * qpof(-1) - f9_6 * du84 - f9_7 * \log(pensmed(-1)/dCFNF(-1)); \quad (F9)$$

dove

whdo è la remunerazione netta dei dipendenti adulti nel settore privato

du84 è una dummy

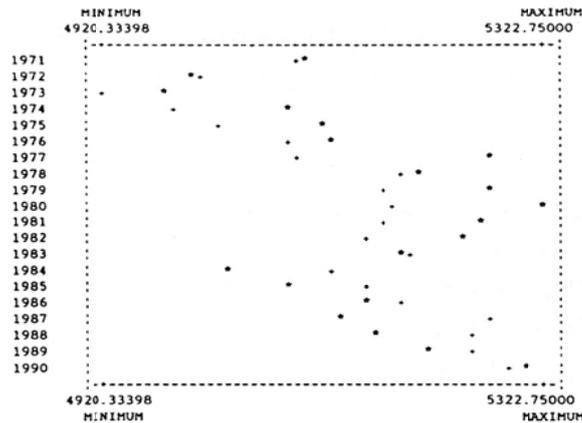
hdp sono le ore medie lavorate dai dipendenti nel settore privato

pensmed è la pensione media per occupato

e l'equazione stimata è data da

$$\log(Ndy/Ndy(-1)) + 2.3^* - 1.098 * \log(FPy/FPy(-1)) + 0.459 * \log(Ndy(-1)/FPy(-1)) - 0.053 * \log((whdo/whdo(-1))/(dCFNF/dCFNF(-1))) - 0.25 * \log((whdo(-1) * hdp(-1))/dCFNF(-1)) + 0.126qpof(-1) + 0.017 * du84 + 0.086 * \log(pensmed(-1)/dCFNF(-1));$$

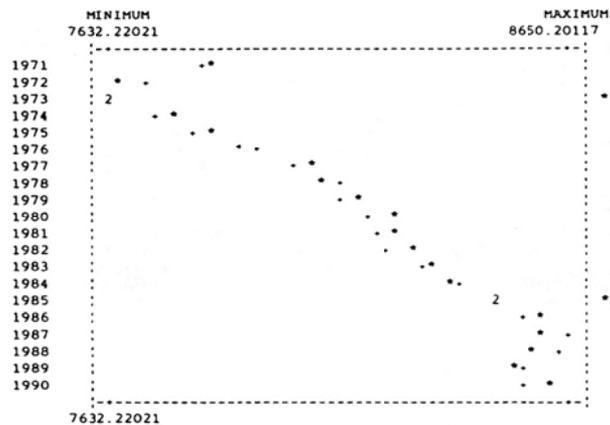
e la simulazione dinamica è presentata nella pagina seguente.



Coefficiente di correlazione = 0.65403
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.42775
 Errore quadratico medio al quadrato = 84.54540
 Errore medio assoluto = 70.61911
 Errore medio = 22.60467
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.65450
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.016361
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0081983
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.071485
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 6.99038E-07
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = -0.92851
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.16007
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.76845

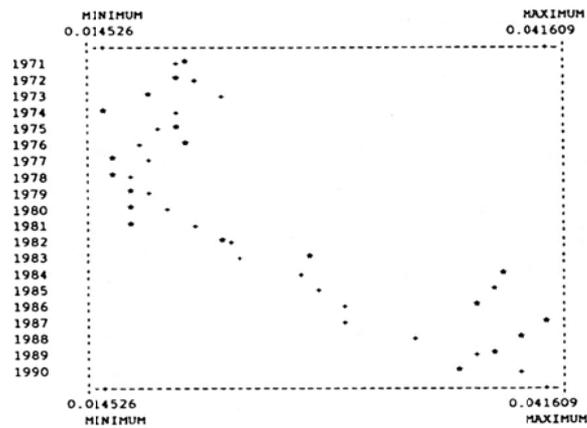
Completiamo il blocco dei giovani con i grafici che illustrano le simulazioni dinamiche dell'occupazione giovanile autonoma, del tasso di disoccupazione giovanile in senso stretto, della forza lavoro giovanile, della non forza lavoro femminile e degli altri disoccupati giovani.

Forza lavoro giovane (mgl. di unità)



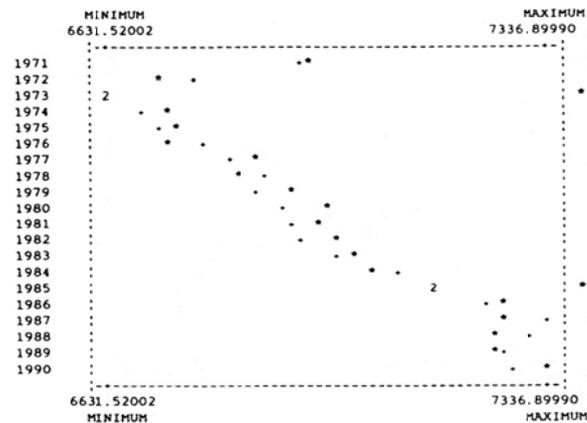
Coefficiente di correlazione = -0.99029
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.98067
 Errore quadratico medio al quadrato = 44.60970
 Errore medio assoluto = 40.43152
 Errore medio = 6.95330
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.98614
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.0054375
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0027199
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.024295
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.00088249
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = -0.97482
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.0096763
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.96603

Tasso di disoccupazione giovani



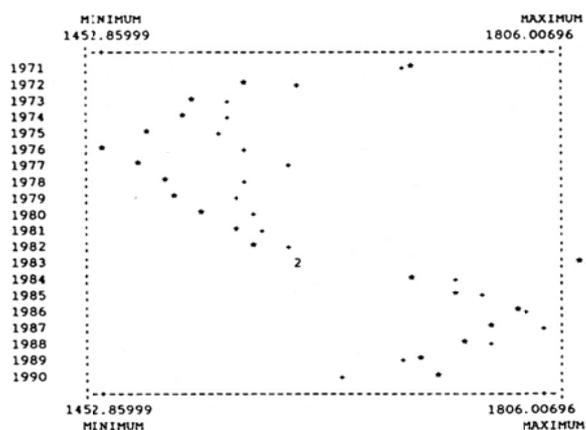
Coefficiente di correlazione = 0.87172
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.75990
 Errore quadratico medio al quadrato = 0.0056705
 Errore medio assoluto = 0.0042354
 Errore medio = 0.0017462
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.28838
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.20764
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.10930
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.094825
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.34032
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.56486
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.12388
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.78129

Forza lavoro giovane nel settore privato (mgl. di unità)



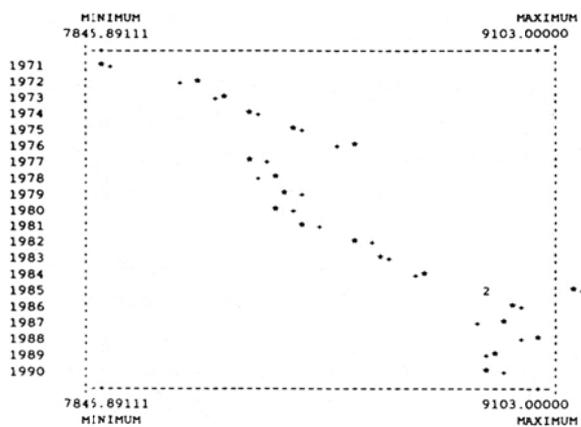
Coefficiente di correlazione = 0.97861
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.95767
 Errore quadratico medio al quadrato = 44.60970
 Errore medio assoluto = 40.43152
 Errore medio = 6.95330
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.96002
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.0063826
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0031929
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.024295
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.0083195
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.96739
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.036849
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.93886

Occupati autonomi giovani (mgl. di unità)



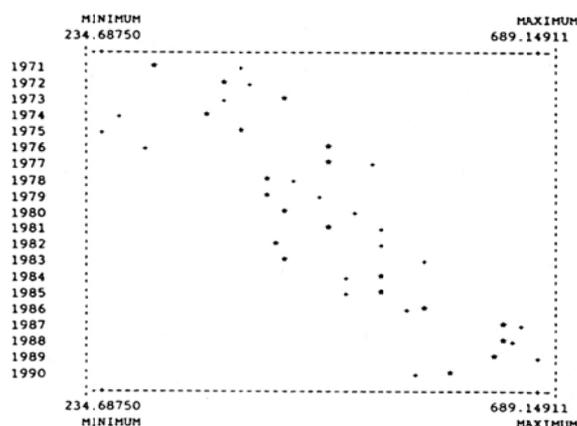
Coefficiente di correlazione = 0.93540
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.87498
 Errore quadratico medio al quadrato = 51.14562
 Errore medio assoluto = 40.12248
 Errore medio = -31.02962
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.16478
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.031710
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.015710
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.36807
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.17194
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.45999
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.077641
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.55428

Non forza lavoro giovane (mgl. di unità)



Coefficiente di correlazione = 0.99199
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.98404
 Errore quadratico medio al quadrato = 44.60970
 Errore medio assoluto = 40.43152
 Errore medio = -6.95330
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.01216
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.0052079
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0026029
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.024295
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.024058
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.95165
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.0086001
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.96710

Altri disoccupati giovani (mgl. di unità)



Coefficiente di correlazione = 0.77066
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.59391
 Errore quadratico medio al quadrato = 81.49679
 Errore medio assoluto = 65.84975
 Errore medio = -4.73750
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.62562
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.16816
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.083201
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0033792
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.086564
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.91006
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.34255
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.65407

Passiamo al blocco dei lavoratori adulti. Cominciamo la descrizione delle stime dalla equazione F22, che determina il costo del lavoro per occupato adulto autonomo. La specificazione econometrica è data da

Salario orario lordo per occupato adulto autonomo (mgl. di lire)

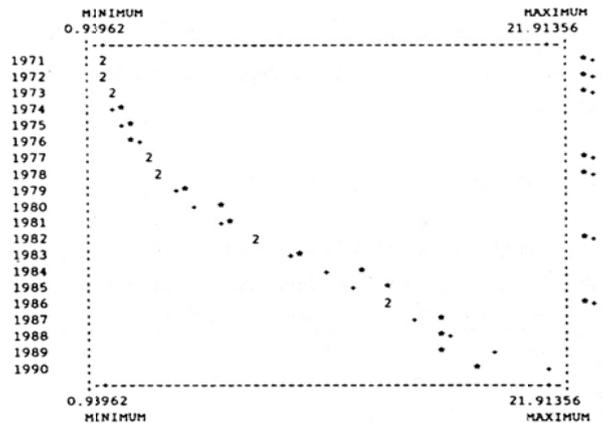
$$\log(\text{whaol}/\text{whaol}(-1)) - f22_0 - f22_1 * \log(\text{whdol}/\text{whdol}(-1)) - f7_2 * (\log(\text{whaol}(-1)/\text{whdol}(-1)) - f22_4 * \log(\text{Nay}(-1)/\text{Np}(-1)) - f22_5 * \log(\text{Ndy}(-1)/\text{Np}(-1)) - f22_6 * \log(\text{Nao}(-1)/\text{Np}(-1))) - f22_3 * (\text{time} - 30); \quad (\text{F22})$$

dove *whaol* è il costo del lavoro degli autonomi adulti

La stima della F22 dà i seguenti risultati

$$\log(\text{whaol}/\text{whaol}(-1)) + 1.529 * - 0.493 \log(\text{whdol}/\text{whdol}(-1)) + 0.429 * (\log(\text{whaol}(-1)/\text{whdol}(-1)) + 0.166 \log(\text{Nay}(-1)/\text{Np}(-1)) + 0.680 \log(\text{Ndy}(-1)/\text{Np}(-1)) + 1.62 \log(\text{Nao}(-1)/\text{Np}(-1))) + 0.003 * (\text{time} - 30);$$

La simulazione dinamica è illustrata nella pagina seguente



Coefficiente di correlazione = 0.98634
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.97286
 Errore quadratico medio al quadrato = 1.11349
 Errore medio assoluto = 0.69728
 Errore medio = 0.035651
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.93561
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.10832
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.053686
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0010251
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.092486
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.90649
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.14498
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.85400

L'equazione successiva corrisponde alla F21 e determina il costo del lavoro dei dipendenti adulti. La specificazione prescelta è la seguente

Salario orario lordo per occupato adulto dipendente (mgl. di lire)

$$\begin{aligned}
 & \log(\text{whdol}/\text{whdol}(-1)) - f21_0 - f21_1 * \text{INFe} - f21_2 * \log(\text{whdol}(-1)/\text{whdyl}(-1)) - f21_3 * (\text{Uld} - \text{Uld}(-1)) - f21_4 * ((1 + \\
 & f21_2) * \text{Uld}(-1) - f21_2 * (\text{Dy}(-1)/(\text{Dy}(-1) + \text{Ndy}(-1)))) - f21_5 * \text{du80} - f21_6 * ((\text{Dy}/(\text{Dy} + \text{Ndy})) - (\text{Dy}(-1)/(\text{Dy}(-1) + \\
 & \text{Ndy}(-1)))) - f21_7 * \log((1 + \text{aOSDegp} + \text{aOSDpr})/(1 + \text{aOSDegp}(-1) + \text{aOSDpr}(-1))) - f21_8 * \log(\text{pensmed}/\text{pensmed}(-1)); \\
 & \hspace{15em} (F21)
 \end{aligned}$$

dove

INFe è il tasso di inflazione atteso, esogeno a questa parte del modello

Uld è il tasso di disoccupazione degli adulti dipendenti espresso come quota della forza di lavoro provata *La*.

du80 è una dummy

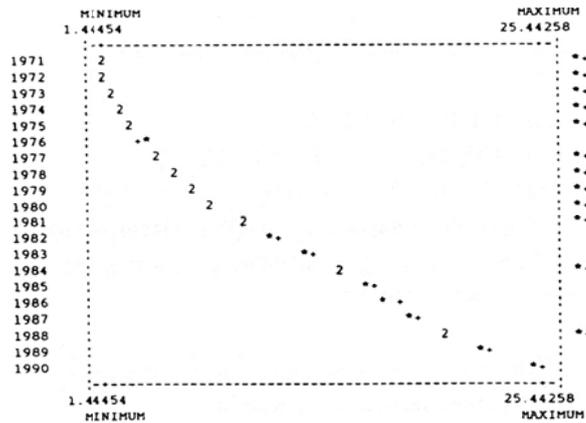
aOSDegp e *aOSDpr* sono gli oneri sociali a carico dei datori di lavoro

Il parametro *f21_2*, corrispondente a $-j$ nel modello, è fissato esogenamente con un valore pari a -0.05.

I risultati delle stime sono i seguenti

$$\begin{aligned}
 & \log(\text{whdol}/\text{whdol}(-1)) - 0.089^* - 0.576 * \text{INFe} + \widehat{0.05} \log(\text{whdol}(-1)/\text{whdyl}(-1)) + 0.954 * (\text{Uld} - \text{Uld}(-1)) + 0.580 * (0.95 * \\
 & \text{Uld}(-1) + 0.05 * (\text{Dy}(-1)/(\text{Dy}(-1) + \text{Ndy}(-1)))) + 0.070 * \text{du80} - 0.634((\text{Dy}/(\text{Dy} + \text{Ndy})) - (\text{Dy}(-1)/(\text{Dy}(-1) + \text{Ndy}(-1)))) - \\
 & 0.655 * \log((1 + \text{aOSDegp} + \text{aOSDpr})/(1 + \text{aOSDegp}(-1) + \text{aOSDpr}(-1))) - 0.316 * \log(\text{pensmed}/\text{pensmed}(-1));
 \end{aligned}$$

La simulazione dinamica è presentata nella pagina seguente



Coefficiente di correlazione = 0.99976
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99952
 Errore quadratico medio al quadrato = 0.26334
 Errore medio assoluto = 0.19323
 Errore medio = -0.10345
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.97600
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.021108
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.010475
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.15431
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.46125
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.38444
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.47043
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.37526

La terza equazione è la F15, che specifica l'offerta di lavoro degli adulti autonomi. La specificazione prescelta è la seguente

Occupati autonomi adulti (mgl. di unità)

$$\log(Nao/Nao(-1)) - f15_0 - f15_1 * \log(FPo/FPo(-1)) - f15_2 * \log(whdo * hdp * (1 + Uro * ((NoCIG/Do) * 0.8 - 1))/dCFNF) - f15_3 * \log(Nao(-1)/FPo(-1)) - f15_4 * \log(pensmed(-1)/dCFNF(-1)); \tag{F15}$$

dove

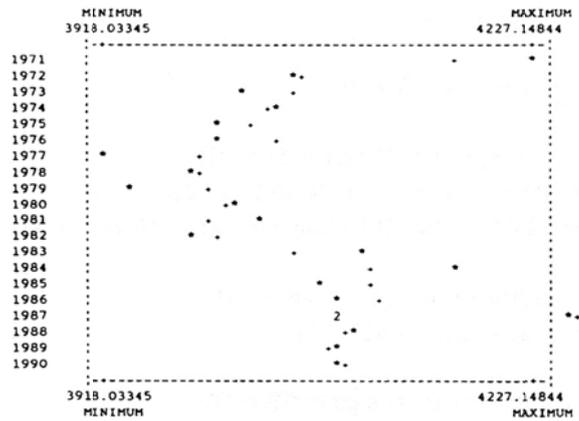
NoCIG è il numero delle persone equivalenti in CIG

Uro è il tasso di disoccupazione degli adulti

e la stima è data da

$$\log(Nao/Nao(-1)) - 0.542 - 0.927 * \log(FPo/FPo(-1)) + 0.100 * \log(whdo * hdp * (1 + Uro * ((NoCIG/Do) * 0.8 - 1))/dCFNF) + 0.468 * \log(Nao(-1)/FPo(-1)) + 0.0028 \log(pensmed(-1)/dCFNF(-1));$$

e la simulazione dinamica è presentata nella pagina successiva.



Coefficiente di correlazione = 0.89407
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.79936
 Errore quadratico medio al quadrato = 35.09657
 Errore medio assoluto = 27.58847
 Errore medio = -4.34579
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.25834
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.0086659
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0043308
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.015332
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.35214
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.63253
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.14158
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.84309

La quarta equazione, la F12, specifica la partecipazione degli adulti alla forza lavoro. La specificazione prescelta è data da

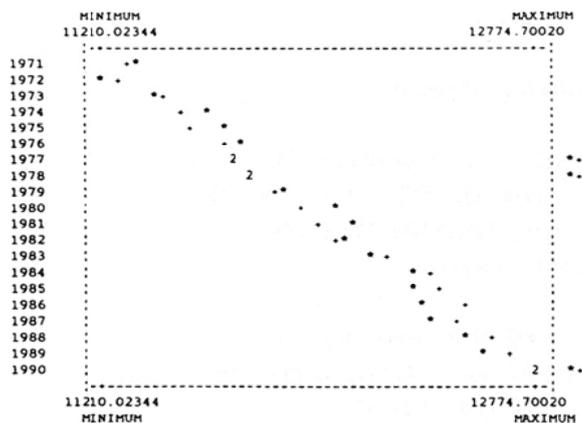
Forza lavoro adulta (mgl. di unità)

$$\log(Fo/Fo(-1)) - f12_0 - f12_1 * \log(Po/Po(-1)) - f12_2 * \log(Fo(-1)/Po(-1)) - f12_3 * (qpof - qpof(-1)) - f12_4 * \log(pensmed(-1)/dCFNF(-1)); \tag{F12}$$

ed i risultati delle stime sono i seguenti

$$\log(Fo/Fo(-1)) + 0.009 - 0.585 * \log(Po/Po(-1)) + 0.011 \log(Fo(-1)/Po(-1)) - 1.433 * (qpof - qpof(-1)) - 0.0001 \log(pensmed(-1)/dCFNF(-1));$$

I risultati della simulazione dinamica sono presentati nella pagina seguente



Coefficiente di correlazione = 0.98784
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.97582
 Errore quadratico medio al quadrato = 80.52081
 Errore medio assoluto = 68.79229
 Errore medio = -4.26394
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.90955
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.0067073
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0033529
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0028042
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.21836
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.77883
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.28445
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.71275

L'ultima equazione del blocco riguarda il costo del lavoro medio, la cui equazione è specificata come segue

Salario orario medio lordo per occupato nel settore privato (mgl. di lire)

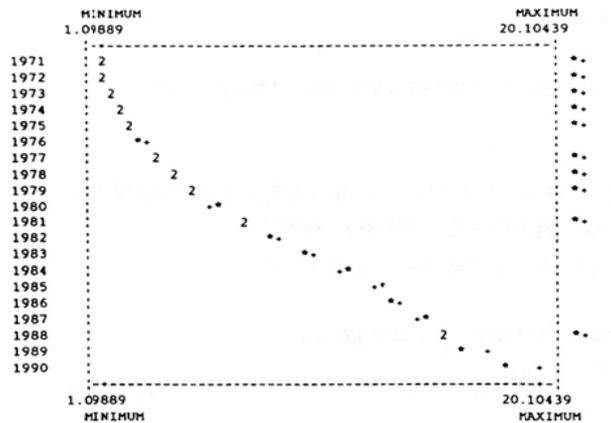
$$\log(\text{whl}/dQP) = f27_0 + f27_1 * (\text{time} - 30) + f27_2 * \log(\text{whdyl}/dQP) + f27_3 * \log(\text{whdol}/dQP) + f27_4 * \log(\text{whayl}/dQP) + (1 - f27_2 - f27_3 - f27_4) * \log(\text{whaol}/dQP); \quad (F27)$$

dove dQP è il deflatore del valore aggiunto privato

La stima dà i seguenti risultati

$$\log(\text{whl}/dQP) + 0.015^* - 0.003(\text{time} - 30) - 0.275 * \log(\text{whdyl}/dQP) - 0.405 * \log(\text{whdol}/dQP) - 0.067 * \log(\text{whayl}/dQP) - 0.253 \log(\text{whaol}/dQP);$$

La simulazione dinamica è presentata nella pagina seguente.



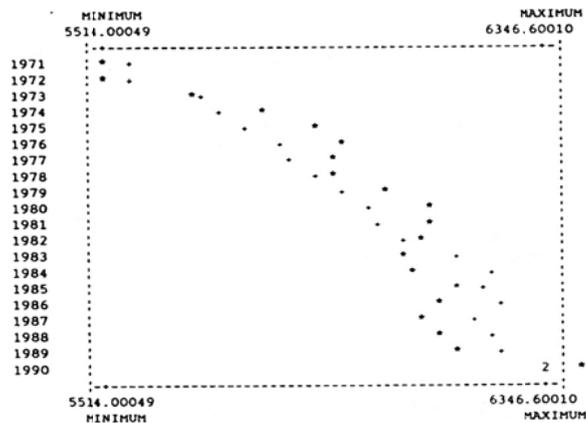
Coefficiente di correlazione = 0.99763
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99526
 Errore quadratico medio al quadrato = 0.45753
 Errore medio assoluto = 0.28822
 Errore medio = -0.035158
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.96218
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.046355
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.022998
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0059050
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.21498
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.77912
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.24355
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.75055

Infine, le pagine che seguono presentano le simulazioni dinamiche relative a variabili che sono ottenute tramite opportune identità. Le equazioni relative sono listate prima del grafico che descrive l'esercizio di simulazione.

Forza lavoro adulta dipendente

$$ident\ f13\ La = Ndo + Do$$

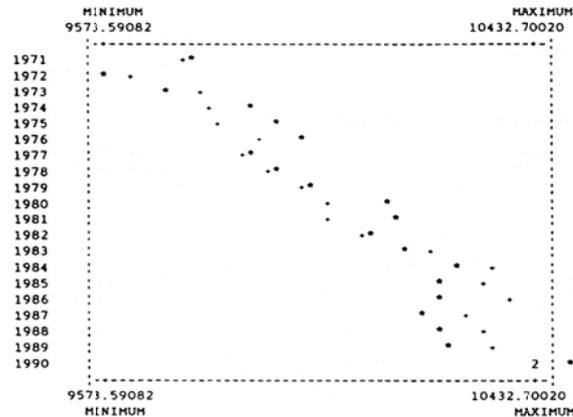
dove Do sono i disoccupati adulti in senso stretto



Coefficiente di correlazione = 0.93200
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.86862
 Errore quadratico medio al quadrato = 87.69060
 Errore medio assoluto = 78.83437
 Errore medio = 0.081851
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.83471
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.014600
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0072996
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 8.71240D-07
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.082113
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.91789
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.20588
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.79412

Forza lavoro adulta nel settore privato (mgl. di unità)

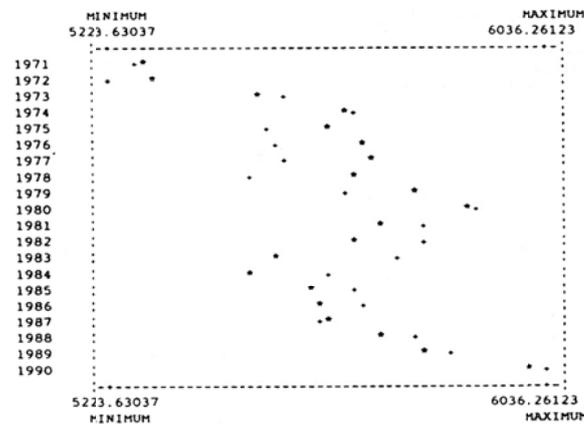
$$ident\ f14\ FPo = Fo - Ngo;$$



Coefficiente di correlazione = 0.95307
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.90835
 Errore quadratico medio al quadrato = 80.52081
 Errore medio assoluto = 68.79229
 Errore medio = -4.26394
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.82653
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.0080089
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0040034
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0028042
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.17752
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.81967
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.30303
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.69417

Occupati dipendenti adulti (mgl. di unità)

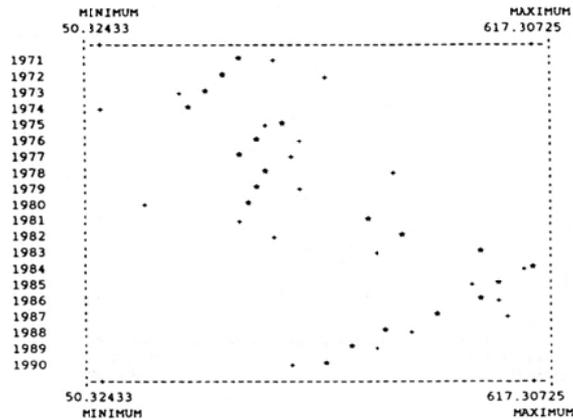
$$ident\ f16\ Ndo = Np - Nay - Ndy - Nao;$$



Coefficiente di correlazione = 0.81211
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.65953
 Errore quadratico medio al quadrato = 113.44755
 Errore medio assoluto = 94.33545
 Errore medio = -6.61674
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.70448
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.020080
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.010034
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0034017
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.050958
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.94564
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.25335
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.74325

Disoccupati in senso stretto adulti (mgl. di unità)

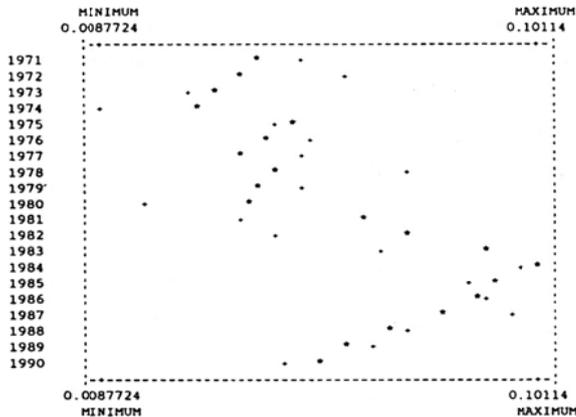
$$ident\ f17\ Do = Fo - Ndo - Nao - Ngo;$$



Coefficiente di correlazione = 0.79053
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.62494
 Errore quadratico medio al quadrato = 94.92915
 Errore medio assoluto = 78.29945
 Errore medio = 6.69859
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.71995
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.24918
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.12476
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0049793
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.020365
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = -0.97466
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.20035
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.79467

Tasso di disoccupazione adulti dipendenti (mgl. di unità)

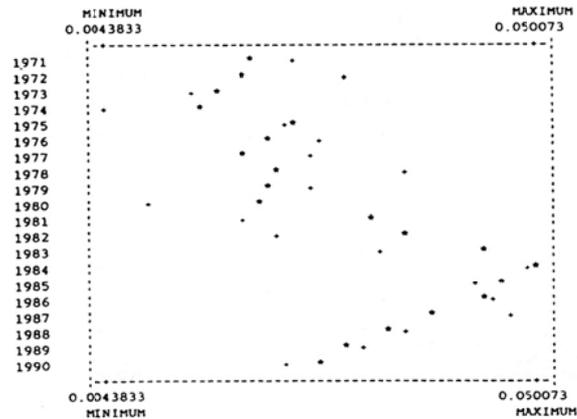
$$ident\ f18\ Uld = Do/La;$$



Coefficiente di correlazione = 0.76494
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.58514
 Errore quadratico medio al quadrato = 0.015799
 Errore medio assoluto = 0.013017
 Errore medio = 0.0011683
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.69832
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.25239
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.12653
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0054683
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.017274
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = -0.97726
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.20724
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.78729

Tasso di disoccupazione adulti (mgl. di unità)

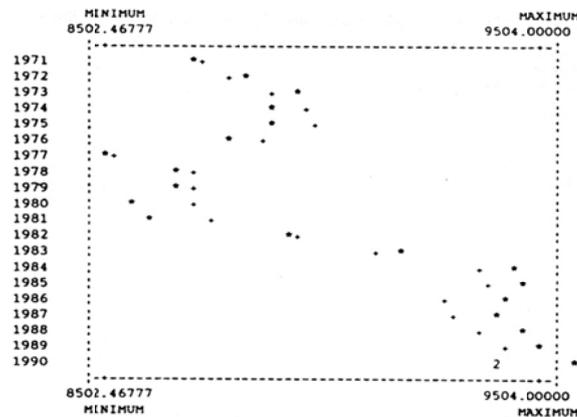
$$ident\ f19\ Uro = Do/Fo;$$



Coefficiente di correlazione = 0.76087
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.57892
 Errore quadratico medio al quadrato = 0.0079348
 Errore medio assoluto = 0.0065257
 Errore medio = 0.00056142
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.68625
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.25408
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.12724
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0050061
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.021699
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covariazione = 0.97329
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.22211
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.77289

Non forza lavoro adulti (mgl. di unità)

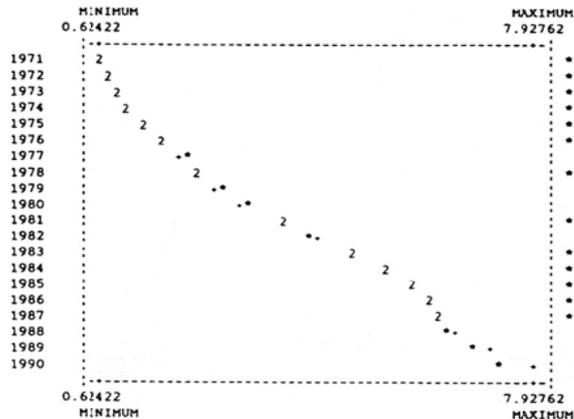
$$ident\ f20\ NFo = Po - Fo;$$



Coefficiente di correlazione = 0.98442
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.96908
 Errore quadratico medio al quadrato = 80.52081
 Errore medio assoluto = 68.79229
 Errore medio = 4.26394
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.17913
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.0089279
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0044655
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0028042
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.51028
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covariazione = 0.48691
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.41852
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.57867

Salario orario netto per occupato giovane dipendente (mgl. di lire)

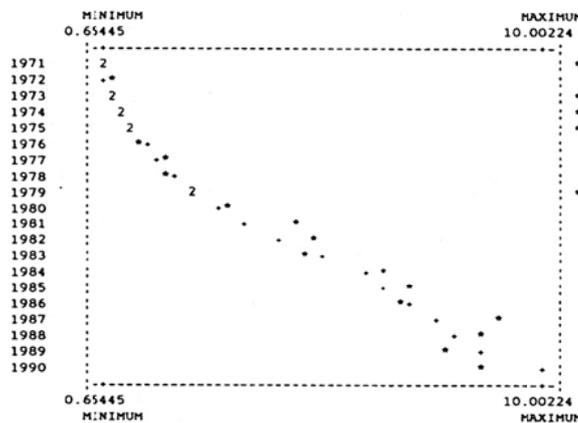
$$ident\ f23\ whdy = whdyl * (1 - aCSgld - aCSald) * (1 - aTDd) / (1 + aOSDegp + aOSDpr);$$



Coefficiente di correlazione = 0.99841
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99682
 Errore quadratico medio al quadrato = 0.16141
 Errore medio assoluto = 0.088211
 Errore medio = -0.030311
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.95942
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.037479
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.018580
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.035262
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.32124
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.64350
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.34686
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.61788

Salario orario netto per occupato giovane autonomo (mgl. di lire)

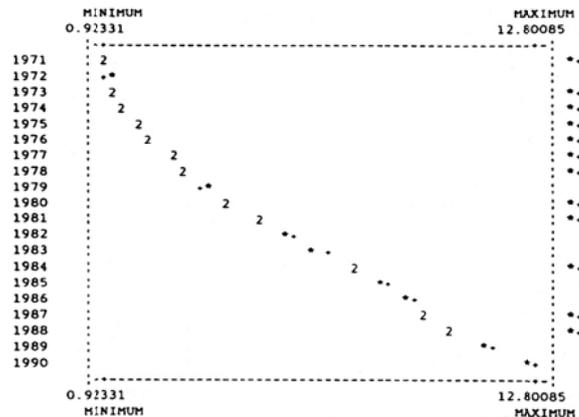
$$ident\ f24\ whayl = whayl * (1 - aCSla) * (1 - aTDa);$$



Coefficiente di correlazione = 0.98308
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.96644
 Errore quadratico medio al quadrato = 0.56544
 Errore medio assoluto = 0.38721
 Errore medio = 0.13003
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.98906
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.10774
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.054476
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.052881
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.0010301
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.94609
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.0033239
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.94379

Salario orario netto per occupato adulto dipendente (mgl. di lire)

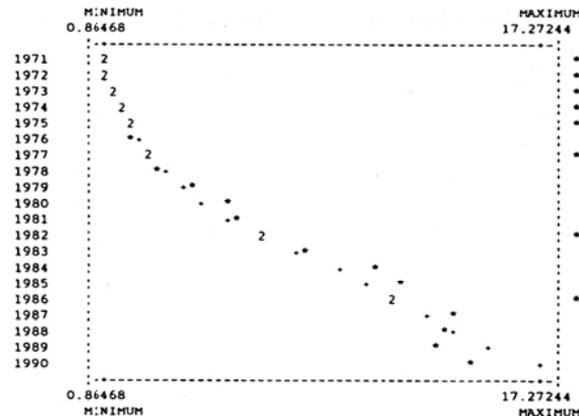
$$ident\ f25\ whdo = whdol * (1 - aCSgld - aCSald) * (1 - aTDd) / (1 + aOSDepp + aOSDpr);$$



Coefficiente di correlazione = 0.99971
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99942
 Errore quadratico medio al quadrato = 0.14201
 Errore medio assoluto = 0.10660
 Errore medio = -0.051715
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.97412
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.021431
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.010637
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.13262
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.46668
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.40070
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.47700
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.39038

Salario orario netto per occupato adulto autonomo (mgl. di lire)

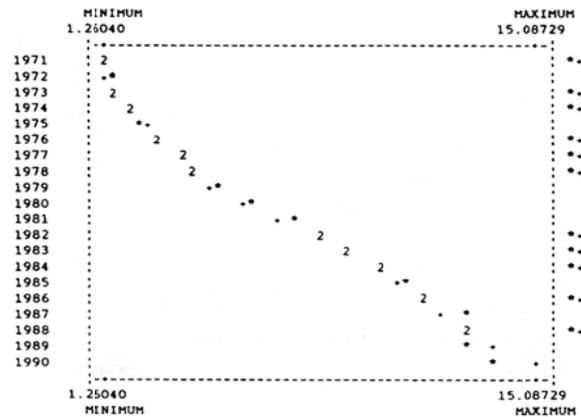
$$ident\ f26\ whao = whaol * (1 - aCSla) * (1 - aTDa);$$



Coefficiente di correlazione = 0.98550
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.97122
 Errore quadratico medio al quadrato = 0.90016
 Errore medio assoluto = 0.57261
 Errore medio = 0.045730
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.94251
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.10727
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.053312
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0025808
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.064082
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.93334
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.11127
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.88615

Salario medio giovani nel privato

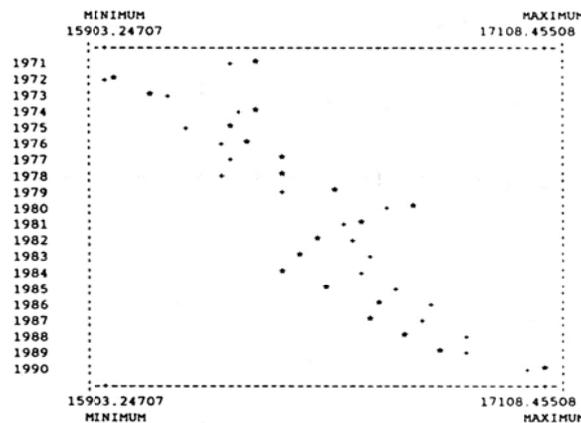
$$ident\ f37\ wpy = (whdy * (ndy/(ndy + nay)) + whay * (nay/(ndy + nay))) * (1/1000);$$



Coefficiente di correlazione = 0.99601
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99204
 Errore quadratico medio al quadrato = 0.41122
 Errore medio assoluto = 0.26055
 Errore medio = 0.025965
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.97060
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.049828
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.024856
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.0039869
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.076930
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.91908
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.10217
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.89385

Raccordo (FL/CN) occupati nel settore privato (mgl. di unità);

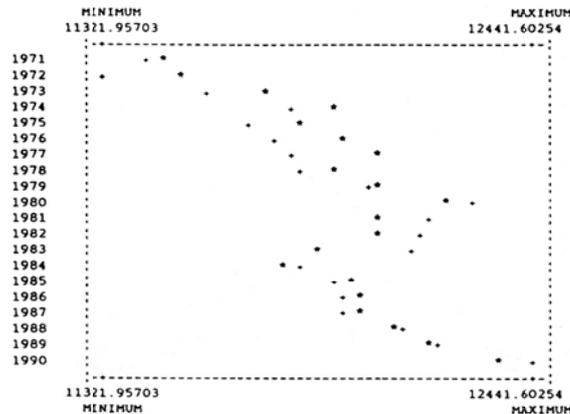
$$frml\ f31\ log(Np/Np(-1)) + 0.016 * -1.016 * log(OCp/OCp(-1)) + 0.101 * log(NP(-1)/OCp(-1));$$



Coefficiente di correlazione = 0.91785
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.84245
 Errore quadratico medio al quadrato = 127.70749
 Errore medio assoluto = -113.69721
 Errore medio = -19.38747
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.77686
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.0077518
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0038735
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.023047
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.14173
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.83522
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.29907
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.67789

Occupati dipendenti del settore privato CN

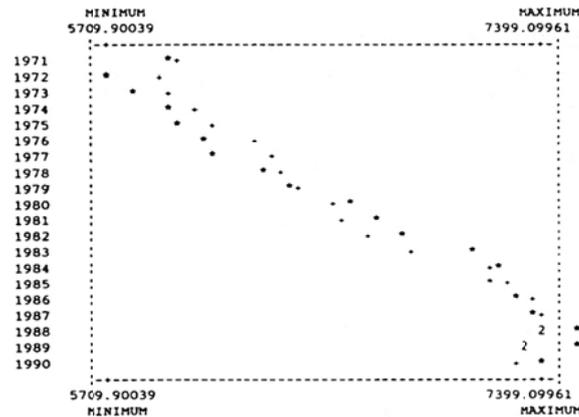
$$ident\ f32\ OCDp = OCp - OCA;$$



Coefficiente di correlazione = 0.91804
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.84280
 Errore quadratico medio al quadrato = 121.26267
 Errore medio assoluto = 100.93718
 Errore medio = 29.15552
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.68683
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.010145
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0050783
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.057808
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.32120
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.62100
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.49663
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.44556

Raccordo (CN/FL) occupati autonomi (mgl. di unità)

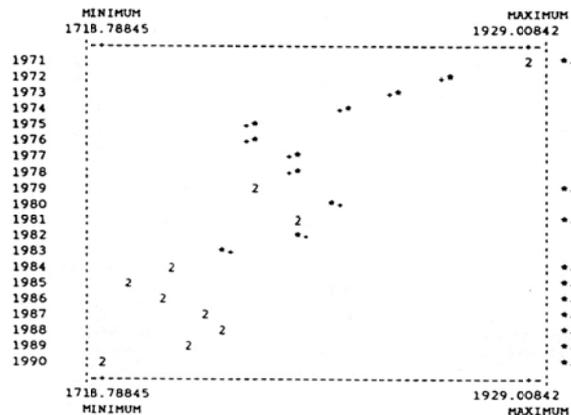
$$frml\ f33\ log(OCA/OCA(-1)) - 0.023 * - 1.066 * log(Nay + Nao)/(Nay(-1) + Nao(-1)) + 0.077 * log(OCA(-1))/(Nay(-1) + Nao(-1));$$



Coefficiente di correlazione = 0.98628
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.97275
 Errore quadratico medio al quadrato = 121.26267
 Errore medio assoluto = 100.93718
 Errore medio = -29.15552
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.11852
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.018174
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.0090716
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.057808
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.34503
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.59716
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.26961
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.67258

Ore di lavoro per occupato dipendente nel settore privato

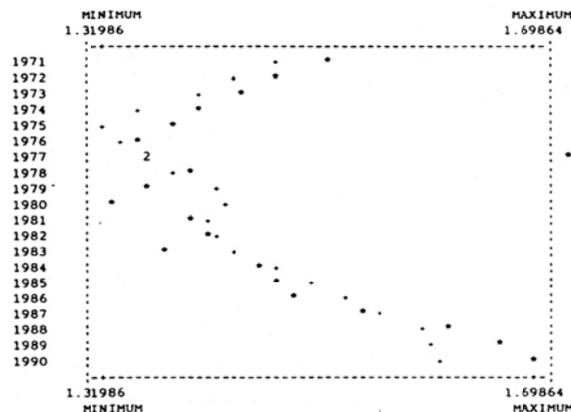
$$ident\ f34\ hdp = (h * 1000 - hap * OCA/OCp) * OCp/OCdp;$$



Coefficiente di correlazione = 0.99890
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.99781
 Errore quadratico medio al quadrato = 2.66010
 Errore medio assoluto = 2.06032
 Errore medio = 0.88859
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.01483
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.0014756
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.00073798
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.11158
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.090988
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.79743
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.078717
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.80970

Differenziale salariale fra classi di età per i lavoratori dipendenti nel privato

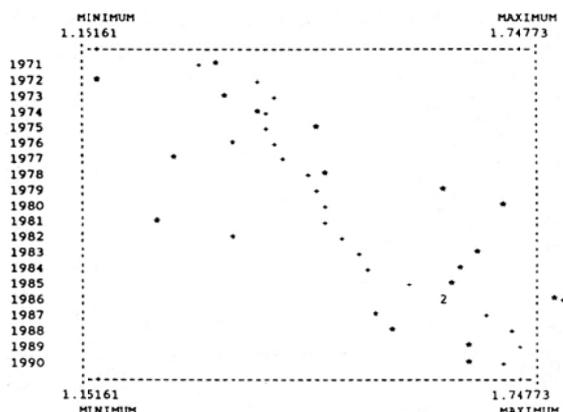
$$ident\ f35\ rhop = whdol/whdyl;$$



Coefficiente di correlazione = 0.89850
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.80730
 Errore quadratico medio al quadrato = 0.046118
 Errore medio assoluto = 0.038499
 Errore medio = 0.0049714
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 1.04389
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.031569
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.015816
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.011620
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.098766
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.88961
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.0072658
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.98111

Differenziale salariale fra classi di età per i lavoratori autonomi

ident f36 rhoa = whaol/whayl;



Coefficiente di correlazione = 0.65158
 Coefficiente di correlazione al quadrato = 0.42456
 Errore quadratico medio al quadrato = 0.13583
 Errore medio assoluto = 0.11212
 Errore medio = -0.023257
 Coefficiente di regressione del valore effettivo sul valore previsto = 0.86033
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1966) = 0.090607
 Coefficiente di disuguaglianza di Theil (1961) = 0.045021
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa tendenza centrale = 0.029318
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla diversa variazione = 0.097414
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta all'imperfetta covarianza = 0.87327
 Decomposizione alternativa delle ultime due componenti:
 Quota dell'errore quadratico medio dovuto alla differenza del coefficiente di regressione dall'unità = 0.018516
 Quota dell'errore quadratico medio dovuta alla varianza dei residui = 0.95217

LISTA DELLE EQUAZIONI

Lista delle equazioni stimate (frml) e delle identità (ident).

Forza lavoro giovanile (mgl.di unità)

ident f1 $Fy = FPy + NGy$

Tasso di disoccupazione giovani

ident f2 $Ury = Dy/Fy;$

Giovani in cerca di prima occupazione in coda per accedere al settore pubblico (mgl. di unità)

frml f3 $(Iy + Fy)/Py - f3_0 - f3_1 * (Iy(-1) + Fy(-1))/Py(-1) - f3_2 * time - f3_3 * time ** 2;$

Disoccupati giovani in senso stretto (mgl. di unità)

frml f4 $\log(Dy/Dy(-1)) - f4_0 - f4_1 * \log(Ndy/Ndy(-1)) - f4_2 * \log(Dy(-1)/Ndy(-1)) - f4_3 * (time - 30);$

Forza lavoro giovane nel settore privato (mgl. di unità)

frml f5 $\log(FPy/FPy(-1)) - f5_0 - f5_1 * \log(Py/Py(-1)) - f5_2 * time - f5_3 * qpof(-1) - f5_4 * \log(whgy(-1) * hgt(-1)/wpy(-1)) - f5_5 * \log(Ngy(-1)/Py(-1)) - f5_6 * \log(FPy(-1)/Py(-1));$

Occupati giovani autonomi (mgl. di unità)

ident f6 $Nay = FPy - Ndy - Dy;$

Salario orario lordo per occupato giovane autonomo (mgl. di lire)

frml f7 $\log(whayl/whayl(-1)) - f7_0 - f7_1 * \log(whdol/whdol(-1)) - f7_2 * (\log(whayl(-1)/whdol(-1)) - f7_4 * \log(Nay(-1)/Np(-1)) - f7_5 * \log(Ndy(-1)/Np(-1)) - f7_6 * \log(Nao(-1)/Np(-1)) - f7_3 * (time - 30);$

Salario orario lordo per occupato giovane dipendente (mgl. di lire)

frml f8 $\log(whdyl/whdyl(-1)) - f8_0 - f8_1 * \log(whdol/whdol(-1)) - f8_2 * (\log(whdyl(-1)/whdol(-1)) - f8_4 * \log(Nay(-1)/Np(-1)) - f8_5 * \log(Ndy(-1)/Np(-1)) - f8_6 * \log(Nao(-1)/Np(-1)) - f8_3 * (time - 30);$

Occupati giovani dipendenti (mgl. di unità)

frml f9 $\log(Ndy/Ndy(-1)) - f9_0 - f9_1 * \log(FPy/FPy(-1)) - f9_2 * \log(Ndy(-1)/FPy(-1)) - f9_3 * \log((whdo/whdo(-1))/(dCFNF/dCFNF(-1))) - f9_4 * \log((whdo(-1) * hdp(-1))/dCFNF(-1)) - f9_5 * qpof(-1) - f9_6 * du84 - f9_7 * \log(pensmed(-1)/dCFNF(-1));$

Non forza lavoro giovani (mgl. di unità)

ident f10 $NFy = Py - Fy;$

Altri disoccupati giovani (mgl. di unità)

$$\text{iden } f11 Ay = NFy - Iy - NNy;$$

Forza lavoro adulta (mgl. di unità)

$$\text{frml } f12 \log(Fo/Fo(-1)) - f12_0 - f12_1 * \log(Po/Po(-1)) - f12_2 * \log(Fo(-1)/Po(-1)) - f12_3 * (qpof - qpof(-1)) - f12_4 * \log(pensmed(-1)/dCFNF(-1));$$

Forza lavoro adulta dipendente (mgl. di unità)

$$\text{iden } f13 La = Ndo + Do;$$

Forza lavoro adulta nel settore privato (mgl. di unità)

$$\text{iden } f14 FPo = Fo - Ngo;$$

Occupati autonomi adulti (mgl. di unità)

$$\text{frml } f15 \log(Nao/Nao(-1)) - f15_0 - f15_1 * \log(FPo/FPo(-1)) - f15_2 * \log(whdo * hdp * (1 + Uro * ((NoCIG/Do) * 0.8 - 1)) / dCFNF) - f15_3 * \log(Nao(-1)/FPo(-1)) - f15_4 * \log(pensmed(-1)/dCFNF(-1));$$

Occupati dipendenti adulti (mgl. di unità)

$$\text{iden } f16 Ndo = Np - Nay - Ndy - Nao;$$

Disoccupati in senso stretto adulti (mgl. di unità)

$$\text{iden } f17 Do = Fo - Ndo - Nao - Ngo;$$

Tasso di disoccupazione adulti dipendenti (mgl. di unità)

$$\text{iden } f18 Uld = Do/La;$$

Tasso di disoccupazione adulti (mgl. di unità)

$$\text{iden } f19 Uro = Do/Fo;$$

Non forza lavoro adulti (mgl. di unità)

$$\text{iden } f20 NFo = Po - Fo;$$

Salario orario lordo per occupato adulto dipendente (mgl. di lire)

$$\text{frml } f21 \log(whdol/whdol(-1)) - f21_0 - f21_1 * INFe - f21_2 * \log(whdol(-1)/whdyl(-1)) - f21_3 * (Uld - Uld(-1)) - f21_4 * ((1 + f21_2) * Uld(-1) - f21_2 * (Dy(-1)/(Dy(-1) + Ndy(-1)))) - f21_5 * du80 - f21_6 * ((Dy/(Dy + Ndy)) - (Dy(-1)/(Dy(-1) + Ndy(-1)))) - f21_7 * \log((1 + aOSDegp + aOSDpr)/(1 + aOSDegp(-1) + aOSDpr(-1))); - f21_8 * \log(pensmed/pensmed(-1));$$

Salario orario lordo per occupato adulto autonomo (mgl. di lire)

$$\text{frml } f22 \log(whaol/whaol(-1)) - f22_0 - f22_1 * \log(whdol/whdol(-1)) - f22_2 * (\log(whaol(-1)/whdol(-1)) - f22_4 * \log(Nay(-1)/Np(-1)) - f22_5 * \log(Ndy(-1)/Np(-1)) - f22_6 * \log(Nao(-1)/Np(-1)) - f22_3 * (time - 30);$$

Salario orario netto per occupato giovane dipendente (mgl. di lire)

$$\text{iden } f23 whdy = whdyl * (1 - aCSgld - aCSald) * (1 - aTDd)/(1 + aOSDegp + aOSDpr);$$

Salario orario netto per occupato giovane autonomo (mgl. di lire)

$$\text{iden } f24 whayl = whayl * (1 - aCSla) * (1 - aTDa);$$

Salario orario netto per occupato adulto dipendente (mgl. di lire)

$$\text{iden } f25 whdo = whdol * (1 - aCSgld - aCSald) * (1 - aTDd)/(1 + aOSDegp + aOSDpr);$$

Salario orario netto per occupato adulto autonomo (mgl. di lire)

$$\text{iden } f26 whao = whaol * (1 - aCSla) * (1 - aTDa);$$

Salario orario medio lordo per occupato nel settore privato (mgl. di lire)

$$\text{frml } f27 \log(whl/dQP) - f27_0 - f27_1 * (time - 30) - f27_2 * \log(whdyl/dQP) - f27_3 * \log(whdol/dQP) - f27_4 * \log(whayl/dQP) - (1 - f27_2 - f27_3 - f27_4) * \log(whaol/dQP);$$

Occupati in CIG (migl. di unità)

$$\text{iden } f28 NoCIG = htCIG/hdp;$$

Occupati dipendenti adulti al lordo degli occupati in CIG (migl. di unità)

$$\text{iden } f29 NdoCIG = Ndo + NoCIG;$$

Disoccupati dipendenti adulti al netto degli occupati in CIG (migl. di unità)

$$\text{iden } f30 DonCIG = Do - NoCIG;$$

Raccordo (FL/CN) occupati nel settore privato (mgl. di unità);

$$\text{frml } f31 \log(Np/Np(-1)) - f31_0 - f31_1 * \log(OCp/OCp(-1)) - f31_2 * \log(NP(-1)/OCp(-1));$$

Occupati dipendenti nel settore privato CN (mgl. di unità)

$$\text{iden } f32 OCDp = OCp - OCA;$$

Raccordo (CN/FL) occupati autonomi (mgl. di unità)

$$\text{frml } f33 \log(OCA/OCA(-1)) - f33_0 - f33_1 * \log((Nay + Nao)/(Nay(-1) + Nao(-1))) - f33_2 * \log(OCA(-1)/(Nay(-1) + Nao(-1)));$$

Ore di lavoro per occupato dipendente nel settore privato

$$\text{iden } f34 hdp = (h * 1000 - hap * OCA/OCp) * OCp/OCDp;$$

Differenziale salariale fra classi di età per i lavoratori dipendenti nel privato

$iden\ f35\ rhop = whdol/whdyl;$

Differenziale salariale fra classi di età per i lavoratori autonomi

$iden\ f36\ rhoa = whaol/whayl;$

Salario medio giovani nel privato

$iden\ f37\ wpy = (whdy * (ndy/(ndy + nay)) + whay * (nay/(ndy + nay))) * (1/1000);$

Variabili esogene

Trend: *time*

Popolazione fra i 14 ed i 34 anni (mgl. di unità): *Py*

Quota di donne nella forza lavoro: *qpof*

Orario medio per occupato nella P.A.: *hg*

Dummy 1984: *Du84*

Non forza lavoro fra i 14 ed i 64 anni secondo la classificazione Istat: *NNy*

Popolazione fra i 35 ed i 64 anni (mgl. di unità): *Po*

Dummy 1990: *Du90*

Dummy 1980: *Du80*

Aliquota dei contributi sociali a carico dei lavoratori dipendenti versati alla P.A.: *aCSgld*

Aliquota dei contributi sociali a carico dei lavoratori dipendenti versati ad altre istituzioni sociali: *aCSald*

Aliquota d'imposte sul reddito da lavoro a carico dei lavoratori dipendenti nel settore privato: *aTDd*

Aliquota dei contributi sociali effettivi a carico dei datori di lavoro del settore privato versati alla P.A.: *aOSDegp*

Aliquota dei restanti contributi sociali a carico dei datori di lavoro del settore privato: *aOSDpr*

Aliquota dei contributi sociali a carico dei lavoratori autonomi: *aCSla*

Aliquota d'imposte sul reddito da lavoro a carico dei lavoratori autonomi: *aTDa*

Ore complessive di Cassa Integrazione Guadagni: *htCIG*

Orario medio per occupato autonomo: *hap*

Aliquota d'imposte sul reddito da lavoro a carico dei lavoratori della P.A.: *aTDg*

Popolazione totale (mgl. di unità): *popto*

Quota della popolazione fino a 13 anni: *qpop13*

Quota della popolazione oltre i 65 anni: *qpop65*

Aliquota oneri sociali effettivi a carico della P.A.: *aOSEg*

Aliquota oneri sociali figurativi a carico della P.A.: *aOSFg*

Occupati dipendenti della P.A. (mgl. di unità): *OCDg*

Salario orario lordo per occupato nella P.A. (mgl. di lire): *whgl*

Differenziale salariale nella P.A.: *rhog*

Quota di occupati giovani nella P.A.: *pNGy*

Tabella 1: Composizione per classi di età della disoccupazione con durata (incompleta) superiore ai sei mesi. Fonte: OECD Employment Outlook 1986.

Paesi→	UK	US	Francia	Germania	Giappone	Italia
Classe d'età↓						
età 14-24	26.4	20.6	29.4	17.7	5.3	60.5
età 25-44	41.4	51.5	40.3	45.4	42.1	33.1
età 45-64	32.5	27.9	3.4	13.0	52.6	6.3

Tabella 2: Medie e deviazioni standard delle principali variabili usate nelle stime empiriche. 1970-1990.

Variabili→	W_d^y	W_d^a	W_a^y	W_a^a	W_g^y	W_g^a	N_d^y	N_d^a	N_a^y	N_a^a	N_g^y
Medie 1970-1990	6.26	9.37	8.57	13.35	8.28	11.06	5165	1619	5608	4241	1193
Deviazioni standard	4.07	6.64	5.96	9.97	5.89	7.74	98.31	182.45	116.13	105.21	157.31
Variabili→	N_g^a	F_y	Fp_y	F_a	P_y	P_a	TD_y	TD_a	D_1^y/P_y	DI_d^a	
Medie 1970-1990	1903	8184	6991	12097	16710	21091	0.028	0.025	0.052	0.057	
Deviazioni standard	243.82	321.48	211.31	458.35	675.33	774.16	0.011	0.010	0.018	0.023	

Note: i dati sui salari sono in milioni di lire correnti. I dati sull'occupazione, la forza di lavoro e la popolazione sono in migliaia di unità.

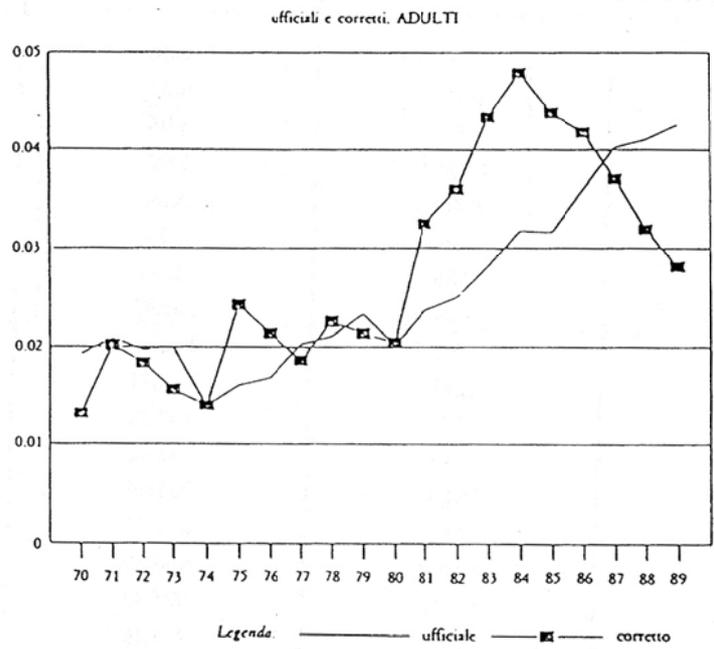


FIG. 1. Tassi di disoccupazione.

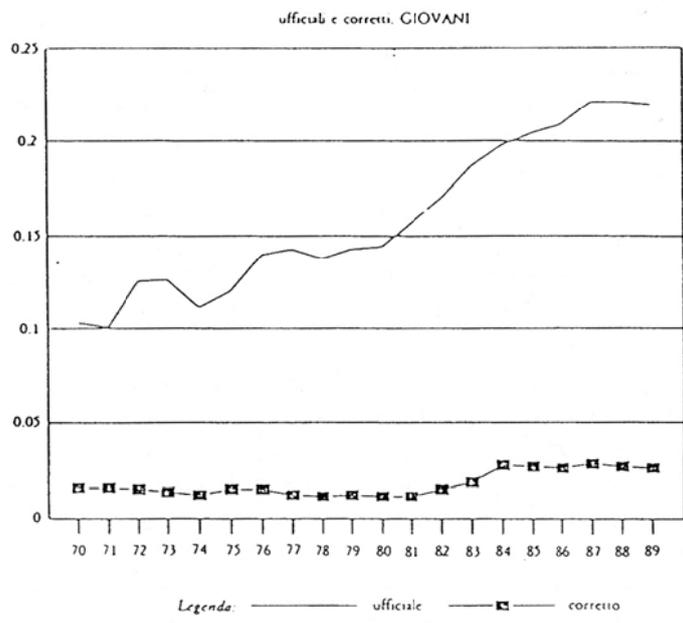
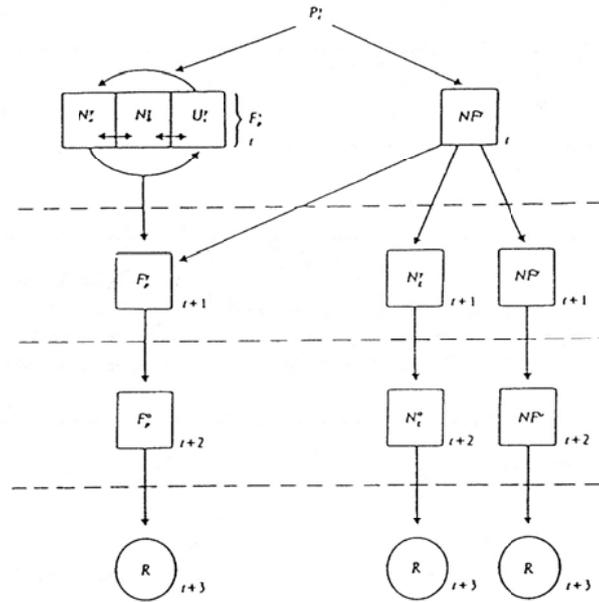


FIG. 2. Tassi di disoccupazione.



SCHEMA 1. Schema di offerta lungo il "ciclo di vita"

CONCLUSIONI

Lo scopo di questo lavoro è stato quello di delineare uno schema di lettura in chiave generazionale del mercato del lavoro italiano. Ne è risultato uno scheletro interpretativo alquanto complesso, soprattutto se si hanno presenti le descrizioni del mercato del lavoro nei modelli macroeconomici che vanno per la maggiore. Le stime econometriche dello schema suggerito non sembrano scoraggiare ulteriori approfondimenti nella direzione indicata²².

Sembra interessante, a questo proposito, un breve (e quindi approssimativo) confronto con il più recente modello della Banca d'Italia (Cfr. Galli-Terlizzese-Visco (1989)). Gli aspetti che qualificano il nostro modello rispetto al modello Banca d'Italia (BI) sono parecchi ma qui ne sottolineiamo due in particolare.

1. Il modello BI mantiene l'impostazione tradizionale che non differenzia tra diversi tipi di popolazione, occupazione e disoccupazione. La logica sottostante non può essere quindi che quella di un livello più elevato di omogeneità degli agenti che operano nell'economia, sia dal lato della domanda che da quello dell'offerta. Ciò limita notevolmente la capacità del modello BI di dare risposte a problemi che riguardano la composizione di variabili chiave. Un esempio che mette in luce le diverse potenzialità dei due modelli è dato dalla variazione della struttura per età della popolazione in età lavorativa. Nel nostro modello, ciò ha ovvie implicazioni sull'utilità di riserva dei giovani, sui tassi di disoccupazione e sui salari di ciascuna classe di età. Nel modello BI esiste soltanto l'aggregato popolazione e quindi tale variazione non ha effetti diretti sul mercato del lavoro.

2. Il nostro modello prevede un ruolo esplicito per la politica dei salari e dell'occupazione pubblica anche nel lungo periodo, indipendentemente dall'esistenza di trade offs di breve periodo tra disoccupazione ed inflazione.

Tutto sommato, ci sembra di poter dire che l'impostazione seguita in questo lavoro rappresenti un terreno promettente di analisi dei fenomeni che caratterizzano il mercato del lavoro italiano.

Come sempre, ulteriori approfondimenti nelle seguenti direzioni sembrano particolarmente desiderabili:

1. la distinzione dei lavoratori per sesso e/o per regione.
2. la distinzione delle imprese private in due tipologie distinte, che riflettano maggiormente le differenze tra settori produttivi privati e/o tra classi di ampiezza.
3. l'endogenizzazione del comportamento dell'operatore pubblico.

Questi approfondimenti fanno parte dell'immediata agenda di ricerca dell'autore.

²² Sarebbe opportuno, come ha suggerito un referee, stimare il modello su un panel di dati microeconomici. Le difficoltà inerenti al reperimento di dati su una serie di variabili chiave (come le ore lavorate) rendono questa possibilità di non immediata realizzazione.

APPENDICE: I DATI SUI SALARI PER CLASSI DI ETÀ'

È noto come i dati sui redditi da lavoro per classi di età non siano immediatamente disponibili nelle serie storiche aggregate fornite dall'ISTAT e affini. La costruzione di tali dati richiede perciò un procedimento di stima alquanto macchinoso, alla cui illustrazione è dedicata questa appendice.

I dati disponibili, che formano il materiale grezzo, sono i seguenti:

- a. I salari al netto degli oneri sociali per addetto e per branca. Fonte: dati di contabilità nazionale (CN) ricostruiti da Golinelli e Monterastelli (1990).
- b. occupazione per classe di età e per branca. Fonte: dati provenienti dalle Indagini sulle Forze di Lavoro (FL), ricostruiti in base ai dati retrospettivi ed a una serie di riproporzionamenti. Banca dati GRETA-CER.
- c. i dati microeconomici sui consumi delle famiglie italiane. Fonte: Indagini annuali della Banca d'Italia (BI) 1977-1986 (1985 escluso).

Il primo stadio della costruzione delle variabili è la stima dei differenziali di reddito per classe di età e per branca. I dati sui consumi delle famiglie della Banca d'Italia hanno il grosso vantaggio di fornire informazioni sia sul reddito annuo derivante dall'attività principale del percettore intervistato che su altre caratteristiche come la classe di età (fino al 1983) o l'età (dal 1984), il livello di istruzione, il sesso, gli altri redditi disponibili e così via. Come è ben noto, ci sono due limiti rilevanti all'uso dei dati BI. Il primo è che non si hanno informazioni sulle ore lavorate dal singolo percettore. Il secondo è che la struttura del campione è cambiata notevolmente durante il decennio considerato (cfr. Cannari e al. (1989) per una discussione). A ciò si aggiunge che non esistono informazioni per il periodo campionario 1970-76 e 1988²³.

I dati per l'anno 1985 sono stati ottenuti tramite una semplice interpolazione tra i dati relativi all'84 e all'86. D'altro canto, gli anni 1970-1976 e 1987-1989 sono stati ottenuti per estrapolazione, combinando una componente deterministica con una componente stocastica. La componente deterministica è data dall'estrapolazione all'indietro di regressioni in cui la variabile dipendente è il logaritmo del salario nella classe di età e nella branca i -esima e le variabili dipendenti sono una costante, un trend lineare ed un trend quadratico. La componente stocastica è ottenuta generando una serie di realizzazioni da una variabile normale di media zero e di varianza pari alla varianza dei residui stimati nelle regressioni associate. Tale serie è stata poi aggiunta alla componente deterministica. L'operazione è stata ripetuta dieci volte ottenendo dieci realizzazioni della variabile dipendente. La media di queste realizzazioni è la nostra stima del salario negli anni mancanti.

I dati di contabilità nazionale forniscono i salari netti da oneri sociali (ma inclusivi delle ore lavorate) per il settore privato e per la P.A.. Tale informazione per i lavoratori autonomi è ottenuta da una rielaborazione di dati ISTAT fatta secondo i criteri discussi in Baviera (1990).

I differenziali per classe di età e per branca ρ_i sono calcolati semplicemente come segue

$$\rho_i = \frac{W_{ai}^{BI}}{W_{yi}^{BI}} \quad (A1)$$

dove W sono i salari, BI sta per Banca d'Italia, i è l'indice di branca, a si riferisce agli adulti e y si riferisce ai giovani.

Data la definizione di differenziali, si può agevolmente mostrare come il salario dei giovani nella branca i -esima sia dato da

$$W_{yi} = \frac{W_i^{CN}}{\rho_i(1-\alpha_i) + \alpha_i} \quad (A2)$$

dove α_i è la quota di lavoratori giovani nella branca i -esima e W_i^{CN} sono i salari di contabilità nazionale nella branca i -esima. Una volta ottenuto W_{yi} , è agevole calcolare W_{ai} .

²³ Data la notevole diversità del questionario nel 1987, si è ritenuto opportuno limitare l'analisi dei dati al 1986.

Gli ingredienti usati nella formula (A2) sono i seguenti:

a. α_i è calcolato usando i dati sull'occupazione tratti dalle Indagini sulle Forze di Lavoro, opportunamente riclassificati. Gli occupati sono divisi in due classi di età, 14-34 e 35-60. Per i dipendenti, i dati sono immediatamente disponibili tranne che per il 1977, quando si è dovuto riclassificare la classe di età 30-39 nelle due sottoclassi 30-34 e 35-39 secondo la proporzione media degli altri anni della serie. Per i dipendenti pubblici, la suddivisione in classi di età è basata sull'assunzione che la distribuzione per età nella P.A. sia eguale a quella nei servizi misti. I dati sui lavoratori autonomi sono ricostruiti in base alle informazioni di contabilità nazionale.

b. i differenziali sono calcolati come sopra dai dati Banca d'Italia. Le classi di età sono 14-30 e 31-65. Ciò è dovuto al fatto che le informazioni microeconomiche sono organizzate dal 1977 al 1983 su intervalli discreti decennali.

Gli altri dati usati nel modello sono elaborazioni GRETA su dati ISTAT. Le medie e le deviazioni standard delle principali variabili sono presentate nella Tabella 2.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Baviera, P., (1990) "Un modello econometrico del comportamento dei consumatori", tesi di laurea, Università di Padova.
- Begg, D., (1988), "Hysteresis, Market Forces, and the Role of Policy in a Dynamic Game with Insiders and Outsiders", *Oxford Economic Papers*, 40, 587-609.
- Bernanke, B., (1987), "Employment, Hours and Earnings in a Depression", in *American Economic Review*, 77, 145-163.
- Bertola, G. (1989), "Vincoli istituzionali ai licenziamenti e domanda di lavoro in Italia", *mimeo*.
- Bertola, G., (1990), "Job Security, employment and wages", in *European Economic Review*, 34, 851-886.
- Blanchard, O.-Summers, L., (1986), "The European Unemployment Problem", in Fischer, S., (ed.), *NBER Macroeconomics Annual*.
- Bodo, G.-Sestito, P., (1989), "Disoccupazione e squilibrio territoriale", in *Temi di discussione Banca d'Italia* no.121, Banca d'Italia.
- Brunello, G.-Scaramozzino, P., (1991), "The labour market in the EEC service sector", *GRETA Working Paper* 91.01, Venezia.
- Campbell, J. e Pierre Perron (1991), 'Pitfalls and Opportunities: What Macroeconomists should know about Unit Roots', in Fischer, S. (ed.), *NBER Macroeconomics Annual*, 1991.
- Cannari, L., Pellegrini, G. e Sestito, P., (1989), "Redditi da lavoro dipendente: un'analisi in termini di capitale umano", in *Temi di Discussione* no. 124, Banca d'Italia.
- Ceriani, V., Frasca, F. e Monacelli, D., (1991) "Il sistema tributario e il disavanzo pubblico: problemi e prospettive", *mimeo*.
- Colombino, U.-Del Boca, D., [1990], "The Effect of Taxes on Labor Supply in Italy", *Journal of Human Resources*.
- Deaton, A.-Muellbauer, J., (1980), "Economics and Consumer Behaviour", *Cambridge University Press*.
- Desai, M.-Weber, G., (1988), "A Keynesian Macroeconometric Model for the UK: 1955-1984", *Journal of Applied Econometrics*, 3, 1-33.
- Diamond, P. (1982), "Aggregate Demand Management in Search Equilibrium", *Journal of Political Economy*, 90, 881-894.
- Emerson, M., (1988), "Regulation or Deregulation of the Labour Market", in *European Economic Review*, 32, 775-817.
- Freeman, R.-Blanchflower, D., (1990), "Going different ways: unionism in the US and in other OECD countries", *NBER Working Paper* n.3342.
- Galli, G.-Terlizzese, R.-Visco, V., (1990), "Un modello trimestrale per la previsione e la politica economica", in *Politica Economica*, 3-89.
- Gollier, C., (1991), "Wage Differentials, the Insider-Outsider Dilemma and Entry Deterrence", *Oxford Economic Papers*, 43, 391-408.
- Hansen, G., (1985), "Indivisible Labor and the Business Cycle", *Journal of Monetary Economics*, 16, 309-328.
- Klau, F.-Mittelstadt, A., (1986), "Labour Market Flexibility", in *OECD Economic Studies*.
- Layard, R.-Nickell, S., (1986), "Unemployment in Britain", in *Economica*, supplement, 53, S121-S169.
- Layard, R., Nickell, S. and Jackman, R., (1991), *Unemployment*, Oxford.
- Lazear, E., (1990), "Job Security and Unemployment", *Quarterly Journal of Economics*, 105, 699-726.
- Lindbeck, A.-Snower, D., (1987), "Cooperation, Harassment and Involuntary Unemployment", in *American Economic Review*, 78, 167-188.
- Lindbeck, A.-Snower, D., (1990), "Segmented Labor Markets and Unemployment", *IIES Seminar Papers* No.483.
- McCormick, B., (1990), "A Theory of Signaling during Job Search, Employment Efficiency and 'Stigmatized Jobs'", in *Review of Economic Studies*, 57, pp.299-313.
- Micali, A., (1990), "La disoccupazione in Italia: alcuni risultati di uno studio previsionale", in *Economia e Lavoro*, 61-79.
- Modigliani, F.-Padoa Schioppa, F.-Rossi, N., (1986), "Aggregate Unemployment in Italy. 1960-83", in *Economica*, S245-S273.
- Mortensen, D., (1986), "Job Search", in Ashenfelter, O.-Layard, R., *Handbook of Labor Economics*, North Holland.

Nickell, S.,(1990), "Unemployment:A Survey", in *The Economic Journal*, 100, 70-121.

Nickell, S.-Wadhvani, S.,(1990), "Insider Power in Wage Determination", in *The Economic Journal*, 100, 496-509.

Rettore, E., (1990), "Institutional constraints on working week length and female labour supply", *mimeo*.

Salvati, M.-Biagioli, M. -Santi, P.,(1990), "Occupazione, retribuzioni e spesa per il personale nella Pubblica Amministrazione", *mimeo*.

Sestito, P.,(1990), "Misurazione dell'offerta di lavoro e tasso di disoccupazione", in *Temi di discussione* no.132, Banca d'Italia.

Weitzman, M., (1982), "Increasing Returns and the Theory of Unemployment", in *The Economic Journal*, 92, 787-804.