

# MEFIM

MODELLO  
ECONOMETRICO  
FINANZIARIO  
INTERNAZIONALE  
MENSILE

Marzo 2017

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

## IL QUADRO GENERALE

L'economia a livello globale si sta rafforzando, non solo negli USA. La ripresa va consolidandosi nell'Eurozona e, anche se più timidamente anche in Giappone. La liquidità presente nel sistema è ancora molto abbondante, ma sta maturando la sensazione che non lo sarà ancora molto a lungo. L'aspettativa di rendimenti in aumento tende a spostare i capitali dal mercato obbligazionario a quello azionario.

Negli USA, gli effetti di una politica fiscale espansiva sono in parte già scontati dai mercati, almeno in termini qualitativi. Durante il mese di febbraio, la borsa americana ha conseguito ancora nuovi massimi e le quotazioni incorporano multipli di dividendi che vanno forse ben oltre i fondamentali delle aziende. Una certa prudenza, pertanto, è d'obbligo perché tutti gli operatori sono posizionati

dalla stessa parte. Vi è il rischio di una bolla pronta a sgonfiarsi non appena giungano informazioni che possano disattendere queste aspettative.

In termini quantitativi, dall'audizione di Trump al Congresso di fine febbraio non sono arrivati i dettagli che i mercati finanziari speravano. **Il Presidente non ha specificato come finanzierà il piano espansivo** d'investimenti in infrastrutture, i tagli delle imposte per la classe media e il forte aumento della spesa nel settore della difesa per trasformare gli Stati Uniti nella prima potenza militare. Ha ribadito che intende partire dalla spesa sanitaria con l'abolizione o la revisione dell'*Obamacare* e reperire risorse dalla riduzione dei fondi per gli aiuti umanitari e per la protezione dell'ambiente, ma non ha definito tempi e modi di attuazione. **Pertanto, ad oggi, è difficile valutare la risultante tra gli interventi espansivi e quelli restrittivi ed una errata tempistica tra le due tipologie potrebbe mettere a rischio l'esuberanza dei mercati finanziari.** Va, inoltre, sottolineato che il **teffitto del debito dovrà essere presto rivisto al rialzo**, indipendentemente da come verrà articolata la politica fiscale.

Nonostante il tentativo dell'amministrazione Trump a gennaio di indebolire il dollaro con dichiarazioni di eccessiva forza della valuta americana, i dati macroeconomici positivi e la divergenza delle politiche monetarie tra le tre macroaree, per gli USA restrittiva, per il Giappone e l'Area Euro ancora espansive, hanno prevalso: il dollaro ha ripreso forza riportandosi intorno a 1.05 contro l'euro. Tale tendenza dovrebbe essere mantenuta almeno anche in marzo, dal momento che il linguaggio di comunicazione della Fed durante febbraio è sembrato aver l'obiettivo di preparare i mercati ad un eventuale rialzo dei tassi ufficiali già dalla prossima riunione del 14-15 marzo. Nelle interviste ai componenti del *Board*, infatti, sono stati numerosi i riferimenti al rischio di restare indietro se non si interviene presto. Il Presidente Yellen all'audizione al Senato ha dichiarato che *"il rialzo dei tassi sarà considerato nei prossimi meeting; non sarebbe saggio aspettare troppo"*. Per Harker (Fed di Philadelphia) un aumento *"non è da escludersi"* già nella riunione di 14-15 marzo; per Lockhart (Fed di Atlanta) l'economia potrebbe spingere la Fed ad aumentare i tassi più velocemente di quanto ci si aspetti ora; Kaplan (Fed di Dallas) ha sottolineato che la Fed dovrebbe alzare i tassi di interesse *"il più presto possibile"* per evitare in seguito di dover spingere sul pedale dell'acceleratore. *"Se ci si muove prima, sarà più probabile che le future rimozioni delle politiche accomodanti possano essere realizzate gradualmente"*; Lacker (Fed di Richmond) ritiene che ormai quasi tutti i fattori macroeconomici attuali raccomandino tassi di interesse più elevati: *"con un tasso di disoccupazione pari o inferiore a livelli corrispondenti ad un massimo di occupazione sostenibile e con l'inflazione molto vicina all'obiettivo del 2% sono garantiti tassi di interesse significativamente più alti"*. Per evitare un aumento imprevisto della pressione inflazionistica Lacker auspica un aumento progressivo dei tassi. *"Diversamente, aggiustamenti rapidi possono essere difficili da calibrare. Un rialzo a marzo permetterebbe più azioni nel 2017"*.

Pertanto, alla luce di queste dichiarazioni, confermiamo lo scenario di previsione delineato fin da gennaio in cui avvengono due aumenti, di 25 punti base ciascuno, a marzo e a giugno, per controllare le aspettative inflazionistiche (Scenario C). Successivamente, è più probabile che la Fed assuma un atteggiamento attendista per poter quantificare gli effetti del nuovo corso di politica fiscale.

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

In Giappone, il PIL ha chiuso il 2016 con una crescita più robusta, attestata a +1.6% a/a nell'ultimo trimestre, e il mese di febbraio ha regalato nuove informazioni sui dati mensili che delineano qualche progresso non solo dal lato dell'offerta, ma anche da quello della domanda. Tuttavia, la forte componente adattiva delle aspettative d'inflazione in questo Paese impedisce ancora di avere progressi significativi sul problema della deflazione.

L'obiettivo di politica monetaria di rendimenti nulli sui titoli di Stato decennali si è rivelato come una strategia vincente nell'attuale scenario di aumenti a livello internazionale, preservando il Giappone da un effetto restrittivo indesiderato e prematuro.

Come evidenziato tra le opinioni dei componenti del *Board*, alcuni operatori finanziari speculano sul fatto che la Banca Centrale dovrebbe prendere in considerazione l'eventualità di rialzare questo obiettivo in risposta all'attuale tendenza dei rendimenti sui mercati esteri, tuttavia, poiché è ancora lungo il percorso per raggiungere un'inflazione del 2%, è indispensabile continuare con la politica monetaria ultra espansiva in atto.

Nonostante l'economia e i prezzi stiano migliorando stabilmente, la Banca Centrale deve essere prudente nel cambiare la propria strategia. Il circolo virtuoso deve consolidarsi.

Nell'Area Euro, due sono i temi rilevanti: le elezioni francesi e l'inflazione.

La Francia catalizza sempre di più l'attenzione con l'avvicinarsi del 23 aprile (e 7 maggio in caso di ballottaggio): la campagna elettorale si fa rovente. Gli scandali hanno colpito entrambi i candidati che potrebbero superare il primo turno, Marine Le Pen di estrema destra e il repubblicano Fillon. Quest'ultimo potrebbe essere rimpiazzato da Juppé, come è stato chiesto dal suo stesso partito. Quindi, l'unico in grado di fermare la spinta populista di Le Pen sembra essere il candidato indipendente Emmanuel Macron, a cui il centrista François Bayrou ha proposto un'alleanza.

Riteniamo che la probabilità di vittoria dell'estrema destra sia bassa, perché in caso di superamento del primo turno, gli altri partiti sapranno coalizzarsi in un fronte comune al ballottaggio, tuttavia le tensioni sui rendimenti continueranno a dominare lo scenario fino alle elezioni. Per ostacolare le eventuali spinte separatiste all'interno dell'unione, Draghi ha difeso l'euro definendolo irreversibile.

In Italia, l'ipotesi di elezioni anticipate si è affievolita e il sistema partitico si sta adattando al modello proporzionale che si è venuto a delineare dopo la decisione della Consulta di fine gennaio. Questo sta portando ad una frammentazione dei partiti con il fiorire di nuove formazioni politiche, per cui, nonostante l'archiviazione di elezioni a giugno, i mercati finanziari temono una battuta d'arresto delle riforme strutturali di cui il Paese ha bisogno e spinte al rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato rimarranno anche dopo le elezioni francesi. Tanto più che il tema del debito pubblico verrà alimentato dalla scadenza di 7 miliardi di titoli greci a luglio e dal pesante programma di maxi-aste nell'anno in corso per i titoli italiani.

L'avvicinarsi dell'inflazione all'obiettivo della BCE potrebbe mettere in difficoltà la Banca Centrale, attualmente ancora tutta sbilanciata a favore non solo di un proseguimento del Quantitative Easing fino a fine 2017, ma anche di una sua eventuale estensione in termini di quantità e di durata, se fosse necessario.

Per il momento riteniamo che Draghi non modifichi l'intonazione della politica monetaria, perché lo scenario è dominato dai rischi politici, l'aumento dell'inflazione viene giudicato transitorio e la crescita ha ancora bisogno del supporto di una abbondante liquidità per essere solida (Scenario C probabilità 70%). Non si esclude un eventuale cambiamento di politica monetaria, ma ad esso assegniamo ancora una bassa probabilità (Scenario A 20%) con almeno la condizione che le elezioni francesi vengano superate con una sconfitta dei populismi.

Sul fronte del petrolio, i paesi OPEC e non OPEC finora hanno realizzato l'86% dei tagli di produzione previsti dal patto di Vienna siglato a fine novembre, segno che l'accordo sta funzionando e manterrà stabile il prezzo. Nel mese di febbraio il greggio non è riuscito a superare la soglia dei 57 dollari al barile e riteniamo che continuerà a restare entro il range dei 55-60 dollari al barile per effetto del bilanciamento delle spinte rialziste dovute ai tagli di produzione e di quelle ribassiste dovute a scorte commerciali nei paesi OCSE ancora molto alte (280 milioni di barili al di sopra della loro media a cinque anni) e la recente ripresa della produzione di petrolio in America con le nuove tecniche di *shale oil*.

## GLI ULTIMI DATI

In USA, i dati sul PIL del quarto trimestre del 2016 hanno confermato la crescita complessiva a +1.9% t/t annualizzato emersa con i preliminari. L'aspettativa era in favore di una revisione al rialzo a +2.1% t/t. Quindi, **si consolida la delusione sul ridimensionamento del ciclo economico americano, dopo il brillante +3.5% t/t del terzo trimestre del 2016**. Le nuove informazioni portano, tuttavia, a qualche aggiustamento per le singole componenti. In particolare, **emerge un quadro più forte dal punto di vista dei consumi** (il contributo alla crescita del PIL è stato rivisto a +2,1% t/t da +1,7% t/t del preliminare) e **più debole per gli investimenti** (il contributo è stato rivisto a +0.5% t/t da +0.7% t/t del preliminare), fissi e scorte. La dinamica si è indebolita sia per i residenziali che per i non residenziali: i primi sono aumentati di +1.3% t/t, anziché di +2.4% t/t del preliminare, i secondi sono cresciuti di +9.6% t/t, anziché 10.2% t/t. Si conferma comunque **il peggioramento della crescita rispetto al trimestre precedente a causa del canale estero** che ha sottratto crescita per un -1.7%, **dovuto al doppio effetto penalizzante di una dinamica negativa delle esportazioni (-4% t/t) ed una positiva delle importazioni (+8.5% t/t)**. Qualche limatura al ribasso è stata registrata anche dalla spesa pubblica, senza però alterare il quadro delineato sopra.

Archiviato il 2016, i dati mensili prospettano una buona intonazione del ciclo economico statunitense nella prima parte dell'anno in corso. A parte qualche incertezza su produzione industriale e ordini di beni durevoli, esclusi i trasporti, le nuove indicazioni sono a favore di un proseguimento della crescita economica con una **conferma della forza dei consumi e qualche tensione inflazionistica**.

In gennaio, continua il trend positivo del mercato del lavoro. L'occupazione ha registrato un incremento di +227.000 unità, con addirittura +237.000 unità solo nel settore privato, che quindi ha compensato delle fuoriuscite del settore pubblico. Il dato risulta più forte del mese precedente (+157.000) e delle attese (+180.000). Il leggero aggiustamento verso l'alto del tasso di disoccupazione a 4.8% da 4.7% di dicembre, va letto alla luce dell'aumento del tasso di partecipazione a 62.9% da 62.7% che ne ha incrementato il denominatore e quindi rappresenta un maggior ottimismo degli individui più propensi a cercare lavoro. In ogni caso, **il tasso di disoccupazione rimane sempre a livelli molto prossimi al pieno impiego valutato intorno a +4-4.5%**.

Dal lato dell'offerta, il ritracciamento a gennaio di -0.3% m/m della produzione industriale e di -0.2% m/m degli ordini di beni durevoli esclusi i trasporti, va attribuito alle condizioni atmosferiche rigide di inizio anno che hanno bloccato l'attività produttiva. Gli altri indicatori sono molto positivi. In particolare, **il forte balzo in febbraio della fiducia delle imprese** misurata dall'NAPM a 57,4 da 50,3 del mese precedente, contro un'aspettativa al rialzo ma non di tale entità (53,5), testimonia che i produttori hanno messo da parte le preoccupazioni di gennaio sul nuovo corso di Trump in termini di politica fiscale e di immigrazione in attesa di una quantificazione degli interventi.

Dal lato della domanda, la forza dei consumi emerge dalle vendite al dettaglio di **gennaio**: sono aumentate di +0.4% m/m, contro un'aspettativa di sostanziale invarianza (+0.1% m/m), e il dato precedente è stato rivisto al rialzo a +1% m/m da +0.6% m/m. Di solito a gennaio le vendite al dettaglio sono deboli dopo le spese natalizie, quindi, a maggior ragione va interpretato positivamente. Inoltre, guardando all'**incremento consistente del Conference Board di febbraio** a 114,8 da 111,6 (contro un atteso calo a 111,2), l'ottimismo dei consumatori dovrebbe garantire un proseguimento del trend positivo dei consumi.

Sul fronte dei prezzi, gli indicatori si avvicinano sempre di più all'obiettivo del 2% dichiarato dalla Fed. A gennaio, l'indice dei prezzi PCE (Personal Consumption Expenditures) si è portato a +1.9% a/a, con un incremento mensile di +0.4% m/m, e il

## USA

*Tasso di disoccupazione vicino al pieno impiego e inflazione sempre più prossima all'obiettivo del 2%*

*core*, che esclude le componenti più volatili di energia e alimentari, ha mantenuto una crescita tendenziale di +1.7% a/a. Il deflatore del PIL nel quarto trimestre del 2016 ha raggiunto la soglia di +2% a/a. La forza del mercato del lavoro si fa sentire ancora una volta sui salari orari: pur con un aumento contenuto a gennaio di +0.1% m/m e una revisione al ribasso del dato precedente a +0.2% m/m da +0.4% m/m, il tasso tendenziale mantiene un livello preoccupante del 2.5% a/a.

Alla luce della forza del mercato del lavoro e dell'avvicinarsi dell'inflazione all'obiettivo della Fed, le numerose dichiarazioni dei componenti del Board rilasciate a febbraio e messe in evidenza nell'introduzione, trovano giustificazione nel voler adeguare le aspettative ad un rialzo dei tassi più ravvicinato nel tempo di quanto atteso dai mercati finanziari nei mesi precedenti. Pertanto, confermiamo il nostro scenario di gennaio, in cui la Fed aumenta i tassi ufficiali a marzo e a giugno di 25 punti base per ciascun intervento.

In Giappone, i dati del quarto trimestre del 2016 evidenziano un recupero dell'economia: il PIL è aumentato di +0.2% t/t, portando la crescita tendenziale a +1.6% a/a da +1.1% a/a del trimestre precedente (quest'ultimo rivisto da +1% a/a). È ancora una volta il canale estero a trainare la ripresa, con un contributo di +0.2% t/t alla crescita del PIL, grazie ad una dinamica delle esportazioni di +2.6% t/t più brillante di quella delle importazioni (+1.3% t/t), mentre i consumi rimangono fermi (0% t/t) e assieme alla spesa pubblica non contribuiscono alla crescita. Sul fronte interno solo gli investimenti aumentano (+0.3% t/t) dopo il calo del trimestre precedente.

Per quanto riguarda l'anno in corso, i nuovi dati mensili lasciano intravedere qualche luce, anche se non mancano le ombre. Da un lato, la produzione industriale di gennaio ha registrato un pesante calo di -0.8% m/m a fronte di un'aspettativa ben più ottimista di +0.4% m/m, ma, dall'altro, il dato precedente è stato rivisto al rialzo a +0.7% m/m da +0.5% m/m e gli ordini di macchinari hanno registrato un forte aumento di +6.7% m/m. Pur essendo, questi ultimi, relativi al mese di dicembre, danno una visione prospettica positiva dell'evoluzione della produzione industriale nel prossimo futuro. Inoltre, l'indice di fiducia dei produttori ISM di febbraio ha corretto nuovamente verso l'alto a 53.5 da 52.7 di gennaio.

Dal lato della domanda, qualche segnale positivo proviene dalle vendite al dettaglio, che nel primo mese dell'anno hanno segnato un +0.5% m/m dopo il crollo di dicembre di -1.6% m/m, e da una sostanziale tenuta della fiducia dei consumatori che ha aggiustato leggermente al rialzo a 43.2 da 43.1.

Impercettibile il miglioramento degli indicatori di prezzo che manifestano ancora il problema della deflazione: la variazione tendenziale del CPI *core* a dicembre resta negativa (-0.2% a/a) anche se in miglioramento dal mese precedente (-0.3% m/m).

In conclusione, mentre dall'analisi d'inizio febbraio, la ripresa era solo dal lato dell'offerta, ora c'è qualche indizio di recupero anche dal lato della domanda, ma la strada per conseguire l'obiettivo del 2% di inflazione è ancora molto lunga, perché in Giappone la componente adattiva gioca un ruolo rilevante nella formazione delle aspettative. Per questo, dalla pubblicazione delle opinioni dei componenti del Board espresse all'ultima riunione della Banca Centrale, emerge la convinzione che si debba proseguire con l'attuale politica monetaria ultra espansiva se non si vuole interrompere il circolo virtuoso appena avviato.

Per l'Area Euro, i dati trimestrali confermano la ripresa in atto, anche se il dato preliminare relativo alla crescita del PIL complessiva del quarto trimestre del 2016 ha subito una leggera revisione al ribasso a +0.4% t/t da +0.5% t/t, che, in termini tendenziali, si è tradotta in una limatura a +1.7% a/a dal precedente preliminare di +1.8% a/a. Per il momento, non sono disponibili informazioni sulle singole componenti

## GIAPPONE

*Timidi segnali di recupero anche dal lato della domanda*

## AREA EURO

*La disoccupazione scende, l'inflazione sale*



del PIL, ma si può confermare ancora una volta l'effetto positivo della politica monetaria molto espansiva della BCE.

**I dati mensili** sono prevalentemente relativi a dicembre del 2016, per cui meno rilevanti perché non aggiungono informazioni alle rilevazioni trimestrali sopra menzionate. In ogni caso, **dimostrano una crescita economica moderata che va via via consolidandosi, pur con qualche incertezza sia dal lato dell'offerta che della domanda.** A dicembre, infatti, la produzione industriale è scesa di -1.6% m/m vanificando il buon dato di novembre (+1.5% m/m), anche se era nelle attese dei mercati finanziari, e le costruzioni sono diminuite di -0.2% m/m, ma va sottolineato che il dato di novembre di quest'ultime è stato rivisto al rialzo in modo sostanzioso a +0.9% m/m da +0.4% m/m. Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio, dopo il -0.6% m/m di novembre hanno confermato la tendenza negativa nell'ultimo mese del 2016 con un calo di -0.3% m/m, tuttavia, dall'altro lato, nel **mercato del lavoro, sempre a dicembre, è proseguito il trend in discesa del tasso di disoccupazione**, che ha conseguito un'ulteriore limatura verso il basso (a 9.6% da 9.7% del mese precedente), **raggiungendo il livello minimo degli ultimi 8 anni.**

Sono soprattutto gli indici di fiducia relativi a febbraio, quindi rilevanti per il trimestre corrente ancora non noto, a dimostrare ottimismo perché sono tutti al rialzo come era stato per gennaio: il PMI manifatturiero ha raggiunto quota 55.4 da 55.2 del mese precedente, battendo le aspettative di un ridimensionamento. Quello dei servizi si è dimostrato ancora più brillante con un balzo a 55.6 da 53.7. Si tratta del livello più elevato degli ultimi 70 mesi. L'ESI (Economic Sentiment Indicator), che esprime la fiducia sia dei produttori sia dei consumatori, ha aggiustato ulteriormente verso l'alto a 108 da 107.9, raggiungendo i **livelli massimi da aprile 2011**, con un leggero miglioramento anche per la componente dei consumatori.

**D'altro canto, gli occhi sono puntati sull'inflazione.** In gennaio la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi al consumo ha registrato un balzo a **+1.8% a/a** da +1.1% a/a di dicembre, mentre l'indice *core* ha consolidato il +0.9% del mese precedente. Questo ci dice che l'incremento è dovuto essenzialmente al prezzo del petrolio, che a novembre è aumentato di circa 10 dollari al barile. Va, comunque, tenuto conto che il greggio dopo questo aggiustamento si è stabilizzato intorno a 55 dollari al barile.

In conclusione, un'economia che va consolidando la sua ripresa, il calo della disoccupazione e l'avvicinarsi dell'inflazione all'obiettivo della BCE, potrebbero mettere in difficoltà la BCE, attualmente ancora tutta sbilanciata a favore non solo di un proseguimento del Quantitative Easing fino a fine 2017, ma anche di una sua eventuale estensione in termini di quantità e di durata, se fosse necessario.

Per il momento riteniamo che Draghi non modifichi l'intonazione della politica monetaria, perché lo scenario è dominato dai rischi politici, l'aumento dell'inflazione viene giudicato transitorio e la crescita ha ancora bisogno del supporto di una abbondante liquidità per essere solida (Scenario C probabilità 70%).

In Germania, il ciclo economico si è rafforzato: il PIL del quarto trimestre del 2016 ha registrato un brillante **+0.4% t/t**, consentendo alla crescita tendenziale di raggiungere il **+1.8% a/a**. Sono state le componenti interne a supportare il buon risultato, in particolare gli investimenti fissi che hanno contribuito per un **+0.5% t/t** alla crescita del PIL: dopo la contrazione del terzo trimestre, hanno chiuso l'anno con una dinamica più che positiva di **+0.8% t/t**. I consumi, le scorte e la spesa pubblica hanno contribuito per **+0.2% t/t** ciascuno. Dall'altro lato, invece, **il canale estero ha sottratto crescita** per il secondo trimestre consecutivo, con un **-0.4% t/t**, a causa di un importante aumento delle importazioni (**+3.1% t/t**) a fronte di una dinamica più contenuta delle esportazioni (**+1.8%**).

I nuovi dati mensili a disposizione testimoniano la buona intonazione del ciclo

## Germania

economico tedesco nella prima parte dell'anno in corso. Quelli relativi a dicembre risultano deboli, come la produzione industriale, diminuita di -3% m/m, incluso il settore edilizio con un calo delle costruzioni di -1.7% m/m, e le vendite al dettaglio, rimaste invariate anche se riviste da -0.9% del dato preliminare, ma rientrano nelle rilevazioni trimestrali già evidenziate sopra. Mentre **gli ordini all'industria**, che vanno letti in termini prospettici di evoluzione della produzione futura, **hanno registrato un forte incremento** di +5.2% m/m contro un'aspettativa molto più contenuta di +0.8% m/m. **I dati relativi a febbraio degli indici di fiducia dei produttori confermano la fase di espansione dell'attività tedesca**: il PMI manifatturiero ha raggiunto il livello di 57 punti da 56.4 di gennaio e quello sui servizi è aumentato a 54.4 punti dal precedente 53.4.

**Importanti sono i dati sull'inflazione perché si avvicinano sempre più all'obiettivo della BCE del 2%, almeno in termini globali**: l'indice CPI dei prezzi al consumo ha registrato a gennaio +1.9% a/a da +1.7% a/a del mese precedente, pur con una variazione negativa a livello mensile di -0.8% m/m. **Per il momento il core**, che esclude le componenti più volatili dell'energia e alimentari, **ha limitato la sua dinamica a +1.1% m/m** da +1.4% m/m di dicembre, **ma ovviamente resta l'osservato speciale** perché se nei prossimi mesi si consolidasse questa tendenza al rialzo, sarebbe difficile per la BCE mantenere invariata la propria politica monetaria ultra espansiva.

**Le elezioni tedesche si terranno il 24 settembre** e probabilmente sarà una sfida tra l'attuale Cancelliera Merkel, al suo quarto mandato (è in carica dal 2005), appoggiata dal partito di centro destra CDU, e Martin Schulz del partito socialdemocratico. Tuttavia, non va sottovalutata la forza del partito di destra radicale AfD che, con il suo programma di euroscetticismo, anti-immigrazione e anti-Islam, ha ottenuto più consensi del CDU della Merkel alle ultime elezioni statali nel Länder del Meclemburgo-Pomerania Anteriore tenutesi a settembre del 2016. L'AFD è si è formato nel 2013 e ha trovato in Frauke Petry, la sua leader.

In Francia, la revisione dei dati del quarto trimestre del 2016 ha rafforzato i segnali positivi di una ripresa economica giunti da quelli preliminari. Pur confermando l'aumento congiunturale di +0.4% t/t, il PIL francese ha registrato un tasso tendenziale di +1.2% a/a dal preliminare +1.1% a/a. La dinamica è risultata più che soddisfacente per i consumi, confermata a +0.6% t/t, consentendo a questa componente di contribuire per un +0.3% alla crescita del PIL. Invece risulta più ridimensionata quella degli investimenti fissi a +0.4% t/t da +0.8% t/t del dato preliminare, a favore di un minor decumulo di scorte che hanno sottratto un -0.1% t/t alla crescita, anziché -0.3% t/t. Il canale estero non ha contribuito significativamente (+0.1% t/t) per un aumento delle importazioni di pari passo con quello delle esportazioni (+1% t/t e +1.3% t/t, rispettivamente).

I nuovi dati mensili disponibili che si riferiscono a dicembre sono piuttosto deboli dal lato dell'offerta, con una contrazione della produzione industriale e delle costruzioni di -0.9% m/m per entrambe. **Più forte, invece, risulta il lato della domanda** con un aumento delle vendite al dettaglio di +0.8% m/m. Tuttavia, queste informazioni sono poco rilevanti perché già incorporate nelle indicazioni delle rilevazioni trimestrali commentate prima.

Gli indici di fiducia relativi a febbraio, quindi rilevanti perché danno informazioni sul primo trimestre dell'anno in corso ancora non noto, dimostrano una buona intonazione del ciclo economico francese. La fiducia delle imprese viene confermata soprattutto nel settore dei servizi: il PMI ad esso relativo è aumentato a 56.7 da 54.1 di gennaio, mentre l'indice per il settore manifatturiero ha evidenziato qualche incertezza, scendendo a 52.3 da 53.6 del mese precedente. Si mantiene, in ogni caso, al di sopra della soglia dei 50 punti che delimita la fase di espansione dell'attività produttiva da quella di contrazione. L'indice di fiducia dei consumatori sempre relativo a febbraio è rimasto stabile a 100 punti.

## Francia



Sul fronte dell'inflazione, dopo la forte correzione al rialzo a gennaio dei prezzi al consumo in termini tendenziali (+1.6% a/a da 0.8% a/a di dicembre 2016), a febbraio la dinamica si è ridimensionata a +1.4% a/a, contro un'aspettativa di un ulteriore rialzo a +1.7% a/a. L'indice *core* disponibile solo per gennaio, si è portato a +0.7% a/a da 0.4% a/a di dicembre. Pertanto, pur registrando tassi di crescita tendenziali più ridimensionati rispetto alla Germania, anche in questo caso i dati sull'inflazione saranno da monitorare attentamente nei prossimi mesi.

Lo scenario resta, comunque, dominato dalla componente politica in vista delle elezioni presidenziali del 23 aprile. Con la forza del partito estremista di Le Pen, la Francia rappresenta uno dei focolai più pericolosi di anti-europeismo a cui i mercati finanziari e la BCE guardano con preoccupazione.

In Italia, il dato preliminare del PIL relativo al quarto trimestre del 2016, ha registrato un incremento di +0.2% t/t, confermando la crescita tendenziale a +1.1% a/a del trimestre precedente (quest'ultimo rivisto da +1%). A piccoli passi anche l'Italia sta trovando il suo sentiero di ripresa, pur rimanendo a distanza rispetto agli altri Paesi rilevanti dell'Area Euro, come Germania e Francia. Non sono per il momento disponibili informazioni sull'andamento delle singole componenti.

## Italia

I dati mensili indicano una confortante ripresa economica, però più dal lato dell'offerta che della domanda. Questo presuppone che il sostegno alla crescita dovrà giungere più dal canale estero che dalla domanda interna. A tale proposito il buon andamento delle esportazioni extra-UE di gennaio fa ben sperare per il trimestre in corso: sono infatti aumentate di +2.8% m/m a fronte di importazioni più deboli (+1.7% m/m).

Dal lato dell'offerta, anche a dicembre l'attività produttiva ha registrato tutti segnali positivi: la produzione industriale è cresciuta di +1.4% m/m, dopo il +0.8% m/m di novembre (rivisto al rialzo da +0.7% m/m), portando il tasso tendenziale a +6% a/a da +3.3% a/a del mese precedente. Le aspettative erano pessimiste a favore di una contrazione (-0.1% m/m). Buona la dinamica anche del settore delle costruzioni di +1% m/m. Con un +2.8% m/m, gli ordini all'industria hanno fatto meglio rispetto a novembre, già forte (+1.7% m/m).

Le notizie positive si rafforzano per gli indicatori disponibili relativi al mese di febbraio. Gli indici di fiducia delle imprese hanno registrato significativi incrementi, soprattutto nel settore manifatturiero dove l'indicatore si è portato a quota 106.3 dal precedente 105, contro aspettative in calo a 104.7. Quello dei servizi si è aggiustato solo leggermente verso l'alto a 105.5 da 105.4, ma pur sempre in aumento. Dal lato della domanda, invece, i consumi stentano a riprendersi: le vendite al dettaglio in dicembre sono diminuite di -0.5% m/m dopo il calo rilevante di novembre (-0.7% m/m) e la fiducia dei consumatori di febbraio ha corretto nuovamente verso il basso a 106.6 da quota 108.6 del mese precedente. Evidentemente le incertezze politiche e l'incremento dei rendimenti sui titoli di Stato che portano ad una maggiore spesa sul debito pubblico italiano pesano sui consumatori.

Sul fronte dei prezzi, anche l'Italia, nonostante la sua ripresa più incerta, ha evidenziato la correzione sull'inflazione registrata dagli altri Paesi dell'Area Euro: in febbraio il CPI ha registrato un +1.6% a/a da +1% a/a di gennaio. L'indice *core* rimane ancora lontano dall'obiettivo del 2% della BCE, ma comunque in crescita a +0.7% a/a da +0.5% del mese precedente.

Per quanto riguarda l'eventuale procedura di infrazione da parte della Commissione Europea per riportare il rapporto deficit/PIL al 2.2%, è stata scelta la linea morbida consentendo all'Italia più tempo (fino ad aprile) per la manovra correttiva da 3.4 miliardi di euro.

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

## GLI SCENARI

## A (20%)

**Usa:** I rischi inflazionistici derivanti dal mercato del lavoro con salari orari al di sopra del 3% tendenziale, un'inflazione sempre più vicina all'obiettivo del 2%, una politica fiscale fortemente espansiva e un conseguente brillante passo di crescita dell'economia intorno al 2.5/3%, **impongono alla Fed un percorso di politica monetaria più restrittivo.** Nel 2017 la Fed conferma l'atteggiamento da 'falco' annunciato alla riunione di dicembre 2016 con **tre rialzi, ciascuno di 25 punti base, a marzo, giugno e settembre.** L'economia vicina al pieno impiego, stimolata da interventi 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 mantenimento del QE fino a fine 2017. L'economia continua stabilmente su di un passo di crescita positivo. L'effetto di trasmissione dagli Stati Uniti, che sarà più incisivo rispetto allo scenario C per la politica della Fed più restrittiva, e le tensioni politiche per la tornata elettorale, soprattutto in Francia, spingono verso l'alto i rendimenti dei titoli di Stato dell'intera area, ma **non prevalgono spinte estremiste di uscita dall'euro.** In Italia, pur con il proseguimento dell'attuale legislatura, lo spettro di elezioni anticipate e, quindi, la battuta di arresto del processo di riforme strutturali penalizzano a maggior ragione il rendimento sui BTP: il decennale può superare il 2.5%, con uno spread verso il Bund sopra 200 punti base.

## B (10%)

**Usa:** La politica fiscale ottiene minori effetti espansivi di quanto atteso. L'economia continua ad un passo di crescita debole intorno a 1.5% per **l'impatto del protezionismo di Trump**, delle conseguenti ritorsioni da parte degli altri Paesi e degli effetti restrittivi indiretti di rendimenti elevati, che incorporano il maggiore rischio sul debito pubblico americano utilizzato per finanziare le agevolazioni fiscali. A fronte di questo quadro di debolezza economica, **la Fed attende giugno per attuare un solo rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base** in un'ottica di semplice normalizzazione.

**Area Euro:** In Italia, le elezioni anticipate con la legge elettorale vigente, generano instabilità politica con un risultato elettorale tripolare. **Prevalgono spinte estremiste di uscita dall'euro, così come in Francia. I rendimenti dell'intera area ne risentono pesantemente perché viene messa in discussione la sopravvivenza dell'euro.** Nonostante la politica monetaria espansiva della BCE e una maggiore flessibilità concessa alla politica fiscale dei Paesi periferici per mitigare le spinte populiste, **l'economia rimane debole con crescita sotto l'1.5%:** il rendimento del BTP decennale può raggiungere il 2.7-2.8%, con uno spread verso il Bund intorno a 200 punti base.

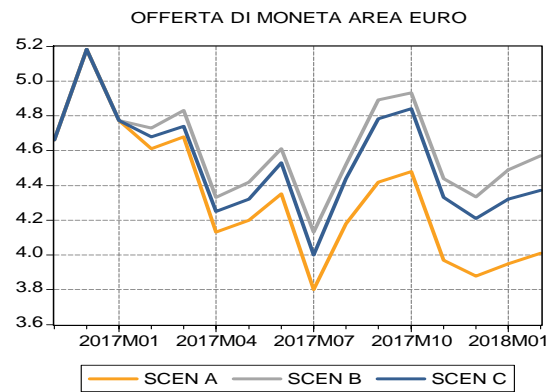
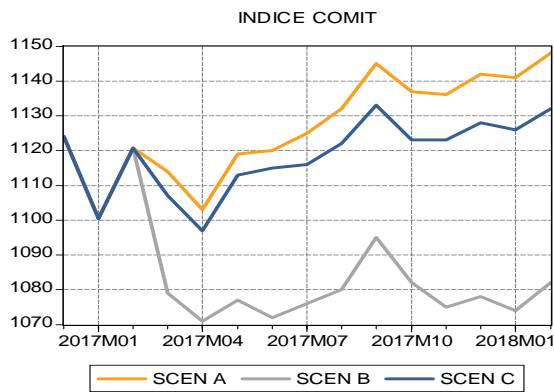
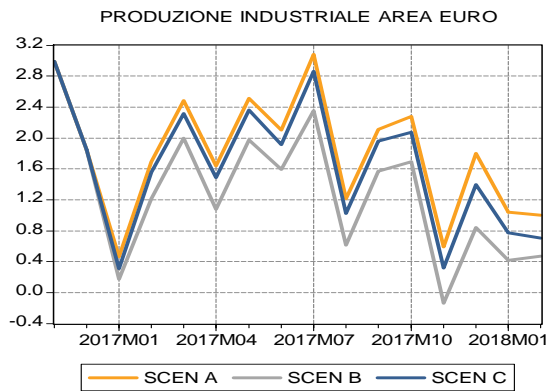
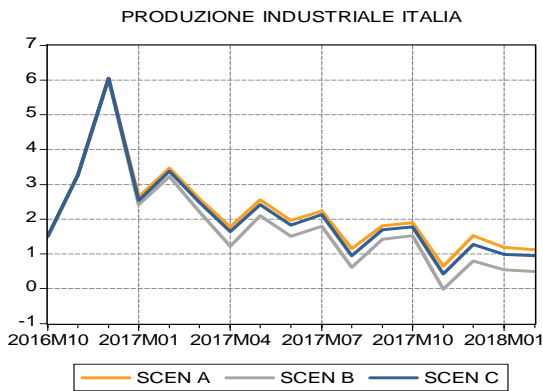
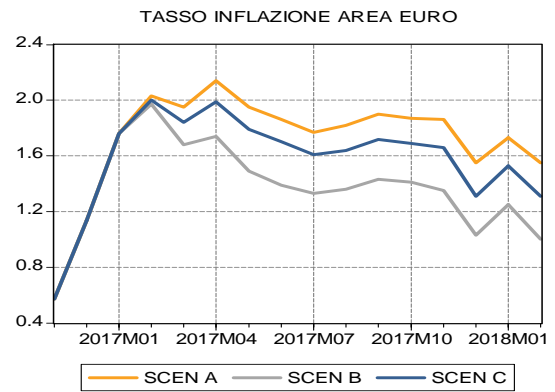
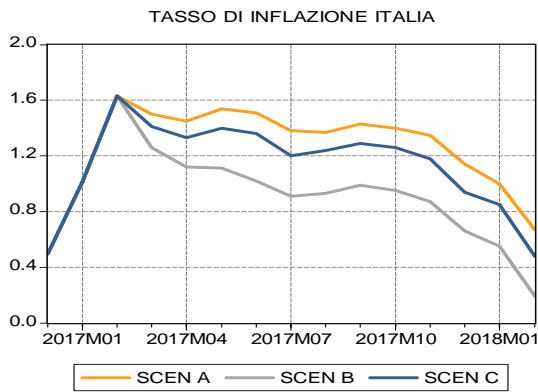
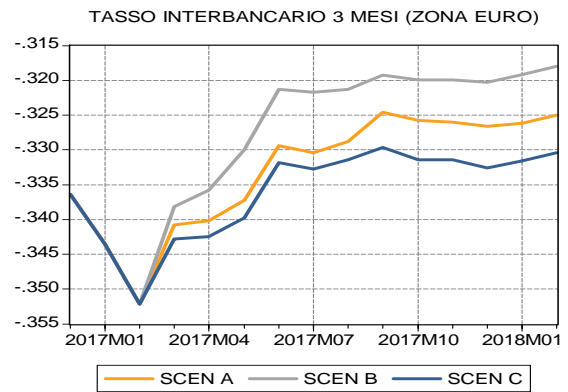
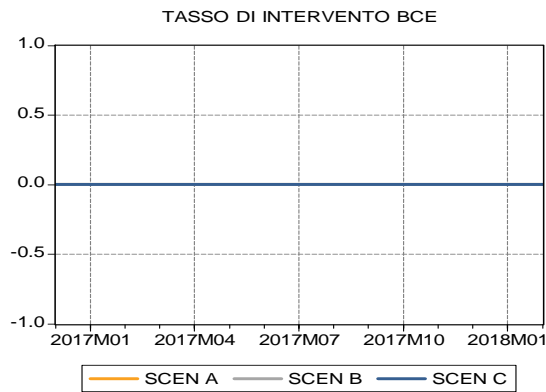
## C (70%)

**Usa:** Una politica fiscale espansiva genera tensioni inflazionistiche da salari. Pur con un passo di crescita dell'economia intorno al 2%, la Fed segue un percorso di politica monetaria restrittivo, ma meno incisivo rispetto allo scenario A. **Nel 2017 aumenta i tassi di riferimento due volte, a marzo e giugno, di 25 punti base per ciascun intervento,** per controllare le aspettative inflazionistiche future. Successivamente, tenendo conto degli effetti restrittivi indiretti di rendimenti elevati, che incorporano il maggiore rischio sul debito pubblico americano, è attesa una pausa di riflessione per avere conferma sull'effettivo impatto della suddetta politica fiscale.

**Area Euro:** L'economia continua stabilmente su di un passo di crescita moderato intorno all'1.5-2%, grazie alla politica monetaria espansiva della BCE e ad una maggiore flessibilità concessa alla politica fiscale dei Paesi periferici allo scopo di mitigare spinte populiste con la tornata di elezioni del 2017. **In Italia, le elezioni anticipate** con la legge elettorale vigente, generano instabilità politica con un risultato elettorale tripolare, **ma non prevalgono spinte estremiste di uscita dall'euro, così come in Francia. I rendimenti dell'intera area risentono delle tensioni politiche preelettorali e dell'effetto di trasmissione dagli Stati Uniti:** il rendimento del BTP decennale può raggiungere il 2.5%, con uno spread verso il Bund tra 190 e 200 punti base.

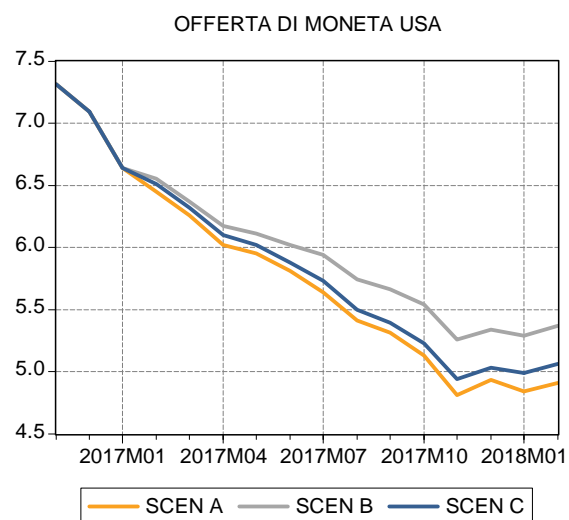
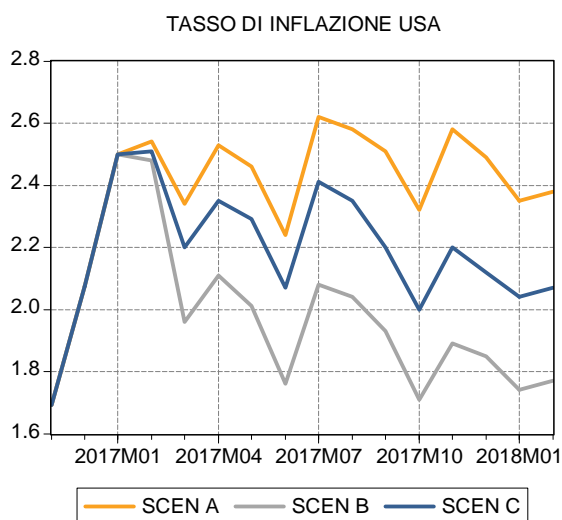
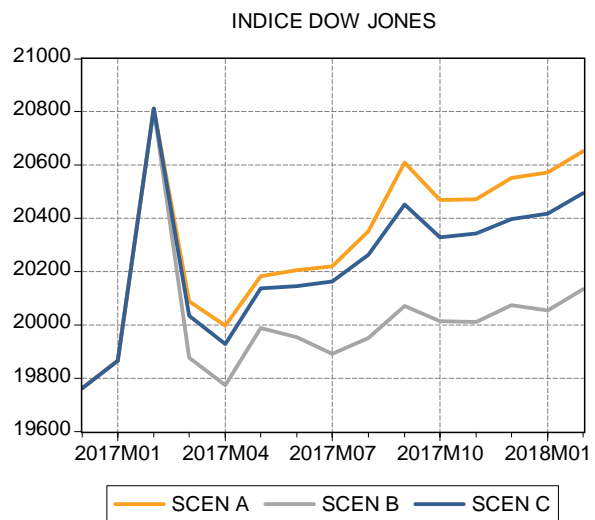
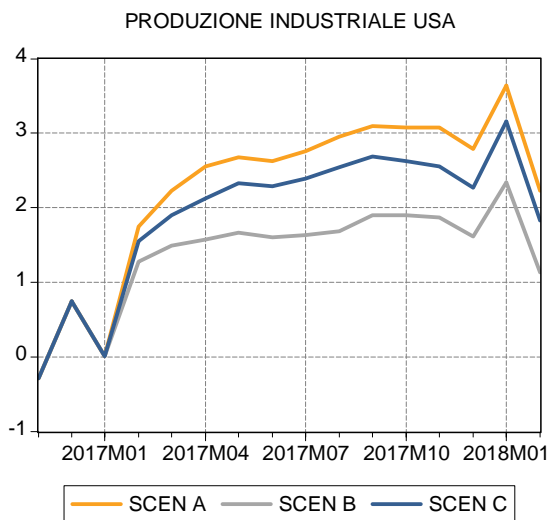
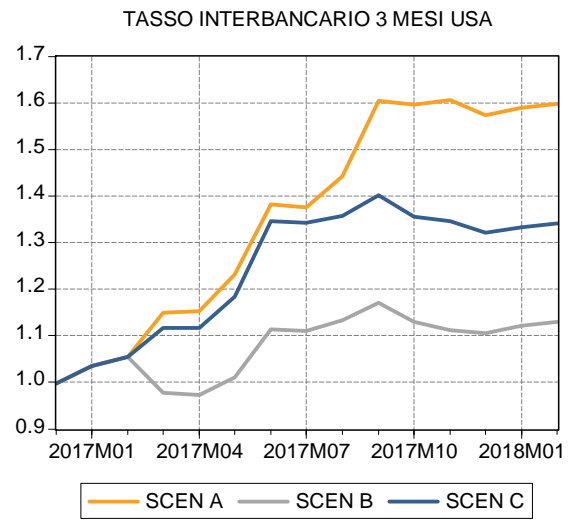
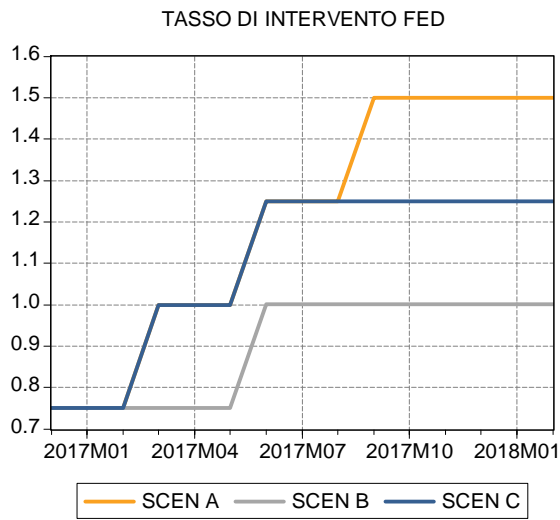
## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

### Dati mensili



## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

### Dati mensili



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

I saggi interbancari europei sono rimasti pressoché stabili anche a febbraio 2017: per la scadenza a 1 mese il tasso è arrivato a -0.39%, il 3 mesi a -0.35% e quello a 6 mesi a -0.2%. **Al momento non riteniamo che Draghi modificherà l'intonazione della politica monetaria nei prossimi mesi**, visti i rischi politici che incombono sullo scenario, la crescita ancora incerta e l'aumento dell'inflazione ritenuto transitorio. Anche se si decidesse per un cambiamento di politica monetaria (Scenario A 20%), in ogni caso l'intervento difficilmente riguarderebbe i tassi di riferimento. **I tassi interbancari dovrebbero, quindi, mantenersi sui livelli attuali per l'intero periodo predittivo in tutti e tre gli scenari delineati.**

### TASSI INTERBANCARI

In febbraio i tassi della struttura a termine italiana con scadenza oltre i 3 anni hanno lievemente corretto al ribasso (+0.96%, +1.65% e +2.13% per le scadenze a 5, 7 e 10 anni) dopo il balzo fatto in gennaio (+1.02%, +1.68% e +2.30% rispettivamente) a seguito dell'instabilità politica generatasi dopo l'esito della Consulta sull'Italicum. I tassi a più breve termine invece hanno lievemente risentito delle attese di rialzo dei tassi negli USA (+0.39% da +0.34% il 3 anni). **Nello scenario C s'ipotizza che la Fed innalzi i tassi di riferimento due volte, in marzo e in giugno, e che in Area Euro le pressioni populiste siano mitigate dalla politica accomodante della BCE e da una maggiore flessibilità concessa alla politica fiscale dei paesi periferici.** I rendimenti italiani sono visti in rialzo, a causa sia dell'instabilità politica sia dell'effetto di trasmissione dagli USA (+0.65% il 3 anni, +1.27% il 5 anni, +1.95% il 7 anni e +2.50% il 10 anni alla fine dell'orizzonte di previsione). Nello scenario A, nel quale si ipotizza un nuovo rialzo, per un totale di 3, da parte della Fed in settembre e toni più cauti sul mantenimento del QE fino a fine 2017 da parte della BCE, per il raggiungimento dell'obiettivo del 2% di inflazione prima del previsto, i rendimenti italiani sono attesi su livelli più alti (+0.87% il 3 anni, +1.50% il 5 anni, +2.18% il 7 anni e +2.72% il 10 anni a febbraio 2018). Nello scenario B, la Fed decide di fare un solo rialzo a marzo, poiché la politica fiscale di Trump si rivela meno espansiva di quanto atteso. In Europa, inoltre, prevalgono le posizioni estremiste ed è messa in discussione la stessa sopravvivenza dell'euro. Questo, insieme all'aumento dei rendimenti dei titoli statunitensi, determina l'aumento più marcato dei tassi della struttura a termine italiana (rispettivamente +0.97%, +1.61%, +2.27% e 2.82% alla fine del periodo).

### STRUTTURA A TERMINE

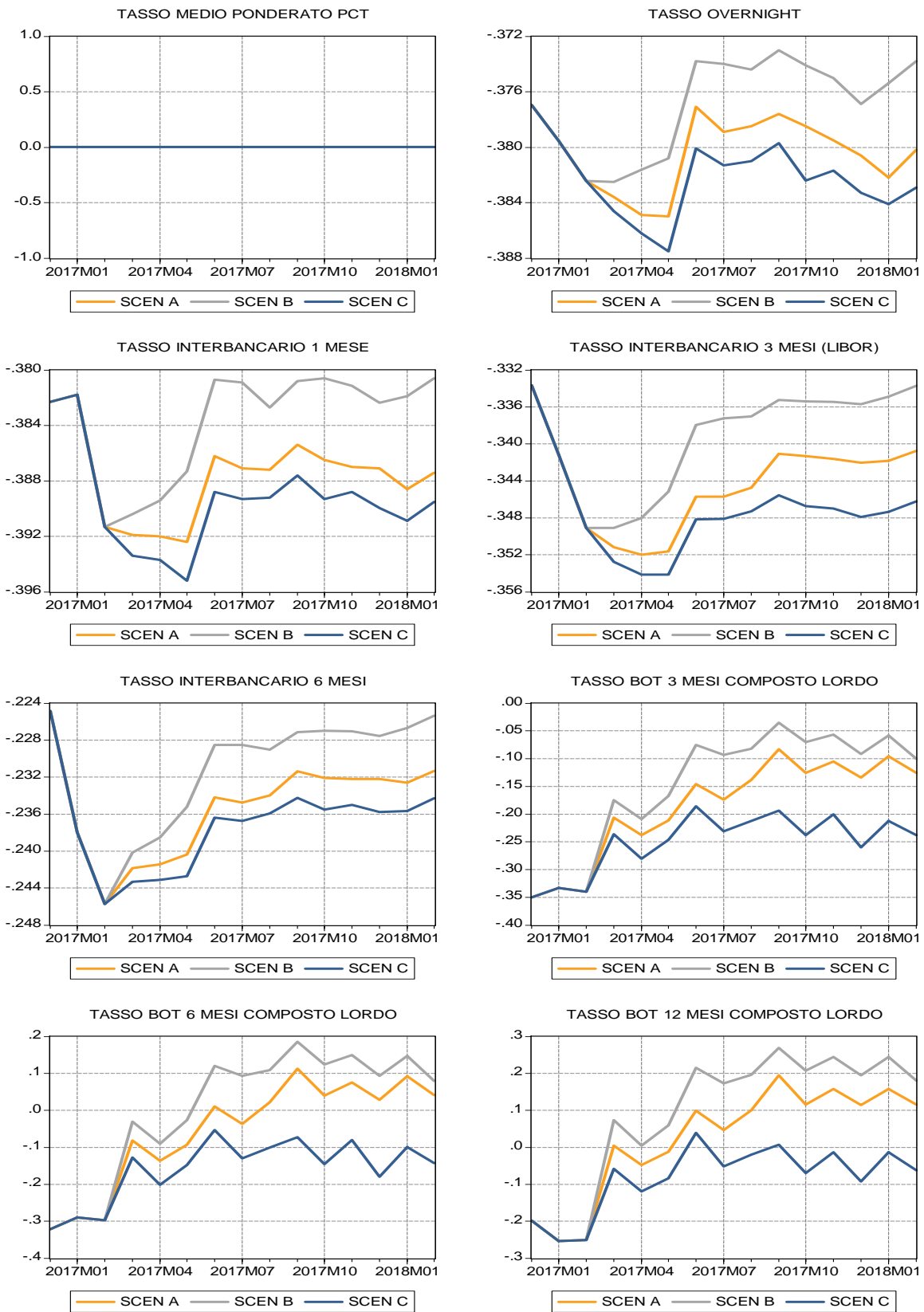
In dicembre i tassi medi sui depositi (+0.4%) e sui prestiti (+2.9%) sono rimasti stabili rispetto al mese precedente. **In tutti e tre gli scenari delineati, i tassi bancari sono visti pressoché invariati per tutto il periodo predittivo:** quello medio sui depositi a febbraio 2018 potrebbe toccare lo 0.5% e quello sui prestiti il 2.8%.

### TASSI BANCARI

In dicembre i prestiti totali, dopo la contrazione di gennaio (-0.5% a/a) sono tornati in territorio positivo (+0.4% a/a). Nello stesso mese i depositi totali hanno subito un forte incremento (+4.8% a/a) dopo la già brillante performance di novembre (+3.2% a/a). **In base ai risultati delle simulazioni, in tutti gli scenari la dinamica dei prestiti totali dovrebbe rimanere positiva e in continuo miglioramento** (+1% a/a in C, +1.2% a/a in A e +0.7% a/a in B, a febbraio 2018). Anche la raccolta, in tutti gli scenari, dovrebbe essere positiva e brillante per tutto il periodo predittivo (+4.4% a/a, +4.6% a/a e +3.8% a/a rispettivamente in C, A e B).

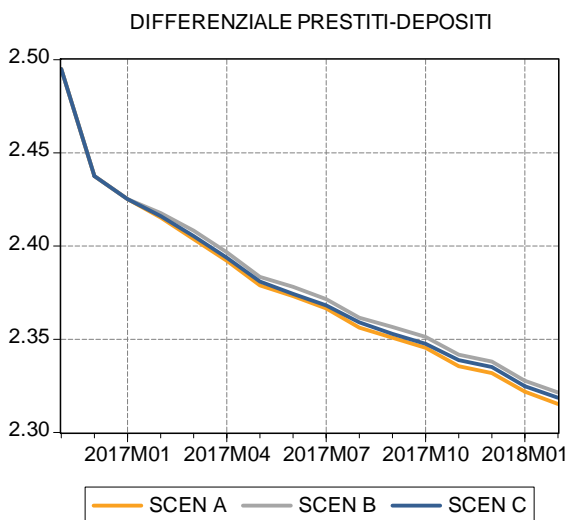
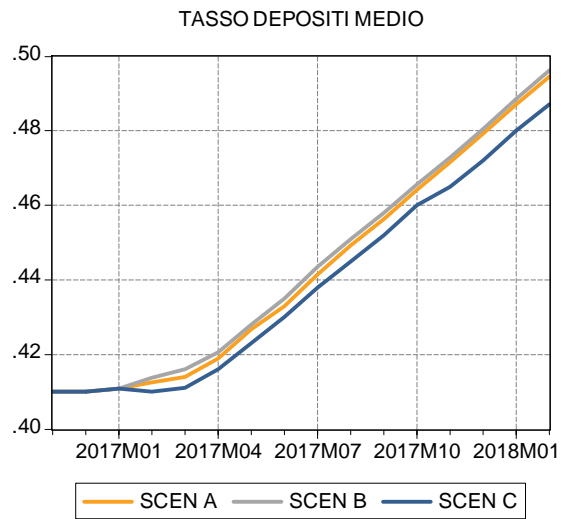
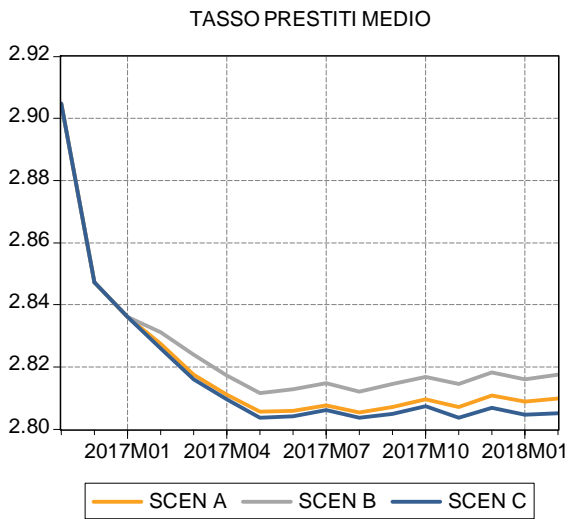
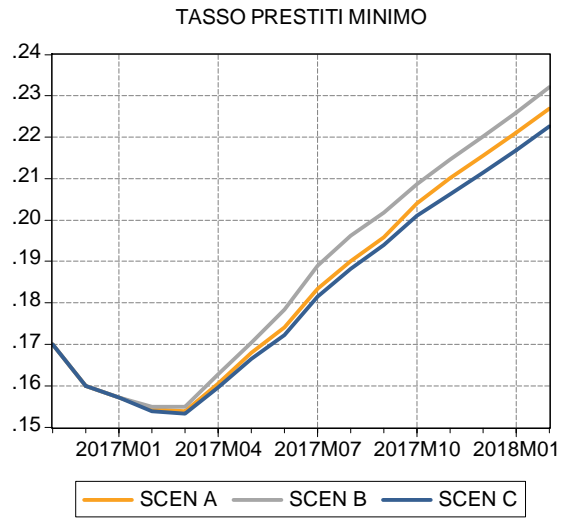
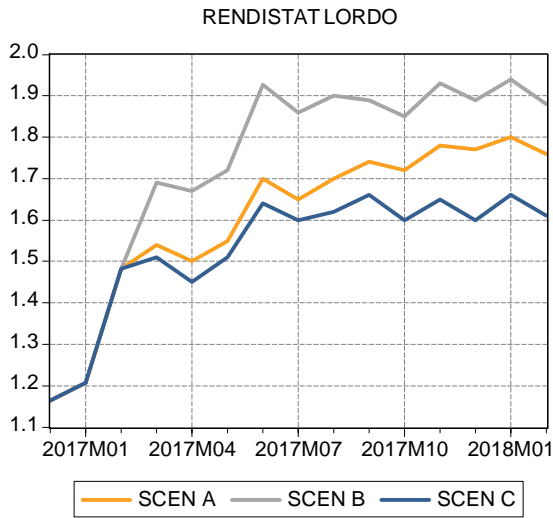
### VOLUMI

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

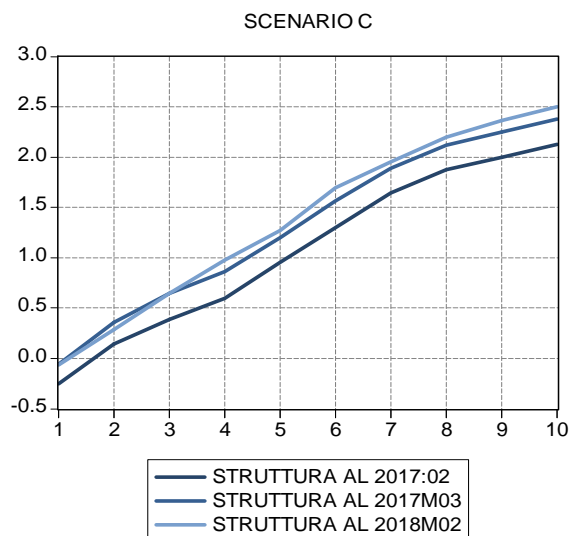
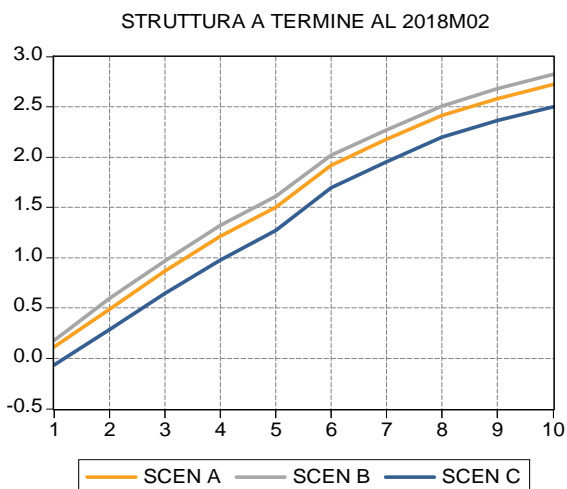
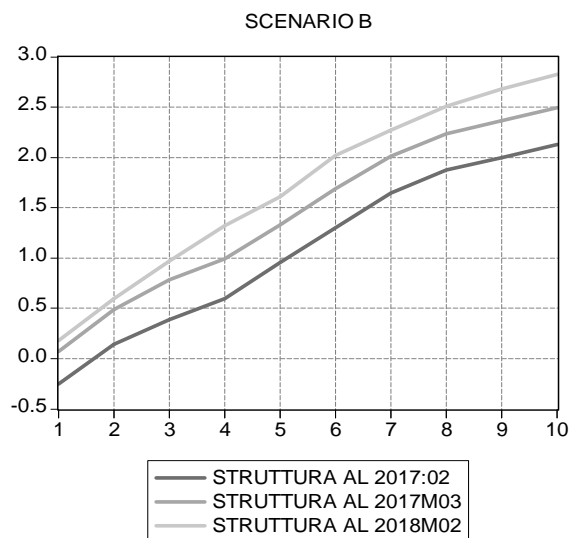
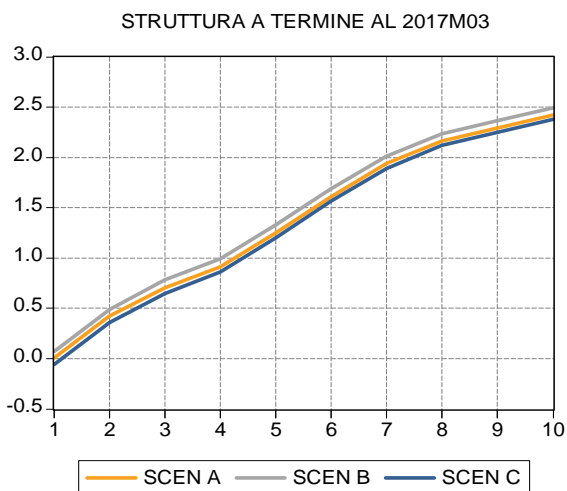
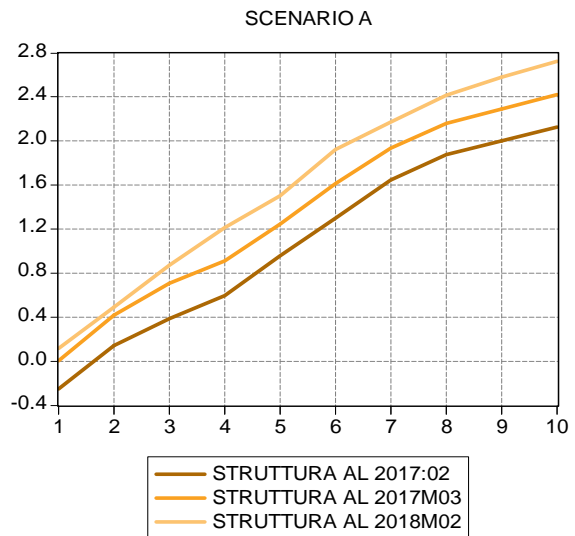
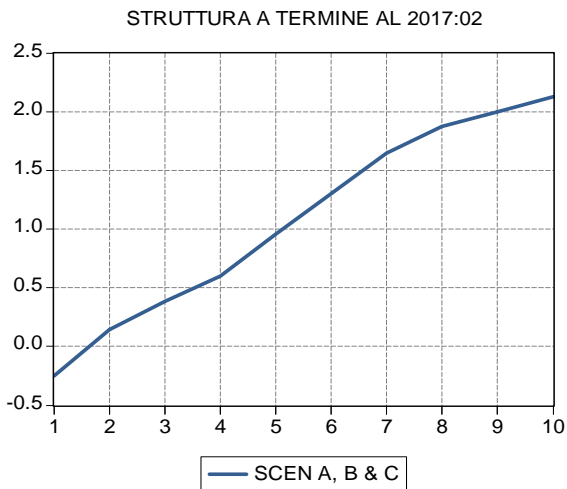




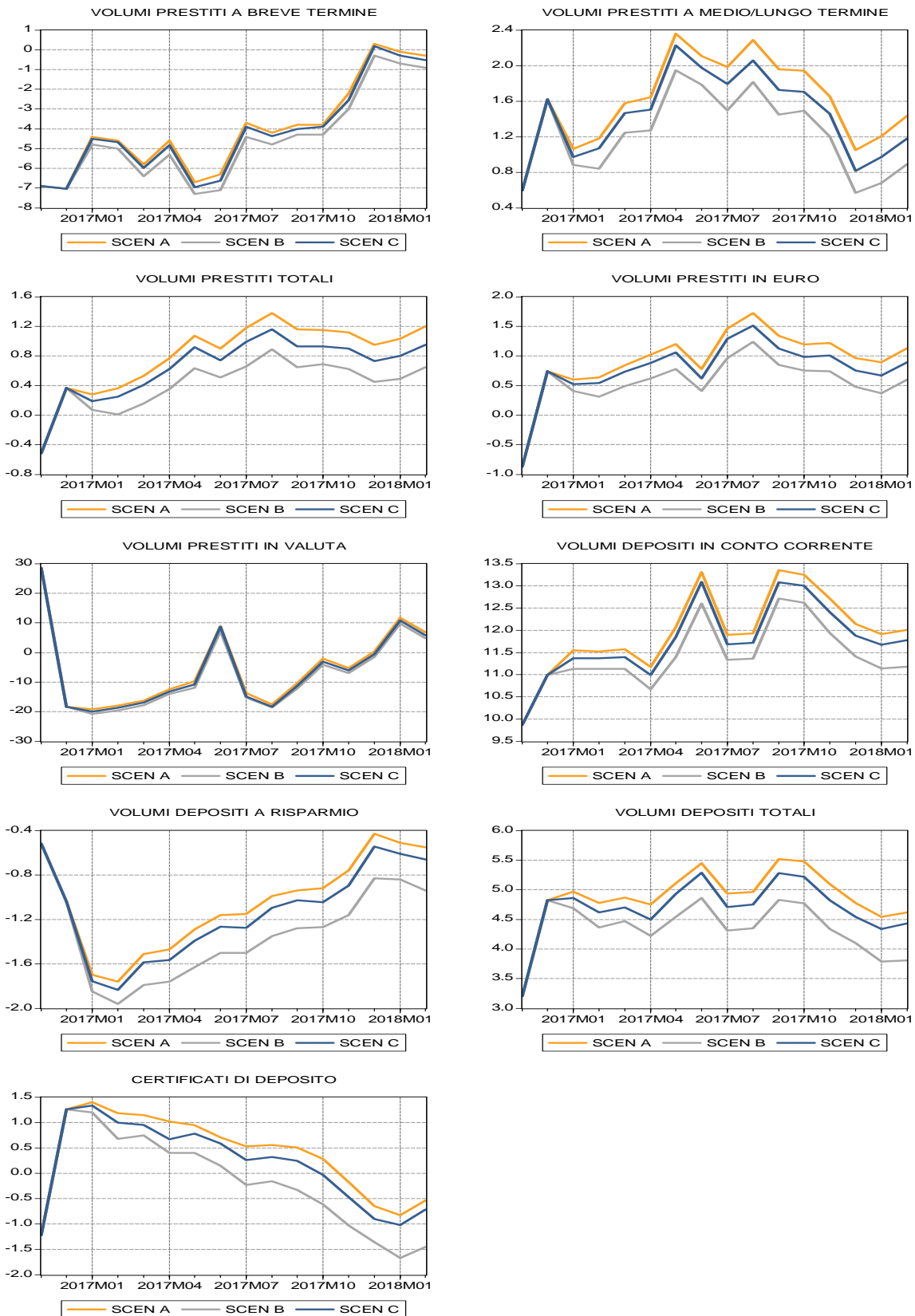
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE  
TASSI - Dati mensili



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



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



SCENARIO A	16 8	16 9	16 10	16 11	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
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1003	965	1013	995	1124	1101	1121	1114	1103	1119	1120	1125	1132	1145	1137	1136	1142	1141	1148
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.8	2.3	1.5	3.3	6.0	2.6	3.5	2.6	1.8	2.6	2.0	2.2	1.2	1.8	1.9	0.6	1.5	1.2	1.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.1	0.1	-0.1	0.1	0.5	1.0	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.1	1.0	0.7
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 1m lett.	-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	-0.39
T. Interb. 3m lett.	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34
T. Interb. 6m lett.	-0.20	-0.21	-0.21	-0.22	-0.22	-0.24	-0.25	-0.24	-0.24	-0.24	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23
T. Depositi medio	0.43	0.42	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.43	0.43	0.44	0.45	0.46	0.46	0.47	0.48	0.49	0.49
T. Prestiti medio	2.99	2.97	2.93	2.90	2.85	2.84	2.83	2.82	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81
T.prest. medio - T.dep. medio	2.56	2.55	2.52	2.49	2.44	2.43	2.42	2.40	2.39	2.38	2.37	2.37	2.36	2.35	2.35	2.34	2.33	2.32	2.32
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.30	-0.31	-0.33	-0.28	-0.35	-0.33	-0.34	-0.21	-0.24	-0.21	-0.15	-0.17	-0.14	-0.08	-0.13	-0.11	-0.13	-0.10	-0.13
T. BOT comp. lordo 6m	-0.24	-0.26	-0.30	-0.20	-0.32	-0.29	-0.30	-0.08	-0.14	-0.09	0.01	-0.04	0.02	0.11	0.04	0.08	0.03	0.09	0.04
T. BOT comp. lordo 12m	-0.19	-0.18	-0.24	-0.22	-0.20	-0.25	-0.25	0.00	-0.05	-0.01	0.10	0.05	0.10	0.20	0.12	0.16	0.11	0.16	0.12
Rendistat lordo	0.66	0.73	0.86	1.26	1.17	1.21	1.48	1.54	1.50	1.55	1.70	1.65	1.70	1.74	1.72	1.78	1.77	1.80	1.76
Rendistat netto	0.58	0.63	0.75	1.10	1.02	1.06	1.30	1.35	1.31	1.36	1.49	1.44	1.49	1.52	1.51	1.56	1.55	1.58	1.54
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	0.01	0.02	0.26	0.46	0.10	0.34	0.39	0.70	0.65	0.70	0.84	0.79	0.84	0.93	0.88	0.92	0.86	0.91	0.87
Rend. BTP a 5 anni	0.31	0.34	0.65	0.91	0.66	1.02	0.96	1.25	1.21	1.26	1.40	1.37	1.43	1.52	1.48	1.53	1.49	1.53	1.50
Rend. BTP a 7 anni	0.74	0.77	1.11	1.46	1.28	1.68	1.65	1.94	1.90	1.95	2.09	2.05	2.11	2.20	2.16	2.20	2.16	2.20	2.18
Rend. BTP a 10 anni	1.20	1.25	1.68	2.01	1.85	2.30	2.13	2.42	2.40	2.46	2.61	2.59	2.64	2.73	2.70	2.74	2.71	2.75	2.72
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2321.512	2334.851	2328.139	2324.188	2342.144	2351.957	2363.823	2366.479	2361.089	2351.918	2362.95	2346.25	2353.55	2361.94	2354.91	2350.22	2364.39	2376.18	2392.19
Prestiti in euro	2280.537	2299.033	2299.556	2288.245	2305.109	2321.427	2334.695	2330.879	2323.200	2327.124	2325.144	2309.18	2319.763	2329.84	2326.92	2316.16	2327.24	2342.09	2361.08
Prestiti in valuta	40.975	35.818	28.583	35.943	37.035	30.530	29.128	35.600	37.890	24.794	37.808	37.078	33.786	32.095	27.991	34.058	37.157	34.094	31.112
Prestiti a breve	324.739	324.550	321.844	321.749	314.038	320.408	319.580	314.689	312.487	309.352	314.947	315.862	311.100	312.217	309.614	314.671	314.980	320.088	318.621
Prestiti a m / l	1996.773	2010.301	2006.295	2002.439	2028.106	2031.549	2044.244	2051.790	2048.603	2042.566	2048.005	2030.392	2042.449	2049.718	2045.299	2035.548	2049.414	2056.094	2073.568
Depositi totali	2255.092	2266.462	2261.369	2251.824	2305.685	2331.921	2359.524	2365.679	2380.444	2354.569	2398.675	2376.569	2366.945	2391.571	2385.292	2366.667	2415.897	2437.790	2468.534
Depositi in c / c	913.648	918.487	934.284	934.987	973.401	975.439	970.131	985.816	1010.720	1007.741	1020.344	1032.399	1022.646	1041.105	1058.077	1053.824	1091.572	1091.614	1086.644
Depositi a risparmio	299.898	299.056	298.068	297.288	297.884	298.855	299.278	299.306	298.497	297.712	296.926	296.489	296.929	296.245	295.326	295.029	296.603	297.330	297.632
Certif. deposito	1041.546	1048.919	1029.017	1019.549	1034.400	1057.628	1090.114	1080.558	1071.227	1049.116	1081.405	1047.681	1047.369	1054.221	1031.890	1017.815	1027.722	1048.846	1084.258
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																			
Prestiti totali	0.12	0.30	0.27	-0.52	0.37	0.28	0.36	0.53	0.77	1.07	0.90	1.18	1.38	1.16	1.15	1.12	0.95	1.03	1.20
Prestiti in euro	-0.33	0.57	1.02	-0.87	0.74	0.60	0.64	0.84	1.02	1.20	0.78	1.46	1.72	1.34	1.19	1.22	0.96	0.89	1.13
Prestiti in valuta	33.53	-14.35	-37.43	28.48	-18.32	-19.25	-17.94	-16.31	-12.51	-9.80	8.87	-13.66	-17.54	-10.39	-2.07	-5.25	0.33	11.68	6.81
Prestiti a breve	-5.96	-6.00	-4.45	-6.89	-7.02	-4.40	-4.60	-5.80	-4.60	-6.70	-6.30	-3.70	-4.20	-3.80	-3.80	-2.20	0.30	-0.10	-0.30
Prestiti a m / l	1.19	1.40	1.06	0.59	1.62	1.06	1.18	1.58	1.64	2.36	2.11	1.98	2.29	1.96	1.94	1.65	1.05	1.21	1.43
Depositi totali	2.72	2.85	2.56	3.20	4.82	4.97	4.78	4.87	4.75	5.11	5.45	4.94	4.96	5.52	5.48	5.10	4.78	4.54	4.62
Depositi in c / c	9.94	9.07	8.02	9.87	10.99	11.55	11.52	11.57	11.17	12.07	13.31	11.90	11.93	13.35	13.25	12.71	12.14	11.91	12.01
Depositi a risparmio	-0.46	-0.25	-0.23	-0.52	-1.04	-1.70	-1.76	-1.51	-1.47	-1.29	-1.16	-1.15	-0.99	-0.94	-0.92	-0.76	-0.43	-0.51	-0.55
Certif. deposito	-2.02	-1.20	-1.17	-1.22	1.26	1.40	1.19	1.14	1.02	0.95	0.71	0.53	0.56	0.51	0.28	-0.17	-0.65	-0.83	-0.54

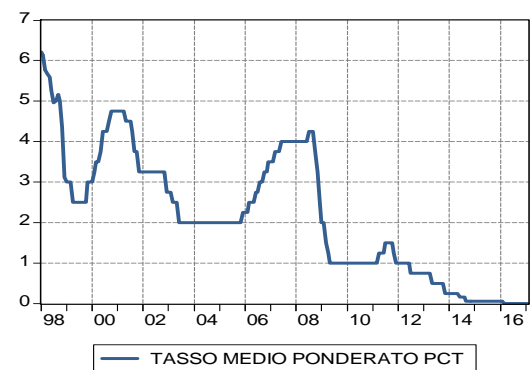
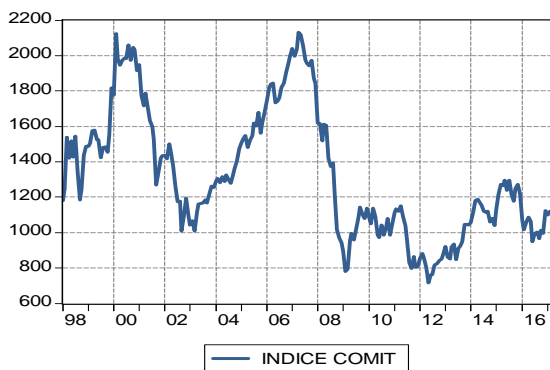
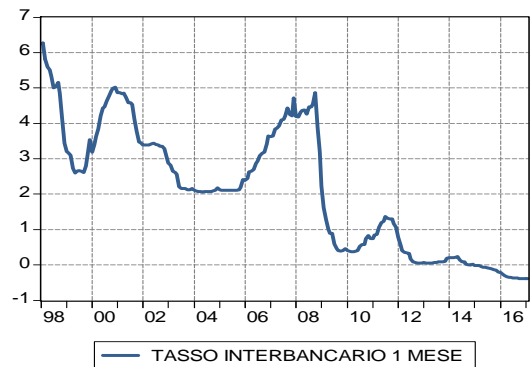
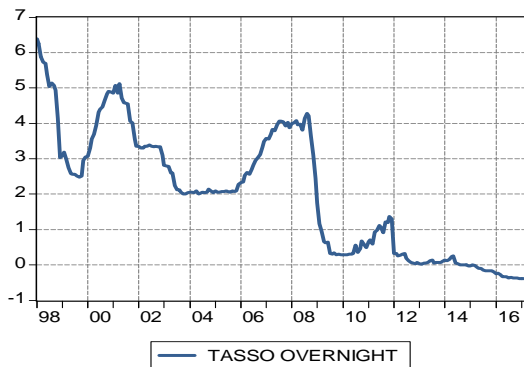
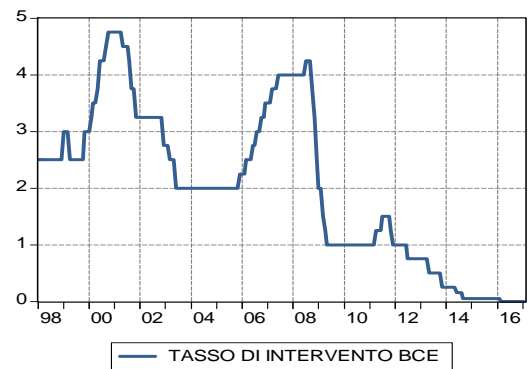
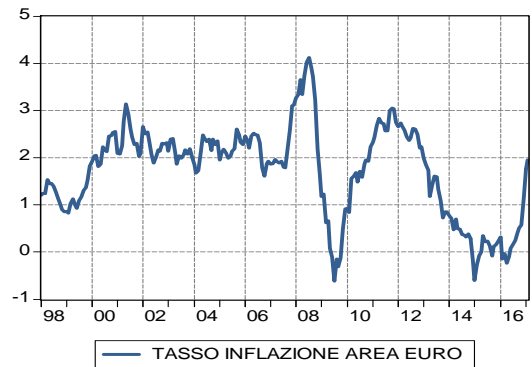
SCENARIO B	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1003	965	1013	995	1124	1101	1121	1079	1071	1077	1072	1076	1080	1095	1082	1075	1078	1074	1082
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.8	2.3	1.5	3.3	6.0	2.4	3.2	2.2	1.2	2.1	1.5	1.8	0.6	1.4	1.5	0.0	0.8	0.6	0.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.1	0.1	-0.1	0.1	0.5	1.0	1.6	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9	0.7	0.6	0.2
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.36	-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	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37
T. Interb. 1m lett.	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 3m lett.	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.33	-0.33
T. Interb. 6m lett.	-0.20	-0.21	-0.21	-0.22	-0.22	-0.24	-0.25	-0.24	-0.24	-0.24	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23	-0.23
T. Depositi medio	0.43	0.42	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	0.45	0.46	0.47	0.47	0.48	0.49	0.50
T. Prestiti medio	2.99	2.97	2.93	2.90	2.85	2.84	2.83	2.82	2.82	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81	2.82	2.81	2.82	2.82	2.82
T.prest. medio - T.dep. medio	2.56	2.55	2.52	2.49	2.44	2.43	2.42	2.41	2.40	2.38	2.38	2.37	2.36	2.36	2.35	2.34	2.34	2.33	2.32
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(*)</sup>	-0.30	-0.31	-0.33	-0.28	-0.35	-0.33	-0.34	-0.17	-0.21	-0.17	-0.08	-0.09	-0.08	-0.04	-0.07	-0.06	-0.09	-0.06	-0.10
T. BOT comp. lordo 6m	-0.24	-0.26	-0.30	-0.20	-0.32	-0.29	-0.30	-0.03	-0.09	-0.03	0.12	0.09	0.11	0.19	0.12	0.15	0.09	0.15	0.08
T. BOT comp. lordo 12m	-0.19	-0.18	-0.24	-0.22	-0.20	-0.25	-0.25	0.07	0.00	0.06	0.22	0.17	0.20	0.27	0.21	0.25	0.20	0.24	0.18
Rendistat lordo	0.66	0.73	0.86	1.26	1.17	1.21	1.48	1.69	1.67	1.72	1.93	1.86	1.90	1.89	1.85	1.93	1.89	1.94	1.88
Rendistat netto	0.58	0.63	0.75	1.10	1.02	1.06	1.30	1.48	1.46	1.51	1.69	1.63	1.66	1.65	1.62	1.69	1.65	1.70	1.65
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	0.01	0.02	0.26	0.46	0.10	0.34	0.39	0.78	0.73	0.85	1.01	0.96	0.99	1.03	0.97	1.02	0.95	1.01	0.97
Rend. BTP a 5 anni	0.31	0.34	0.65	0.91	0.66	1.02	0.96	1.33	1.29	1.41	1.57	1.54	1.58	1.63	1.58	1.64	1.58	1.64	1.61
Rend. BTP a 7 anni	0.74	0.77	1.11	1.46	1.28	1.68	1.65	2.01	1.97	2.09	2.24	2.22	2.25	2.30	2.25	2.30	2.24	2.31	2.27
Rend. BTP a 10 anni	1.20	1.25	1.68	2.01	1.85	2.30	2.13	2.49	2.48	2.60	2.76	2.74	2.78	2.83	2.79	2.84	2.79	2.85	2.82
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2321.512	2334.851	2328.139	2324.188	2342.144	2347.032	2355.580	2357.769	2351.249	2341.679	2353.82	2334.20	2342.17	2350.03	2344.20	2338.60	2352.68	2358.53	2370.89
Prestiti in euro	2280.537	2299.033	2299.556	2288.245	2305.109	2317.043	2327.040	2322.789	2314.001	2317.466	2316.608	2297.80	2308.816	2318.57	2316.80	2305.18	2316.17	2325.62	2341.00
Prestiti in valuta	40.975	35.818	28.583	35.943	37.035	29.989	28.540	34.981	37.248	24.213	37.211	36.399	33.357	31.453	27.400	33.420	36.511	32.916	29.889
Prestiti a breve	324.739	324.550	321.844	321.749	314.038	319.068	318.240	312.685	310.194	307.363	312.258	313.566	309.152	310.594	308.005	312.097	313.096	316.834	315.375
Prestiti a m / l	1996.773	2010.301	2006.295	2002.439	2028.106	2027.964	2037.340	2045.085	2041.055	2034.317	2041.560	2020.630	2033.022	2039.433	2036.198	2026.501	2039.588	2041.698	2055.515
Depositi totali	2255.092	2266.462	2261.369	2251.824	2305.685	2325.701	2350.066	2356.656	2368.400	2341.801	2385.255	2362.301	2353.189	2375.932	2369.236	2349.553	2400.218	2413.845	2439.604
Depositi in c / c	913.648	918.487	934.284	934.987	973.401	971.766	966.739	981.928	1006.174	1001.627	1013.951	1027.141	1017.438	1035.227	1052.191	1046.624	1084.466	1080.021	1074.820
Depositi a risparmio	299.898	299.056	298.068	297.288	297.884	298.399	298.669	298.455	297.618	296.687	295.905	295.439	295.849	295.228	294.283	293.839	295.412	295.892	295.862
Certif. deposito	1041.546	1048.919	1029.017	1019.549	1034.400	1055.536	1084.658	1076.273	1064.607	1043.487	1075.399	1039.722	1039.901	1045.477	1022.763	1009.089	1020.340	1037.932	1068.922
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																			
Prestiti totali	0.12	0.30	0.27	-0.52	0.37	0.07	0.01	0.16	0.35	0.63	0.51	0.66	0.89	0.65	0.69	0.62	0.45	0.49	0.65
Prestiti in euro	-0.33	0.57	1.02	-0.87	0.74	0.41	0.31	0.49	0.62	0.78	0.41	0.96	1.24	0.85	0.75	0.74	0.48	0.37	0.60
Prestiti in valuta	33.53	-14.35	-37.43	28.48	-18.32	-20.68	-19.60	-17.77	-13.99	-11.92	7.15	-15.24	-18.59	-12.19	-4.14	-7.02	-1.42	9.76	4.73
Prestiti a breve	-5.96	-6.00	-4.45	-6.89	-7.02	-4.80	-5.00	-6.40	-5.30	-7.30	-7.10	-4.40	-4.80	-4.30	-4.30	-3.00	-0.30	-0.70	-0.90
Prestiti a m / l	1.19	1.40	1.06	0.59	1.62	0.88	0.84	1.24	1.27	1.95	1.79	1.49	1.82	1.45	1.49	1.20	0.57	0.68	0.89
Depositi totali	2.72	2.85	2.56	3.20	4.82	4.69	4.36	4.47	4.22	4.54	4.86	4.31	4.35	4.83	4.77	4.34	4.10	3.79	3.81
Depositi in c / c	9.94	9.07	8.02	9.87	10.99	11.13	11.13	11.13	10.67	11.39	12.60	11.33	11.36	12.71	12.62	11.94	11.41	11.14	11.18
Depositi a risparmio	-0.46	-0.25	-0.23	-0.52	-1.04	-1.85	-1.96	-1.79	-1.76	-1.63	-1.50	-1.50	-1.35	-1.28	-1.27	-1.16	-0.83	-0.84	-0.94
Certif. deposito	-2.02	-1.20	-1.17	-1.22	1.26	1.20	0.68	0.74	0.40	0.40	0.15	-0.23	-0.16	-0.33	-0.61	-1.03	-1.36	-1.67	-1.45

SCENARIO C	16 8	16 9	16 10	16 11	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
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1003	965	1013	995	1124	1101	1121	1107	1097	1113	1115	1116	1122	1133	1123	1123	1128	1126	1132
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.8	2.3	1.5	3.3	6.0	2.5	3.4	2.5	1.6	2.4	1.8	2.1	1.0	1.7	1.8	0.4	1.3	1.0	0.9
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.1	0.1	-0.1	0.1	0.5	1.0	1.6	1.4	1.3	1.4	1.4	1.2	1.2	1.3	1.3	1.2	0.9	0.8	0.5
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 1m lett.	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39
T. Interb. 3m lett.	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35
T. Interb. 6m lett.	-0.20	-0.21	-0.21	-0.22	-0.22	-0.24	-0.25	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.23	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.23
T. Depositi medio	0.43	0.42	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.43	0.44	0.45	0.45	0.46	0.47	0.47	0.48	0.49
T. Prestiti medio	2.99	2.97	2.93	2.90	2.85	2.84	2.83	2.82	2.81	2.80	2.80	2.81	2.80	2.80	2.81	2.80	2.81	2.80	2.81
T.prest. medio - T.dep. medio	2.56	2.55	2.52	2.49	2.44	2.43	2.42	2.41	2.39	2.38	2.37	2.37	2.36	2.35	2.35	2.34	2.33	2.32	2.32
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(*)</sup>	-0.30	-0.31	-0.33	-0.28	-0.35	-0.33	-0.34	-0.24	-0.28	-0.25	-0.19	-0.23	-0.21	-0.19	-0.24	-0.20	-0.26	-0.21	-0.24
T. BOT comp. lordo 6m	-0.24	-0.26	-0.30	-0.20	-0.32	-0.29	-0.30	-0.13	-0.20	-0.15	-0.05	-0.13	-0.10	-0.07	-0.15	-0.08	-0.18	-0.10	-0.14
T. BOT comp. lordo 12m	-0.19	-0.18	-0.24	-0.22	-0.20	-0.25	-0.25	-0.06	-0.12	-0.08	0.04	-0.05	-0.02	0.01	-0.07	-0.01	-0.09	-0.01	-0.06
Rendistat lordo	0.66	0.73	0.86	1.26	1.17	1.21	1.48	1.51	1.45	1.51	1.64	1.60	1.62	1.66	1.60	1.65	1.60	1.66	1.61
Rendistat netto	0.58	0.63	0.75	1.10	1.02	1.06	1.30	1.32	1.27	1.32	1.44	1.40	1.42	1.45	1.40	1.44	1.40	1.45	1.41
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	0.01	0.02	0.26	0.46	0.10	0.34	0.39	0.65	0.57	0.63	0.76	0.67	0.69	0.72	0.67	0.70	0.65	0.70	0.65
Rend. BTP a 5 anni	0.31	0.34	0.65	0.91	0.66	1.02	0.96	1.20	1.12	1.19	1.32	1.25	1.28	1.31	1.27	1.31	1.26	1.32	1.27
Rend. BTP a 7 anni	0.74	0.77	1.11	1.46	1.28	1.68	1.65	1.89	1.82	1.88	2.01	1.94	1.96	2.00	1.96	1.99	1.95	2.00	1.95
Rend. BTP a 10 anni	1.20	1.25	1.68	2.01	1.85	2.30	2.13	2.38	2.33	2.40	2.53	2.47	2.50	2.54	2.50	2.54	2.50	2.55	2.50
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2321.512	2334.851	2328.139	2324.188	2342.144	2349.846	2361.232	2363.654	2357.575	2348.428	2359.20	2341.85	2348.44	2356.57	2349.79	2345.11	2359.24	2368.65	2383.66
Prestiti in euro	2280.537	2299.033	2299.556	2288.245	2305.109	2319.581	2332.375	2328.336	2319.980	2323.905	2321.453	2305.31	2314.973	2324.78	2322.09	2311.36	2322.40	2335.12	2353.13
Prestiti in valuta	40.975	35.818	28.583	35.943	37.035	30.265	28.857	35.318	37.595	24.523	37.752	36.541	33.468	31.783	27.699	33.750	36.845	33.523	30.531
Prestiti a breve	324.739	324.550	321.844	321.749	314.038	320.073	319.287	314.102	311.732	308.529	313.846	315.230	310.571	311.542	309.333	313.523	314.599	319.148	317.621
Prestiti a m / l	1996.773	2010.301	2006.295	2002.439	2028.106	2029.773	2041.945	2049.552	2045.843	2039.899	2045.359	2026.618	2037.871	2045.024	2040.458	2031.583	2044.642	2049.497	2066.043
Depositi totali	2255.092	2266.462	2261.369	2251.824	2305.685	2329.477	2355.921	2361.845	2374.763	2350.537	2395.036	2371.360	2362.209	2386.131	2379.412	2360.362	2410.363	2430.577	2460.288
Depositi in c / c	913.648	918.487	934.284	934.987	973.401	973.827	968.812	984.294	1009.099	1005.707	1018.328	1030.377	1020.719	1038.635	1055.734	1050.989	1089.020	1087.497	1082.926
Depositi a risparmio	299.898	299.056	298.068	297.288	297.884	298.684	299.045	299.070	298.211	297.408	296.606	296.105	296.606	295.976	294.954	294.627	296.261	296.864	297.065
Certif. deposito	1041.546	1048.919	1029.017	1019.549	1034.400	1056.967	1088.064	1078.481	1067.452	1047.422	1080.102	1044.878	1044.884	1051.520	1028.725	1014.746	1025.082	1046.215	1080.297
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																			
Prestiti totali	0.12	0.30	0.27	-0.52	0.37	0.19	0.25	0.41	0.62	0.92	0.74	0.99	1.16	0.93	0.93	0.90	0.73	0.80	0.95
Prestiti in euro	-0.33	0.57	1.02	-0.87	0.74	0.52	0.54	0.73	0.88	1.06	0.62	1.29	1.51	1.12	0.98	1.01	0.75	0.67	0.89
Prestiti in valuta	33.53	-14.35	-37.43	28.48	-18.32	-19.95	-18.70	-16.98	-13.19	-10.79	8.71	-14.91	-18.32	-11.27	-3.09	-6.10	-0.51	10.76	5.80
Prestiti a breve	-5.96	-6.00	-4.45	-6.89	-7.02	-4.50	-4.69	-5.98	-4.83	-6.95	-6.63	-3.89	-4.36	-4.01	-3.89	-2.56	0.18	-0.29	-0.52
Prestiti a m / l	1.19	1.40	1.06	0.59	1.62	0.97	1.07	1.47	1.51	2.23	1.97	1.79	2.06	1.73	1.70	1.46	0.82	0.97	1.18
Depositi totali	2.72	2.85	2.56	3.20	4.82	4.86	4.62	4.70	4.50	4.93	5.29	4.71	4.75	5.28	5.22	4.82	4.54	4.34	4.43
Depositi in c / c	9.94	9.07	8.02	9.87	10.99	11.37	11.37	11.40	10.99	11.84	13.09	11.68	11.72	13.08	13.00	12.41	11.88	11.67	11.78
Depositi a risparmio	-0.46	-0.25	-0.23	-0.52	-1.04	-1.76	-1.84	-1.59	-1.56	-1.39	-1.27	-1.28	-1.10	-1.03	-1.04	-0.90	-0.54	-0.61	-0.66
Certif. deposito	-2.02	-1.20	-1.17	-1.22	1.26	1.33	1.00	0.95	0.67	0.78	0.59	0.26	0.32	0.25	-0.03	-0.47	-0.90	-1.02	-0.71



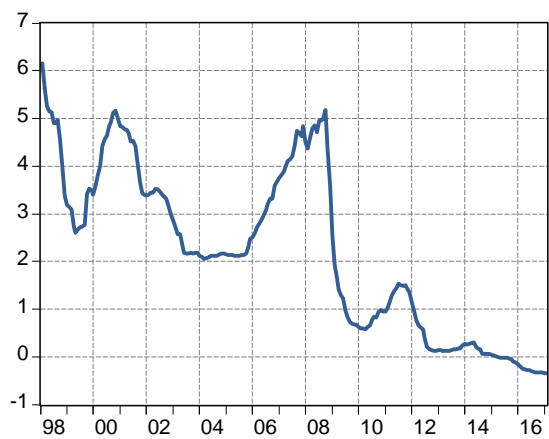
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili

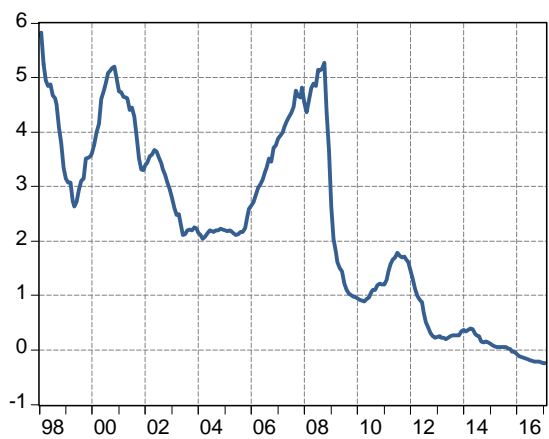


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

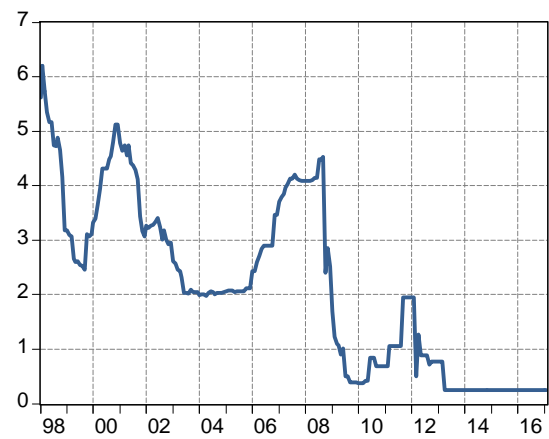
Dati mensili



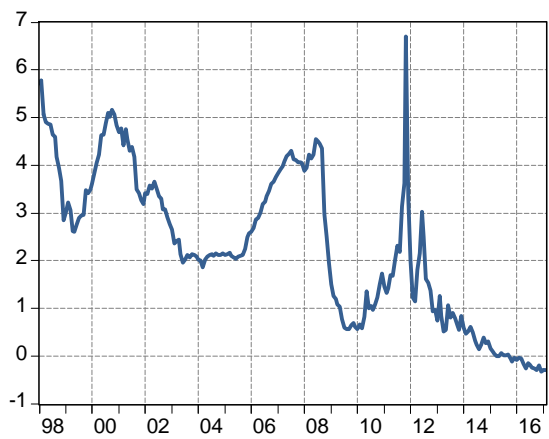
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI (LIBOR)



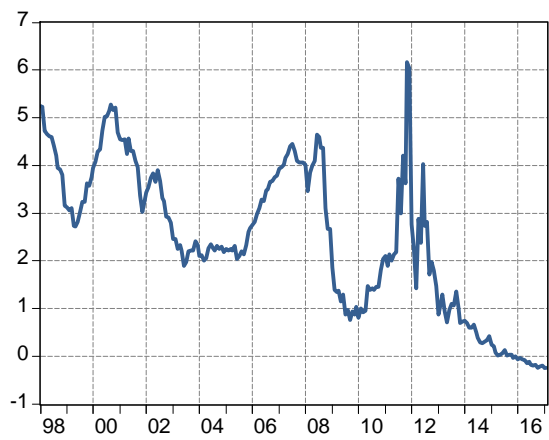
TASSO INTERBANCARIO 6 MESI



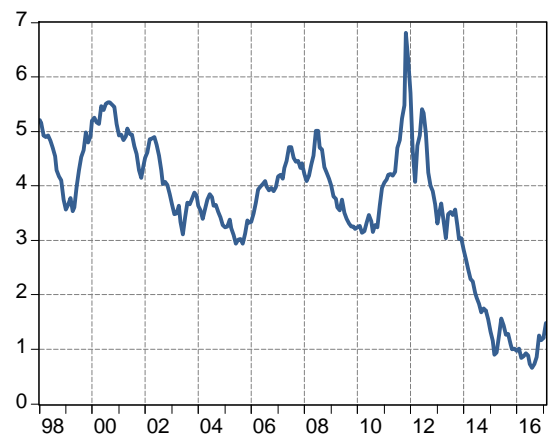
TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO



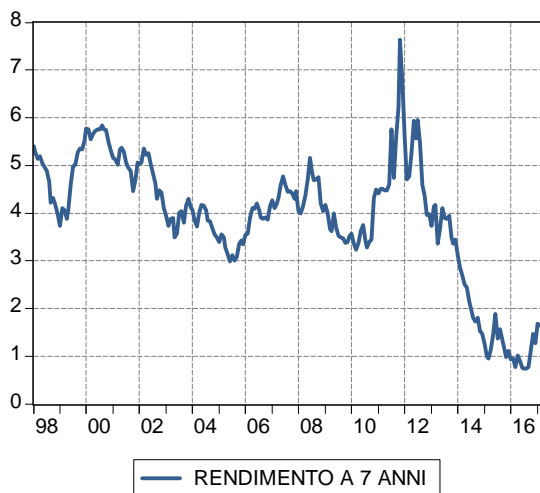
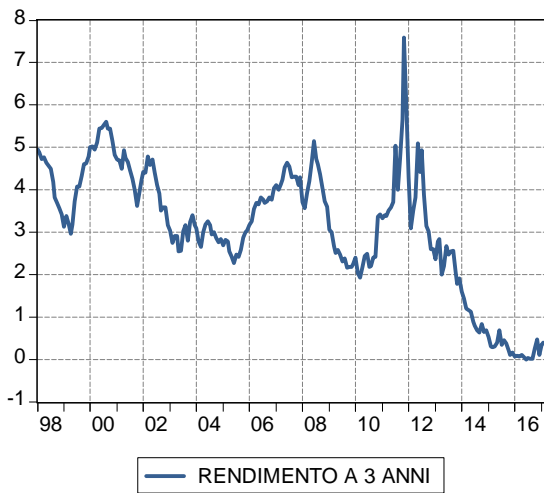
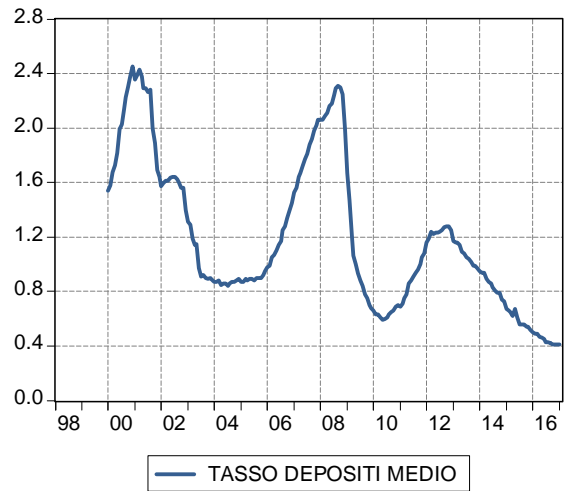
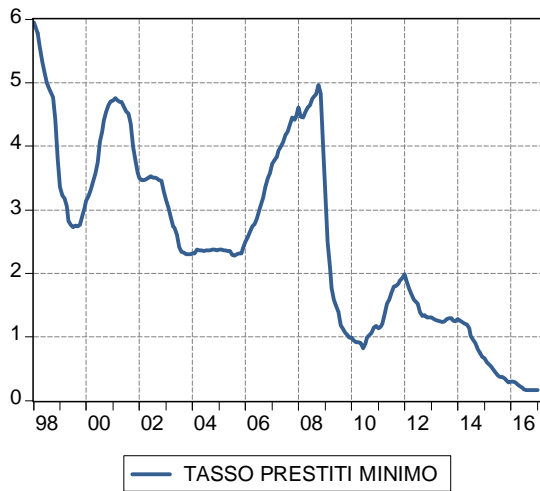
TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO



RENDISTAT LORDO

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



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

