

MEFIM

MODELLO
ECONOMETRICO
FINANZIARIO
INTERNAZIONALE
MENSILE

Maggio 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 aprile 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

Aprile è stato caratterizzato da un **intensificarsi delle tensioni geopolitiche**, con l'apertura di due fronti da parte degli USA nei confronti di Siria e Corea del Nord. Questo ha generato malcontento tra gli elettori di Trump, passato da iper-isolazionista a garante della pace a livello internazionale. Ma, soprattutto, il mese scorso ha portato **due nuove importanti informazioni**: la **presentazione del piano fiscale americano di Donald Trump** e la **vittoria di Macron, filo-europeista, al primo turno delle elezioni francesi**.

Per quanto riguarda la prima informazione, **sono state annunciate le linee guida della riforma fiscale definita come la più importante della storia degli Stati Uniti, della quale dovrebbero beneficiare sia le imprese sia gli individui**. Infatti, gli interventi riguarderanno: **1) le imposte sui redditi personali**: riduzione delle aliquote da 7 a 3 (10%-25%-35%, l'attuale aliquota massima è del 39.6%), ma nel frattempo si elimineranno tutte le deduzioni, tranne poche eccezioni tra cui quelle sugli interessi sui mutui ipotecari che vengono raddoppiate; agevolazioni fiscali per famiglie con figli e per la spesa sanitaria dei lavoratori dipendenti; **2) le imposte sulle società**: riduzione dell'aliquota massima da 35% a 15% (tuttavia va sottolineato che quasi il 50% delle società americane aggira già le aliquote più alte trasferendo le imposte agli azionisti); riduzione della tassa sul rimpatrio dei capitali dal 35% al 10% (gli USA applicano il 35% sui redditi globali delle società, non solo su quelli ottenuti nel territorio nazionale, e pagano le imposte nel momento in cui rimpatriano gli utili ottenuti all'estero; ciò spinge a differire il più possibile nel tempo il rimpatrio; si stimano in 2.6 trilioni di dollari gli utili all'estero); le imprese manifatturiere potranno dedurre completamente le spese in impianti e strutture. Non compare, invece, la tassa di frontiera (si veda Mefim di febbraio). Pertanto, **da una prima analisi, sembra che i maggiori vantaggi vadano più alle imprese che ai consumatori e questo è positivo perché limita i rischi inflazionistici da eccesso di domanda di beni**. Maggiori dettagli del piano saranno comunicati a giugno e la riforma dovrebbe diventare legge ad agosto o comunque entro fine anno. Tuttavia, due aspetti preoccupano i mercati: **come finanziarla e se Trump riuscirà a farla approvare dal Congresso**. Allo stato attuale è difficile quantificarne l'impatto sul **debito pubblico** per mancanza di alcuni dettagli. Secondo il piano, i tagli dovrebbero essere finanziati dall'aumento delle entrate dovute alla maggiore crescita del PIL: si dovrebbe verificare una crescita aggiuntiva di +1.7% nel 2017, +1.1% nel 2018, +0.5% nel 2019, ma, in base alle stime del *Tax Policy Center*, non sarebbe sufficiente a neutralizzare il costo della riforma. Questo ha due conseguenze: **1) aspettative di aumento dei rendimenti sui titoli di Stato americani**, **2) incertezza sull'approvazione della riforma** nella sua interezza, perché se il piano non implicherà un aumento del debito, potrà passare al Congresso con 51 voti, in caso contrario ne saranno necessari 60. I repubblicani hanno 52 voti, per cui occorrerà l'apporto di almeno 8 voti dei democratici, ma Trump ha difficoltà a far approvare le sue proposte anche all'interno del suo stesso partito (si veda la prima bocciatura dell'abolizione-riformulazione dell'*Obamacare*, la riforma sanitaria di Obama, e il rinvio della costruzione del muro con il Messico). Inoltre, l'Amministrazione ha già **problemi di debito eccessivo**: a fine aprile il Congresso ne ha dovuto alzare il limite per evitare lo *shutdown*, la chiusura degli uffici pubblici, per mancanza di fondi (default).

L'incertezza sulla riforma fiscale si è già riflessa sui dati macroeconomici, con uno stallo dei consumi e un forte decumulo di scorte nel primo trimestre di quest'anno, **facendo registrare il passo di crescita del PIL più lento degli ultimi tre anni**. Il carattere transitorio di questa battuta d'arresto sarà da verificare con i dati del secondo trimestre.

Alla luce dell'analisi precedente, **manteniamo l'ipotesi più probabile (70% - Scenario C) di altri due rialzi dei tassi ufficiali nel corso del 2017, di 25 punti base ciascuno, ma ne rinviemo il timing a settembre e dicembre**. Non escludiamo un anticipo a giugno (20% - Scenario A), ma, come già sottolineato, nuove certezze sulla riforma fiscale non saranno disponibili prima di giugno/agosto e dopo il forte ridimensionamento della crescita del PIL registrata nel primo trimestre, la Fed vorrà probabilmente conoscere i dati preliminari del secondo trimestre, disponibili alla fine di luglio. Inoltre, **dalle minute della riunione di marzo è emerso che i componenti del Board stanno contemplando quando e come ridurre il portafoglio titoli della Banca Centrale (*exit strategy*), accumulato con il *Quantitative Easing* dalla crisi finanziaria del 2008 fino ad oggi**. Nonostante i responsabili abbiano ribadito che la normalizzazione del portafoglio, quando avverrà, sarà fatta in modo che non generi tensioni nei mercati finanziari

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

e non soppianti lo strumento principale di politica monetaria dei tassi ufficiali, va tenuto presente che la Fed potrebbe scegliere di ottenere un effetto restrittivo anche attraverso tale via e ciò riduce la probabilità di più di due rialzi dei tassi ufficiali nel resto del 2017. Per il momento, la maggior parte dei componenti del Board si è dimostrata favorevole al mantenimento della dimensione del portafoglio, reinvestendo i titoli a mano a mano che scadranno e, quindi, rinviando a più tardi la politica di normalizzazione, ma sarà importante monitorare i comunicati delle prossime riunioni in merito a tale argomento.

Nell'Area Euro l'economia va bene, gli indici di fiducia sono ai massimi e i rendimenti potrebbero nel breve termine (seconda parte di maggio) sgonfiarsi per il **ridimensionamento del premio per il rischio politico**, dopo il risultato del primo turno delle elezioni francesi del 23 aprile con la vittoria di Macron, filo-europeista. Anche se per archiviare questo fattore critico dello scenario dell'Eurozona si dovrà attendere il ballottaggio del 7 maggio, la convergenza dei voti dei partiti perdenti al primo turno su Macron rende molto bassa la probabilità di una vittoria di Marine Le Pen, anti-europeista. **Restano in sospeso le elezioni tedesche del 24 settembre, ma in questo caso la sfida sarà tra il Cdu della cancelliera Merkel e i socialdemocratici di Schultz, entrambi filo-europeisti**, anche se con sfumature diverse. Il terzo partito Afd, populista, potrebbe solo indebolire la coalizione vincente e, dopo le dimissioni del suo leader Frauke Petry in aprile, ha perso consensi. Pertanto, le elezioni tedesche forniranno indicazioni non sulla tenuta dell'Eurozona, come per le elezioni francesi, ma su quanto potrà essere ammorbidita la politica fiscale dell'area. **È probabile che venga concessa una maggiore flessibilità in caso di vittoria di Schultz.**

Per quanto riguarda la politica monetaria, alla riunione del 27 aprile la BCE ha ribadito che, se sarà necessario, allungherà la durata del *Quantitative Easing* oltre la scadenza di fine 2017 e quindi per il momento ha fugato ogni dubbio su di un cambiamento di rotta. Tuttavia, a mano a mano che si consolida e amplia la crescita economica, riteniamo che in autunno Draghi si sposti verso un linguaggio di comunicazione meno espansivo, eliminando dai comunicati della BCE la frase *"e oltre, se necessario"* (70% - Scenario C), anche perché gli indicatori di inflazione si stanno approssimando all'obiettivo del 2% in modo più stabile. Dall'altro lato, riteniamo che sia ancora bassa la probabilità (20% - Scenario A) di un *Tapering* (ridimensionamento del *QE*) entro il 2017.

La convinzione, in ogni caso, che la politica dei tassi bassissimi non continuerà ancora a lungo, dovrebbe mantenere al rialzo la tendenza dei rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona, in particolare quelli italiani, sfavoriti dall'elevato debito pubblico, per un passaggio di testimone tra il rischio politico e l'aspettativa di una politica monetaria espansiva che va esaurendosi.

Il Giappone, pur con segnali di ripresa, rimane l'area che presenta le maggiori difficoltà con un passo di crescita più lento (+1.6% a/a) rispetto a USA (+1.9%) ed Eurozona (+1.8%). La ripresa stenta a consolidarsi e l'aspettativa di un miglioramento dei consumi attraverso il buon andamento del mercato del lavoro non sta dando i frutti sperati. Lo stesso Presidente della Banca Centrale del Giappone, Koruda, ha dichiarato che **la crescita dei salari rimane debole nonostante il mercato del lavoro sia solido**. Alla riunione di fine aprile non è emerso nessun nuovo elemento rispetto a quella di marzo: il proseguimento del *QE* quantitativo e qualitativo con l'obiettivo di rendimenti nulli sulle scadenze decennali resta un passo obbligato.

Sul fronte del petrolio, in aprile diversi fattori avrebbero dovuto spingere al rialzo il prezzo del greggio. Essi sono: 1) i rischi geopolitici alimentati dai rapporti tesi tra USA, da un lato, e Corea del Nord - Siria, dall'altro; 2) l'intenzione dell'Arabia Saudita di chiedere l'estensione di sei mesi dei tagli alla produzione in occasione della prossima riunione del 25 maggio dei Paesi OPEC; 3) il calo delle scorte. **Nonostante ciò, il prezzo del greggio ha rialzato la testa solo momentaneamente per poi ripiegare sotto quota 50 dollari al barile**. Probabilmente, le cause vanno ricercate nel fatto che 1) **la Libia potrebbe ritornare presto ad essere un *player* importante dal lato dell'offerta** e 2) come sottolineato nel mese precedente, **un decreto in USA sblocca una costruzione di un'importante *pipeline* nel Nord America**. Questo vanificherebbe i tentativi di sostenere le quotazioni attraverso i tagli di produzione dei Paesi OPEC. Inoltre, i dati macroeconomici deludenti del primo trimestre negli USA hanno limitato, almeno temporaneamente, la domanda di petrolio. **Quindi, per il momento manteniamo invariata la previsione di un prezzo del petrolio intorno a 50 dollari al barile.**

GLI ULTIMI DATI

In USA, i dati preliminari sul PIL del primo trimestre del 2017 hanno evidenziato una battuta d'arresto nella crescita economica americana con una variazione rispetto al trimestre precedente di solo +0.7% t/t annualizzato, al di sotto delle aspettative di +1%. Si tratta del passo più lento degli ultimi tre anni. In termini tendenziali, il PIL ha registrato un +1.9% a/a da +2% a/a degli ultimi tre mesi del 2016. Il ridimensionamento è dovuto alla debolezza dei consumi che hanno contribuito alla crescita per un limitato +0.23% t/t a causa di una dinamica pressoché nulla (+0.3% t/t annualizzato). Lo stallo dei consumi è in parte fisiologico nei primi mesi dell'anno, per una minore propensione alla spesa da parte degli individui, e in parte dovuto a condizioni meteorologiche sfavorevoli, ma sembra nascondere anche cause meno contingenti. I contrasti tra il Presidente Trump e il Congresso disegnano una strada tutta in salita per l'approvazione della riforma fiscale promessa e quest'ultima è più rivolta a stimolare l'offerta che la domanda. Inoltre, l'aumento dei prezzi potrebbe aver scoraggiato le intenzioni di spesa. La maggiore incertezza sul futuro emerge in particolare dal calo dei consumi di beni durevoli (-2.5% t/t) e da un forte decumulo di scorte che hanno sottratto crescita per quasi -1% t/t.

L'unica componente che ha trainato la crescita è stata quella degli investimenti fissi con un contributo di +1.6% t/t, grazie ad una brillante dinamica sia del settore edilizio (gli investimenti residenziali sono aumentati di +13.7% t/t) sia degli altri settori (i non residenziali sono cresciuti di +9.4% t/t).

Il canale estero si è dimostrato neutrale per un incremento bilanciato tra esportazioni (+5.8% t/t) ed importazioni (+4.1% t/t), mentre la riduzione della spesa pubblica di -1.7% t/t ha contribuito negativamente alla crescita per un -0.3% t/t.

Le informazioni disponibili dai dati mensili sono prevalentemente relative a marzo e, quindi, già contenute nell'analisi dei trimestrali sopra delineata. In ogni caso, emerge un quadro meno brillante rispetto ai primi due mesi dell'anno in corso. Si è fermata la buona intonazione del mercato del lavoro, dei consumi e dell'ottimismo dei consumatori. Questo ha avuto un riflesso anche sulla dinamica dei prezzi con un ridimensionamento delle tensioni inflazionistiche. Infatti, nonostante un'ulteriore limatura verso il basso del tasso di disoccupazione a 4.5% da 4.7%, più dovuto ad un aumento della forza lavoro (denominatore) che ad un calo della disoccupazione (numeratore), i dati sul mercato del lavoro a marzo sono stati molto deludenti: l'occupazione non agricola ha registrato un aumento di sole +98 mila unità, contro un'aspettativa di +180 mila unità, e il dato di febbraio è stato rivisto al ribasso da +235 mila a +219 mila.

Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio di marzo sono diminuite di -0.2% m/m, confermando la dinamica negativa del mese precedente (rivisto da +0.1% m/m) e, ancora più importante perché riferito ad aprile, quindi al secondo trimestre ancora non noto, l'indice di fiducia dei consumatori ha ripiegato a 120.3 da 124.9. Le aspettative erano a favore di un ridimensionamento (122.5), ma non di tale entità. Va comunque sottolineato che l'indice aveva registrato nei mesi precedenti forti rialzi e la fiducia dei consumatori rimane comunque storicamente elevata.

Dal lato dell'offerta, l'intonazione è rimasta positiva con un aumento a marzo della produzione industriale di +0.5% m/m e degli ordini di beni durevoli di +0.7% m/m, anche se depurando questi ultimi dalla componente più volatile dei trasporti, il risultato è negativo (-0.2% m/m). La fiducia dei produttori ad aprile ha continuato la sua corsa con un NAPM al rialzo a 58.3 da 57.7, ricordando che a gennaio era appena a 50.3. Il diverso comportamento dei produttori, più ottimisti, rispetto ai consumatori, più cauti, va ricercato nella riforma fiscale molto più sbilanciata a favore di stimoli all'offerta che alla domanda.

USA

Sorprende lo stallo dei consumi

Di riflesso alla battuta d'arresto dei consumi si sono ridimensionate anche le spinte inflazionistiche. A marzo, l'indice dei prezzi PCE (*Personal Consumption Expenditures*) ha registrato un calo mensile di -0.2% m/m, spingendo la variazione tendenziale a +1.8% a/a da +2.1% a/a di febbraio, al di sotto dell'obiettivo della Fed del 2%, e così pure l'indice PCE *core*, che esclude energia e alimentari, a +1.6% a/a da 1.8% a/a.

L'analisi precedente, con il dato deludente del primo trimestre soprattutto per uno stop nella crescita dei consumi, che rappresentano la componente principale del PIL, e quello sull'occupazione di marzo, aumenta la probabilità che la Fed attenda settembre prima di attuare altri rialzi sui tassi ufficiali, per poter testare la transitorietà della dinamica insoddisfacente del ciclo economico.

In Giappone, non ci sono nuove informazioni sui dati trimestrali rispetto al mese precedente. Pur con segnali di ripresa, quella nipponica rimane l'area che presenta le maggiori difficoltà con un passo di crescita più lento (+1.6% a/a) rispetto a USA (+1.9%) ed Eurozona (+1.8%). Il recupero si basa più sul canale estero, grazie ad una ripresa dell'economia a livello internazionale, che sulla domanda interna. Quest'ultima è trainata più dalla componente degli investimenti che dai consumi e i primi crescono grazie ai profitti delle imprese, mentre quelli del settore pubblico e immobiliare sono rimasti invariati.

I nuovi dati mensili lanciano qualche ombra sulla ripresa economica in atto. A marzo, infatti, la produzione industriale ha registrato un pesante arretramento di -2.1% m/m, solo in parte atteso (-0.8% m/m) e gli ordini di macchinari, che però sono relativi a febbraio, sono aumentati di +1.5% m/m, compensando solo in parte il brutto dato di gennaio (-3.2% m/m). Dal lato della domanda, i consumi privati misurati in termini reali, con una diminuzione di -4.8% m/m a marzo, hanno offuscato il risultato più che positivo del mese precedente (+6.2% m/m). Il reddito personale reale è sceso di -1% m/m. Qualche segnale positivo proviene dalle vendite al dettaglio, ma l'incremento rimane limitato ad un +0.2% m/m.

Infine, il canale estero, su cui poggia principalmente il ciclo economico giapponese potrebbe dare un minor apporto nel primo trimestre dell'anno in corso a causa di una contrazione delle esportazioni di -3.5% m/m a marzo.

Pertanto, il Giappone può contare soltanto su una buona fiducia sia dei produttori sia dei consumatori, in entrambi i casi in lieve crescita: il PMI manifatturiero di aprile è aumentato a 52.8 da 52.4 del mese precedente, indicando in ogni caso, un'attività economica in espansione visto che è al di sopra della soglia dei 50 punti, e l'indice di fiducia dei consumatori a 43.9 da 43.2.

Sul fronte dei prezzi, l'inflazione stenta ad allontanarsi dalla zona di rischio deflazione: in marzo, la variazione tendenziale del CPI globale si è attestata a +0.2% a/a e quella *core* a +0.3% a/a, senza conseguire significativi miglioramenti.

In base all'analisi precedente si comprende perché non ci siano spazi per modificare l'attuale politica monetaria ultra espansiva della Banca Centrale giapponese.

Per l'Area Euro, sono stati rivisti in positivo i dati del PIL del quarto trimestre 2016, confermando il consolidamento della ripresa in atto. La revisione, infatti, ha aggiustato verso l'alto la crescita a +0.5% t/t e +1.8% a/a, da +0.4% t/t e +1.7% a/a. Le modifiche significative da segnalare sono relative agli investimenti fissi e alle importazioni: i primi sono stati rivisti a +3.3% t/t da +0.6% t/t, le seconde a +3.9% t/t da +2% t/t. Questo comporta un contributo rilevante (+0.7%) degli investimenti fissi alla crescita del PIL, trasformandola nella componente che ha trainato maggiormente l'economia dell'Eurozona. I consumi hanno contribuito con un +0.3% t/t. Dall'altro lato, la revisione delle importazioni ha reso meno equilibrato il quadro del canale estero emerso con le rilevazioni precedenti, perché ora le esportazioni nette non risultano più neutre,

GIAPPONE

La ripresa stenta a proseguire

AREA EURO

La ripresa si fa più solida e ampia

sottraendo alla crescita quasi un -1% t/t.

Anche sul fronte dei dati mensili giungono segnali promettenti e supportano le parole di Draghi secondo il quale *"la crescita si fa più solida e ampia"*.

A febbraio, il mercato del lavoro ha registrato nuovi miglioramenti, con una limatura verso il basso del tasso di disoccupazione a 9.5% da 9.6% di gennaio e il calo delle importazioni di -1.7% m/m, a fronte di un aumento, sia pur limitato, delle esportazioni (+0.4% m/m), garantisce un **saldo positivo della bilancia commerciale in crescita** a 19.2 miliardi di euro dai 15.7 del mese precedente. **Dal lato dell'offerta, qualche incertezza è emersa dalla produzione industriale** che ha registrato un calo di -0.3% m/m e il dato di gennaio è stato rivisto al ribasso a +0.3% m/m da +0.9% m/m, **tuttavia**, il settore delle costruzioni riprende quota con un brillante +6.9% m/m e **gli indici di fiducia dei produttori, già ai massimi degli ultimi sei anni, in aprile hanno continuato la loro tendenza al rialzo**: il PMI del settore manifatturiero si è portato a 56.8 da 56.2 e quello dei servizi a 56.2 da 56. Per entrambi gli indicatori le aspettative erano per una battuta d'arresto (56 e 55.9, rispettivamente).

Anche l'**ESI (Economic Sentiment Indicator)**, che esprime la fiducia sia dei produttori sia dei consumatori, nonostante a marzo fosse **già ai livelli massimi da aprile 2011, in aprile dell'anno in corso ha battuto le attese, registrando un altro forte incremento** a 109.6 da 108 di marzo, in coerenza con il buon dato sulle vendite al dettaglio di febbraio, che sono aumentate di +0.7% m/m.

Sul fronte dei prezzi, osservati speciali, dopo il ridimensionamento di marzo gli indicatori hanno corretto al rialzo, ma rimangono al di sotto dell'obiettivo del 2% della BCE soprattutto se si fa riferimento all'indice *core*, che esclude le componenti più volatili dell'energia e degli alimentari, più rilevante per definire i riflessi sulla politica monetaria. Ad aprile, infatti, il dato preliminare (stima *flash*) dell'indice globale dei prezzi al consumo (HCPI) è aumentato a +1.9% a/a da +1.5% a/a del mese precedente e il *core* a +1.2% a/a da +0.7% a/a. Tenendo conto che il prezzo del petrolio è sceso sotto i 50 dollari al barile e che difficilmente potrà superare questa soglia nei prossimi mesi, l'inflazione dell'Area Euro dovrebbe mantenersi sotto l'obiettivo della BCE del 2%, tanto più che **nella seconda parte dell'anno la serie dei prezzi dovrebbe beneficiare di un confronto con il 2016 meno sfavorevole**.

In ogni caso, dalla BCE sono arrivati messaggi inequivocabili sul mantenimento dell'attuale politica monetaria espansiva, dal momento che all'ultima riunione del 27 aprile il Presidente Draghi ha ribadito che il *QE* continuerà fino a fine 2017 e oltre se necessario. **Pertanto, riteniamo poco probabile che la BCE inizi a considerare l'eventualità di un *Tapering* (ridimensionamento del *QE*), ma che nella seconda parte dell'anno, pur confermando il *QE* fino a fine 2017, non consideri più una sua eventuale estensione oltre questo orizzonte**.

In Germania, non ci sono nuove informazioni dai dati trimestrali. Il PIL tedesco nel quarto trimestre del 2016 è aumentato di +0.4% t/t e +1.8% a/a, dovuto al supporto delle componenti interne, mentre il canale estero ha sottratto crescita per una dinamica delle importazioni più incisiva di quella delle esportazioni.

I nuovi dati mensili sono tutti positivi, soprattutto dal lato dell'offerta, confermando che la locomotiva dell'Eurozona sta marciando a passo deciso. A febbraio, la produzione industriale, le costruzioni e gli ordini all'industria manifatturiera hanno registrato incrementi notevoli. La prima ha mantenuto la dinamica positiva di gennaio con un +2.2% m/m, le costruzioni hanno segnato un balzo di +13.6% m/m e il dato del mese precedente è stato rivisto al rialzo da -1.3% m/m a +0.8% m/m. Infine, gli ordini con un +3.4% m/m hanno superato l'incertezza di inizio anno.

Ad aprile, gli indici di fiducia dei produttori prendono fiato, con qualche limatura, ma restano su livelli molto elevati: il PMI manifatturiero si è attestato a 58.2 da 58.3 di

Germania

marzo e quello dei servizi a 54.7 da 55.6. **La domanda, invece, ha mantenuto un basso profilo a marzo** con un incremento delle vendite al dettaglio limitato a +0.1% m/m.

La forza dell'economia tedesca poggia in ogni caso su basi solide, grazie alle buone condizioni del mercato del lavoro, con un tasso di disoccupazione a 5.8%.

Sul fronte dei prezzi, in aprile l'inflazione è ritornata a crescere: il preliminare dell'HCPI in termini tendenziali si è portato a +2% a/a da +1.5% a/a del mese precedente. Il *core*, per il momento disponibile solo per marzo, rimane lontano (+0.9% a/a) dall'obiettivo del 2% della Banca Centrale.

In Francia, i dati preliminari del primo trimestre del 2017 hanno segnato un leggero ripiegamento della crescita del PIL a +0.3% t/t e +0.8% a/a da +0.5% t/t e +1.2% a/a degli ultimi tre mesi del 2016, anche se questi ultimi sono stati rivisti al rialzo da +0.4% t/t e 1.1% a/a. **Le cause vanno ricercate in una debolezza dei consumi**, aumentati di solo +0.1% t/t, contro un +0.6% t/t del trimestre precedente, **e del canale estero** che ha sottratto crescita per un -0.7%, dovuto al doppio effetto negativo di un calo delle esportazioni di -0.7% t/t e un aumento delle importazioni di +1.5% t/t. Il contributo dei consumi si è limitato a +0.1% t/t. **Migliore è risultato l'andamento degli investimenti fissi** con un incremento di +0.9% t/t, a fronte di un +0.6% del trimestre precedente. Resta da segnalare un rilevante accumulo di scorte di +0.6% t/t, probabilmente dovuto a merce invenduta con lo stallo dei consumi.

Tutto ciò si riflette sui nuovi dati mensili disponibili che sono in prevalenza relativi a marzo, quindi rientranti nel trimestre già noto nei preliminari. **Dal lato della domanda le informazioni sono contrastanti:** a marzo, le vendite al dettaglio hanno registrato un buon risultato con un +0.6% m/m, mentre i consumi delle famiglie in termini reali sono diminuiti di -0.3% m/m. **Ad aprile la fiducia dei consumatori è rimasta stabile** a 100. **Probabilmente, le incertezze in vista delle elezioni hanno condotto ad una maggiore prudenza nelle decisioni di spesa.**

Dal lato dell'offerta, a parte un brutto dato sulla produzione industriale, gli altri indicatori sono positivi. La prima, infatti, a febbraio ha registrato una pesante diminuzione di -1.5% m/m, dopo le incertezze di gennaio (-0.2% m/m rivisto da -0.3% m/m). Si tratta di un risultato totalmente in controtendenza rispetto alle aspettative più ottimistiche di +0.5% m/m. **Tuttavia, il settore delle costruzioni si è dimostrato in buona salute**, con un aumento a febbraio di +8.1% m/m da -3.7% m/m del mese precedente, **e gli indici di fiducia dei produttori di aprile**, quindi più significativi perché relativi al secondo trimestre non ancora noto, **hanno proseguito la loro tendenza al rialzo:** l'indicatore pubblicato dall'Insee, l'ufficio di statistica francese, si è portato a quota 108 da 105 di marzo; il PMI del settore manifatturiero è aumentato a 55.1 da 53.3 e quello dei servizi da 57.7 da 57.5

Le incertezze sul ciclo economico si sono riflesse sull'inflazione che rimane più bassa rispetto a quella degli altri principali Paesi dell'area: ad aprile si è mantenuta stabile a +1.4% a/a in termini di indice globale dei prezzi al consumo armonizzato (HCPI). Il *core*, disponibile solo per marzo, si è portato a +0.5% m/m da +0.3% m/m, ma resta ben lontano dall'obiettivo del 2% della BCE.

Ci aspettiamo che il ciclo economico francese migliori nei prossimi mesi, dato che le incertezze messe in evidenza dall'analisi precedente sono in gran parte attribuibili al contesto preelettorale.

In Italia, non sono disponibili informazioni aggiuntive sui dati trimestrali del PIL rispetto al mese scorso. Nel quarto trimestre del 2016, la crescita si è attestata a +0.2% t/t e +1% a/a, con una certa resistenza dei consumi a riprendere, mentre gli investimenti fissi hanno consolidato la loro dinamica positiva. Il canale estero ha avuto un effetto neutro sulla crescita.

Francia

Italia

I nuovi dati mensili, prevalentemente relativi a febbraio, hanno dimostrato una certa forza dal lato dell'offerta, contrastando la debolezza di inizio anno.

La produzione industriale è aumentata di +1% m/m, anche se inferiore alle attese (+1.3% m/m); le costruzioni hanno recuperato il brutto dato di gennaio con un +4.6% m/m; gli ordini all'industria hanno registrato un +5.3% m/m, portando il tasso tendenziale a +8.4% da +2.2% del mese precedente. **Ad aprile, la fiducia dei produttori ha proseguito la sua tendenza al rialzo dei primi mesi del 2017**, soprattutto nel settore dei servizi: quest'ultimo, infatti, ha messo a segno un buon incremento a 107.8 da 106.4 (rivisto da 106.5) e quello del settore manifatturiero ha aggiustato il suo livello a 107.9 da 107.2 (rivisto da 107.1).

A marzo il buon andamento delle esportazioni extra-UE (+6.5% m/m) ha consentito un rafforzamento dell'avanzo commerciale a 3.4 miliardi di euro dai 2.4 del mese precedente.

La domanda, invece, dopo un inizio anno più promettente rispetto all'offerta, ha dimostrato maggiore incertezza: le vendite al dettaglio di febbraio, registrando una diminuzione di -0.3% m/m, hanno offuscato in parte il brillante dato di gennaio (+1.4% m/m) e la fiducia dei consumatori di aprile ha faticato a mantenere il livello del mese precedente, attestandosi a 107.5 da 107.6. In ogni caso, il miglioramento nel mercato del lavoro, grazie ad un ridimensionamento del tasso di disoccupazione in febbraio a 11.5% da 11.8%, dovrebbe dare maggiore consistenza ai consumi nei prossimi mesi.

Nonostante il passo di crescita più moderato rispetto alla Germania, l'Italia ha registrato qualche tensione inflazionistica: ad aprile il dato preliminare dell'HCPI si è attestato a +2% a/a da +1.4% a/a del mese precedente, con un incremento mensile di +0.8% m/m e l'indice *core* ha corretto al rialzo a +1.2% a/a da 0.7% a/a di marzo (quest'ultimo rivisto da +0.6%) .

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 due rialzi dei tassi ufficiali, ciascuno di 25 punti base, a giugno e 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 mantenimento del *QE* fino a fine 2017 e iniziare a valutare la possibilità di un *Tapering* (ridimensionamento del *QE*). 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.** In Italia, pur con il proseguimento dell'attuale legislatura, l'idea che il percorso delle riforme strutturali sia rinviato al 2018 con il nuovo governo penalizza 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: 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 fronte di questo quadro di debolezza economica, **la Fed attua un solo rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base a dicembre in un'ottica di semplice normalizzazione.**

Area Euro: Il contesto internazionale meno favorevole dal punto di vista della crescita economica, in particolare negli USA, 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 si sgonfiano dopo il superamento del secondo turno delle elezioni francesi del 7 maggio. Il rendimento del BTP decennale italiano può scendere sotto 2.3%, con uno spread verso il Bund poco sopra i 190 punti base.

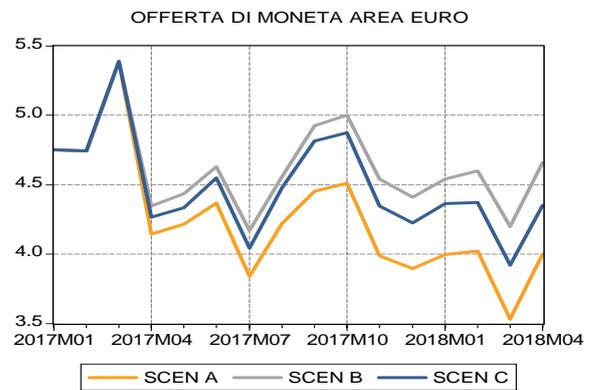
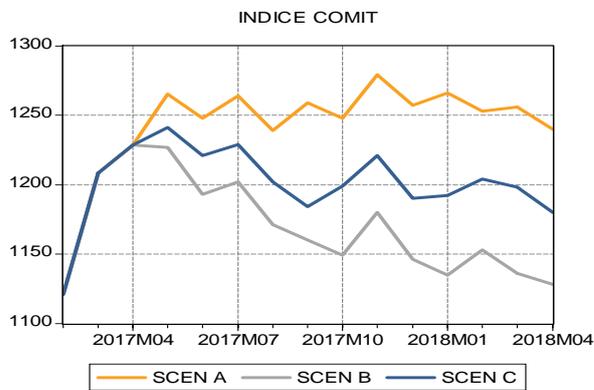
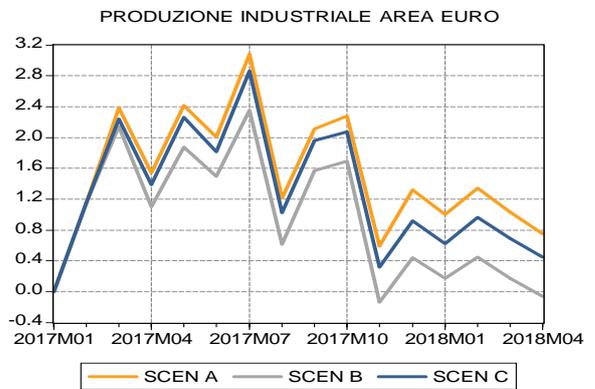
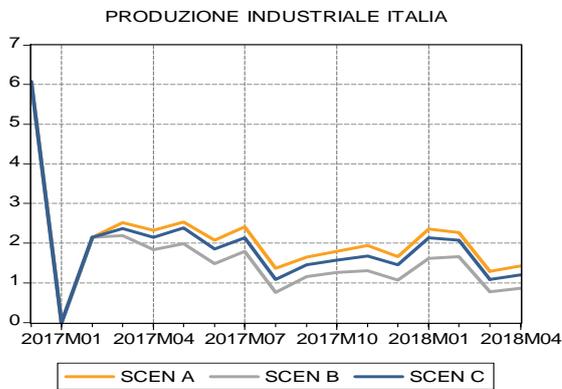
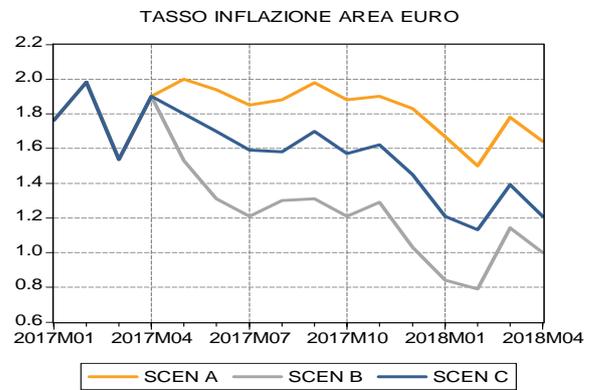
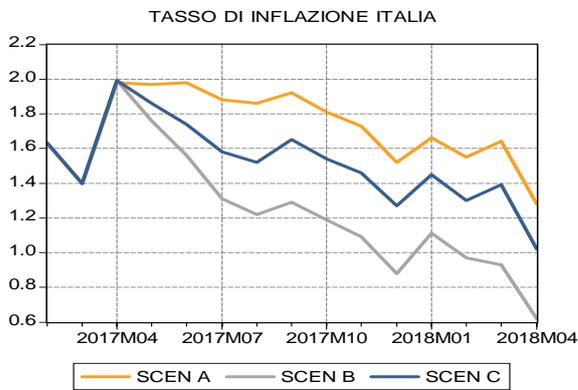
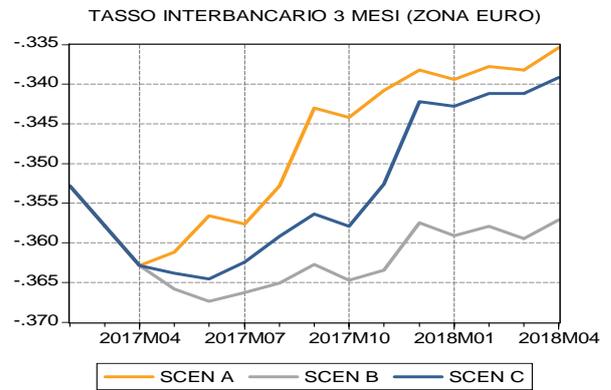
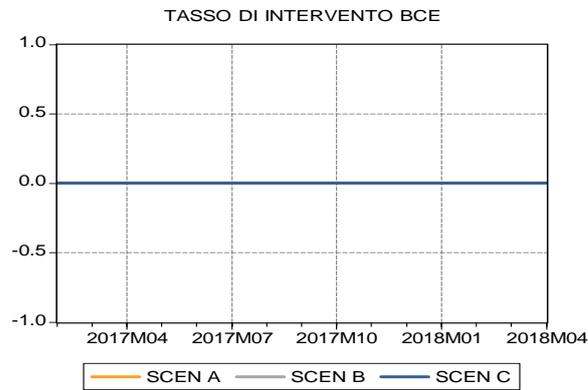
C (70%)

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%, 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, **aumentando i tassi di riferimento due volte nel 2017, a settembre e dicembre, di 25 punti base ciascuno, per attendere 1) maggiori dettagli disponibili a giugno sul piano fiscale di Trump e l'evoluzione del suo percorso al Congresso, 2) i dati sul PIL del 2° trimestre disponibili a luglio, dopo la delusione di quelli del 1° trimestre.**

Area Euro: Dopo il 2° turno delle elezioni francesi si allentano le tensioni sui rendimenti dei titoli di Stato per la non-vittoria degli anti-europeisti e inducono la BCE ad usare toni più cauti sulla politica monetaria. **Pur confermando il *QE* fino a fine 2017, non si considera più una sua eventuale estensione oltre questo orizzonte.** L'economia continua stabilmente su di un passo di crescita moderato intorno all'1.5-2% e l'inflazione rimane sotto il 2%. **I rendimenti dell'intera area rimangono ai livelli di fine aprile per il consolidarsi dell'idea che il tempo di una politica monetaria ultra espansiva sta volgendo al termine e per un leggero effetto di trasmissione dagli USA.** In Italia, pur con il proseguimento dell'attuale legislatura, la consapevolezza che il percorso delle riforme strutturali sia rinviato al 2018 penalizza un po' il rendimento sui BTP: il decennale si attesta intorno a 2.4% con uno spread verso il Bund di poco sotto i 200 punti base.

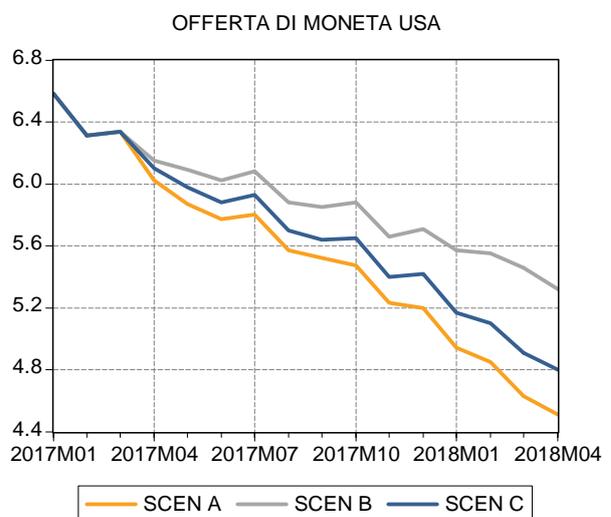
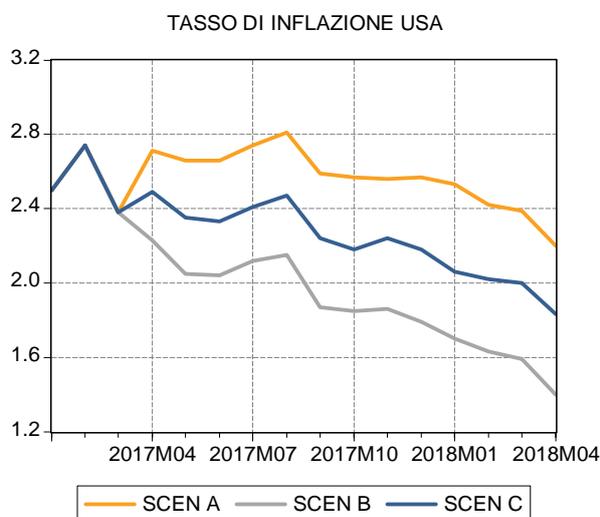
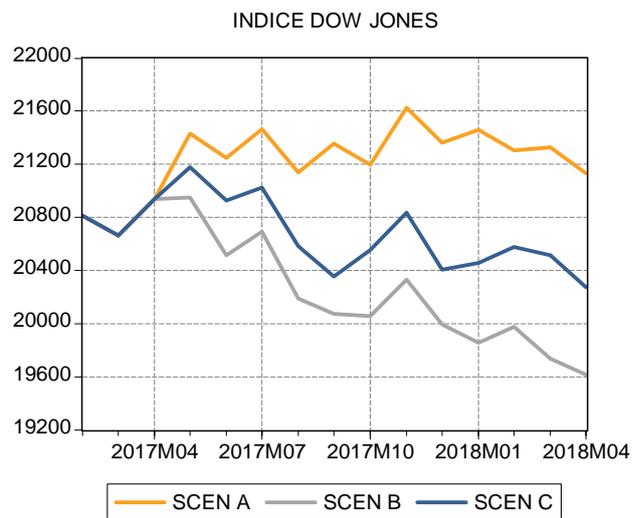
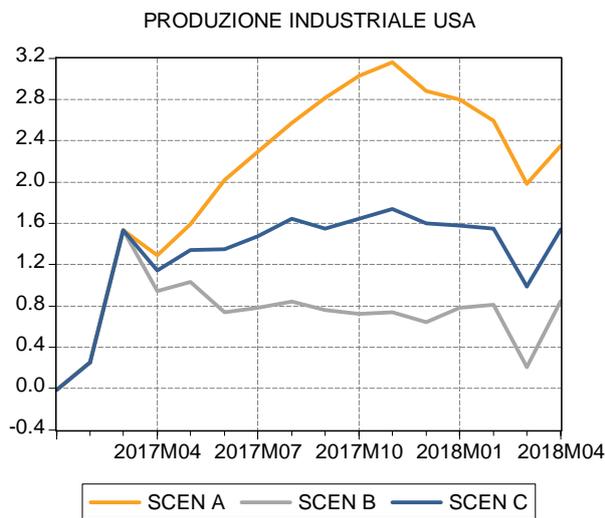
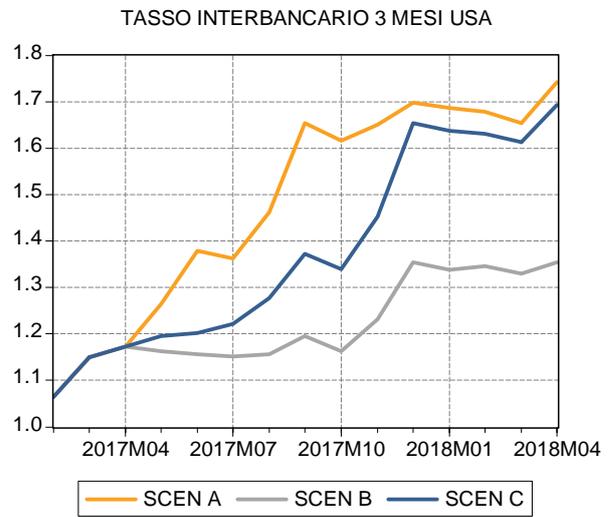
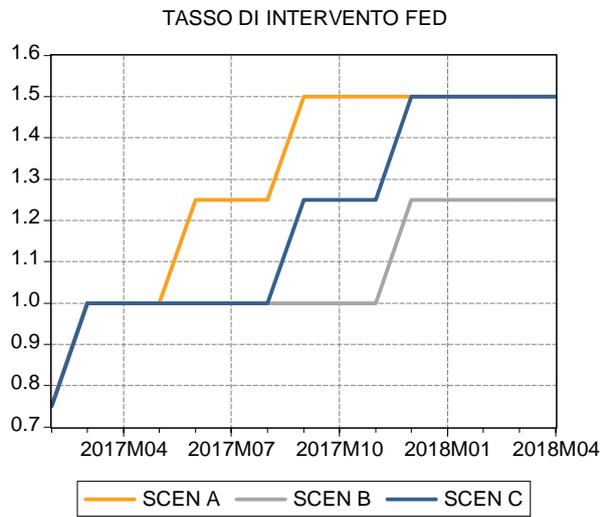
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

I saggi interbancari europei sono rimasti ancora pressoché stabili: in aprile il tasso a 1 mese è sceso a -0.40% da -0.39%, il 3 mesi è rimasto a -0.36% e il 6 mesi si è portato a -0.26% da -0.25%. Il consolidarsi della crescita economica e l'avvicinarsi dell'obiettivo d'inflazione fanno supporre che in autunno Draghi opererà per un linguaggio di comunicazione meno espansivo (scenario C – prob. 70%) tuttavia la probabilità che il *Tapering* sia avviato entro il 2017 è ancora bassa (scenario A – prob. 20%). In ogni caso, l'intervento sui tassi di riferimento dovrebbe essere temporalmente lontano anche dall'ipotetica fine del *QE*, pertanto i saggi interbancari dovrebbero mantenersi sui livelli attuali per l'intero periodo predittivo in tutti e tre gli scenari delineati.

TASSI INTERBANCARI

In aprile i tassi della struttura a termine italiana di fine periodo sono rimasti stabili o in lieve calo, grazie al risultato conseguito dal filo-europeista Macron al primo turno delle elezioni francesi. Il 3 anni si è portato a +0.35% da +0.41%, il 5 anni a +1.07% da +1.11%, il 7 anni è rimasto stabile a +1.72% e il 10 anni è sceso a +2.32% da +2.34%. Nello scenario C s'ipotizza che la Fed innalzi i tassi di riferimento ancora due volte, in settembre e dicembre, e che il ridimensionamento del rischio politico spinga la BCE a usare toni più cauti, non considerando più l'estensione del *QE* oltre il 2017. Il consolidarsi dell'idea che il tempo della politica monetaria ultra espansiva stia volgendo al termine e il leggero effetto di trasmissione dagli USA dovrebbero mantenere i rendimenti dell'intera area sui livelli di fine aprile. In Italia i tassi della struttura a termine dovrebbero, tuttavia, essere in parte penalizzati dalla consapevolezza che il percorso delle riforme strutturali riprenderà nel 2018 (3 anni a +0.56%, 5 anni a +1.26%, 7 anni a +1.98% e 10 anni a +2.48% ad aprile dell'anno prossimo). Nello scenario A, nel quale di s'ipotizzano, negli USA, due rialzi ma anticipati a giugno e settembre e, in Europa, toni più cauti sul mantenimento del *QE* fino a fine 2017 e una prima valutazione sull'avvio del *Tapering*, i rendimenti italiani sono attesi su livelli più alti (+0.79% il 3 anni, +1.49% il 5 anni, +2.19% il 7 anni e +2.72% il 10 anni ad aprile 2018). Nello scenario B, la Fed decide di fare un solo rialzo a giugno. In Europa, la debolezza del ciclo internazionale spinge la BCE a mantenere invariata la politica monetaria e non si esclude il prolungamento del *QE* anche al 2018. In sintonia con i rendimenti dei titoli di Stato americani, quelli italiani potrebbero essere pari a +0.43% (3 anni), +1.14% (5 anni), +1.85% (7 anni) e 2.28% (10 anni) alla fine del periodo di previsione.

STRUTTURA A TERMINE

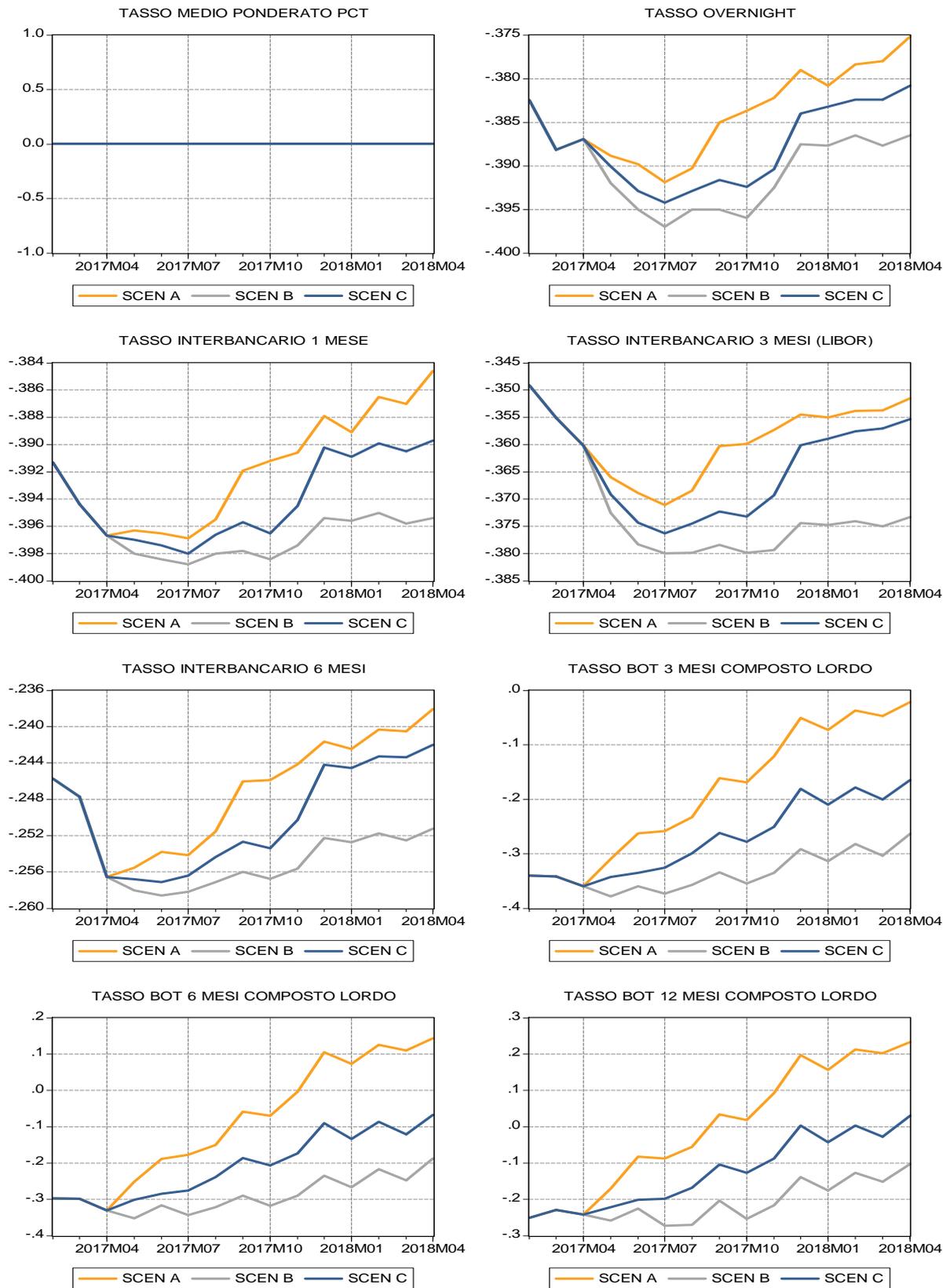
In febbraio il tasso medio sui depositi è rimasto invariato (+0.4%) mentre quello sui prestiti è lievemente sceso (+2.8%) rispetto al mese precedente (+2.9%). **In tutti e tre gli scenari delineati, i tassi bancari sono visti in debolissima ripresa:** quello medio sui depositi ad aprile 2018 potrebbe essere pari allo 0.5% e quello sui prestiti al 2.9%.

TASSI BANCARI

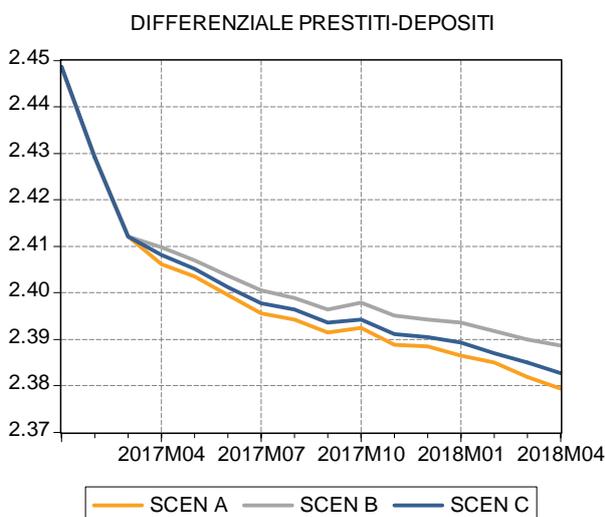
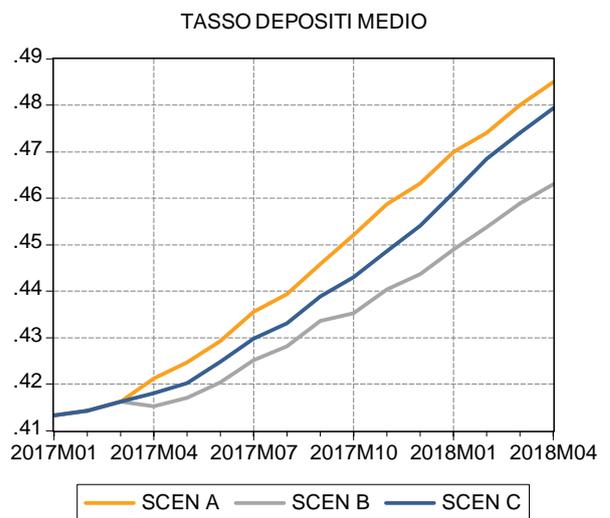
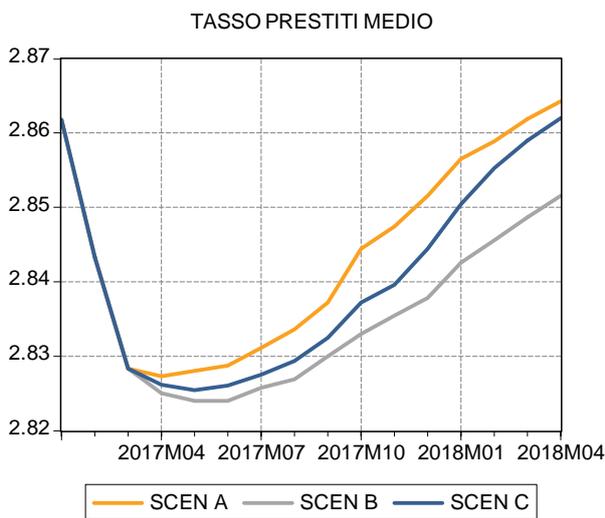
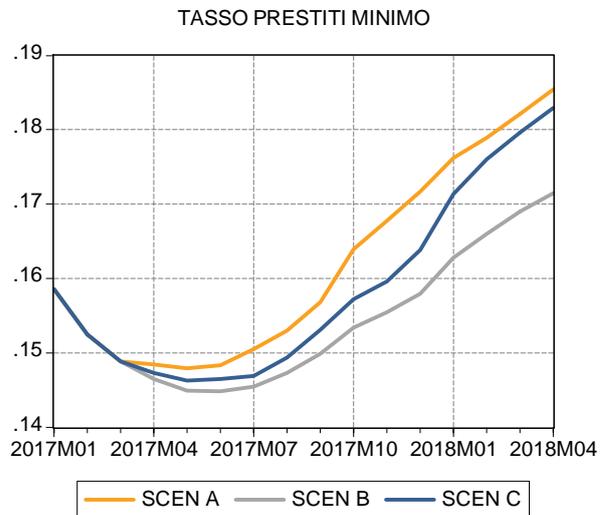
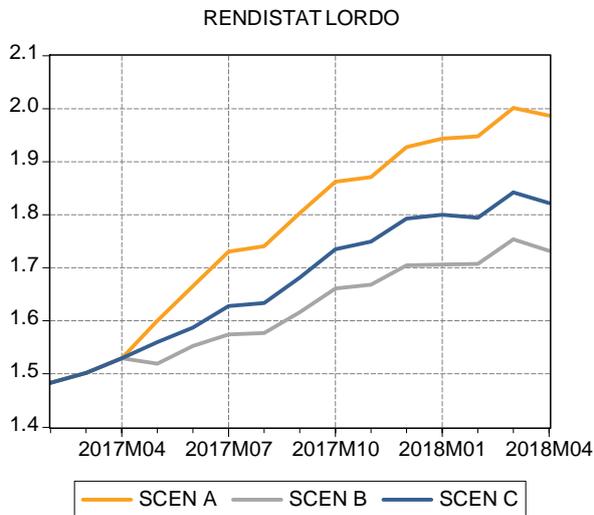
In febbraio i prestiti totali, dopo il calo di gennaio (-1.3% a/a), hanno subito un crollo del -2.2% a/a. Nello stesso mese il passo di crescita dei depositi totali si è notevolmente ridimensionato (+0.4% a/a) rispetto ai mesi precedenti (+4.9% a/a a dicembre 2016, +2.7% a gennaio 2017). **In base ai risultati delle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica dei prestiti totali dovrebbe rimanere negativa nel 2017, ma in miglioramento** (+0.3% a/a in C, +0.7% a/a in A e -0.2% a/a in B, ad aprile 2018). La raccolta, invece, dovrebbe mantenersi positiva per tutto il periodo predittivo (+2.0% a/a, +2.3% a/a e +1.2% a/a rispettivamente in C, A e B).

VOLUMI

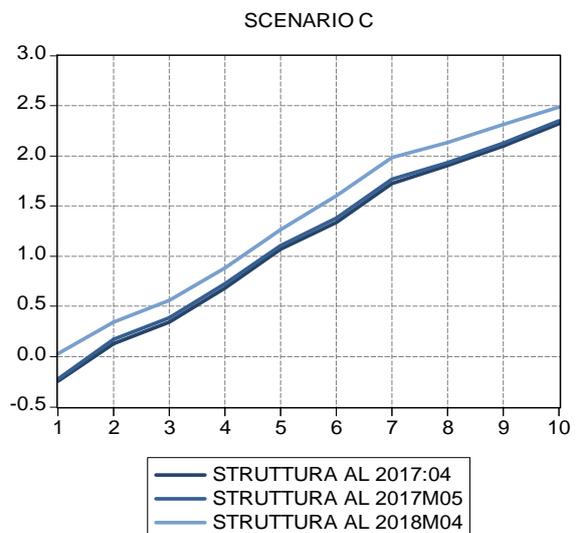
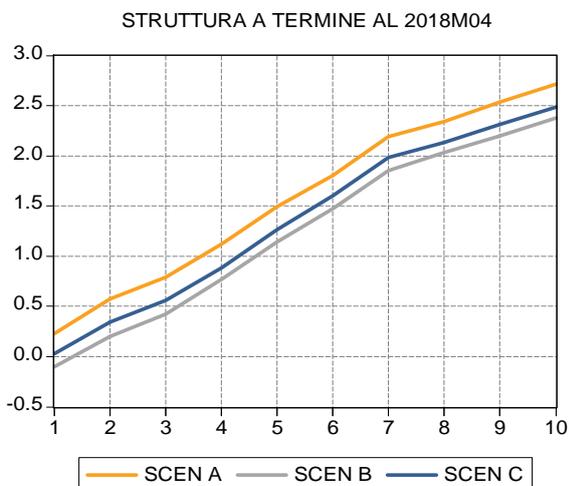
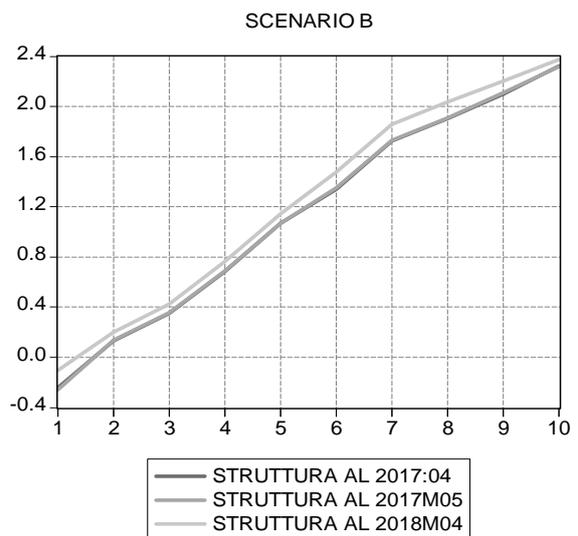
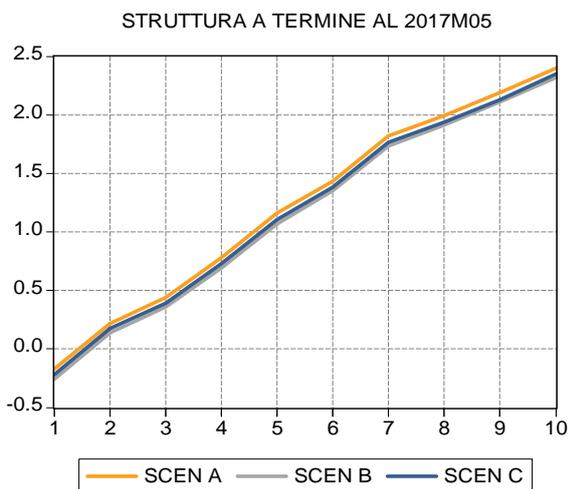
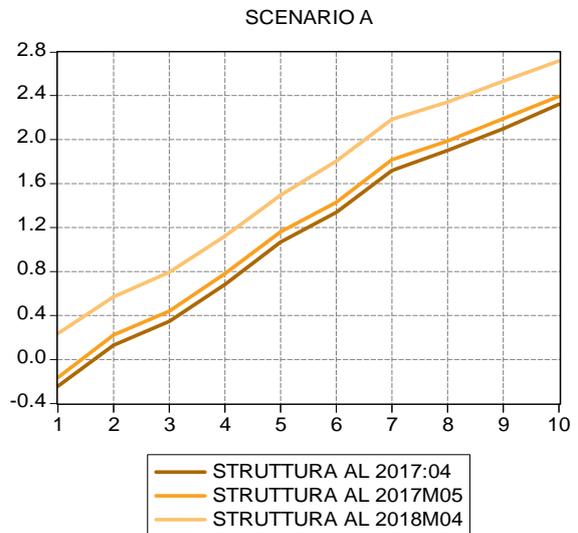
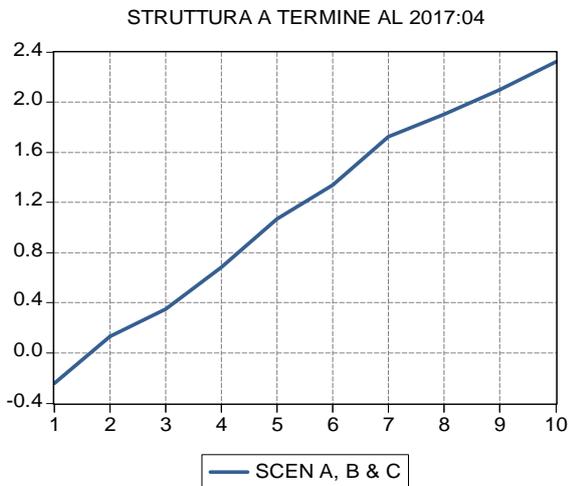
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



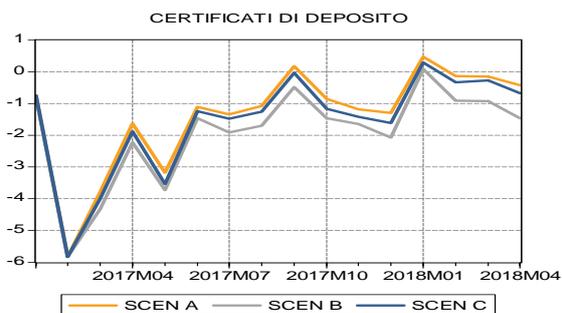
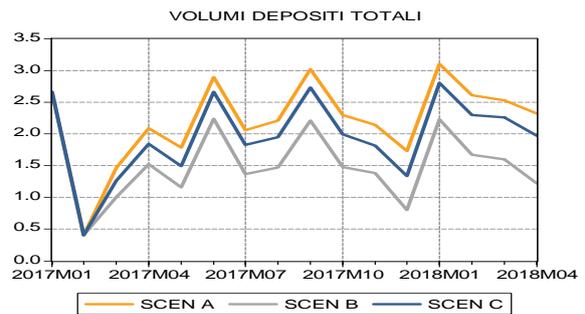
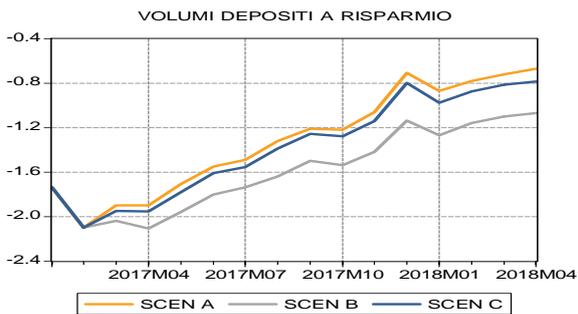
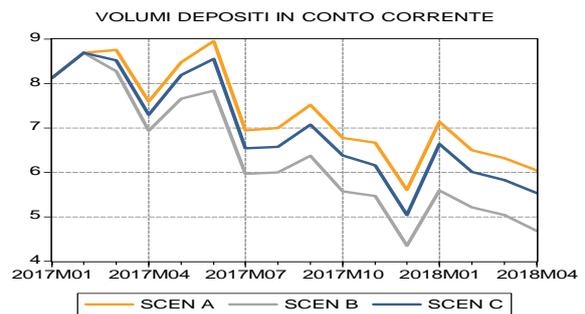
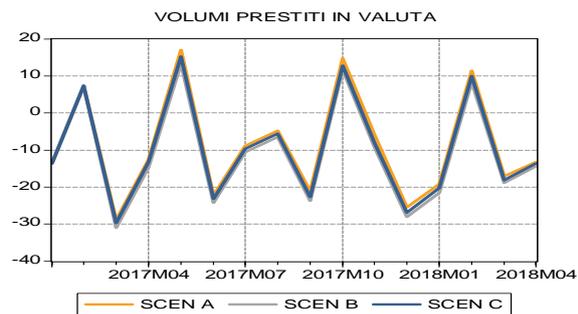
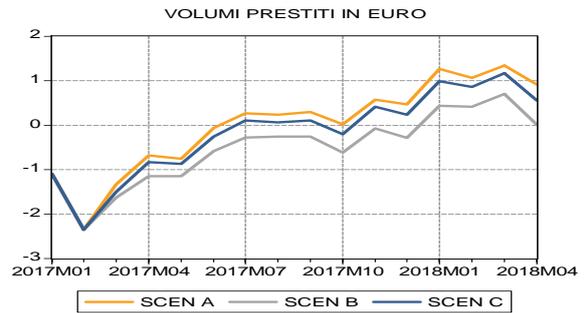
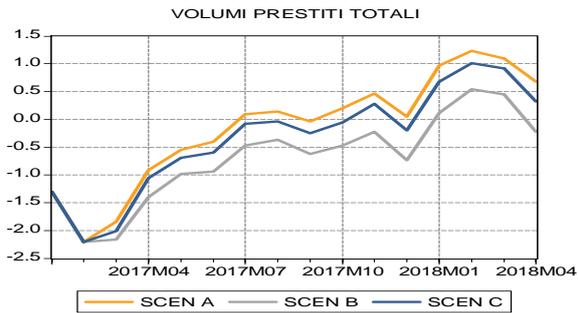
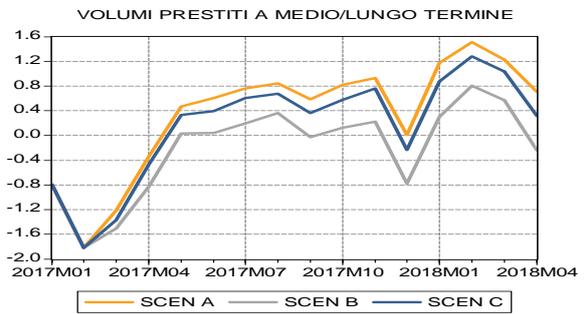
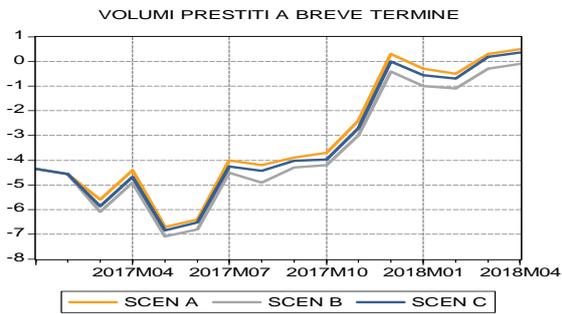
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



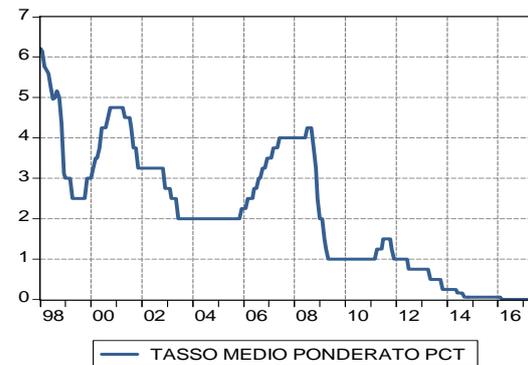
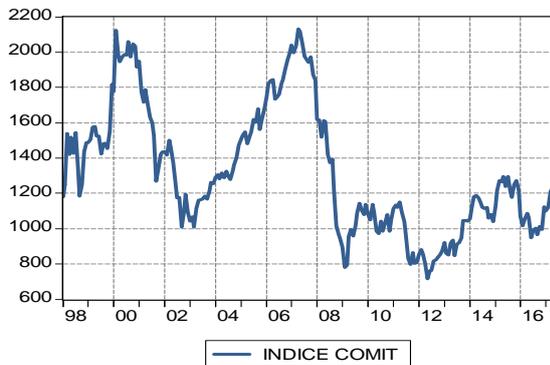
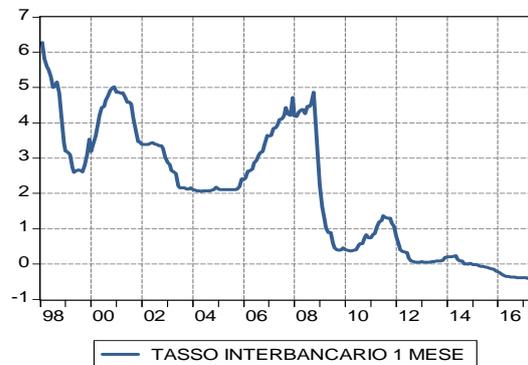
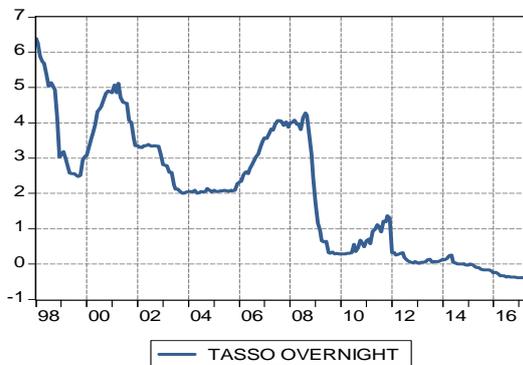
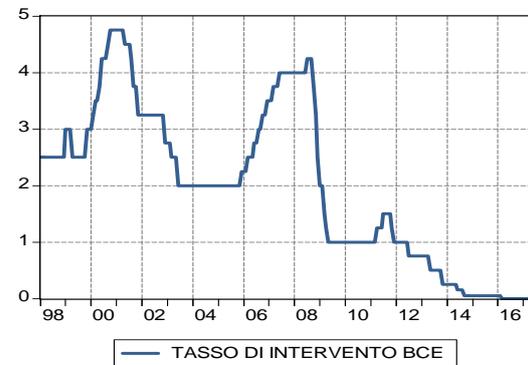
SCENARIO A	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1013	995	1124	1101	1121	1208	1228	1265	1248	1264	1239	1259	1248	1279	1257	1266	1253	1256	1240
Produzione Industriale (Var. % a/a)	1.2	2.8	6.1	0.0	2.2	2.5	2.3	2.5	2.1	2.4	1.4	1.7	1.8	1.9	1.7	2.4	2.3	1.3	1.4
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.1	0.1	0.5	1.0	1.6	1.4	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9	1.8	1.7	1.5	1.7	1.6	1.6	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	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 1m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38
T. Interb. 3m lett.	-0.32	-0.33	-0.33	-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	-0.35	-0.35	-0.35
T. Interb. 6m lett.	-0.21	-0.22	-0.22	-0.24	-0.25	-0.25	-0.26	-0.26	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24
T. Depositi medio	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.44	0.44	0.45	0.45	0.46	0.46	0.47	0.47	0.48	0.49
T. Prestiti medio	2.94	2.91	2.84	2.86	2.84	2.83	2.83	2.83	2.83	2.83	2.83	2.84	2.84	2.85	2.85	2.86	2.86	2.86	2.86
T.prest. medio - T.dep. medio	2.52	2.50	2.43	2.45	2.43	2.41	2.41	2.40	2.40	2.40	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.38	2.38	2.38
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.33	-0.28	-0.35	-0.33	-0.34	-0.34	-0.36	-0.31	-0.26	-0.26	-0.23	-0.16	-0.17	-0.12	-0.05	-0.07	-0.04	-0.05	-0.02
T. BOT comp. lordo 6m	-0.30	-0.20	-0.32	-0.29	-0.30	-0.30	-0.33	-0.25	-0.19	-0.18	-0.15	-0.06	-0.07	0.00	0.11	0.07	0.13	0.11	0.14
T. BOT comp. lordo 12m	-0.24	-0.22	-0.20	-0.25	-0.25	-0.23	-0.24	-0.17	-0.08	-0.09	-0.06	0.03	0.02	0.09	0.20	0.16	0.21	0.20	0.23
Rendistat lordo	0.86	1.26	1.17	1.21	1.48	1.50	1.53	1.60	1.66	1.73	1.74	1.80	1.86	1.87	1.93	1.94	1.95	2.00	1.99
Rendistat netto	0.75	1.10	1.02	1.06	1.30	1.31	1.34	1.40	1.46	1.51	1.52	1.58	1.63	1.64	1.69	1.70	1.70	1.75	1.74
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.26	0.46	0.10	0.34	0.39	0.41	0.35	0.44	0.54	0.53	0.56	0.66	0.62	0.67	0.76	0.72	0.77	0.75	0.79
Rend. BTP a 5 anni	0.65	0.91	0.66	1.02	0.96	1.11	1.07	1.16	1.26	1.25	1.28	1.37	1.33	1.37	1.47	1.43	1.48	1.45	1.49
Rend. BTP a 7 anni	1.11	1.46	1.28	1.68	1.65	1.72	1.72	1.82	1.92	1.92	1.96	2.05	2.02	2.07	2.16	2.12	2.17	2.15	2.19
Rend. BTP a 10 anni	1.68	2.01	1.85	2.30	2.13	2.34	2.32	2.40	2.49	2.48	2.50	2.59	2.55	2.59	2.68	2.65	2.69	2.67	2.72
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2328.139	2324.188	2342.116	2314.596	2303.179	2310.710	2321.726	2314.220	2332.428	2320.899	2324.79	2333.92	2332.80	2335.11	2343.29	2337.05	2331.51	2336.13	2337.51
Prestiti in euro	2299.557	2288.245	2305.081	2281.923	2265.109	2280.509	2283.874	2282.054	2305.454	2281.787	2285.813	2305.70	2300.017	2301.29	2315.68	2310.68	2289.12	2311.07	2304.66
Prestiti in valuta	28.583	35.943	37.035	32.673	38.070	30.201	37.852	32.167	26.973	39.112	38.980	28.217	32.779	33.824	27.603	26.372	42.389	25.060	32.857
Prestiti a breve	321.793	321.701	313.988	320.429	319.598	315.245	312.987	309.295	314.568	314.760	311.054	311.845	309.887	313.980	314.930	319.468	318.000	316.191	314.552
Prestiti a m / l	2006.346	2002.487	2028.128	1994.166	1983.581	1995.465	2008.739	2004.925	2017.860	2006.140	2013.739	2022.072	2022.909	2021.131	2028.357	2017.579	2013.508	2019.937	2022.962
Depositi totali	2261.369	2251.824	2306.684	2281.563	2261.183	2288.991	2320.223	2280.133	2340.447	2311.452	2304.594	2334.909	2313.381	2300.013	2346.590	2352.292	2320.200	2346.903	2374.053
Depositi in c / c	949.775	949.673	987.864	961.394	965.981	977.388	995.714	992.640	999.225	1001.933	993.302	1003.961	1014.074	1012.921	1043.185	1029.941	1028.770	1039.061	1055.855
Depositi a risparmio	298.104	297.323	297.920	298.773	298.283	298.157	297.229	296.482	295.791	295.504	295.974	295.472	294.467	294.171	295.805	296.174	295.957	296.010	295.238
Certif. deposito	1013.491	1004.827	1020.900	1021.396	996.918	1013.446	1027.280	991.011	1045.431	1014.014	1015.318	1035.476	1004.839	992.920	1007.600	1026.177	995.473	1011.831	1022.960
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	0.27	-0.52	0.38	-1.31	-2.21	-1.84	-0.91	-0.55	-0.40	0.09	0.14	-0.04	0.20	0.47	0.05	0.97	1.23	1.10	0.68
Prestiti in euro	1.02	-0.87	0.75	-1.10	-2.36	-1.34	-0.69	-0.76	-0.07	0.26	0.23	0.29	0.02	0.57	0.46	1.26	1.06	1.34	0.91
Prestiti in valuta	-37.43	28.48	-18.31	-13.58	7.26	-29.01	-12.59	17.02	-22.32	-8.92	-4.87	-21.22	14.68	-5.90	-25.47	-19.28	11.34	-17.02	-13.20
Prestiti a breve	-4.35	-6.84	-7.01	-4.36	-4.57	-5.60	-4.40	-6.70	-6.40	-4.00	-4.20	-3.90	-3.70	-2.40	0.30	-0.30	-0.50	0.30	0.50
Prestiti a m / l	1.05	0.58	1.63	-0.80	-1.82	-1.22	-0.34	0.47	0.61	0.76	0.85	0.58	0.83	0.93	0.01	1.17	1.51	1.23	0.71
Depositi totali	2.56	3.21	4.87	2.66	0.40	1.46	2.09	1.78	2.89	2.06	2.21	3.02	2.30	2.14	1.73	3.10	2.61	2.53	2.32
Depositi in c / c	7.98	9.76	10.78	8.13	8.69	8.75	7.59	8.47	8.95	6.94	6.99	7.52	6.77	6.66	5.60	7.13	6.50	6.31	6.04
Depositi a risparmio	-0.23	-0.52	-1.04	-1.74	-2.10	-1.90	-1.90	-1.71	-1.55	-1.49	-1.32	-1.21	-1.22	-1.06	-0.71	-0.87	-0.78	-0.72	-0.67
Certif. deposito	-1.28	-1.27	1.39	-0.75	-5.83	-3.79	-1.63	-3.17	-1.11	-1.35	-1.08	0.18	-0.85	-1.19	-1.30	0.47	-0.14	-0.16	-0.42

SCENARIO B	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	18 3	18 4
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)	1013	995	1124	1101	1121	1208	1228	1227	1193	1202	1171	1160	1149	1180	1146	1135	1153	1136	1128
Produzione Industriale (Var. % a/a)	1.2	2.8	6.1	0.0	2.2	2.2	1.8	2.0	1.5	1.8	0.8	1.2	1.3	1.3	1.1	1.6	1.7	0.8	0.9
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.1	0.1	0.5	1.0	1.6	1.4	2.0	1.8	1.6	1.3	1.2	1.3	1.2	1.1	0.9	1.1	1.0	0.9	0.6
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	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39
T. Interb. 1m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40
T. Interb. 3m lett.	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37
T. Interb. 6m lett.	-0.21	-0.22	-0.22	-0.24	-0.25	-0.25	-0.26	-0.26	-0.26	-0.26	-0.26	-0.26	-0.26	-0.26	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25
T. Depositi medio	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.43	0.44	0.44	0.44	0.45	0.45	0.46	0.46
T. Prestiti medio	2.94	2.91	2.84	2.86	2.84	2.83	2.83	2.82	2.82	2.83	2.83	2.83	2.83	2.84	2.84	2.84	2.85	2.85	2.85
T.prest. medio - T.dep. medio	2.52	2.50	2.43	2.45	2.43	2.41	2.41	2.41	2.40	2.40	2.40	2.40	2.40	2.40	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.33	-0.28	-0.35	-0.33	-0.34	-0.34	-0.36	-0.38	-0.36	-0.37	-0.36	-0.33	-0.35	-0.34	-0.29	-0.31	-0.28	-0.30	-0.26
T. BOT comp. lordo 6m	-0.30	-0.20	-0.32	-0.29	-0.30	-0.30	-0.33	-0.35	-0.32	-0.34	-0.32	-0.29	-0.32	-0.29	-0.24	-0.27	-0.22	-0.25	-0.19
T. BOT comp. lordo 12m	-0.24	-0.22	-0.20	-0.25	-0.25	-0.23	-0.24	-0.26	-0.23	-0.27	-0.27	-0.20	-0.25	-0.22	-0.14	-0.18	-0.13	-0.15	-0.10
Rendistat lordo	0.86	1.26	1.17	1.21	1.48	1.50	1.53	1.52	1.55	1.57	1.58	1.62	1.66	1.67	1.71	1.71	1.71	1.75	1.73
Rendistat netto	0.75	1.10	1.02	1.06	1.30	1.31	1.34	1.33	1.36	1.38	1.38	1.41	1.45	1.46	1.49	1.49	1.49	1.53	1.51
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.26	0.46	0.10	0.34	0.39	0.41	0.35	0.36	0.36	0.33	0.34	0.38	0.34	0.37	0.43	0.38	0.42	0.39	0.43
Rend. BTP a 5 anni	0.65	0.91	0.66	1.02	0.96	1.11	1.07	1.07	1.08	1.05	1.06	1.10	1.06	1.09	1.14	1.10	1.14	1.11	1.14
Rend. BTP a 7 anni	1.11	1.46	1.28	1.68	1.65	1.72	1.72	1.73	1.75	1.73	1.75	1.80	1.76	1.79	1.85	1.82	1.86	1.82	1.85
Rend. BTP a 10 anni	1.68	2.01	1.85	2.30	2.13	2.34	2.32	2.32	2.32	2.29	2.30	2.34	2.30	2.32	2.38	2.34	2.38	2.35	2.38
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2328.139	2324.188	2342.116	2314.596	2303.179	2303.177	2310.245	2304.214	2319.782	2307.914	2312.95	2320.38	2317.20	2319.07	2325.02	2317.37	2315.62	2313.54	2305.16
Prestiti in euro	2299.557	2288.245	2305.081	2281.923	2265.109	2273.806	2273.295	2273.085	2293.458	2269.498	2274.639	2293.06	2285.300	2286.41	2298.40	2291.74	2274.40	2289.72	2273.52
Prestiti in valuta	28.583	35.943	37.035	32.673	38.070	29.371	36.950	31.129	26.324	38.416	38.315	27.320	31.898	32.661	26.622	25.638	41.220	23.819	31.640
Prestiti a breve	321.793	321.701	313.988	320.429	319.598	313.575	311.350	307.969	313.223	313.120	308.781	310.547	308.278	312.050	312.732	317.225	316.083	312.635	311.039
Prestiti a m / l	2006.346	2002.487	2028.128	1994.166	1983.581	1989.602	1988.895	1996.245	2006.559	1994.794	2004.172	2009.828	2008.919	2007.024	2012.286	2000.148	1999.534	2000.907	1994.124
Depositi totali	2261.369	2251.824	2306.684	2281.563	2261.183	2278.613	2307.269	2266.243	2325.661	2295.825	2287.908	2316.551	2294.838	2282.899	2325.138	2332.442	2298.945	2315.071	2335.417
Depositi in c / c	949.775	949.673	987.864	961.394	965.981	973.074	989.606	985.136	989.045	992.751	984.017	993.223	1002.677	1001.525	1030.837	1015.136	1016.309	1022.117	1035.919
Depositi a risparmio	298.104	297.323	297.920	298.773	298.283	297.731	296.593	295.728	295.040	294.754	295.014	294.605	293.513	293.101	294.524	294.979	294.823	294.456	293.419
Certif. deposito	1013.491	1004.827	1020.900	1021.396	996.918	1007.808	1021.070	985.379	1041.577	1008.319	1008.877	1028.723	998.647	988.272	999.778	1022.328	987.813	998.498	1006.079
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	0.27	-0.52	0.38	-1.31	-2.21	-2.16	-1.40	-0.98	-0.94	-0.47	-0.37	-0.62	-0.47	-0.22	-0.73	0.12	0.54	0.45	-0.22
Prestiti in euro	1.02	-0.87	0.75	-1.10	-2.36	-1.63	-1.15	-1.15	-0.59	-0.28	-0.26	-0.26	-0.62	-0.08	-0.29	0.43	0.41	0.70	0.01
Prestiti in valuta	-37.43	28.48	-18.31	-13.58	7.26	-30.96	-14.68	13.24	-24.19	-10.54	-6.49	-23.73	11.60	-9.13	-28.12	-21.53	8.27	-18.90	-14.37
Prestiti a breve	-4.35	-6.84	-7.01	-4.36	-4.57	-6.10	-4.90	-7.10	-6.80	-4.50	-4.90	-4.30	-4.20	-3.00	-0.40	-1.00	-1.10	-0.30	-0.10
Prestiti a m / l	1.05	0.58	1.63	-0.80	-1.82	-1.51	-0.83	0.04	0.04	0.19	0.37	-0.03	0.13	0.23	-0.78	0.30	0.80	0.57	-0.24
Depositi totali	2.56	3.21	4.87	2.66	0.40	1.00	1.52	1.16	2.24	1.37	1.47	2.21	1.48	1.38	0.80	2.23	1.67	1.60	1.22
Depositi in c / c	7.98	9.76	10.78	8.13	8.69	8.27	6.93	7.65	7.84	5.96	5.99	6.37	5.57	5.46	4.35	5.59	5.21	5.04	4.68
Depositi a risparmio	-0.23	-0.52	-1.04	-1.74	-2.10	-2.04	-2.11	-1.96	-1.80	-1.74	-1.64	-1.50	-1.54	-1.42	-1.14	-1.27	-1.16	-1.10	-1.07
Certif. deposito	-1.28	-1.27	1.39	-0.75	-5.83	-4.33	-2.22	-3.72	-1.47	-1.91	-1.71	-0.47	-1.46	-1.65	-2.07	0.09	-0.91	-0.92	-1.47

SCENARIO C	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	18 3	18 4
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)	1013	995	1124	1101	1121	1208	1228	1241	1221	1229	1202	1184	1199	1221	1190	1192	1204	1198	1180
Produzione Industriale (Var. % a/a)	1.2	2.8	6.1	0.0	2.2	2.4	2.2	2.4	1.9	2.1	1.1	1.5	1.6	1.7	1.5	2.1	2.1	1.1	1.2
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.1	0.1	0.5	1.0	1.6	1.4	2.0	1.9	1.7	1.6	1.5	1.7	1.5	1.5	1.3	1.5	1.3	1.4	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	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 1m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-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
T. Interb. 3m lett.	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36
T. Interb. 6m lett.	-0.21	-0.22	-0.22	-0.24	-0.25	-0.25	-0.26	-0.26	-0.26	-0.26	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24	-0.24
T. Depositi medio	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	0.44	0.45	0.45	0.46	0.47	0.47	0.48
T. Prestiti medio	2.94	2.91	2.84	2.86	2.84	2.83	2.83	2.83	2.83	2.83	2.83	2.83	2.84	2.84	2.84	2.85	2.86	2.86	2.86
T.prest. medio - T.dep. medio	2.52	2.50	2.43	2.45	2.43	2.41	2.41	2.41	2.40	2.40	2.40	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.38
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.33	-0.28	-0.35	-0.33	-0.34	-0.34	-0.36	-0.34	-0.34	-0.33	-0.30	-0.26	-0.28	-0.25	-0.18	-0.21	-0.18	-0.20	-0.16
T. BOT comp. lordo 6m	-0.30	-0.20	-0.32	-0.29	-0.30	-0.30	-0.33	-0.30	-0.29	-0.28	-0.24	-0.19	-0.21	-0.17	-0.09	-0.13	-0.09	-0.12	-0.07
T. BOT comp. lordo 12m	-0.24	-0.22	-0.20	-0.25	-0.25	-0.23	-0.24	-0.22	-0.20	-0.20	-0.17	-0.10	-0.13	-0.09	0.00	-0.04	0.00	-0.03	0.03
Rendistat lordo	0.86	1.26	1.17	1.21	1.48	1.50	1.53	1.56	1.59	1.63	1.63	1.68	1.73	1.75	1.79	1.80	1.79	1.84	1.82
Rendistat netto	0.75	1.10	1.02	1.06	1.30	1.31	1.34	1.37	1.39	1.42	1.43	1.47	1.52	1.53	1.57	1.57	1.57	1.61	1.59
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.26	0.46	0.10	0.34	0.39	0.41	0.35	0.39	0.42	0.40	0.41	0.47	0.44	0.47	0.55	0.50	0.55	0.50	0.56
Rend. BTP a 5 anni	0.65	0.91	0.66	1.02	0.96	1.11	1.07	1.10	1.13	1.12	1.13	1.20	1.16	1.19	1.27	1.22	1.26	1.22	1.26
Rend. BTP a 7 anni	1.11	1.46	1.28	1.68	1.65	1.72	1.72	1.77	1.80	1.80	1.82	1.89	1.86	1.89	1.97	1.93	1.97	1.95	1.98
Rend. BTP a 10 anni	1.68	2.01	1.85	2.30	2.13	2.34	2.32	2.35	2.37	2.35	2.37	2.43	2.40	2.42	2.50	2.45	2.49	2.46	2.48
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2328.139	2324.188	2342.116	2314.596	2303.179	2306.708	2318.212	2310.963	2327.744	2316.957	2320.61	2329.01	2326.98	2330.70	2337.43	2330.34	2326.44	2327.93	2325.63
Prestiti in euro	2299.557	2288.245	2305.081	2281.923	2265.109	2276.811	2280.654	2279.294	2301.071	2278.146	2281.936	2301.33	2294.728	2297.63	2310.38	2304.29	2284.59	2303.45	2293.20
Prestiti in valuta	28.583	35.943	37.035	32.673	38.070	29.897	37.557	31.668	26.673	38.811	38.678	27.682	32.248	33.069	27.049	26.049	41.852	24.480	32.432
Prestiti a breve	321.793	321.701	313.988	320.429	319.598	314.338	312.074	308.803	314.153	313.931	310.309	311.438	309.022	313.015	313.988	318.639	317.396	314.921	313.205
Prestiti a m / l	2006.346	2002.487	2028.128	1994.166	1983.581	1992.370	2006.137	2002.159	2013.591	2003.027	2010.306	2017.577	2017.953	2017.680	2023.444	2011.696	2009.046	2013.009	2012.424
Depositi totali	2261.369	2251.824	2306.684	2281.563	2261.183	2284.479	2314.542	2273.636	2335.215	2306.243	2298.731	2328.336	2306.371	2292.582	2337.594	2345.447	2313.190	2336.108	2360.138
Depositi in c / c	949.775	949.673	987.864	961.394	965.981	975.265	992.914	989.996	995.563	998.189	989.384	999.747	1010.383	1008.094	1037.604	1025.150	1023.973	1032.071	1047.761
Depositi a risparmio	298.104	297.323	297.920	298.773	298.283	298.004	297.065	296.273	295.605	295.306	295.765	295.329	294.287	293.932	295.544	295.854	295.677	295.575	294.738
Certif. deposito	1013.491	1004.827	1020.900	1021.396	996.918	1011.210	1024.563	987.368	1044.047	1012.748	1013.582	1033.259	1001.700	990.556	1004.446	1024.443	993.540	1008.462	1017.639
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	0.27	-0.52	0.38	-1.31	-2.21	-2.01	-1.06	-0.69	-0.60	-0.08	-0.04	-0.25	-0.05	0.28	-0.20	0.68	1.01	0.92	0.32
Prestiti in euro	1.02	-0.87	0.75	-1.10	-2.36	-1.50	-0.83	-0.88	-0.26	0.10	0.06	0.10	-0.21	0.41	0.23	0.98	0.86	1.17	0.55
Prestiti in valuta	-37.43	28.48	-18.31	-13.58	7.26	-29.72	-13.27	15.20	-23.19	-9.62	-5.61	-22.72	12.82	-8.00	-26.96	-20.27	9.93	-18.12	-13.65
Prestiti a breve	-4.35	-6.84	-7.01	-4.36	-4.57	-5.87	-4.68	-6.85	-6.52	-4.25	-4.43	-4.03	-3.97	-2.70	0.00	-0.56	-0.69	0.19	0.36
Prestiti a m / l	1.05	0.58	1.63	-0.80	-1.82	-1.37	-0.47	0.33	0.39	0.61	0.67	0.36	0.58	0.76	-0.23	0.88	1.28	1.04	0.31
Depositi totali	2.56	3.21	4.87	2.66	0.40	1.26	1.84	1.49	2.66	1.83	1.95	2.73	1.99	1.81	1.34	2.80	2.30	2.26	1.97
Depositi in c / c	7.98	9.76	10.78	8.13	8.69	8.51	7.29	8.18	8.55	6.54	6.57	7.07	6.38	6.15	5.04	6.63	6.00	5.82	5.52
Depositi a risparmio	-0.23	-0.52	-1.04	-1.74	-2.10	-1.95	-1.95	-1.78	-1.61	-1.56	-1.39	-1.26	-1.28	-1.14	-0.80	-0.98	-0.87	-0.82	-0.78
Certif. deposito	-1.28	-1.27	1.39	-0.75	-5.83	-4.00	-1.89	-3.53	-1.24	-1.48	-1.25	-0.04	-1.16	-1.42	-1.61	0.30	-0.34	-0.27	-0.68

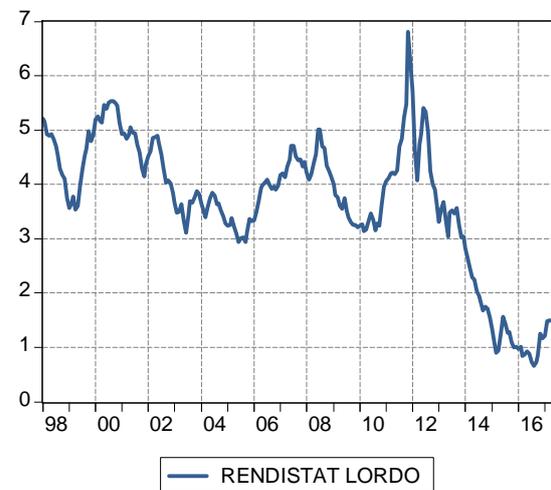
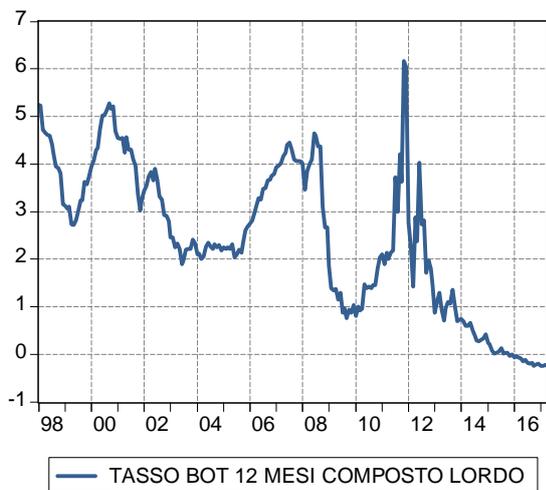
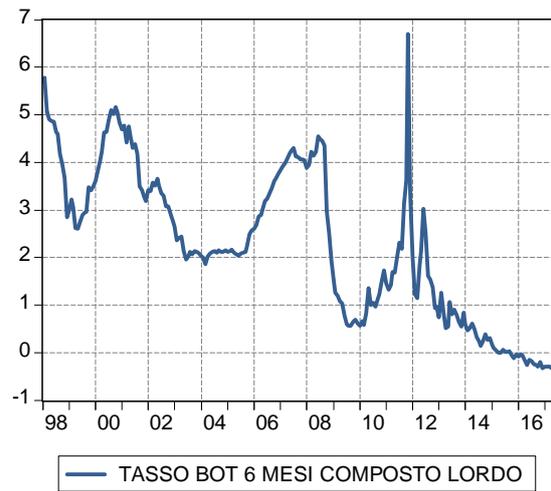
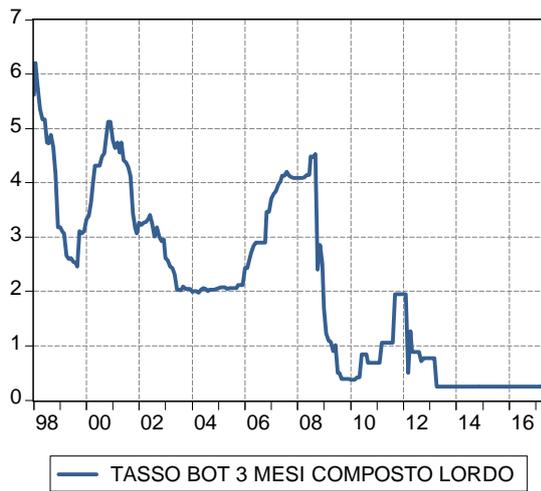
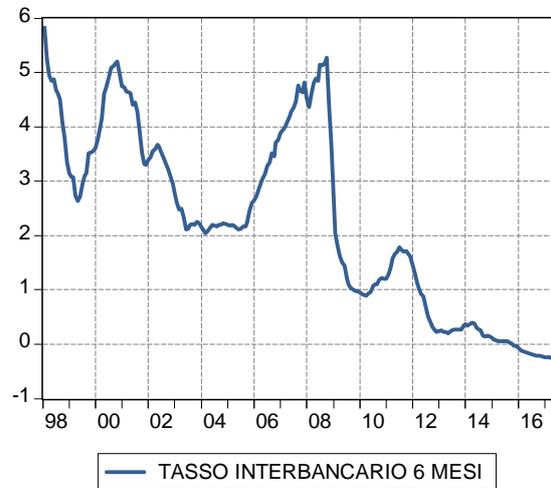
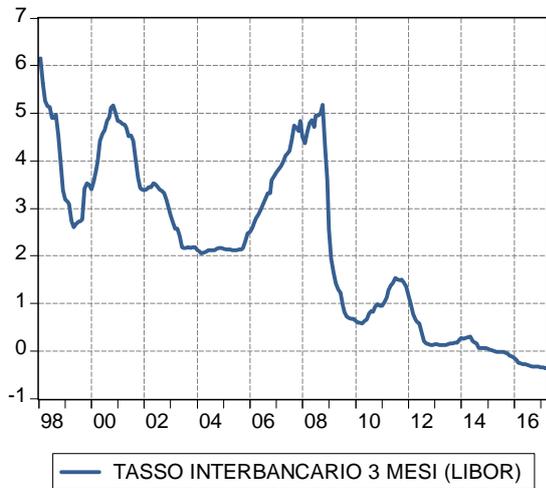
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



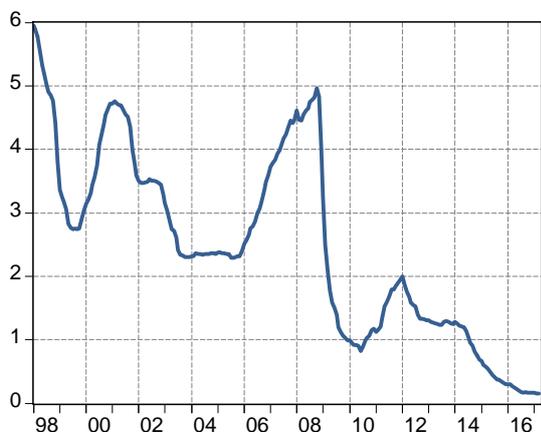
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili

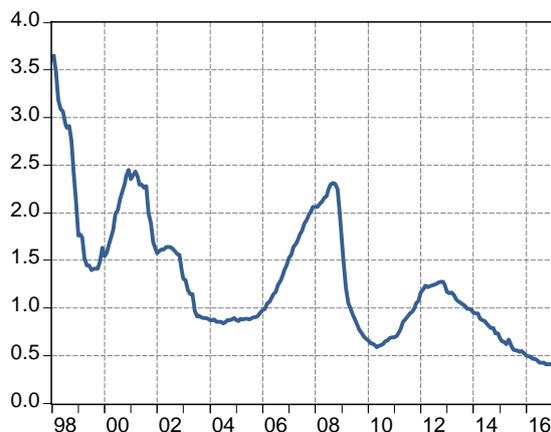


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

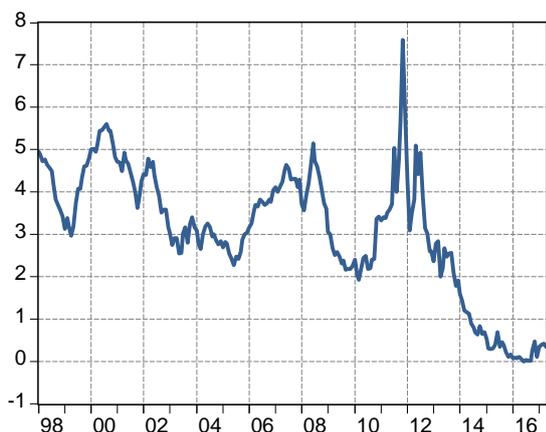
Dati mensili



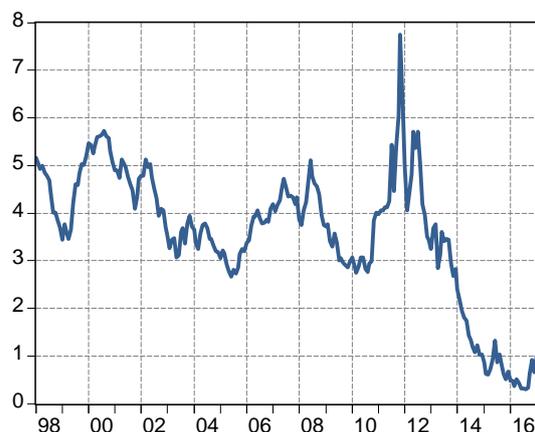
TASSO PRESTITI MINIMO



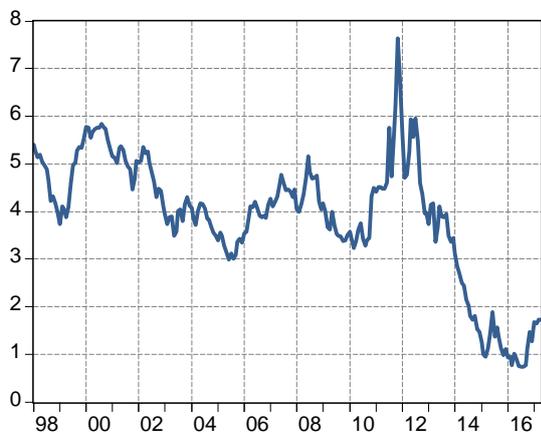
TASSO DEPOSITI MEDIO



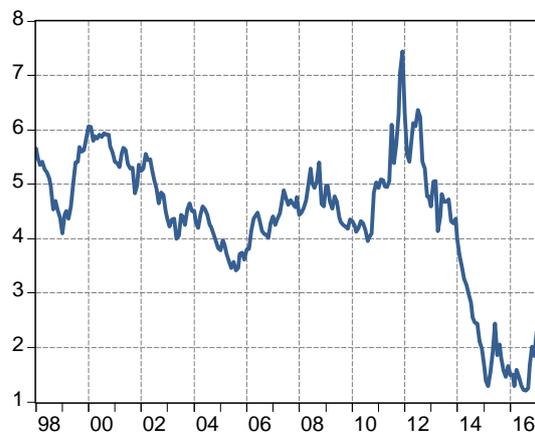
RENDIMENTO A 3 ANNI



RENDIMENTO A 5 ANNI



RENDIMENTO A 7 ANNI



RENDIMENTO A 10 ANNI

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

