

MEFIM

MODELLO
ECONOMETRICO
FINANZIARIO
INTERNAZIONALE
MENSILE

Giugno 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 maggio 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

In USA, la Fed deve confrontarsi con uno scenario contraddittorio. Da un lato, vi è un tasso di disoccupazione al di sotto del livello considerato di equilibrio di lungo periodo, con difficoltà per le aziende di trovare lavoratori da assumere ai diversi livelli di competenza, come è emerso dal *Beige Book* di maggio, e il rischio di una bolla speculativa nel mercato azionario; dall'altro, pur con una revisione al rialzo dei dati sul PIL del 1° trimestre, l'economia americana si è dimostrata debole, soprattutto nei consumi, e l'inflazione *core* ha rallentato a +1.5% a/a, il passo più debole del 2015. Dalle minute della Fed, relative alla riunione del 2-3 maggio, è emerso che i rischi al rialzo per la crescita sono stati sottolineati solo da due partecipanti, e provengono dal mercato del lavoro, mentre tutti gli altri componenti del *Board*, pur ammettendo che la

debolezza dell'inflazione è dovuta a fattori transitori, hanno espresso preoccupazione per il suo rallentamento: chiudere l'anno in corso ancora con un'inflazione al di sotto dell'obiettivo del 2% potrebbe indurre i consumatori a pensare che i prezzi non saliranno per lungo tempo e a rinviare le decisioni di spesa. Dalla pubblicazione delle minute, i dati hanno confermato la tendenza al ridimensionamento. Inoltre, maggio è stato caratterizzato da un fuoco mediatico su Donald Trump. Secondo il Washington Post, il Presidente degli Stati Uniti avrebbe rivelato informazioni segrete al ministro degli esteri russo in occasione di una visita di quest'ultimo alla Casa Bianca. Secondo il New York Times, in un memo avrebbe richiesto a Comey, l'ex direttore della CIA, che è stato licenziato da Trump recentemente, di insabbiare il caso Flynn, consigliere generale per la sicurezza nazionale costretto ad andarsene per aver omesso il reale contenuto delle conversazioni telefoniche avute con l'ambasciatore russo in USA. Questo potrebbe essere interpretato come un tentativo da parte di Trump di intralciare la giustizia e quindi un caso di *impeachment*. Assegniamo una bassa probabilità all'evento e comunque i tempi sarebbero molto lunghi perché deve prima essere istituita una commissione d'inchiesta alla Camera che deve stabilire se ci sono le motivazioni a procedere, poi, in caso affermativo, è il Senato che deve decidere per una rimozione forzata del Presidente con i 2/3 dei voti. La vicenda, tuttavia, ha effetti nell'immediato perché alimenta ancora di più il timore che l'agenda economica di Trump possa essere messa in forse. Alla luce di questa analisi, siamo molto dubbiosi che la Fed possa alzare i tassi ufficiali di riferimento alla prossima riunione del 13-14 giugno (assegniamo a questo scenario una probabilità del 30%), tenendo in considerazione le dichiarazioni di Brainard, il braccio destro del Presidente della Fed Janet Yellen e componente del *Board*, rilasciate a fine maggio, in cui sottolineava che un rialzo dei tassi dipende dall'andamento dei prezzi: *"Sarebbe verosimilmente appropriato alzare i tassi presto, però il rallentamento dell'inflazione potrebbe cambiare le carte in tavola. Sarebbe preoccupante se la debole inflazione proseguisse e ciò potrebbe condurre a rivedere il percorso di politica monetaria"*. Inoltre, l'*underemployment rate* (tasso di sottoccupazione), un altro indicatore del mercato del lavoro, che include tra i disoccupati chi si accontenta di un lavoro part-time ma ne vorrebbe uno a tempo pieno e quelli che sono scoraggiati dal cercare un lavoro ma che l'hanno cercato almeno una volta in passato, pur avendo seguito una buona dinamica al ribasso, rimane ancora a livelli troppo alti (+8.6%) secondo Janet Yellen. A tale proposito, sempre Brainard il 23 maggio in un'intervista ha dichiarato: *"Non si è ancora raggiunta la piena occupazione. Il tasso di disoccupazione, al 4,4% in aprile, e i lavoratori part-time alla ricerca di impieghi a tempo pieno sono scesi sotto i livelli considerati di piena occupazione dalla Fed, però, rimangono dubbi sul raggiungimento dell'obiettivo se si analizzano le statistiche relative ai diversi gruppi demografici"*. Non va dimenticato, infine, che la rivoluzione tecnologica in atto della cosiddetta 'industria 4.0', in gran parte complice degli elevati livelli raggiunti dalle quotazioni azionarie (ai massimi di sempre), potrebbe mettere in difficoltà il mercato del lavoro nel periodo di transizione. L'estensione della connessione internet tra persone a quella tra prodotti, se nel medio termine creerà nuovi ruoli per i lavoratori, nel breve potrebbe non richiedere più alcune attuali mansioni.

Nel dilemma della Fed tra frenare il mercato del lavoro con un rialzo dei tassi ufficiali a giugno e quello di dare più peso ad una crescita del PIL ancora moderata con un'inflazione in rallentamento e, quindi, assumere un atteggiamento attendista fino a settembre, ci fanno propendere più per la seconda ipotesi (probabilità al 60% - scenario C) anche le parole di fine maggio di un altro componente della Fed, Bullard: *"L'idea che l'economia stia crescendo molto più rapidamente del livello di equilibrio di lungo periodo, e che questo sosterrà l'inflazione, non*

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

credo corrisponda ai numeri che stiamo vedendo. I mercati finanziari non sono sulla stessa linea della FED in termini di prospettive sugli aumenti dei tassi. L'andamento dei prezzi degli asset finanziari dopo il rialzo di marzo dimostra che il percorso previsto per i tassi d'interesse è eccessivamente aggressivo rispetto ai dati macroeconomici americani effettivamente in arrivo".

In conclusione, ribadiamo quanto affermato il mese scorso, ossia che la Fed preferirà attendere settembre per un nuovo rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base per 1) le incertezze sull'attuazione della politica fiscale espansiva di Trump, ora alimentate anche da un possibile caso di *impeachment* nei confronti del Presidente, 2) la necessità di verificare con i nuovi dati sul secondo trimestre disponibili a fine luglio se la debolezza dei consumi registrata nel 1° trimestre dell'anno in corso abbia effettivamente un carattere transitorio, 3) avere informazioni aggiuntive sul sentiero inflazionistico per il momento in rallentamento.

Nell'Area Euro continua a prendere vigore la ripresa. I dati sulla crescita del PIL del primo trimestre dell'anno in corso hanno consolidato il sentiero positivo dei trimestri precedenti con un incremento sostanzioso di +0.5% t/t e +1.7% a/a. La Germania si è confermata la locomotiva dell'Eurozona, con una crescita di +1.7% a/a, ma anche l'Italia ha registrato un incoraggiante +1.2% a/a, riuscendo a raddoppiare le attese in termini congiunturali (+0.4% t/t). La Francia resta fanalino di coda con un +1% a/a, ma l'archiviazione della tornata elettorale, con la vittoria di Macron, dovrebbe garantire un recupero nella restante parte dell'anno.

Come in USA, anche per l'Area Euro l'inflazione si è ridimensionata dando ragione alla BCE sul carattere transitorio delle tensioni registrate alla fine del 2016 ed inizio dell'anno in corso. In questo ha avuto probabilmente un ruolo fondamentale il calo del prezzo del petrolio ritornato sotto i 50 dollari al barile (si veda di seguito il commento specifico). Il fatto che, anche in tal caso, ciò sia avvenuto in concomitanza con un miglioramento del mercato del lavoro, ci fa pensare che, dopo lo scotto di una crisi senza precedenti nella sua intensità e durata, sia i consumatori sia i produttori siano prudenti, i primi nelle decisioni di spesa, i secondi nell'aumentare i prezzi dei loro prodotti.

Questo spiega le parole di Draghi all'audizione al Parlamento Europeo di fine maggio, in cui ha ribadito in modo inequivocabile che è troppo presto per ritirare gli stimoli monetari: *"Rimaniamo fermamente convinti che lo straordinario supporto di politica monetaria sia ancora necessario. Le pressioni da costi interni, in particolare quelle da salari, sono ancora insufficienti per supportare una convergenza duratura e autonoma all'obiettivo di inflazione di medio termine. La ripresa sta diventando sempre più solida e continua ad espandersi tra settori e Paesi. L'inflazione si è portata verso l'obiettivo del 2%, ma ci deve rimanere per un periodo congruo prima di cambiare politica monetaria".*

Per questo motivo, continuiamo ad assegnare una bassa probabilità che la BCE possa iniziare a parlare di *Tapering* (ridimensionamento del *Quantitative Easing*) entro fine anno. Tanto più che l'approvazione in Italia della nuova legge elettorale ha riaperto la possibilità di elezioni anticipate in autunno. Non dovrebbe costituire un fattore seriamente critico per lo scenario dell'Eurozona, perché le incertezze politiche sono già in parte scontate negli attuali rendimenti dei titoli di Stato italiani, ma saranno, comunque, fonte di tensione.

Per quanto riguarda la Brexit, il tentativo del Primo Ministro May di avere un più largo consenso con l'annuncio di nuove elezioni l'8 giugno, potrebbe trasformarsi in un boomerang. La popolazione è sempre più spaventata dalle conseguenze di un'uscita dall'Unione Europea che, da teoriche, stanno via via diventando concrete: si parla di *Bregret* (Brexit+ regret, pentimento). Un nuovo colpo di scena non è, quindi, da escludere. L'elezione di un governo a favore dell'Unione potrebbe portare vantaggi per l'Eurozona.

In Giappone, la ripresa si consolida, dando finalmente segnali positivi anche sul fronte dei consumi, quelli più penalizzati fino ad ora. Il PIL nel 1° trimestre del 2017 è aumentato di +0.5% t/t, ma quello tendenziale rimane debole a +1.6% a/a. Non ci sono, comunque, nuove informazioni rilevanti che possano cambiare la politica monetaria.

Sul fronte del petrolio, alla riunione di Vienna del 25 maggio i Paesi OPEC hanno deciso di estendere i tagli alla produzione per altri nove mesi, anziché di sei come era nelle attese, portando il termine a settembre del 2018. Tuttavia, avendo deciso di mantenerne invariata la quantità, hanno deluso i mercati finanziari che ritengono che la mossa sia insufficiente a sostenere le quotazioni del greggio. Intanto, la produzione di petrolio con le nuove tecniche di *shale oil* in USA è in continuo aumento, per cui è difficile pensare che il prezzo della principale materia prima possa recuperare: riteniamo che nei prossimi mesi rimanga sotto quota 50 dollari al barile o comunque non possa superare tale soglia in modo significativo.

GLI ULTIMI DATI

In USA, la revisione dei dati sul PIL del primo trimestre del 2017 hanno evidenziato una situazione migliore rispetto ai preliminari, ma permane la debolezza dei consumi. Il PIL è cresciuto di +1.2% t/t annualizzato, consentendo alla variazione tendenziale di portarsi a +2% a/a, contro un dato preliminare di +0.7% t/t e +1.9% a/a. La revisione ha interessato in particolare i consumi (con una dinamica meno debole di +0.6% t/t da +0.3% t/t), **gli investimenti** (al rialzo del +11.9% t/t da 10.4% t/t) e **la spesa pubblica** (con un calo minore di -1.1% t/t da -1.7% t/t). Nonostante ciò, i consumi hanno comunque registrato il passo più lento degli ultimi tre anni, contribuendo molto poco alla crescita del PIL (+0.4% t/t da +0.2% t/t). **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 con il Congresso e ora anche il rischio di *impeachment* del Presidente disegnano una strada tutta in salita per l'approvazione della riforma fiscale promessa. **La componente degli investimenti fissi rimane l'unica a trainare la crescita, con un contributo di quasi il 2% t/t**, rivisto al rialzo da +1.6% del dato preliminare. Dopo la revisione, quelli residenziali e non residenziali sono più bilanciati: i primi sono cresciuti di +13.7% t/t e i secondi di +11.4% t/t (al rialzo da +9.4% t/t). **Più accentuato risulta il decumulo di scorte che ha sottratto crescita per un -1.1% t/t** da -0.9% t/t rispetto al preliminare. Si conferma, dunque, un atteggiamento attendista da parte dei produttori nei confronti della riforma fiscale. La spesa pubblica ha sottratto un po' meno crescita (-0.2% t/t dal preliminare -0.3%) per una dinamica negativa meno accentuata, come sopra menzionato. Poche variazioni di rilievo si sono registrate per il **canale estero che rimane sostanzialmente neutrale** grazie ad un incremento bilanciato tra esportazioni (+5.9% t/t) e importazioni (+3.8% t/t).

La Fed prevede che nel secondo trimestre l'economia, ed in particolare i consumi, riprenda ad un ritmo più sostenuto. Dal momento che i primi dati relativi a quel trimestre saranno disponibili a fine luglio, diventa importante analizzare i mensili che colmano il gap informativo. Le nuove informazioni disponibili su questo fronte, danno segnali misti: **i dati mensili disponibili, relativi prevalentemente ad aprile, indicano un miglioramento rispetto a marzo, ma con una contraddizione tra la forza del mercato del lavoro, da un lato, e una crescita moderata con un ritracciamento dell'inflazione, dall'altro**. Infatti, il mercato del lavoro, dopo i dati deludenti di marzo, ad aprile ha **ripreso a marciare** con un incremento dell'occupazione di +211 mila unità da +79 mila del mese precedente (rivisto al ribasso da +98 mila) e un **tasso di disoccupazione sceso a +4.4%** da +4.7% di marzo, **al di sotto del livello considerato dalla Fed di pieno impiego**. Dal *Beige Book* di maggio è emersa una certa difficoltà di reperimento di posizioni a qualsiasi livello di competenza. **Va comunque sottolineato che l'indicatore preferito dalla Fed è l'U-6, cioè l'underemployment rate** (sottoccupazione), che include chi si accontenta di un lavoro part-time ma ne vorrebbe uno a tempo pieno e quelli che sono scoraggiati dal cercare un lavoro ma che l'hanno cercato almeno una volta in passato, si è attestato all'8,6%. Pur essendo il livello più basso dal 2008, lascia un margine notevole con l'altro indice. Inoltre, la crescita media dell'occupazione da inizio 2017 è di circa +160 mila unità, al di sotto di quella del 2016 che si è stata di +187 mila. A fronte di ciò non si riscontra un'economia altrettanto forte e nel *Beige Book* viene definita da 'modesta a moderata'. Dal lato dell'offerta, ad aprile la produzione industriale è aumentata di +1% m/m, ma gli ordini di beni durevoli sono scesi di -0.7% m/m e di -0.4% se escludiamo i trasporti. Il settore edilizio ha presentato tutti indicatori in diminuzione, in particolare l'avvio di nuovi cantieri con un -2.6% m/m. L'intonazione nel secondo trimestre dovrebbe rimanere alta grazie ad un ottimo andamento degli indici di fiducia dei produttori: l'NAPM a maggio ha raggiunto quota 59.4 da 58.3 di

USA

Il tasso di disoccupazione si porta al di sotto del pieno impiego, ma l'inflazione si ridimensiona

aprile e 50.3 di gennaio. Resta, però, da vedere se questo ottimismo sarà supportato dalla domanda, perché l'anello debole del ciclo economico è quello dei consumi e gli indicatori rimangono misti: da un lato, le vendite al dettaglio di aprile hanno registrato un buon incremento di +0.4% m/m, dall'altro, a maggio l'indice di fiducia dei consumatori, il *Conference Board*, è sceso a 117.9 da 119.4 del mese precedente e 124.9 di marzo.

La contraddizione del ciclo economico americano emerge anche dal quadro inflazionistico, dal momento che la dinamica dei prezzi ad aprile si è ulteriormente ridimensionata, in contrasto con un mercato del lavoro al di sotto del pieno impiego: l'indice dei prezzi PCE (*Personal Consumption Expenditures*) ha subito un'ulteriore limatura in termini tendenziali a +1.7% a/a da +1.9% di marzo e +2.1% di febbraio. Anche il *core* che esclude le componenti più volatili di energia ed alimentari, ha seguito la stessa dinamica, portandosi a +1.5% a/a da +1.6% di marzo e +1.8% di febbraio. Un fattore determinante è stato la riduzione dei prezzi nei servizi di telefonia. Lo stesso andamento si è riscontrato nei salari orari che hanno registrato una variazione tendenziale più contenuta a +2.5% a/a da +2.6% del mese precedente, anche se va sottolineato che il dato non include i lavoratori che sono pagati a metà mese per un effetto calendario. **Il ridimensionamento dell'inflazione è stato messo in evidenza nelle interviste di maggio da gran parte dei componenti del Board della Fed.** Per questo riteniamo che la Banca Centrale americana preferisca aspettare settembre per un rialzo dei tassi ufficiali (Scenario C - probabilità 60%). Non escludiamo un aumento a giugno, ma assegniamo una probabilità che ciò avvenga del 30% (Scenario A).

In Giappone, i dati preliminari del PIL relativo al primo trimestre del 2017 dimostrano quanto sostenuto all'ultima riunione della Banca Centrale giapponese: **il ciclo economico sta beneficiando del circolo virtuoso innescato da un buon andamento del mercato del lavoro e delle esportazioni, trainate da un miglioramento nella ripresa a livello internazionale.** Il PIL, infatti, è cresciuto di +0.5% t/t, contro un'aspettativa di +0.4% t/t. Questo non ha consentito alla variazione tendenziale di recuperare rispetto al quarto trimestre del 2016, attestandosi a +1.6%, ma rimane un buon risultato. **La componente che ha trainato maggiormente la crescita è stata quella dei consumi**, con un contributo di +0.2% t/t, grazie ad una dinamica di +0.4% t/t rispetto all'invarianza del trimestre precedente. Il canale estero ha contribuito con un +0.1% per un incremento delle esportazioni (+2.1% t/t) maggiore rispetto a quello delle importazioni (+1.4% t/t). Neutra, invece, è risultata la spesa pubblica. Va, inoltre, sottolineato che **il primo trimestre si è chiuso con un record per i profitti aziendali** mettendo a segno un balzo su base annua del 26.6% a/a, contro l'incremento di +16.9% del trimestre precedente.

I nuovi dati mensili lasciano intendere che anche nel secondo trimestre dell'anno in corso potrebbe ripetersi un buon risultato in termini di crescita. Ad aprile, la produzione industriale ha registrato un forte incremento di +4% m/m, andando a più che compensare il calo del mese precedente (-1.9% m/m, rivisto da -2.1%). Gli ordini di macchinari in marzo hanno confermato la buona dinamica di febbraio, con un rialzo di +1.4% m/m. L'indice di fiducia dei produttori, il PMI manifatturiero, di maggio è sceso a quota 52 da 52.7 del mese precedente, ma indica, in ogni caso, un'attività economica in espansione visto che è al di sopra della soglia dei 50 punti.

Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio in aprile sono aumentate di +1.4% m/m, grazie ad un incremento consistente del reddito disponibile in termini reali di +1.2% m/m. L'indice di fiducia dei consumatori ha registrato solo una lieve limatura a 43.2 da 43.9 del mese precedente.

Sul fronte dei prezzi, si è registrato un ulteriore progresso nel processo di allontanamento dalla zona di rischio deflazione: in aprile, la variazione tendenziale del CPI globale si è attestata a +0.4% a/a e quella *core* a +0.3% a/a. Si tratta di un lieve miglioramento, ma che va nella direzione sperata.

GIAPPONE

La ripresa si consolida

In base all'analisi precedente, è naturale un proseguimento dell'attuale politica monetaria ultra espansiva della Banca Centrale giapponese, anche se alcuni dei componenti del *Board* hanno messo in evidenza il problema della scarsità dei titoli ancora acquistabili sul mercato secondario.

Per l'Area Euro sono disponibili i dati trimestrali del PIL del primo trimestre dell'anno in corso solo in forma aggregata, tuttavia si evince che il ciclo economico continua a beneficiare della politica monetaria espansiva di Draghi e del miglioramento dell'economia a livello internazionale. Il PIL, infatti, è cresciuto di +0.5% t/t, mantenendo la dinamica del trimestre precedente. La variazione tendenziale si è attestata a +1.7% a/a. A questo risultato hanno contribuito in modo più omogeneo rispetto al passato i diversi Paesi dell'area.

I nuovi dati mensili, prevalentemente relativi a marzo e, quindi, incorporati nelle statistiche trimestrali sopra menzionate, confermano la buona intonazione.

A marzo, prosegue il doppio vantaggio sulla bilancia commerciale di una dinamica positiva delle esportazioni (+1.4% m/m, in rafforzamento rispetto a febbraio rivisto a +0.8% m/m da +0.4%) e negativa delle importazioni (-1.1% m/m, in linea con il mese precedente rivisto a -1.2% m/m da -1.7% m/m). Ad aprile, il mercato del lavoro ha registrato nuovi miglioramenti, grazie ad un ridimensionamento ulteriore del tasso di disoccupazione, che si è portato a 9.3% da 9.4% (rivisto al ribasso da 9.5%). Di questo dovrebbe beneficiare la domanda, incoraggiando i consumi anche nel secondo trimestre di quest'anno e consolidando la crescita delle vendite al dettaglio, che in marzo sono aumentate di +0.3% m/m, dopo il +0.5% m/m di febbraio (rivisto da +0.7%).

Dal lato dell'offerta, emerge qualche incertezza, ma non tale da intaccare il trend positivo. A marzo, la produzione industriale ha registrato una lieve diminuzione di -0.1% m/m, ma la revisione del dato di febbraio ha portato ad un minore calo (-0.1% m/m da -0.3%) e la variazione tendenziale si è rafforzata a +1.9% a/a da +1.5%. Nel settore delle costruzioni, la riduzione di -1.1% m/m risulta abbastanza fisiologica dopo il grande balzo di +5.5% m/m di febbraio. A maggio, la fiducia dei produttori è rimasta stabile: il PMI manifatturiero si è attestato a quota 57, in rialzo da 56.7 del mese precedente, e quello dei servizi è leggermente sceso a 56.2 da 56.4.

Anche l'ESI (*Economic Sentiment Indicatore*), che esprime la fiducia sia dei produttori che dei consumatori, si è preso un momento di pausa dopo la corsa dei mesi precedenti: a maggio si è portato a quota 109.2 da 109.7, ma rimane ai livelli massimi da aprile 2011.

Come per gli USA, anche nell'Area Euro l'inflazione si è ridimensionata, grazie in parte ad un calo dei prezzi del petrolio: a maggio la variazione tendenziale dell'indice globale HCPI è tornata ai livelli di marzo, correggendo al ribasso a +1.4% a/a da +1.9% di aprile e l'indice *core*, che esclude le componenti più volatili dell'energia e degli alimentari, più rilevante per definire i riflessi sulla politica monetaria, è arretrato a +0.9% a/a da +1.2% del mese precedente. Questi dati confermano le parole della BCE che sottolineavano "come non ci siano prove di un aumento convincente dell'inflazione".

Alla luce della precedente analisi, soprattutto sul fronte dei prezzi, rimane bassa la probabilità che la Banca Centrale inizi a discutere di *Tapering* (ridimensionamento del QE) prima della fine dell'anno (30% - Scenario A).

In Germania si è rafforzata ancora la crescita del PIL nel primo trimestre dell'anno in corso, con un importante incremento di +0.6% t/t, dopo il +0.4% registrato nell'ultima terzina del 2016. La variazione tendenziale si è attestata a +1.7% a/a. La componente che ha contribuito maggiormente al buon risultato è stata quella del canale estero con un contributo di +0.4% t/t, grazie a una dinamica delle esportazioni (+1.3% t/t) più forte di quella delle importazioni (+0.4%). Sul fronte della domanda interna, la ripresa si è basata soprattutto sugli investimenti fissi aumentati di +1.7% t/t, contribuendo alla crescita del PIL per un +0.3%. Il decumulo di scorte di -0.4% t/t potrebbe supportare un

AREA EURO

Migliora ancora il mercato del lavoro, mentre l'inflazione si ridimensiona

Germania

buon risultato del PIL anche nel secondo trimestre dell'anno in corso, per la ricostituzione del magazzino. **I consumi, invece, sono risultati più deboli** con un incremento limitato a +0.3% t/t e un contributo di +0.2% t/t.

I nuovi dati mensili relativi all'offerta sono in parte già inclusi in quelli trimestrali, quindi non aggiungono informazioni rilevanti. In ogni caso, a marzo, la produzione industriale ha registrato un calo di -0.4% m/m, ma va letto in termini fisiologici dopo il grande balzo del mese precedente di +1.8% m/m e, comunque, era attesa una contrazione anche più rilevante (-0.7% m/m). **La tendenza positiva della crescita non dovrebbe essere messa in discussione, dal momento che le costruzioni hanno registrato un aumento ulteriore di +1.5% m/m, dopo un quasi +10% di febbraio, e gli ordini all'industria manifatturiera sono cresciuti di +1% m/m, oltre le attese di +0.7% m/m, dopo il già consistente rialzo di febbraio (+3.5%).** **A maggio, gli indici di fiducia dei produttori proseguono la tendenza al rialzo:** l'indice Ifo si è portato a 114.6 da 113, contro un'aspettativa di sostanziale invarianza; il PMI manifatturiero ha raggiunto quota 59.4; solo quello dei servizi ha subito una leggera limatura a 55.2 da 55.4.

Qualche incertezza, invece, emerge dal lato della domanda con le vendite al dettaglio in diminuzione di -0.2%, **ma la forza dell'economia tedesca poggia in ogni caso su basi solide, grazie alle buone condizioni del mercato del lavoro.** A maggio, il tasso di disoccupazione si è attestato al 5.7%, in calo rispetto alle attese e al mese precedente, pari al 5.8%.

Nonostante la corposa crescita economica, a maggio l'inflazione si è ridimensionata dopo la fiammata di aprile: l'HCPI in termini tendenziali si è portato a +1.4% a/a da +2% a/a del mese precedente. *Il core*, disponibile per aprile, è poco indicativo: il +1.6% a/a riflette la tensione già rilevata sull'indice globale nel mese scorso.

In Francia, le elezioni di fine aprile/inizio maggio hanno pesato sul ciclo economico, lasciando il PIL del primo trimestre dell'anno in corso indietro rispetto a Germania (+1.7% a/a) e Italia (+1.2% a/a): **la revisione dei dati, infatti, pur rafforzando la crescita rispetto ai preliminari a +0.4% t/t da +0.3% t/t e in termini tendenziali a +1% a/a da +0.8% a/a, ha segnalato, comunque, un ridimensionamento rispetto all'ultimo trimestre del 2016, cresciuto di +0.5% t/t e di +1.2% a/a.**

La revisione ha interessato principalmente gli investimenti fissi, che hanno contribuito alla crescita del PIL per un +0.3% t/t, rispetto al +0.2% del preliminare, e le scorte con un maggior accumulo di +0.7% t/t da +0.6% della prima stima. Resta, in ogni caso, invariato il quadro delineato il mese scorso, con una debolezza dei consumi, aumentati solo di +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 -0.8% t/t e un aumento delle importazioni di +1.4% t/t. Il contributo dei consumi è stato nullo.

I dati mensili disponibili, che sono in prevalenza relativi a marzo, quindi rientranti nel trimestre già noto, dimostrano un po' di incertezza, forse perché incorporano il periodo preelettorale. Dal lato dell'offerta, la produzione industriale ha messo a segno un +2% m/m, dopo il calo di febbraio di -1.7% m/m (rivisto da -1.5% m/m), ma il settore delle costruzioni ha oscurato il buon risultato con una diminuzione di -5.1% m/m, annullando il progresso del mese precedente (+5.4% m/m). Gli unici dati relativi al secondo trimestre, e quindi più significativi, sono **gli indici di fiducia dei produttori che a maggio hanno preso un momento di pausa, dopo la tendenza rialzista dei mesi precedenti:** l'indicatore pubblicato dall'Insee, l'ufficio di statistica francese, è rimasto stabile a 109 (il dato di aprile è stato rivisto a 109 da 108). **Dal lato della domanda, a marzo, le vendite al dettaglio hanno registrato un buon risultato (+0.6% m/m), ma i consumi delle famiglie in termini reali di aprile sono diminuiti di -0.4% m/m, dopo il calo di -0.1% del mese precedente. L'incremento della fiducia dei consumatori relativa a maggio (a +102 da +100) potrebbe essere un primo segnale che, con il nuovo Presidente, l'economia**

Francia

dovrebbe riprendere a crescere in sintonia con gli altri Paesi dell'Area Euro.

Le incertezze sul ciclo economico si sono riflesse sull'inflazione che rimane tra le più basse dell'Eurozona: a maggio è scesa a +0.9% a/a da +1.4% a/a in termini di indice armonizzato dei prezzi al consumo. Il *core*, disponibile solo per aprile, si è attestato solo a +0.6% a/a.

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

Italia

La ripresa dei consumi trova basi solide nei dati mensili di aprile che hanno visto il tasso di disoccupazione scendere a +11.1% da +11.5% del mese precedente, ricordando che a inizio anno era a 11.8%. Pertanto, nonostante dai dati delle vendite al dettaglio di marzo (rimaste invariate su base mensile, contro un'aspettativa di +0.2% m/m) emerga qualche incertezza e la fiducia dei consumatori di aprile sia scesa a 105.4 da 107.4 del mese precedente, i miglioramenti del mercato del lavoro dovrebbero supportare i consumi anche nel secondo trimestre dell'anno in corso. Tanto più che dal lato dell'offerta sono giunti buoni segnali: a marzo la produzione industriale ha mantenuto la tendenza positiva registrata nei mesi precedenti, con un +0.4% m/m dopo il cospicuo rialzo di febbraio (+1% m/m), battendo leggermente le aspettative (+0.3%). Questo risultato va visto alla luce di un buon andamento anche del settore delle costruzioni (+0.3% m/m), di particolare rilevanza per il suo effetto di trasmissione agli altri comparti. Meno incoraggiante è la dinamica degli ordini che sempre a marzo ha registrato un -4.2% m/m, ma il dato va interpretato cautamente dal momento che in febbraio la serie aveva messo a segno un brillante aumento di +5.2% m/m. In aprile la fiducia dei produttori, attraverso l'indice PMI, è stata particolarmente incoraggiante per il settore dei servizi, aumentando a 56.2 da 52.9 di marzo; per il settore manifatturiero la dinamica si è dimostrata comunque positiva, ma meno incisiva, raggiungendo quota 56.2 da 55.7 del mese precedente. In entrambi i casi si sono battute le aspettative che risultavano più caute nei rialzi (53.6 e 56, rispettivamente per i due comparti). Va, tuttavia, sottolineato che l'indicatore Istat della fiducia dei produttori disponibile per maggio ha rilevato qualche arretramento, sia nel manifatturiero (a 106.9 da 107.7) sia nei servizi (a 105.5 da 107.2) incorporando probabilmente l'incertezza politica per un aumento della probabilità di elezioni in autunno in vista di un'approvazione più rapida del previsto della nuova legge elettorale.

Sul fronte dei prezzi, in sintonia con gli altri Paesi dell'area, anche l'Italia ha evidenziato un ridimensionamento dell'inflazione in maggio, dopo le tensioni del mese precedente: l'HCPI globale, infatti, si è attestato a +1.5% a/a da +2% a/a di aprile e l'indice *core* a +0.8% a/a da +1.2% a/a.

L'ipotesi di elezioni anticipate non farà bene ai rendimenti dei titoli di Stato italiani, ma va tenuto conto che le quotazioni correnti incorporano già in parte le maggiori incertezze politiche del nostro Paese rispetto agli altri. I mercati si aspettavano già un cambio di Governo in primavera del 2018, per cui un anticipo di circa sei mesi non modifica di molto lo scenario.

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 sopra il 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 dicembre, 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*. 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, la possibilità di elezioni anticipate in autunno del 2017 penalizza a maggior ragione il rendimento sui BTP: il decennale può arrivare al 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 all'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 mantengono intorno ai livelli di fine maggio:** Il rendimento del BTP decennale italiano può scendere sotto 2.3%, con uno spread verso il *Bund* poco sopra i 190 punti base.

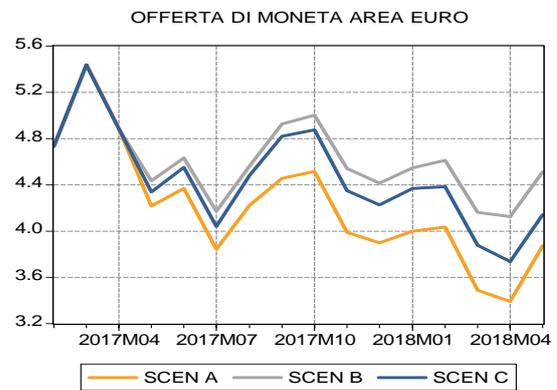
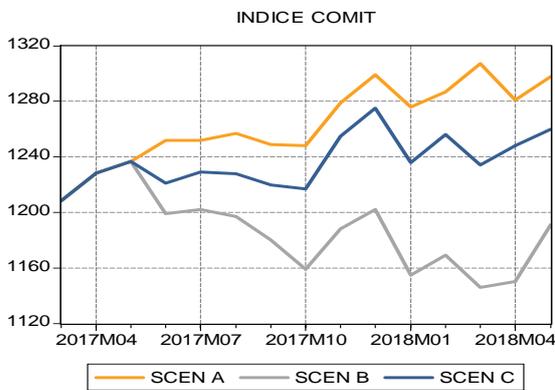
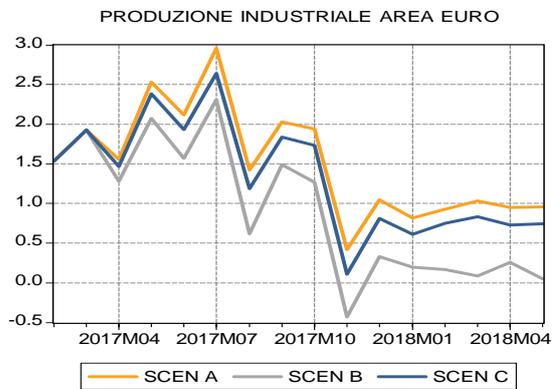
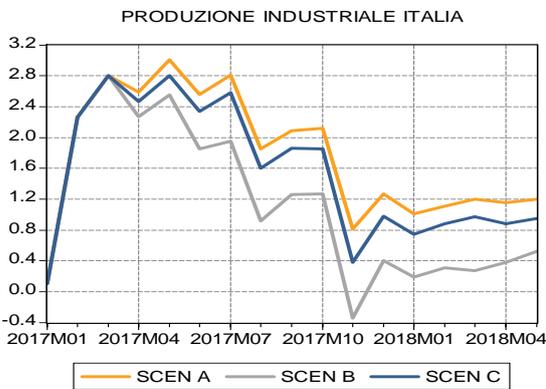
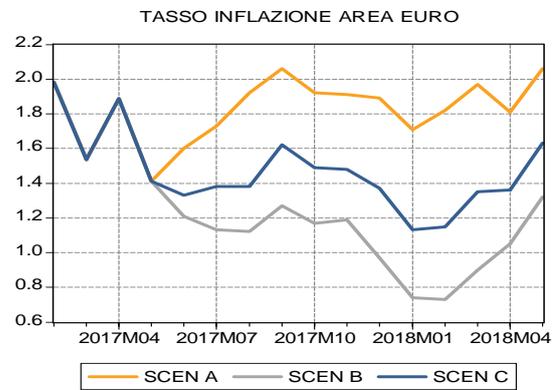
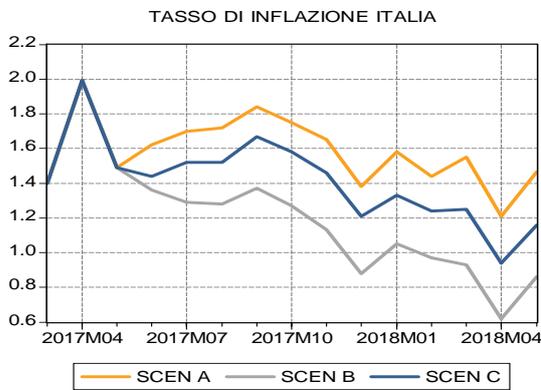
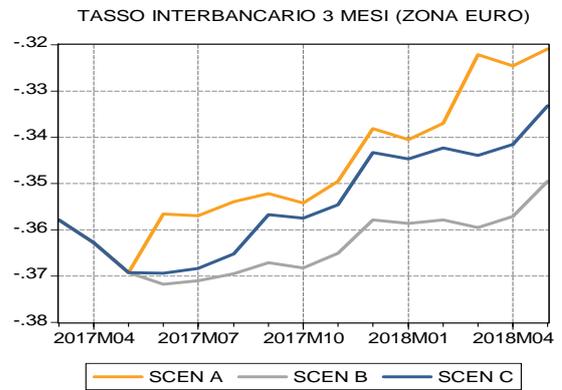
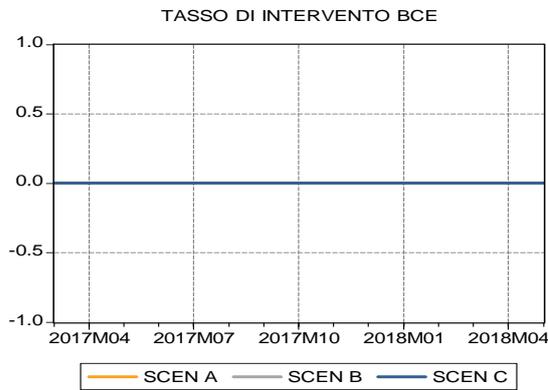
C (70%)

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, **ma la rinvia all'autunno, 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/luglio 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, 3) più informazioni sulla dinamica inflazionistica dopo il ridimensionamento degli ultimi mesi.

Area Euro: Superato il principale fattore critico delle elezioni francesi, **la BCE, pur confermando il *QE* fino a fine 2017, negli ultimi mesi dell'anno non considera più una sua eventuale estensione oltre questo orizzonte.** L'economia continua stabilmente su di un passo di crescita moderato intorno all'1.5-2%. **I rendimenti dell'intera area si portano poco sopra i livelli di fine maggio 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 Stati Uniti.** In Italia, la possibilità di elezioni anticipate in autunno del 2017 penalizza un po' il rendimento sui BTP: il decennale può arrivare fino al 2.4% con uno spread verso il *Bund* di poco sotto i 200 punti base.

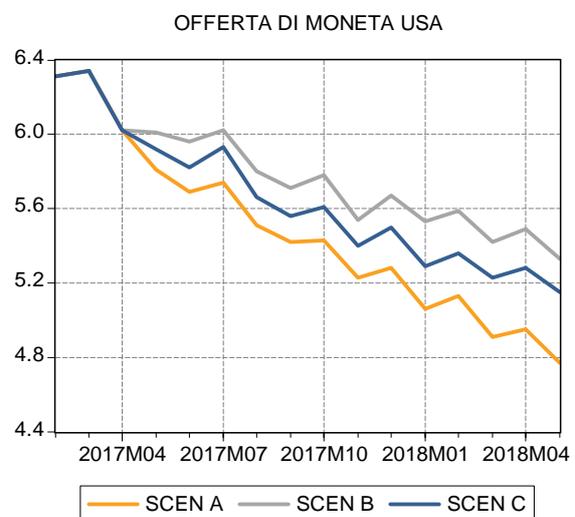
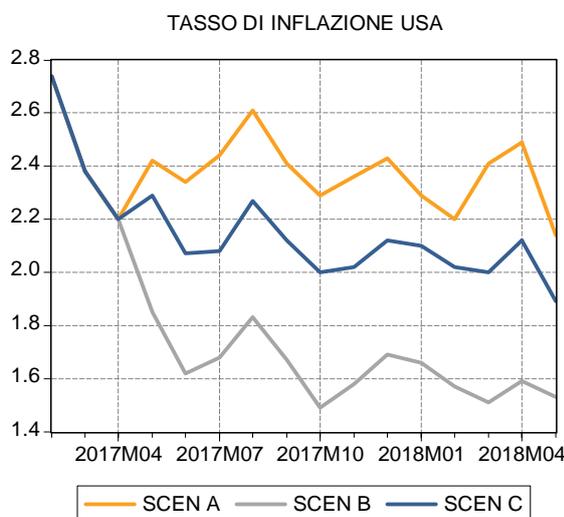
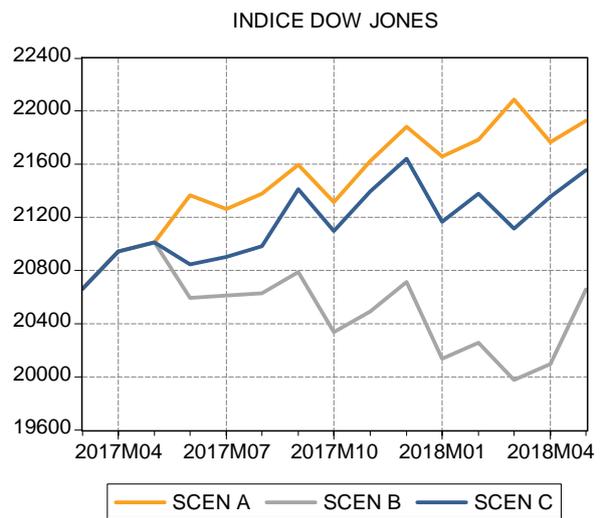
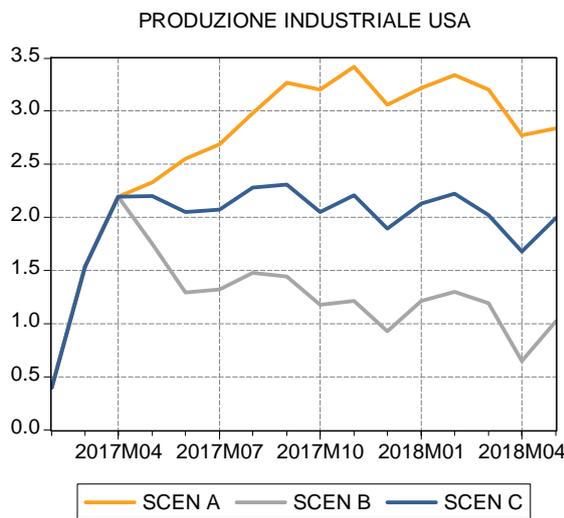
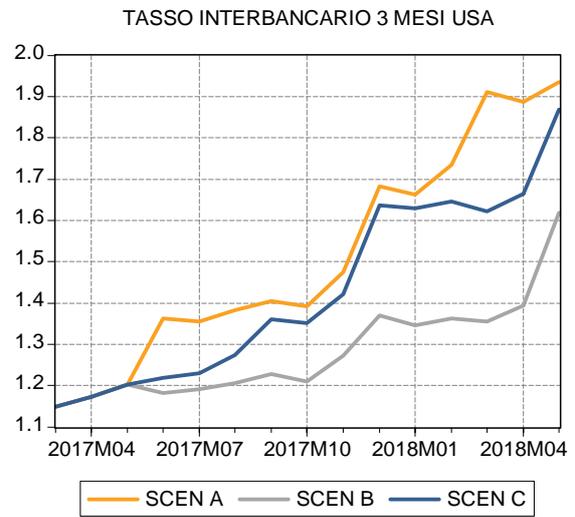
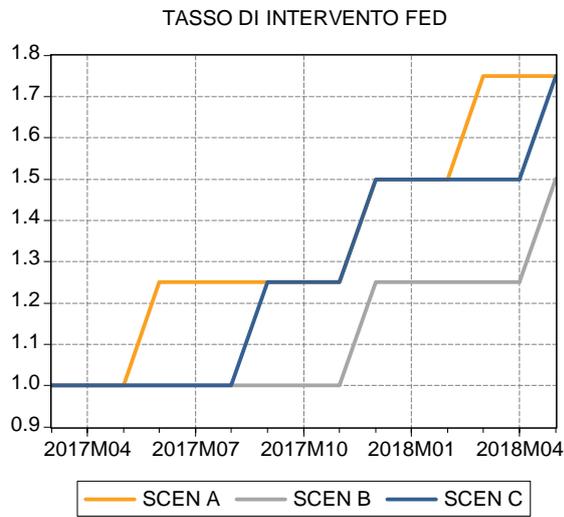
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

I saggi interbancari europei restano ancorati ai minimi. In maggio il tasso a 1 mese è rimasto a -0.40%, il 3 mesi è sceso a -0.37% dal -0.36% e il 6 mesi a -0.27% da -0.26%. 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. 60%) tuttavia la probabilità che il *Tapering* sia avviato entro il 2017, seppur in aumento, è ancora bassa (scenario A). L'intervento sui tassi di riferimento dovrebbe comunque essere temporalmente lontano dall'ipotetica fine del *QE*, pertanto **i saggi interbancari sono visti stabili o in debolissima ripresa in tutti e tre gli scenari** (il tasso a 1 mese potrebbe essere circa a -0.4% a maggio 2018, il 3 mesi tra -0.3% e -0.4% e il 6 mesi tra -0.2% e -0.3%).

In maggio, nonostante le tensioni innescate dalla discussione relativa alle elezioni anticipate e nonostante le notizie poco confortanti circa la vicenda di Veneto Banca e Popolare di Vicenza, i tassi della struttura a termine italiana di fine periodo si sono ridotti sensibilmente. L'andamento è stato positivamente influenzato dalle parole del Presidente Draghi che, all'audizione al Parlamento europeo di fine maggio, ha dichiarato che, sebbene la ripresa si stia consolidando, *"rimaniamo fermamente convinti che lo straordinario supporto di politica monetaria sia ancora necessario"*. Il tasso a 3 anni si è portato a +0.28% da +0.35%, il 5 anni a +0.97% da +1.07%, il 7 anni a +1.64% da +1.72% e il 10 anni a +2.26% da +2.32%. **Nello scenario C s'ipotizza che la Fed innalzi i tassi di riferimento ancora due volte, a settembre e dicembre, e che il superamento del fattore critico delle elezioni francesi 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 portare i rendimenti dell'intera area poco sopra i livelli di fine maggio. In Italia i tassi della struttura a termine dovrebbero, tuttavia, essere in parte penalizzati dalla possibilità di elezioni anticipate (3 anni a +0.46%, 5 anni a +1.26%, 7 anni a +1.97% e 10 anni a +2.51% a maggio dell'anno prossimo). Nello scenario A, nel quale si ipotizzano, negli USA, due rialzi ma a giugno e dicembre 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 (+0.63% il 3 anni, +1.42% il 5 anni, +2.13% il 7 anni e +2.68% il 10 anni a maggio 2018). Nello scenario B, la Fed decide di fare un solo rialzo a dicembre. 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 statunitensi, quelli italiani potrebbero essere pari a +0.37% (3 anni), +1.15% (5 anni), +1.89% (7 anni) e 2.43% (10 anni) alla fine del periodo di previsione.

In marzo i tassi medi sui depositi e sui prestiti sono rimasti invariati rispetto al mese precedente (+0.4% e +2.8% rispettivamente). **In tutti e tre gli scenari delineati, i tassi bancari sono visti in debolissima ripresa:** quello medio sui depositi a maggio 2018 potrebbe essere pari allo 0.5% e quello sui prestiti al 2.9%.

In marzo i prestiti totali hanno corretto parzialmente aumentando circa dell'1% a/a dopo il crollo di febbraio (-2.2% a/a). Nello stesso mese il passo di crescita dei depositi totali è tornato sui livelli di fine 2016 (+5.0% a/a) dopo il rallentamento di febbraio (+0.4% a/a). **In base ai risultati delle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica sia dei prestiti (+1.2% a/a in C, +1.7% a/a in A e +0.6% a/a in B, a maggio 2018) sia dei depositi totali (+4.1% a/a, +3.4% a/a e +4.5% a/a rispettivamente in C, A e B) dovrebbe rimanere positiva per l'intero periodo di previsione.**

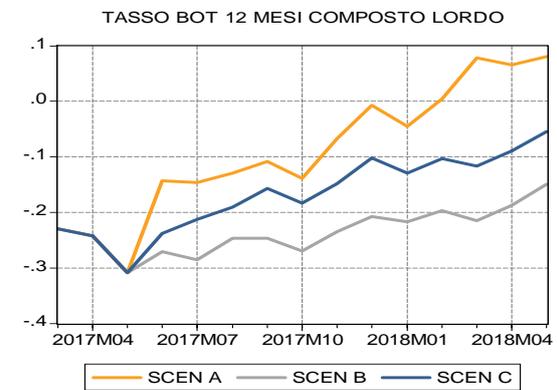
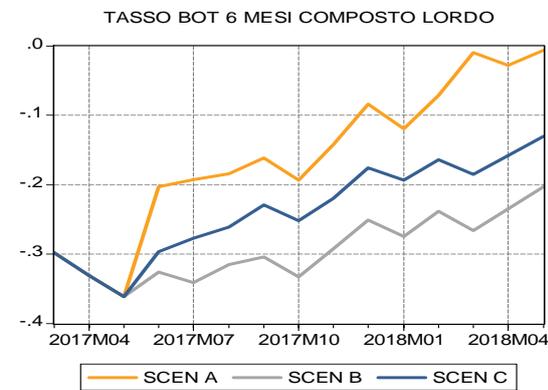
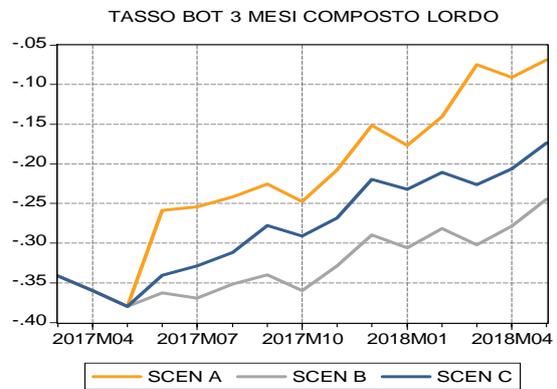
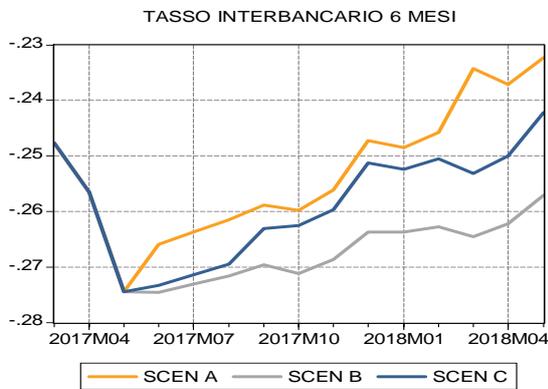
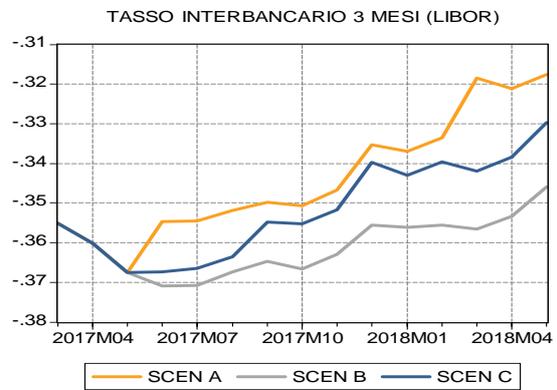
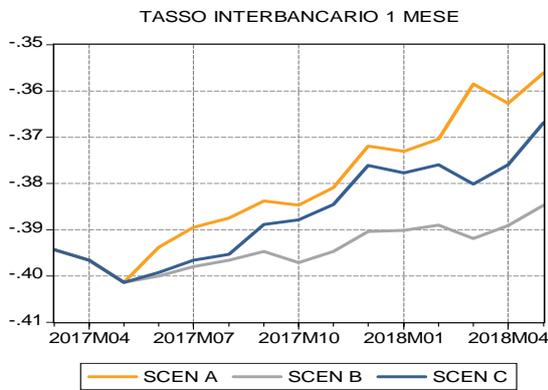
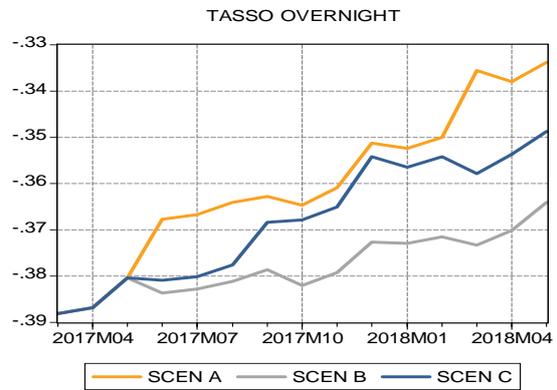
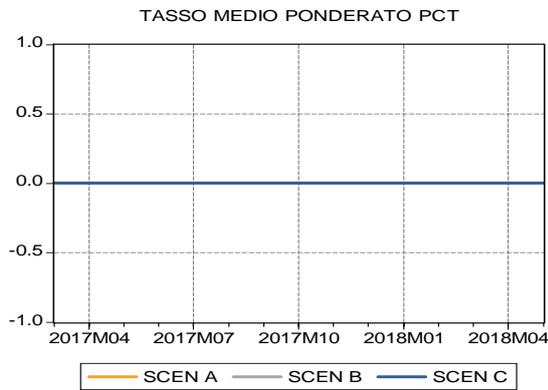
TASSI INTERBANCARI

STRUTTURA A TERMINE

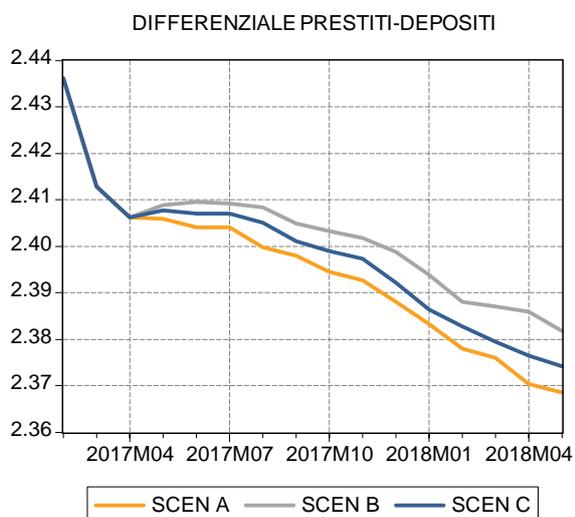
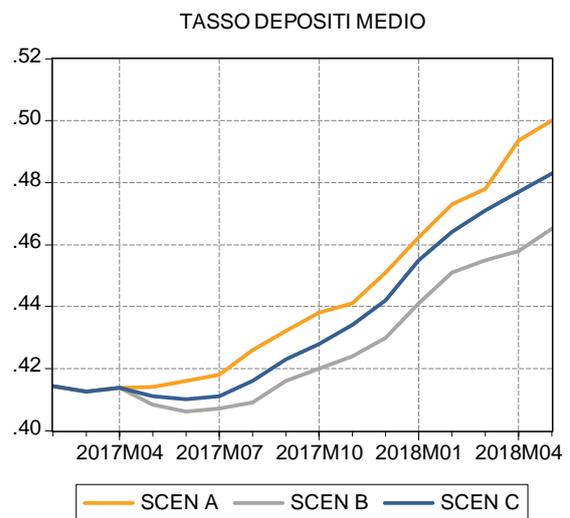
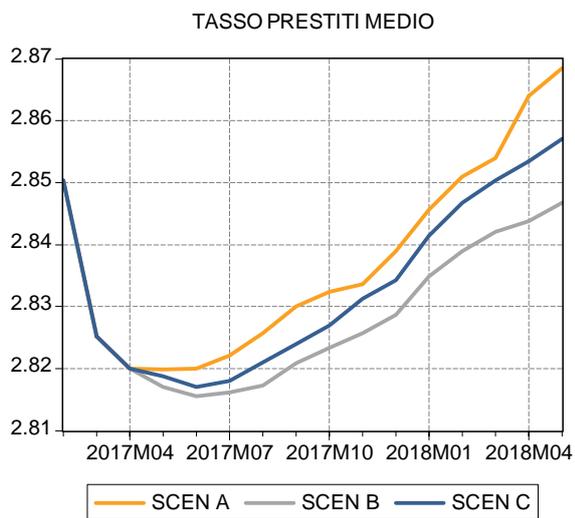
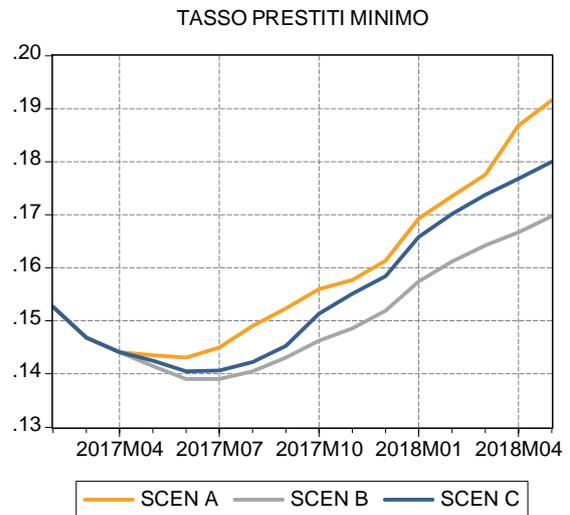
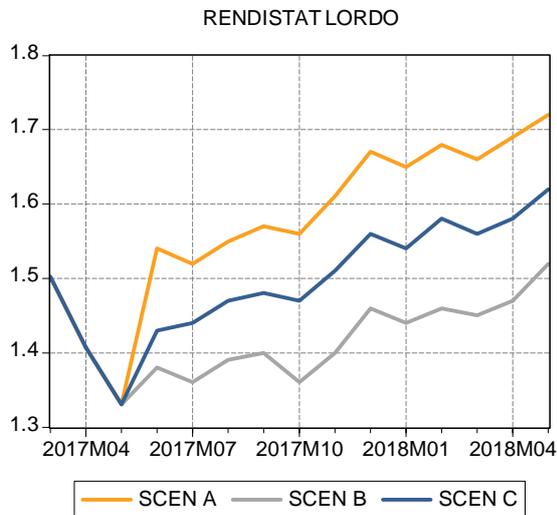
TASSI BANCARI

VOLUMI

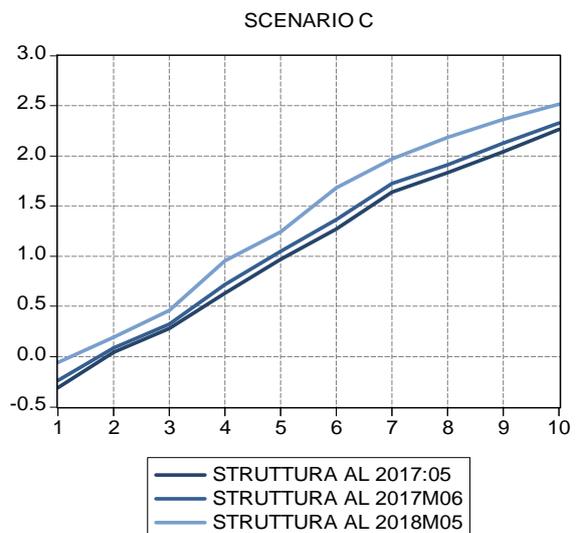
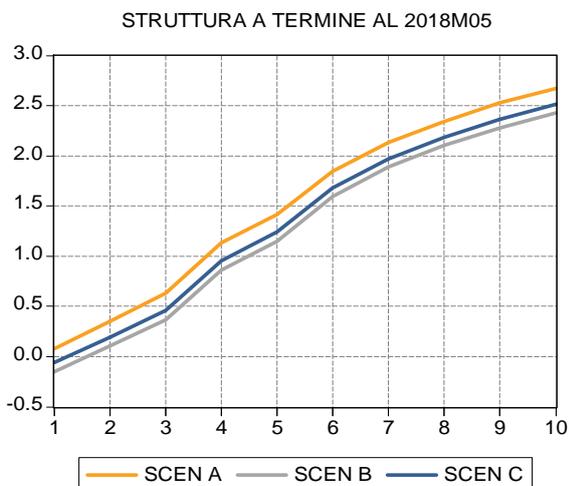
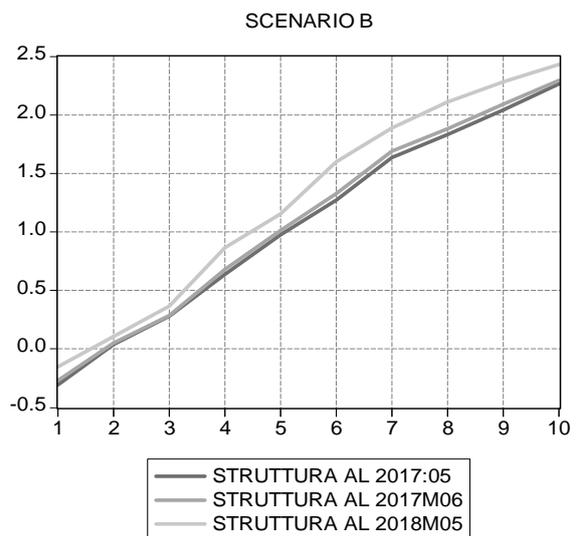
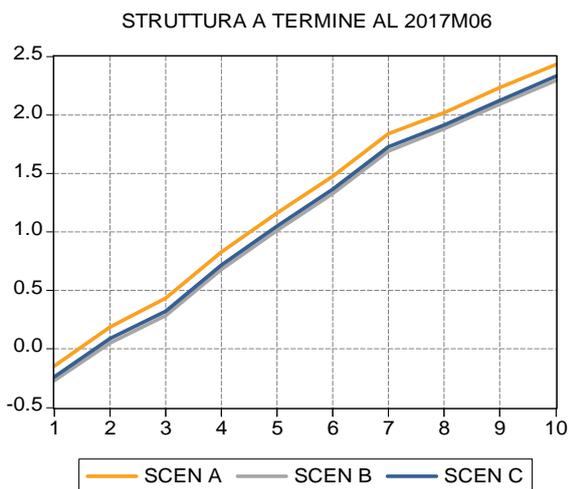
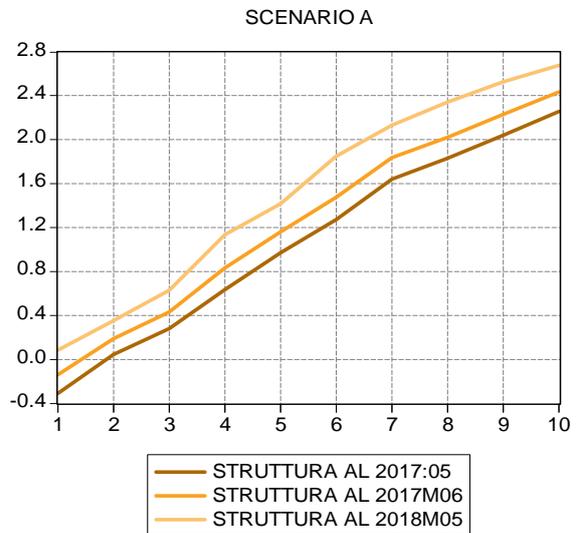
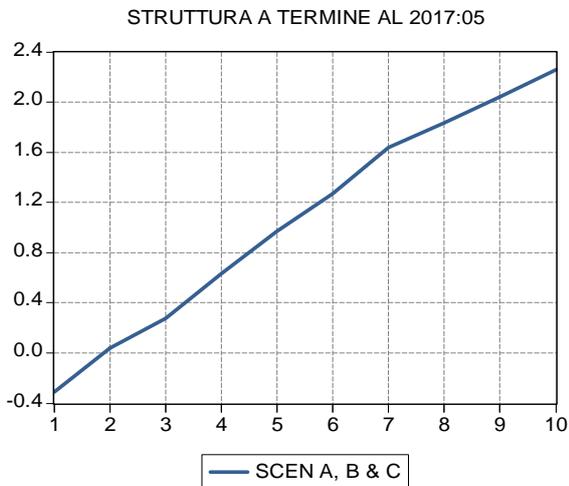
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



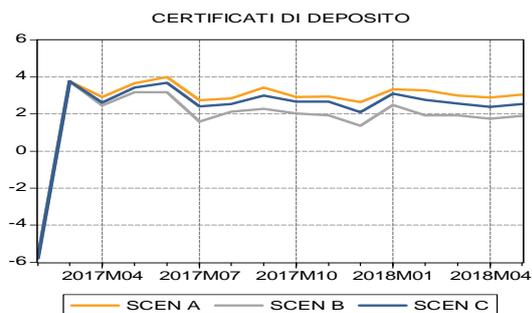
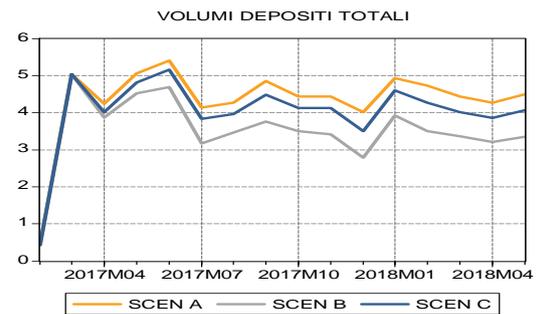
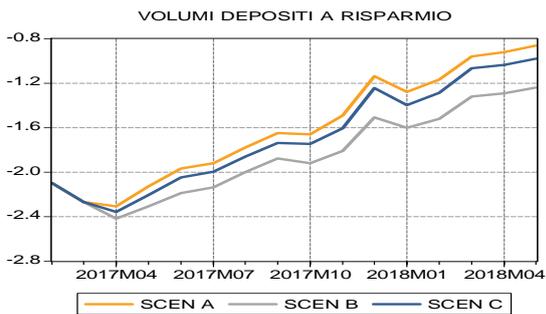
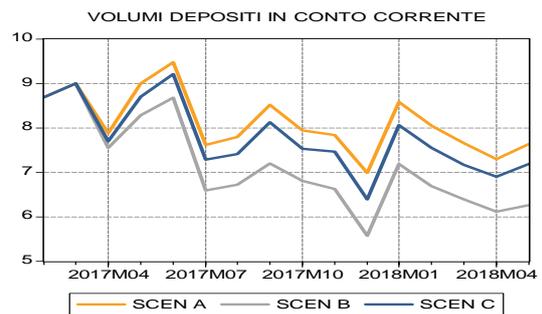
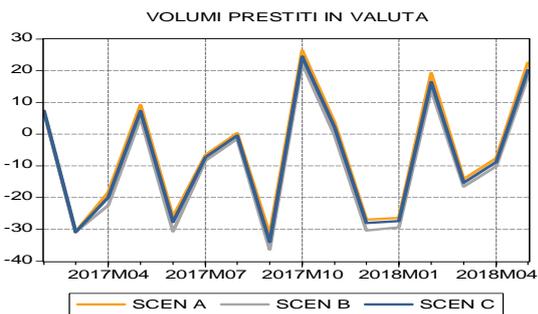
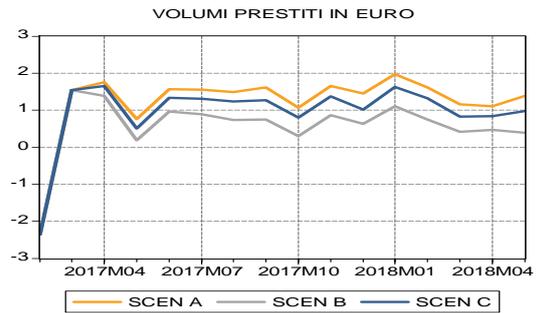
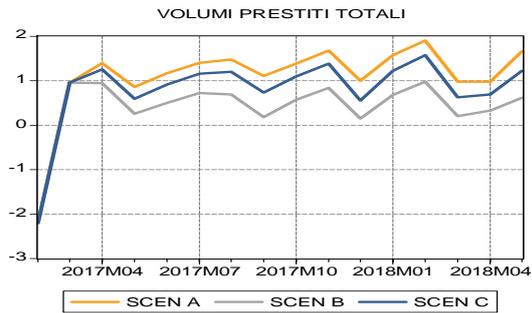
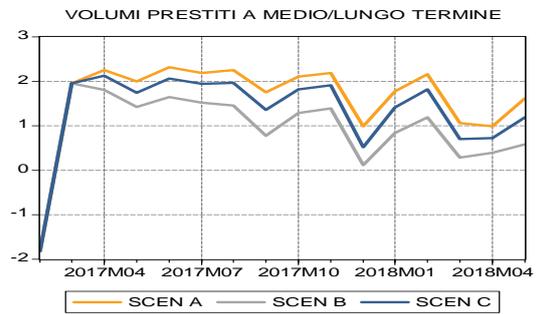
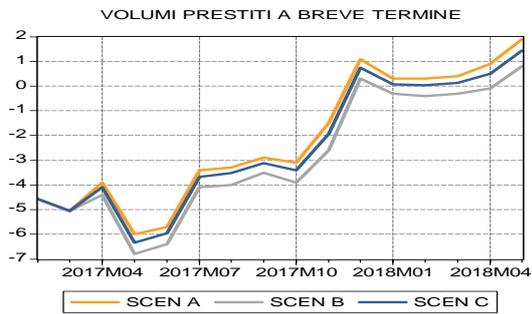
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



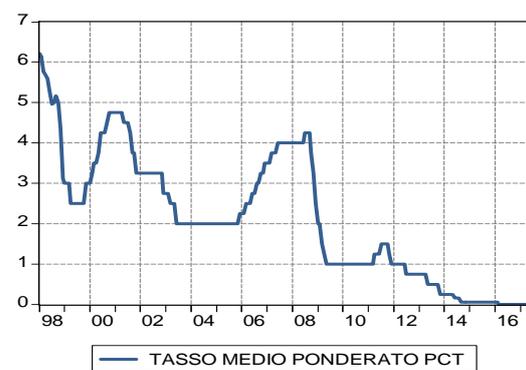
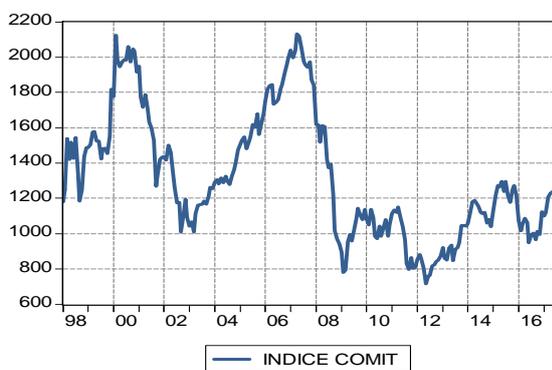
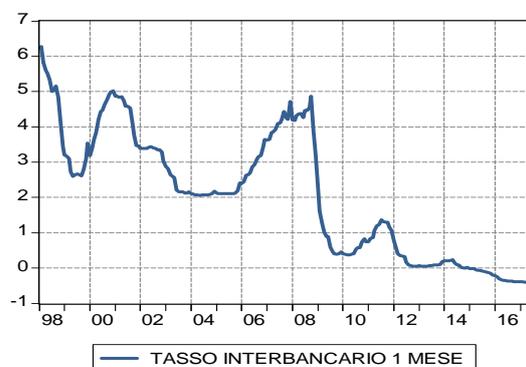
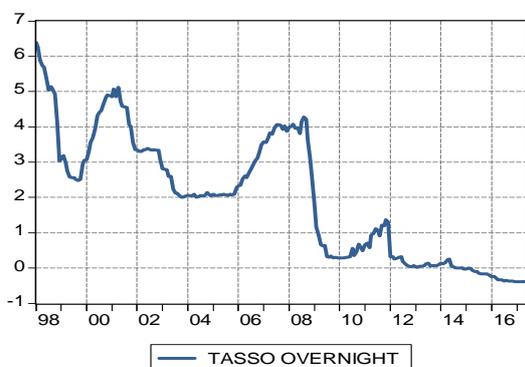
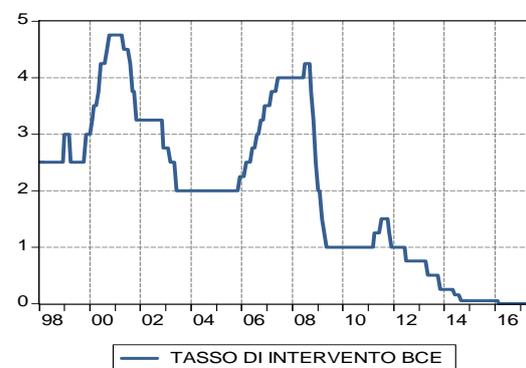
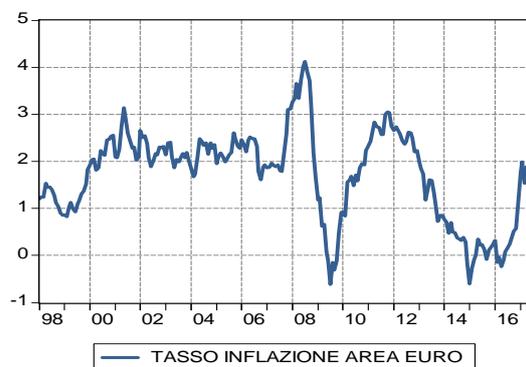
SCENARIO A	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	995	1124	1101	1121	1208	1228	1237	1252	1252	1257	1249	1248	1279	1299	1276	1287	1307	1281	1298
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.9	6.1	0.1	2.3	2.8	2.6	3.0	2.6	2.8	1.9	2.1	2.1	0.8	1.3	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.1	0.5	1.0	1.6	1.4	2.0	1.5	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8	1.7	1.4	1.6	1.4	1.6	1.2	1.5
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.38	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.33
T. Interb. 1m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36
T. Interb. 3m lett.	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.37	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32
T. Interb. 6m lett.	-0.22	-0.22	-0.24	-0.25	-0.25	-0.26	-0.27	-0.27	-0.26	-0.26	-0.26	-0.26	-0.26	-0.25	-0.25	-0.25	-0.23	-0.24	-0.23
T. Depositi medio	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	0.44	0.45	0.46	0.47	0.48	0.49	0.50
T. Prestiti medio	2.91	2.84	2.86	2.85	2.83	2.82	2.82	2.82	2.82	2.83	2.83	2.83	2.83	2.84	2.85	2.85	2.85	2.86	2.87
T.prest. medio - T.dep. medio	2.50	2.43	2.45	2.44	2.41	2.41	2.41	2.40	2.40	2.40	2.40	2.39	2.39	2.39	2.38	2.38	2.38	2.37	2.37
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.28	-0.35	-0.33	-0.34	-0.34	-0.36	-0.38	-0.26	-0.25	-0.24	-0.23	-0.25	-0.21	-0.15	-0.18	-0.14	-0.07	-0.09	-0.07
T. BOT comp. lordo 6m	-0.20	-0.32	-0.29	-0.30	-0.30	-0.33	-0.36	-0.20	-0.19	-0.18	-0.16	-0.19	-0.14	-0.08	-0.12	-0.07	-0.01	-0.03	-0.01
T. BOT comp. lordo 12m	-0.22	-0.20	-0.25	-0.25	-0.23	-0.24	-0.31	-0.14	-0.15	-0.13	-0.11	-0.14	-0.07	-0.01	-0.05	0.01	0.08	0.07	0.08
Rendistat lordo	1.26	1.17	1.21	1.48	1.50	1.41	1.33	1.54	1.52	1.55	1.57	1.56	1.61	1.67	1.65	1.68	1.66	1.69	1.72
Rendistat netto	1.10	1.02	1.06	1.30	1.31	1.23	1.16	1.35	1.33	1.36	1.37	1.37	1.41	1.46	1.44	1.47	1.45	1.48	1.51
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.46	0.10	0.34	0.39	0.41	0.35	0.28	0.43	0.42	0.41	0.42	0.40	0.45	0.52	0.48	0.55	0.62	0.60	0.63
Rend. BTP a 5 anni	0.91	0.66	1.02	0.96	1.11	1.07	0.97	1.16	1.17	1.18	1.20	1.17	1.23	1.29	1.27	1.34	1.40	1.38	1.42
Rend. BTP a 7 anni	1.46	1.28	1.68	1.65	1.72	1.72	1.64	1.83	1.85	1.87	1.89	1.88	1.94	2.01	1.99	2.06	2.12	2.10	2.13
Rend. BTP a 10 anni	2.01	1.85	2.30	2.13	2.34	2.32	2.26	2.43	2.44	2.45	2.47	2.45	2.49	2.56	2.54	2.60	2.66	2.64	2.68
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2324.188	2342.116	2314.596	2303.179	2376.479	2375.616	2347.031	2368.960	2351.276	2355.670	2360.53	2360.27	2363.23	2365.54	2350.94	2346.94	2399.53	2398.66	2385.76
Prestiti in euro	2288.245	2305.081	2281.923	2265.109	2347.032	2340.218	2317.006	2343.290	2311.146	2314.549	2336.048	2324.16	2326.001	2338.51	2326.88	2301.58	2374.26	2365.96	2348.98
Prestiti in valuta	35.943	37.035	32.673	38.070	29.447	35.399	30.025	25.669	40.129	41.121	24.487	36.106	37.234	27.032	24.058	45.362	25.273	32.700	36.776
Prestiti a breve	321.701	313.988	320.429	319.599	317.065	314.624	311.616	316.920	316.727	313.976	315.090	311.818	316.876	317.442	321.391	320.558	318.333	317.456	317.536
Prestiti a m / l	2002.487	2028.128	1994.166	1983.581	2059.415	2060.992	2035.416	2052.040	2034.549	2041.694	2045.444	2048.450	2046.358	2048.095	2029.544	2026.382	2081.198	2081.204	2068.221
Depositi totali	2251.824	2306.684	2281.563	2261.671	2369.782	2369.087	2353.613	2397.769	2358.560	2351.042	2376.612	2361.548	2351.579	2399.182	2394.272	2368.648	2474.763	2470.247	2459.526
Depositi in c / c	949.673	987.864	961.394	965.980	979.576	998.398	997.490	1003.994	1008.210	1000.729	1013.299	1025.187	1024.127	1056.817	1043.881	1043.741	1054.513	1071.181	1073.599
Depositi a risparmio	297.323	297.920	298.773	298.283	297.034	295.987	295.215	294.529	294.214	294.594	294.156	293.156	292.893	294.524	294.949	294.794	294.183	293.264	292.676
Certif. deposito	1004.827	1020.900	1021.396	997.408	1093.172	1074.702	1060.908	1099.246	1056.135	1055.719	1069.157	1043.206	1034.559	1047.841	1055.442	1030.113	1126.067	1105.802	1093.251
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	-0.52	0.38	-1.31	-2.21	0.95	1.39	0.86	1.16	1.40	1.47	1.10	1.38	1.68	1.00	1.57	1.90	0.97	0.97	1.65
Prestiti in euro	-0.87	0.75	-1.10	-2.36	1.54	1.76	0.76	1.57	1.55	1.49	1.61	1.07	1.65	1.45	1.97	1.61	1.16	1.10	1.38
Prestiti in valuta	28.48	-18.31	-13.58	7.26	-30.78	-18.26	9.23	-26.08	-6.55	0.36	-31.63	26.32	3.59	-27.01	-26.37	19.15	-14.17	-7.62	22.49
Prestiti a breve	-6.84	-7.01	-4.36	-4.57	-5.06	-3.90	-6.00	-5.70	-3.40	-3.30	-2.90	-3.10	-1.50	1.10	0.30	0.30	0.40	0.90	1.90
Prestiti a m / l	0.58	1.63	-0.80	-1.82	1.95	2.25	2.00	2.31	2.19	2.25	1.75	2.10	2.19	0.98	1.77	2.16	1.06	0.98	1.61
Depositi totali	3.21	4.87	2.66	0.42	5.04	4.24	5.06	5.41	4.14	4.27	4.86	4.43	4.43	4.01	4.94	4.73	4.43	4.27	4.50
Depositi in c / c	9.76	10.78	8.13	8.69	8.99	7.88	9.00	9.47	7.61	7.79	8.52	7.94	7.84	6.98	8.58	8.05	7.65	7.29	7.63
Depositi a risparmio	-0.52	-1.04	-1.74	-2.10	-2.27	-2.31	-2.13	-1.97	-1.92	-1.78	-1.65	-1.66	-1.49	-1.14	-1.28	-1.17	-0.96	-0.92	-0.86
Certif. deposito	-1.27	1.39	-0.75	-5.79	3.78	2.91	3.66	3.99	2.75	2.85	3.44	2.93	2.96	2.64	3.33	3.28	3.01	2.89	3.05

SCENARIO B	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	18 5
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)	995	1124	1101	1121	1208	1228	1237	1199	1202	1197	1180	1159	1188	1202	1155	1169	1146	1150	1191
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.9	6.1	0.1	2.3	2.8	2.3	2.6	1.9	2.0	0.9	1.3	1.3	-0.3	0.4	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.1	0.5	1.0	1.6	1.4	2.0	1.5	1.4	1.3	1.3	1.4	1.3	1.1	0.9	1.1	1.0	0.9	0.6	0.9
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36
T. Interb. 1m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38
T. Interb. 3m lett.	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35
T. Interb. 6m lett.	-0.22	-0.22	-0.24	-0.25	-0.25	-0.26	-0.27	-0.27	-0.27	-0.27	-0.27	-0.27	-0.27	-0.26	-0.26	-0.26	-0.26	-0.26	-0.26
T. Depositi medio	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.44	0.45	0.46	0.46	0.47
T. Prestiti medio	2.91	2.84	2.86	2.85	2.83	2.82	2.82	2.82	2.82	2.82	2.82	2.82	2.83	2.83	2.84	2.84	2.84	2.84	2.85
T.prest. medio - T.dep. medio	2.50	2.43	2.45	2.44	2.41	2.41	2.41	2.41	2.41	2.41	2.40	2.40	2.40	2.40	2.39	2.39	2.39	2.39	2.38
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.28	-0.35	-0.33	-0.34	-0.34	-0.36	-0.38	-0.36	-0.37	-0.35	-0.34	-0.36	-0.33	-0.29	-0.31	-0.28	-0.30	-0.28	-0.24
T. BOT comp. lordo 6m	-0.20	-0.32	-0.29	-0.30	-0.30	-0.33	-0.36	-0.33	-0.34	-0.32	-0.30	-0.33	-0.29	-0.25	-0.28	-0.24	-0.27	-0.24	-0.20
T. BOT comp. lordo 12m	-0.22	-0.20	-0.25	-0.25	-0.23	-0.24	-0.31	-0.27	-0.29	-0.25	-0.25	-0.27	-0.24	-0.21	-0.22	-0.20	-0.22	-0.19	-0.15
Rendistat lordo	1.26	1.17	1.21	1.48	1.50	1.41	1.33	1.38	1.36	1.39	1.40	1.36	1.40	1.46	1.44	1.46	1.45	1.47	1.52
Rendistat netto	1.10	1.02	1.06	1.30	1.31	1.23	1.16	1.21	1.19	1.22	1.23	1.19	1.23	1.28	1.26	1.28	1.27	1.29	1.33
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.46	0.10	0.34	0.39	0.41	0.35	0.28	0.29	0.26	0.28	0.28	0.26	0.28	0.32	0.30	0.32	0.30	0.33	0.37
Rend. BTP a 5 anni	0.91	0.66	1.02	0.96	1.11	1.07	0.97	1.01	1.00	1.04	1.05	1.03	1.07	1.10	1.09	1.10	1.09	1.12	1.15
Rend. BTP a 7 anni	1.46	1.28	1.68	1.65	1.72	1.72	1.64	1.69	1.69	1.74	1.76	1.74	1.79	1.83	1.81	1.83	1.82	1.86	1.89
Rend. BTP a 10 anni	2.01	1.85	2.30	2.13	2.34	2.32	2.26	2.29	2.28	2.32	2.33	2.31	2.34	2.38	2.37	2.38	2.37	2.40	2.43
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2324.188	2342.116	2314.596	2303.179	2376.479	2365.073	2332.837	2353.270	2335.508	2337.562	2339.05	2341.41	2343.71	2345.40	2330.34	2325.52	2381.23	2372.64	2347.07
Prestiti in euro	2288.245	2305.081	2281.923	2265.109	2347.032	2331.479	2303.899	2329.217	2296.125	2297.216	2316.276	2306.46	2307.924	2319.60	2307.25	2282.10	2356.65	2342.44	2312.88
Prestiti in valuta	35.943	37.035	32.673	38.070	29.447	33.594	28.937	24.052	39.382	40.346	22.778	34.954	35.787	25.792	23.083	43.423	24.577	30.204	34.183
Prestiti a breve	321.701	313.988	320.429	319.599	317.065	312.987	308.964	314.568	314.432	311.703	313.143	309.243	313.337	314.930	319.468	318.320	316.113	312.674	311.435
Prestiti a m / l	2002.487	2028.128	1994.166	1983.581	2059.415	2052.085	2023.873	2038.702	2021.076	2025.859	2025.911	2032.166	2030.374	2030.465	2010.867	2007.200	2065.119	2059.966	2035.631
Depositi totali	2251.824	2306.684	2281.563	2261.671	2369.782	2360.905	2341.516	2381.391	2336.591	2333.004	2351.681	2340.744	2328.611	2371.041	2371.229	2341.055	2449.644	2436.690	2419.957
Depositi in c / c	949.673	987.864	961.394	965.980	979.576	995.344	990.902	996.748	998.654	990.795	1000.973	1014.359	1012.541	1042.889	1030.518	1030.604	1042.171	1056.159	1052.932
Depositi a risparmio	297.323	297.920	298.773	298.283	297.034	295.654	294.672	293.868	293.555	293.934	293.468	292.381	291.942	293.421	293.993	293.750	293.113	291.840	291.018
Certif. deposito	1004.827	1020.900	1021.396	997.408	1093.172	1069.908	1055.942	1090.775	1044.383	1048.275	1057.239	1034.004	1024.128	1034.731	1046.718	1016.702	1114.360	1088.691	1076.007
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	-0.52	0.38	-1.31	-2.21	0.95	0.94	0.25	0.49	0.72	0.69	0.18	0.57	0.84	0.14	0.68	0.97	0.20	0.32	0.61
Prestiti in euro	-0.87	0.75	-1.10	-2.36	1.54	1.38	0.19	0.96	0.89	0.73	0.75	0.30	0.86	0.63	1.11	0.75	0.41	0.47	0.39
Prestiti in valuta	28.48	-18.31	-13.58	7.26	-30.78	-22.43	5.27	-30.74	-8.29	-1.54	-36.41	22.29	-0.43	-30.36	-29.35	14.06	-16.54	-10.09	18.13
Prestiti a breve	-6.84	-7.01	-4.36	-4.57	-5.06	-4.40	-6.80	-6.40	-4.10	-4.00	-3.50	-3.90	-2.60	0.30	-0.30	-0.40	-0.30	-0.10	0.80
Prestiti a m / l	0.58	1.63	-0.80	-1.82	1.95	1.81	1.42	1.64	1.51	1.45	0.77	1.29	1.39	0.12	0.84	1.19	0.28	0.38	0.58
Depositi totali	3.21	4.87	2.66	0.42	5.04	3.88	4.52	4.69	3.17	3.47	3.76	3.51	3.41	2.79	3.93	3.51	3.37	3.21	3.35
Depositi in c / c	9.76	10.78	8.13	8.69	8.99	7.55	8.28	8.68	6.59	6.72	7.20	6.80	6.62	5.57	7.19	6.69	6.39	6.11	6.26
Depositi a risparmio	-0.52	-1.04	-1.74	-2.10	-2.27	-2.42	-2.31	-2.19	-2.14	-2.00	-1.88	-1.92	-1.81	-1.51	-1.60	-1.52	-1.32	-1.29	-1.24
Certif. deposito	-1.27	1.39	-0.75	-5.79	3.78	2.46	3.17	3.18	1.60	2.13	2.28	2.02	1.92	1.35	2.48	1.93	1.94	1.76	1.90

SCENARIO C	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	18 5
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)	995	1124	1101	1121	1208	1228	1237	1221	1229	1228	1220	1217	1255	1275	1236	1256	1234	1248	1260
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.9	6.1	0.1	2.3	2.8	2.5	2.8	2.3	2.6	1.6	1.9	1.9	0.4	1.0	0.7	0.9	1.0	0.9	1.0
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.1	0.5	1.0	1.6	1.4	2.0	1.5	1.4	1.5	1.5	1.7	1.6	1.5	1.2	1.3	1.2	1.3	0.9	1.2
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.35	-0.36	-0.35	-0.36	-0.35	-0.35
T. Interb. 1m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37
T. Interb. 3m lett.	-0.33	-0.33	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.35	-0.36	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.33
T. Interb. 6m lett.	-0.22	-0.22	-0.24	-0.25	-0.25	-0.26	-0.27	-0.27	-0.27	-0.27	-0.26	-0.26	-0.26	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25	-0.24
T. Depositi medio	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	0.46	0.46	0.47	0.48	0.48
T. Prestiti medio	2.91	2.84	2.86	2.85	2.83	2.82	2.82	2.82	2.82	2.82	2.83	2.83	2.83	2.83	2.84	2.85	2.85	2.85	2.86
T.prest. medio - T.dep. medio	2.50	2.43	2.45	2.44	2.41	2.41	2.41	2.41	2.41	2.41	2.40	2.40	2.40	2.39	2.39	2.38	2.38	2.38	2.37
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.28	-0.35	-0.33	-0.34	-0.34	-0.36	-0.38	-0.34	-0.33	-0.31	-0.28	-0.29	-0.27	-0.22	-0.23	-0.21	-0.23	-0.21	-0.17
T. BOT comp. lordo 6m	-0.20	-0.32	-0.29	-0.30	-0.30	-0.33	-0.36	-0.30	-0.28	-0.26	-0.23	-0.25	-0.22	-0.18	-0.19	-0.16	-0.19	-0.16	-0.13
T. BOT comp. lordo 12m	-0.22	-0.20	-0.25	-0.25	-0.23	-0.24	-0.31	-0.24	-0.21	-0.19	-0.16	-0.18	-0.15	-0.10	-0.13	-0.10	-0.12	-0.09	-0.06
Rendistat lordo	1.26	1.17	1.21	1.48	1.50	1.41	1.33	1.43	1.44	1.47	1.48	1.47	1.51	1.56	1.54	1.58	1.56	1.58	1.62
Rendistat netto	1.10	1.02	1.06	1.30	1.31	1.23	1.16	1.25	1.26	1.29	1.30	1.29	1.32	1.37	1.35	1.38	1.37	1.38	1.42
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.46	0.10	0.34	0.39	0.41	0.35	0.28	0.32	0.33	0.34	0.36	0.34	0.37	0.41	0.39	0.41	0.40	0.43	0.46
Rend. BTP a 5 anni	0.91	0.66	1.02	0.96	1.11	1.07	0.97	1.05	1.08	1.10	1.13	1.11	1.14	1.19	1.17	1.19	1.19	1.21	1.24
Rend. BTP a 7 anni	1.46	1.28	1.68	1.65	1.72	1.72	1.64	1.73	1.76	1.80	1.83	1.82	1.86	1.90	1.89	1.91	1.91	1.94	1.97
Rend. BTP a 10 anni	2.01	1.85	2.30	2.13	2.34	2.32	2.26	2.33	2.35	2.38	2.40	2.39	2.42	2.46	2.44	2.46	2.46	2.48	2.51
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2324.188	2342.116	2314.596	2303.179	2376.479	2372.336	2340.748	2363.105	2345.479	2349.402	2351.90	2353.52	2356.26	2355.00	2342.83	2339.34	2391.21	2388.71	2369.31
Prestiti in euro	2288.245	2305.081	2281.923	2265.109	2347.032	2337.688	2311.258	2337.984	2305.684	2308.619	2328.231	2317.95	2319.594	2328.36	2319.12	2295.01	2366.28	2357.09	2333.91
Prestiti in valuta	35.943	37.035	32.673	38.070	29.447	34.648	29.491	25.121	39.795	40.783	23.665	35.563	36.668	26.635	23.716	44.330	24.936	31.614	35.398
Prestiti a breve	321.701	313.988	320.429	319.599	317.065	313.968	310.460	316.041	315.836	313.263	314.348	310.841	315.456	316.323	320.655	319.734	317.493	315.551	314.910
Prestiti a m / l	2002.487	2028.128	1994.166	1983.581	2059.415	2058.368	2030.288	2047.064	2029.643	2036.139	2037.548	2042.675	2040.805	2038.675	2022.179	2019.606	2073.721	2073.154	2054.396
Depositi totali	2251.824	2306.684	2281.563	2261.671	2369.782	2364.087	2348.237	2392.083	2351.765	2344.052	2368.226	2354.764	2344.824	2387.649	2386.515	2358.244	2464.810	2455.341	2443.810
Depositi in c / c	949.673	987.864	961.394	965.980	979.576	996.721	994.731	1001.624	1005.157	997.201	1009.580	1021.299	1020.546	1050.944	1038.870	1038.848	1049.789	1065.445	1066.211
Depositi a risparmio	297.323	297.920	298.773	298.283	297.034	295.842	294.982	294.288	293.981	294.344	293.897	292.894	292.546	294.212	294.595	294.444	293.862	292.776	292.091
Certif. deposito	1004.827	1020.900	1021.396	997.408	1093.172	1071.524	1058.524	1096.170	1052.628	1052.508	1064.749	1040.571	1031.732	1042.493	1053.050	1024.952	1121.159	1097.120	1085.508
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	-0.52	0.38	-1.31	-2.21	0.95	1.25	0.59	0.91	1.15	1.20	0.73	1.09	1.38	0.55	1.22	1.57	0.62	0.69	1.22
Prestiti in euro	-0.87	0.75	-1.10	-2.36	1.54	1.65	0.51	1.34	1.31	1.23	1.27	0.80	1.37	1.01	1.63	1.32	0.82	0.83	0.98
Prestiti in valuta	28.48	-18.31	-13.58	7.26	-30.78	-19.99	7.28	-27.66	-7.33	-0.47	-33.93	24.42	2.02	-28.08	-27.42	16.44	-15.32	-8.76	20.03
Prestiti a breve	-6.84	-7.01	-4.36	-4.57	-5.06	-4.10	-6.35	-5.96	-3.67	-3.52	-3.13	-3.40	-1.94	0.74	0.07	0.04	0.13	0.50	1.43
Prestiti a m / l	0.58	1.63	-0.80	-1.82	1.95	2.12	1.74	2.06	1.94	1.97	1.35	1.81	1.91	0.52	1.40	1.82	0.69	0.72	1.19
Depositi totali	3.21	4.87	2.66	0.42	5.04	4.02	4.82	5.16	3.84	3.96	4.49	4.13	4.13	3.51	4.60	4.27	4.01	3.86	4.07
Depositi in c / c	9.76	10.78	8.13	8.69	8.99	7.70	8.70	9.21	7.28	7.41	8.12	7.53	7.46	6.39	8.06	7.54	7.17	6.90	7.19
Depositi a risparmio	-0.52	-1.04	-1.74	-2.10	-2.27	-2.36	-2.21	-2.05	-2.00	-1.86	-1.74	-1.75	-1.61	-1.24	-1.40	-1.29	-1.07	-1.04	-0.98
Certif. deposito	-1.27	1.39	-0.75	-5.79	3.78	2.61	3.42	3.69	2.40	2.54	3.01	2.67	2.68	2.12	3.10	2.76	2.56	2.39	2.55

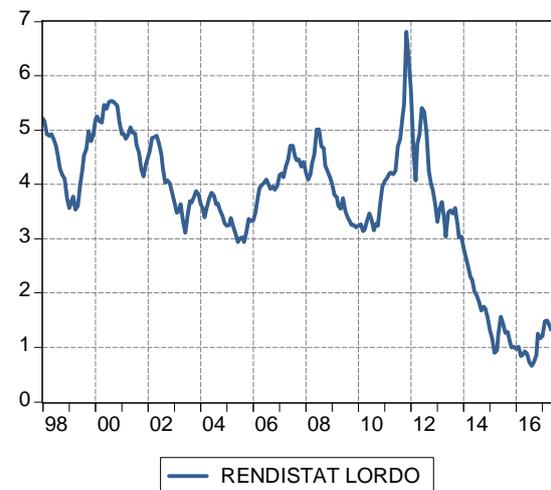
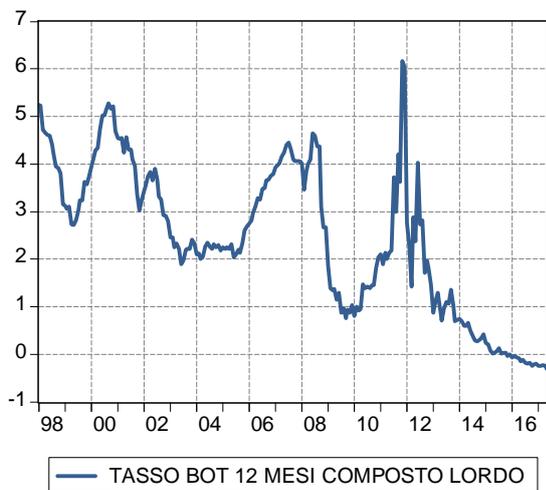
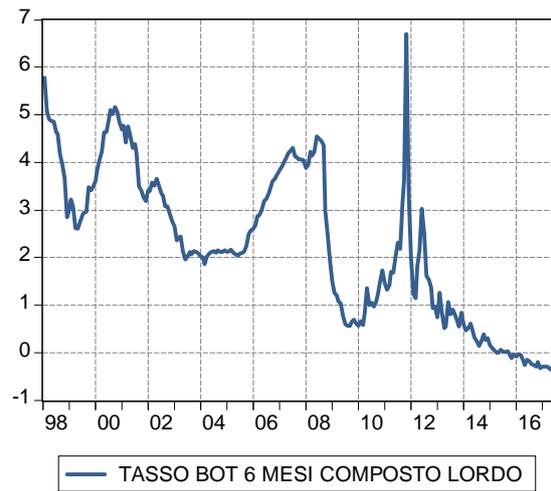
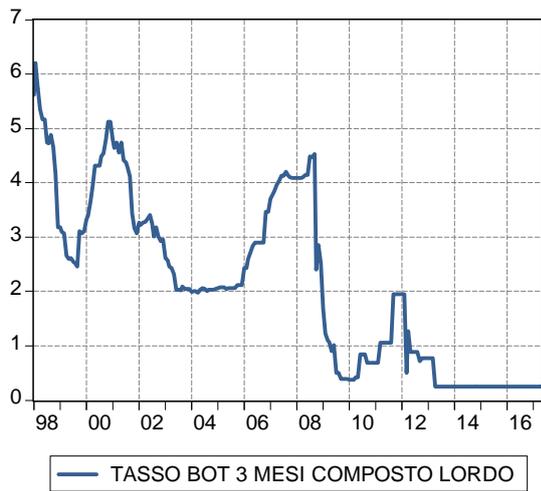
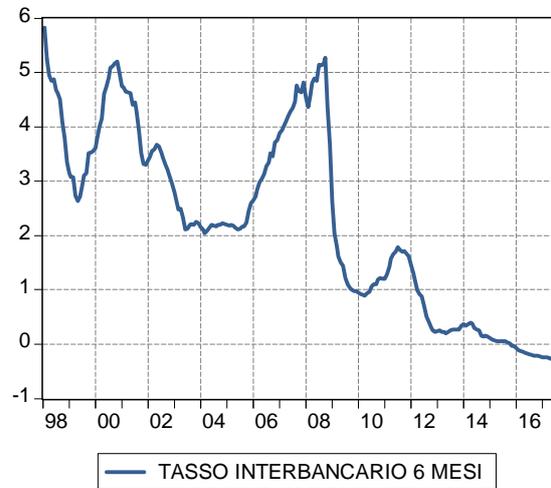
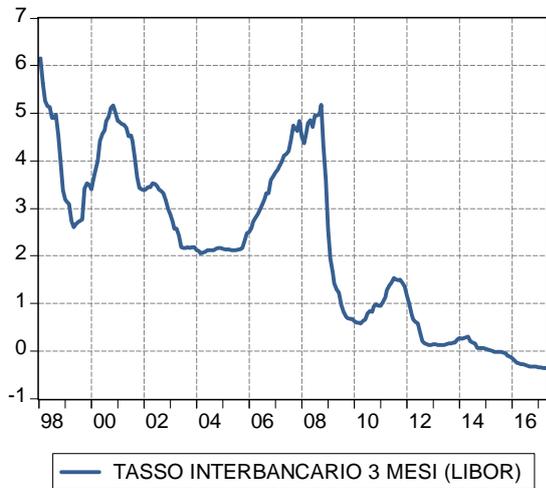
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



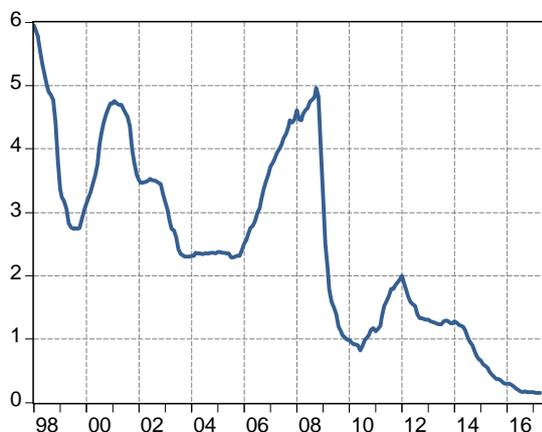
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili

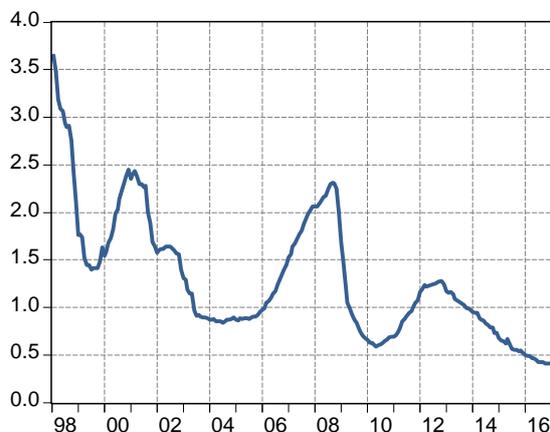


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

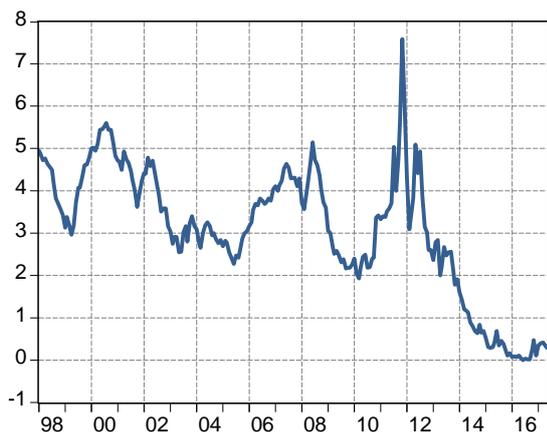
Dati mensili



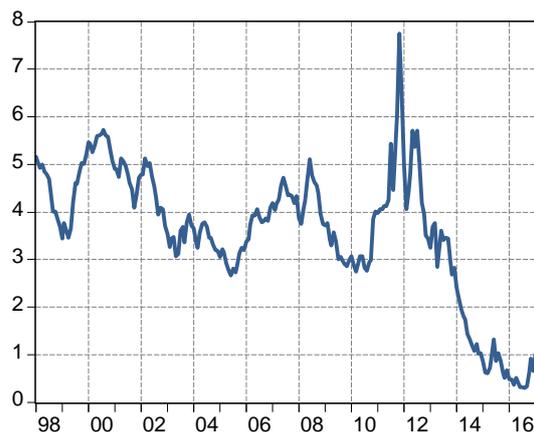
TASSO PRESTITI MINIMO



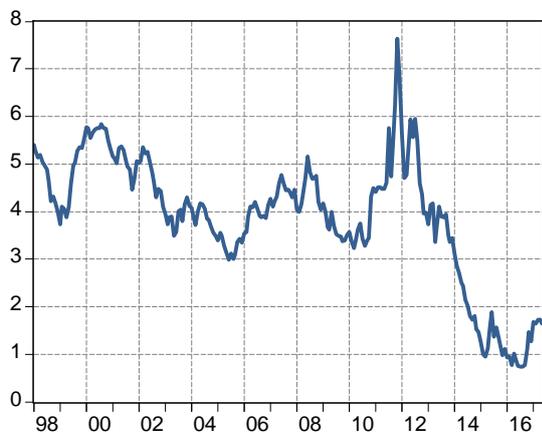
TASSO DEPOSITI MEDIO



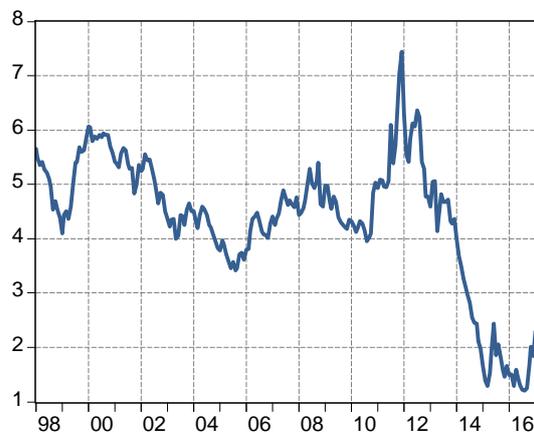
RENDIMENTO A 3 ANNI



RENDIMENTO A 5 ANNI



RENDIMENTO A 7 ANNI



RENDIMENTO A 10 ANNI

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

