

MEFIM

MODELLO
ECONOMETRICO
FINANZIARIO
INTERNAZIONALE
MENSILE

Luglio 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 giugno 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

Giugno è stato caratterizzato 1) da rendimenti in calo a livello generalizzato, sia in Area Euro sia in USA, nelle prime tre settimane per poi invertire la tendenza sul finire del mese; 2) da un indebolimento del dollaro a 1.14 nei confronti dell'euro e 3) da qualche scricchiolio nei corsi azionari del settore tecnologico, giudicati troppo sopravvalutati dal Presidente della Fed, Janet Yellen. Tutto ciò è stato dettato dall'atteggiamento delle due principali Banche Centrali. Sulla prima parte di giugno ha influito la decisione della Fed di aumentare i tassi di riferimento di 25 punti base a 1-1.25%. È stato un voto di fiducia all'economia e una sorpresa da falco da parte di Janet Yellen, perché, se è vero che il rialzo riflette il progresso sul mercato del lavoro, al di sotto del pieno impiego, dall'altro contrasta con uno scenario di

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

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

obiettivo temporale né una dimensione della correzione del bilancio, tuttavia si devono tenere in considerazione gli inevitabili effetti restrittivi di tale programma.

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

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

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

GLI ULTIMI DATI

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

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

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

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

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

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

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

Anche nel mese di maggio la debolezza dei consumi si è riflessa sull'inflazione che si è nuovamente ridimensionata: l'indice dei prezzi PCE (*Personal Consumption*

USA

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

Expenditures) ha subito una contrazione di -0.1% m/m, portando il tendenziale a +1.4% a/a da +1.7% a/a di aprile. A febbraio era al di sopra dell'obiettivo della Fed del 2%. Anche il *core*, che esclude le componenti più volatili di energia ed alimentari, ha seguito la stessa dinamica, attestandosi a +1.4% a/a da +1.5% a/a del mese precedente. A febbraio era a +1.8% a/a. **La forza del mercato del lavoro probabilmente spingerà sull'inflazione nei prossimi mesi, ma non riteniamo che la dinamica possa rivelarsi intensa, dato il calo del prezzo del petrolio registrato a giugno e l'aspettativa che difficilmente possa riprendere quota al di sopra dei 50 dollari per barile.** I salari orari hanno mantenuto il passo tendenziale di aprile restando a +2.5% a/a.

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

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

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

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

Dal punto di vista della fiducia, i produttori risultano più scettici sul futuro, mentre i consumatori sono un po' più ottimisti: il PMI manifatturiero di maggio è sceso a quota 52 da 53.1 del mese precedente (quest'ultimo rivisto da 52). Va comunque valutata positivamente la revisione al rialzo del dato di aprile e la distanza ancora significativa

GIAPPONE

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

dell'indice dalla soglia dei 50 punti che indica lo spartiacque tra la zona di espansione (al di sopra) da quella di contrazione dell'attività (al di sotto). Dall'altro lato, l'indice di fiducia dei consumatori ha registrato solo un lieve rialzo a 43.6 da 43.2.

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

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

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

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

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

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

In Germania, non ci sono nuove informazioni dai dati trimestrali rispetto al mese precedente, va ribadita, pertanto, la forza del ciclo economico tedesco, che si conferma locomotiva dell'Eurozona con una crescita congiunturale del PIL nel primo trimestre

AREA EURO

Prosegue la ripresa, ma senza pressioni inflazionistiche

Germania

dell'anno in corso di +0.6% t/t e +1.7% a/a a livello tendenziale. Il canale estero traina la ripresa e, sul fronte della domanda interna, sono gli investimenti fissi a contribuire maggiormente.

I nuovi dati mensili, rilevanti per valutare il proseguimento della ripresa anche nel secondo trimestre ancora non noto, danno indicazioni positive. In aprile, la produzione industriale è aumentata di +0.8% m/m, ben oltre l'aspettativa di +0.5% m/m; inoltre, il dato di marzo è stato rivisto al rialzo a -0.1% m/m da -0.4%. Le costruzioni hanno segnato il passo con un -0.1% m/m, ma va interpretato in modo fisiologico dopo il brillante +0.9% m/m di marzo (rivisto da +1.5%) e quasi un +10% di febbraio. Qualche incertezza emerge dagli ordini nel settore manifatturiero con un -2.1% m/m, dopo un +1.1% di marzo e +3.5% di febbraio, tuttavia ciò dovrebbe essere superato dai prossimi dati, dal momento che, a giugno, l'indice di fiducia IFO ha raggiunto il massimo storico di 115.1 da 114.6 del mese precedente (era a 113 ad aprile). Buone le indicazioni anche dal lato dei consumi, perché a maggio le vendite al dettaglio sono aumentate di +0.5% m/m, oltre le aspettative di +0.3% m/m e in controtendenza rispetto al -0.2% di aprile. La forza dell'economia tedesca poggia, in ogni caso, su basi solide grazie alle buone condizioni del mercato del lavoro che a giugno ha confermato un tasso di disoccupazione a +5.7%.

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

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

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

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

Francia

Italia

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).

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

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

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

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

GLI SCENARI

A (30%)

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

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

B (10%)

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

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

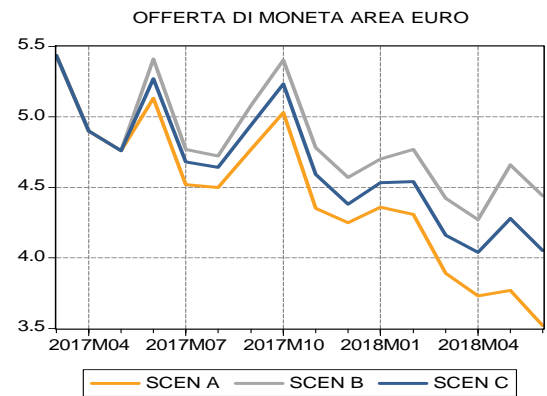
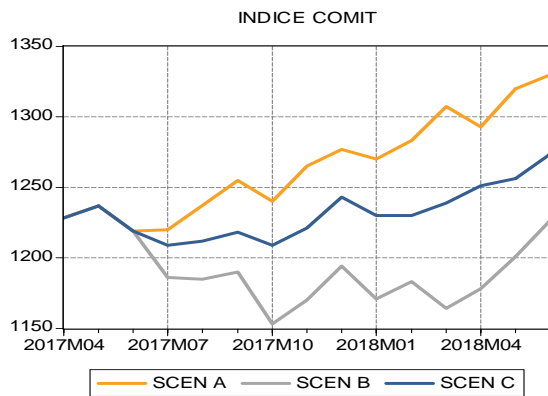
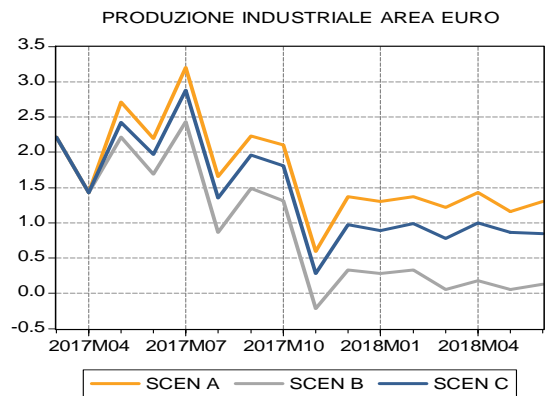
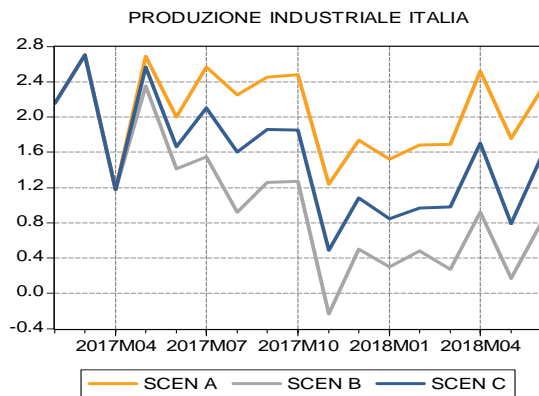
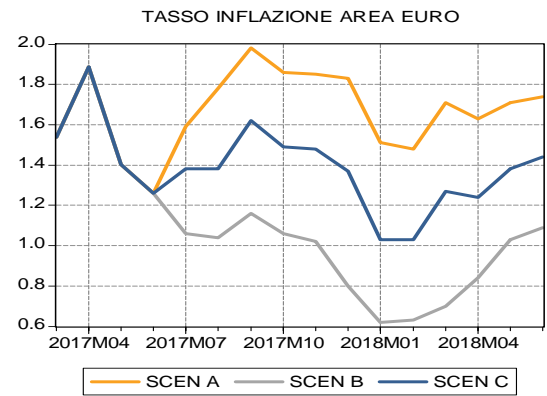
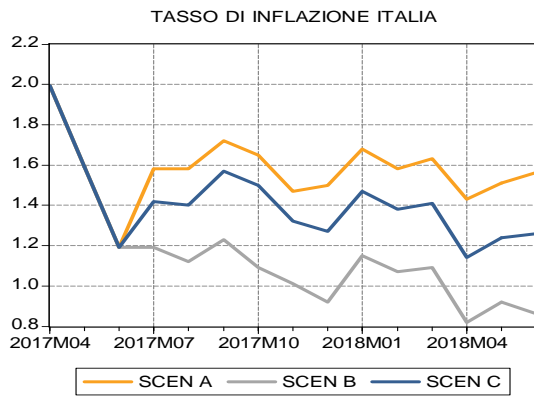
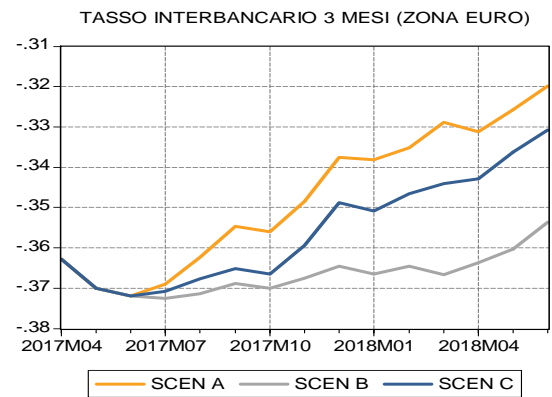
C (60%)

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

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

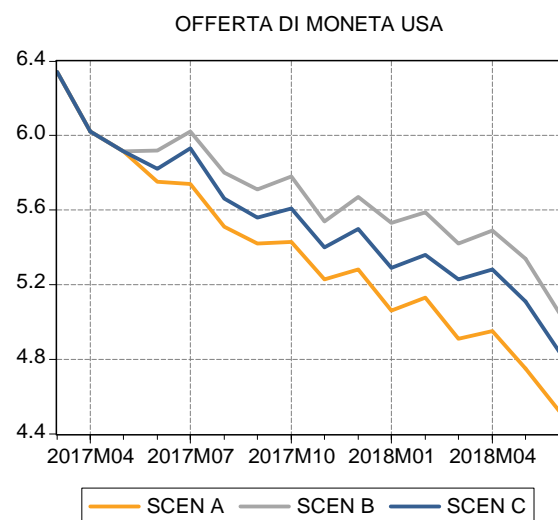
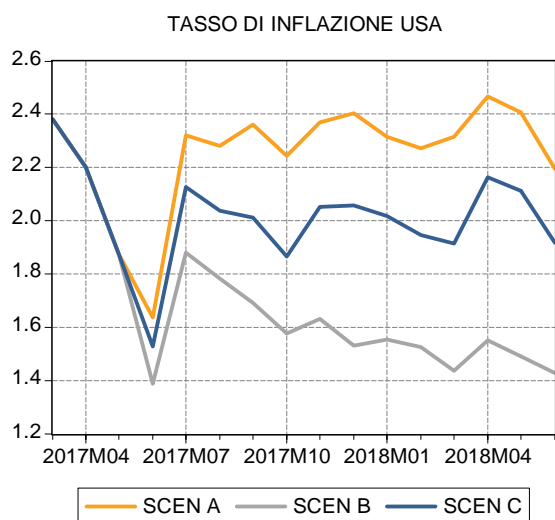
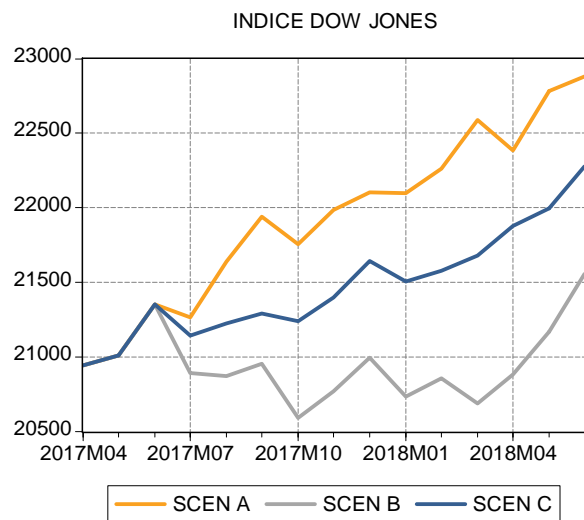
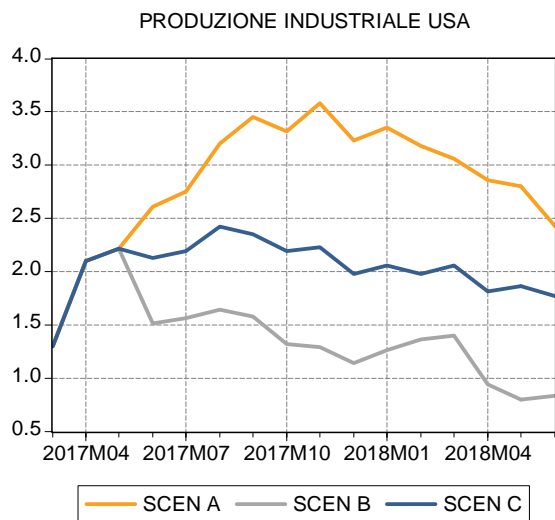
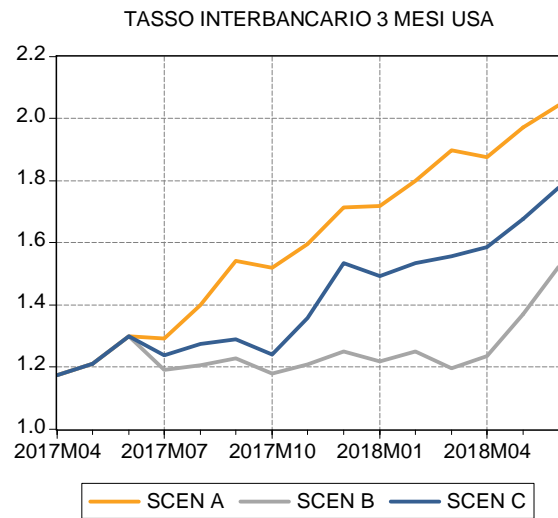
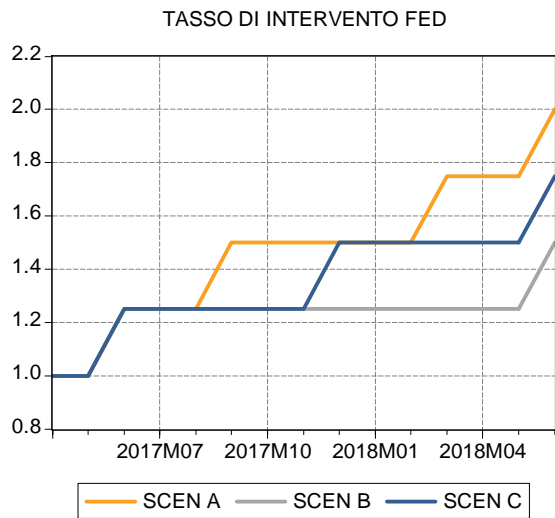
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

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

TASSI INTERBANCARI

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

STRUTTURA A TERMINE

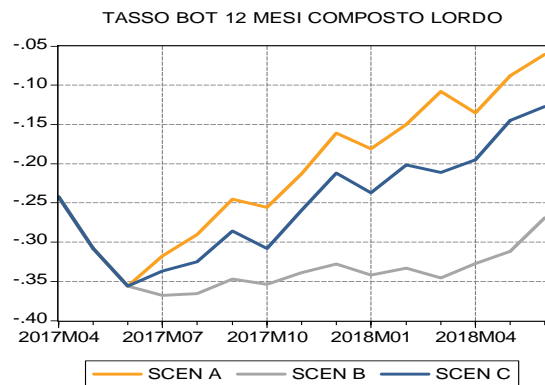
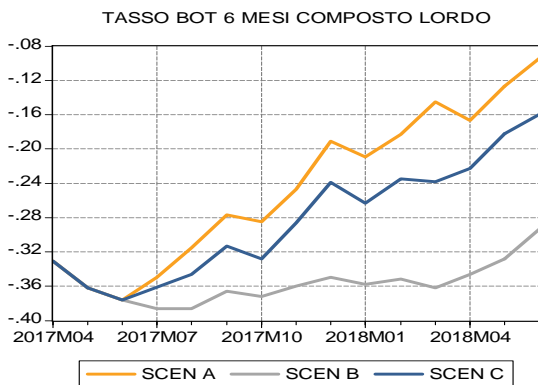
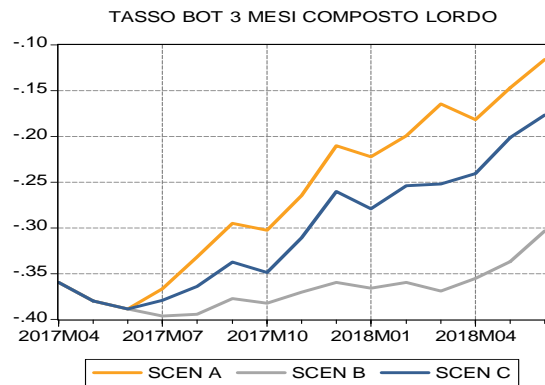
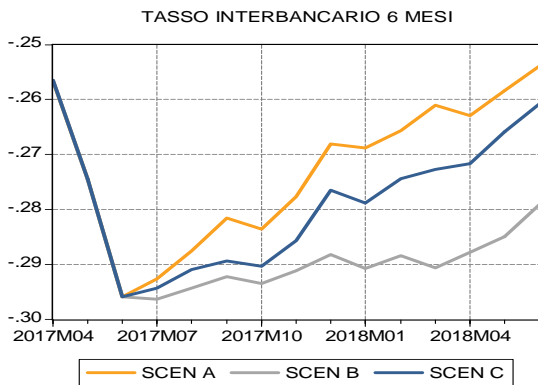
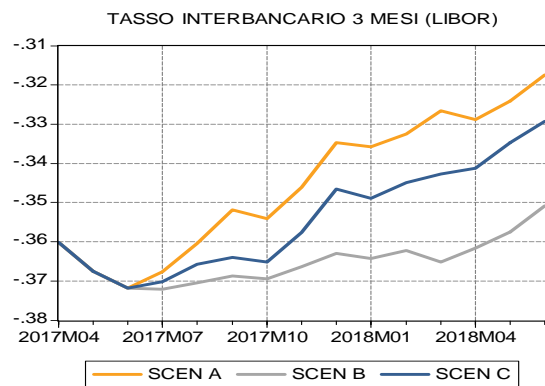
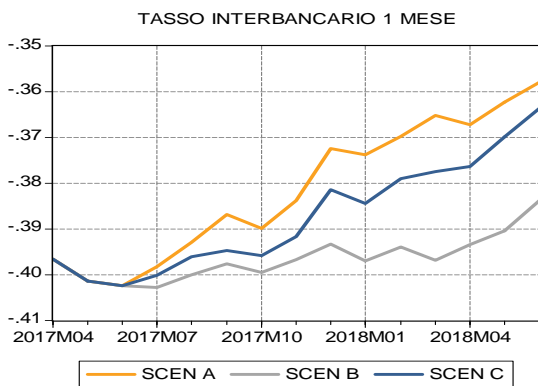
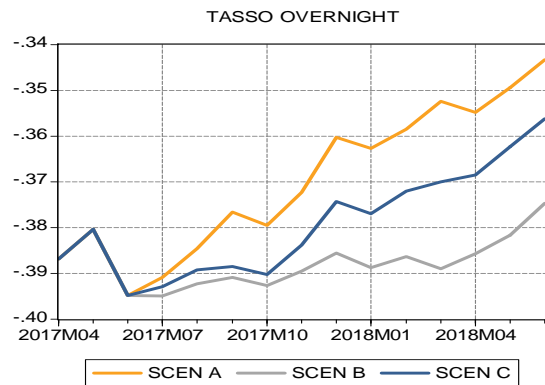
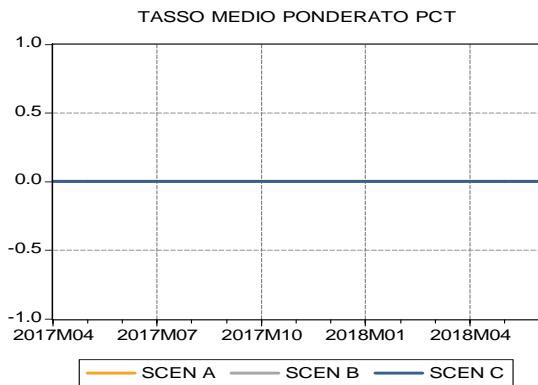
In marzo i tassi medi sui depositi e sui prestiti sono rimasti pressoché invariati rispetto al mese precedente (+0.4% e +2.8% rispettivamente). **In tutti e tre gli scenari delineati, i tassi bancari sono visti sostanzialmente stabili su questi livelli per tutto il periodo di previsione.**

TASSI BANCARI

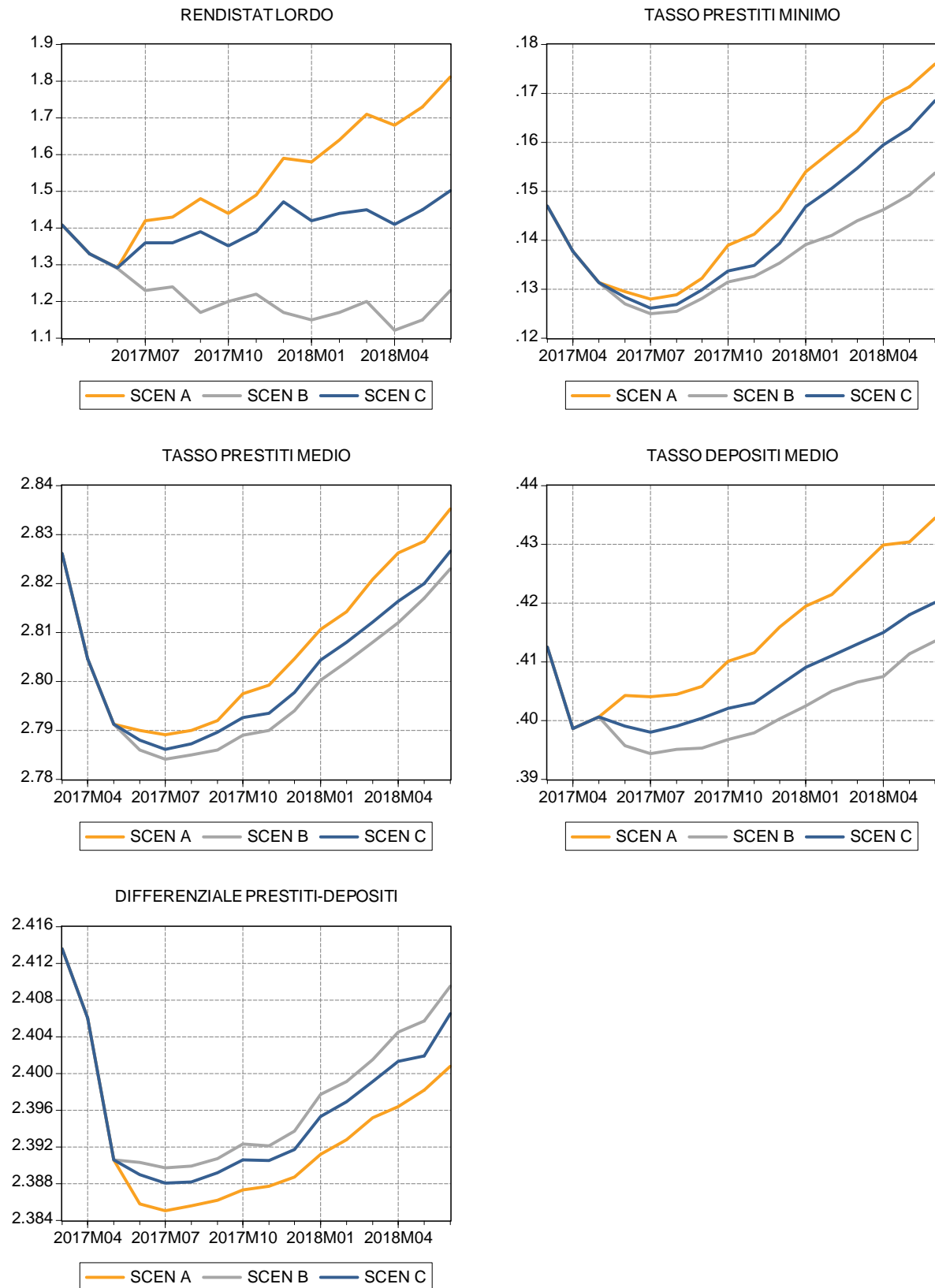
In aprile i prestiti totali hanno registrato una buona performance (+1.7% a/a) dopo il discreto +1% a/a di marzo e il crollo di febbraio (-2.2% a/a). I depositi (+5.1% a/a) invece, hanno confermato l'ottimo risultato di marzo (+5.0% a/a) dopo il rallentamento di febbraio (+0.4% a/a). **In base ai risultati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

VOLUMI

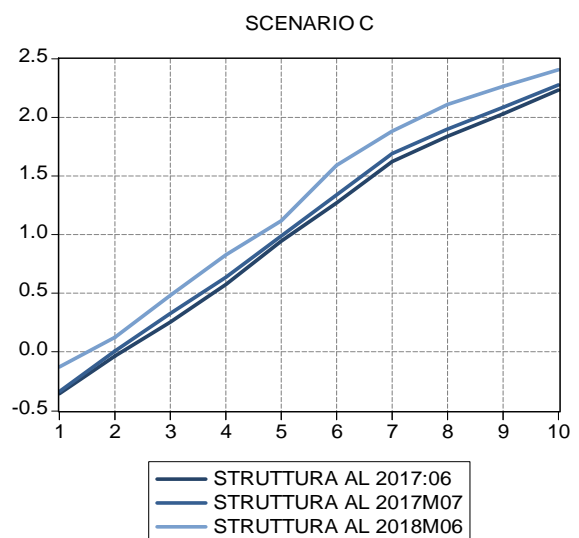
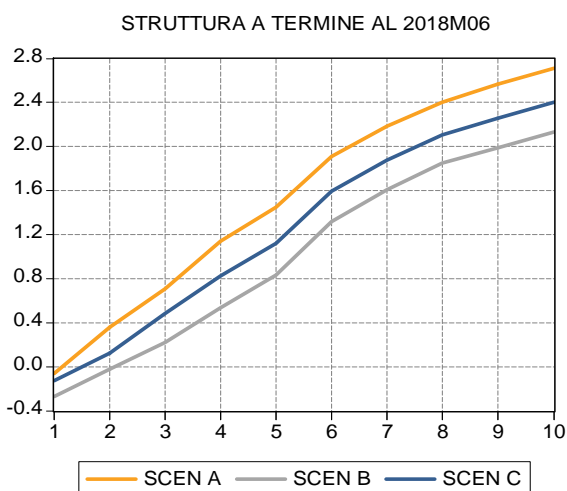
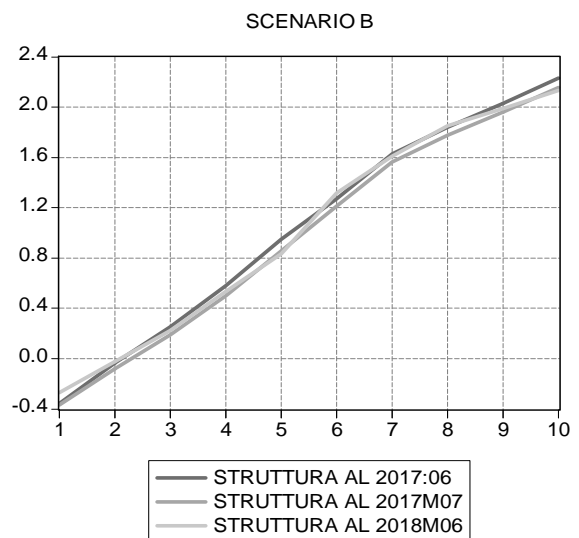
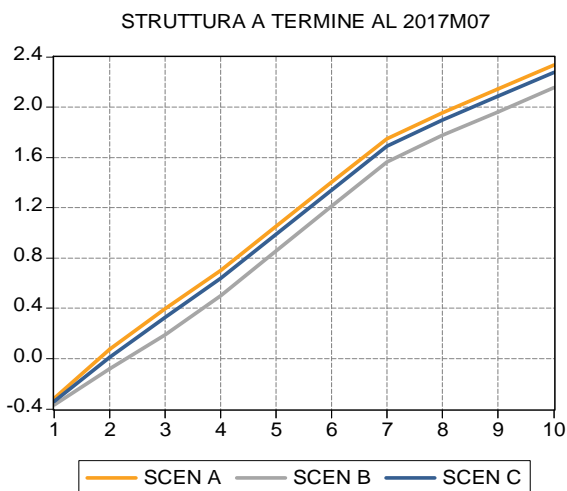
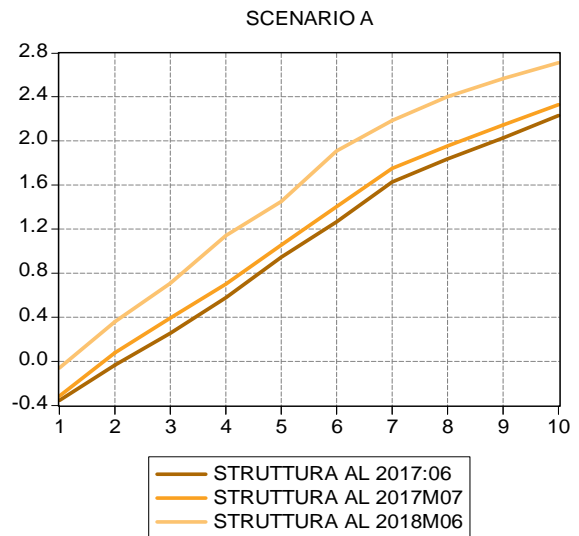
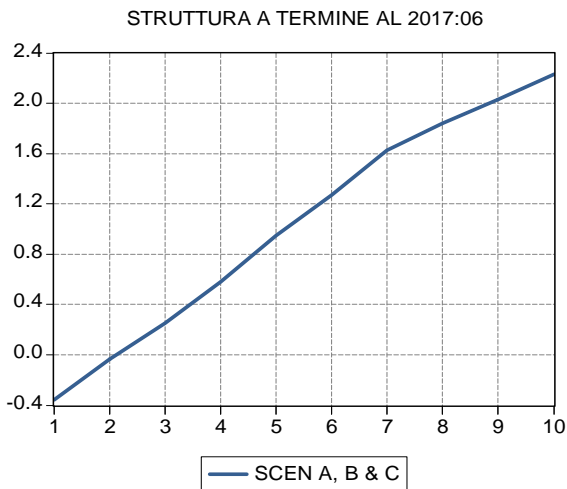
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



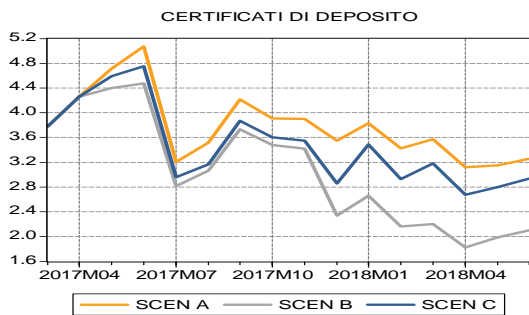
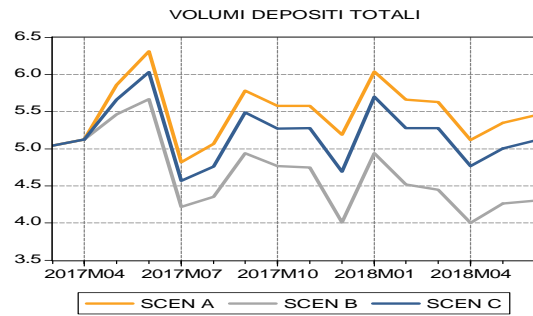
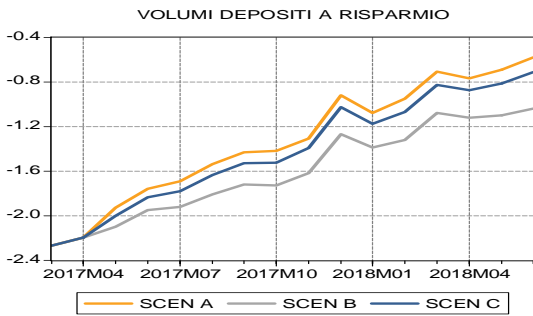
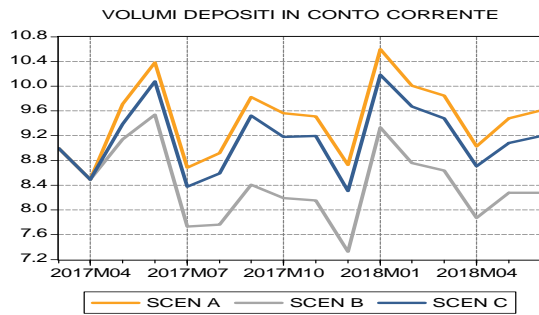
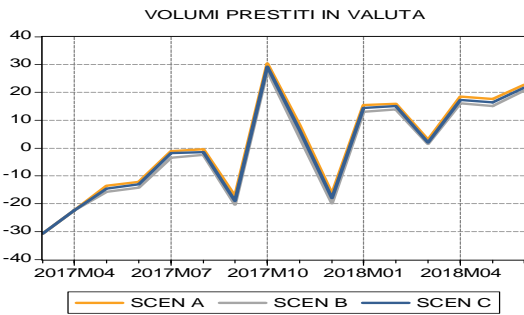
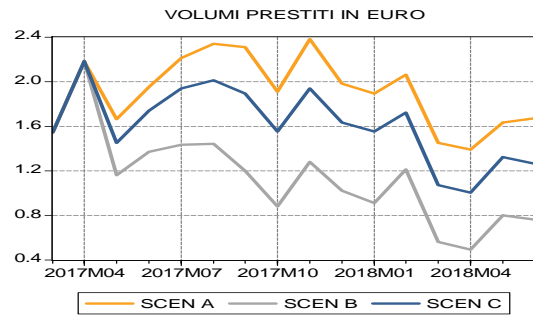
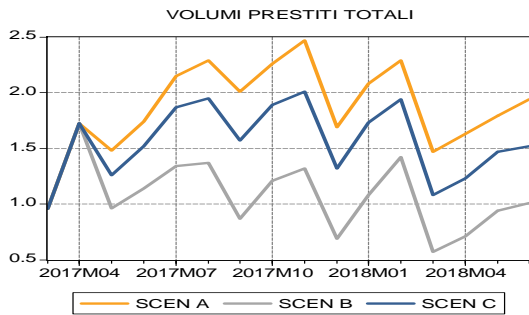
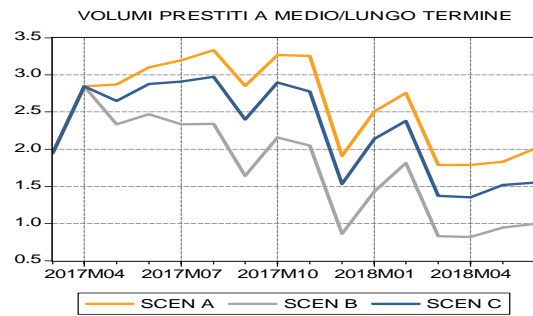
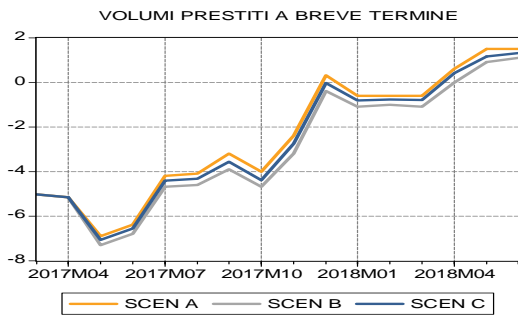
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



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



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



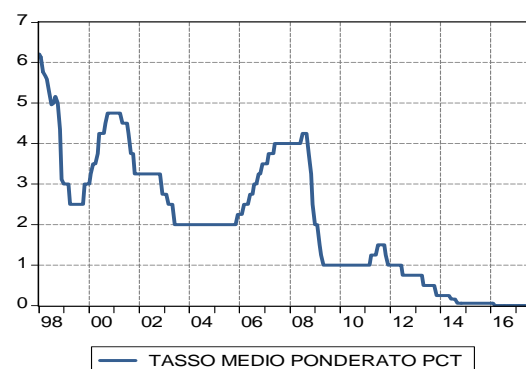
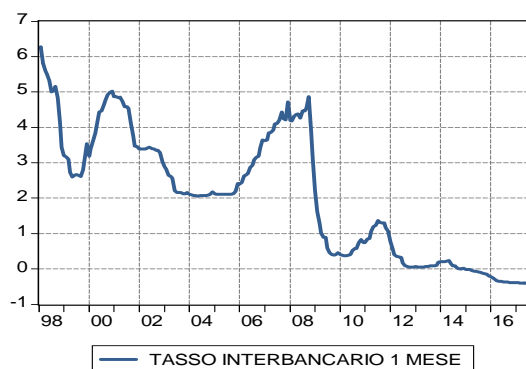
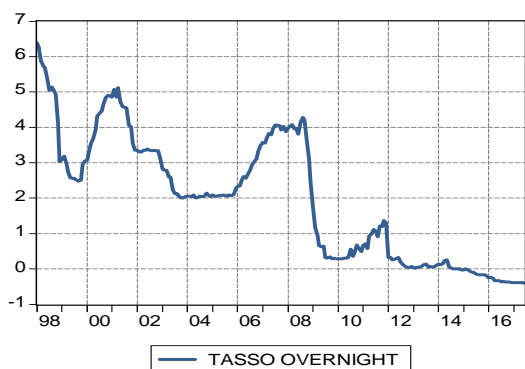
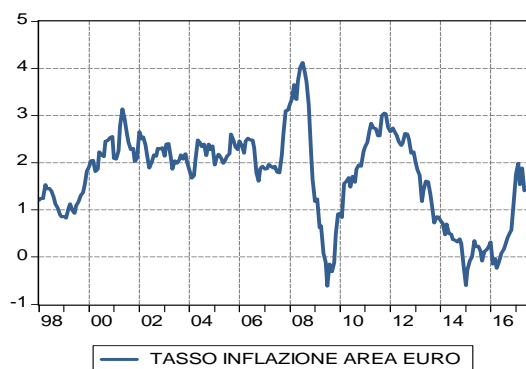
SCENARIO A	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1124	1101	1121	1208	1228	1237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

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

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

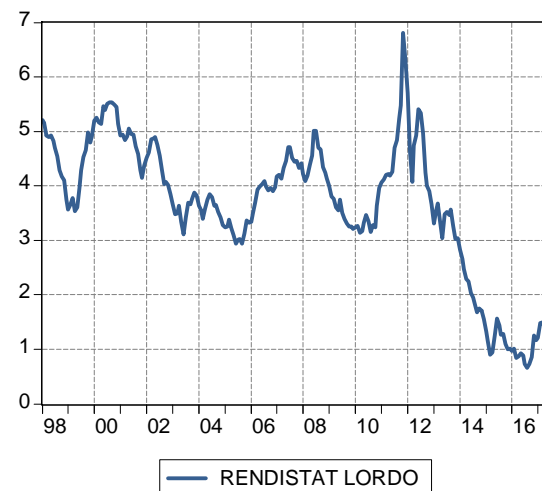
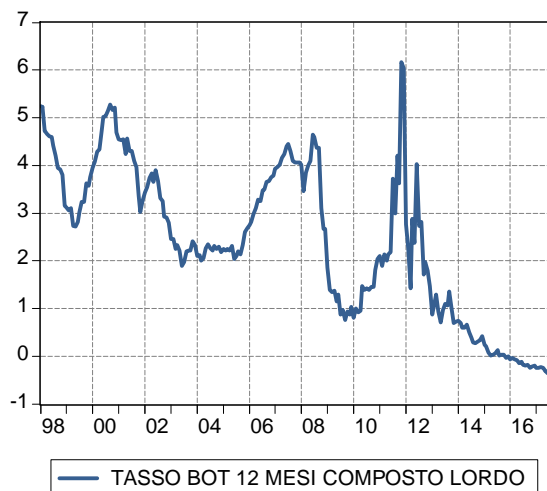
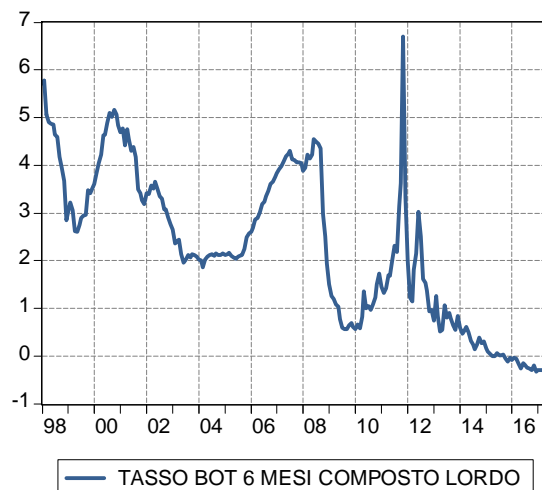
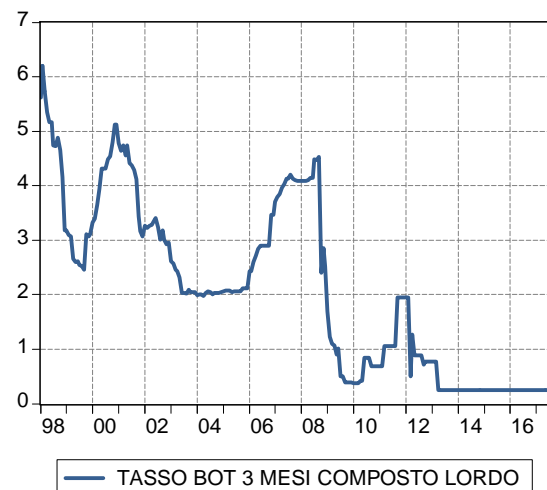
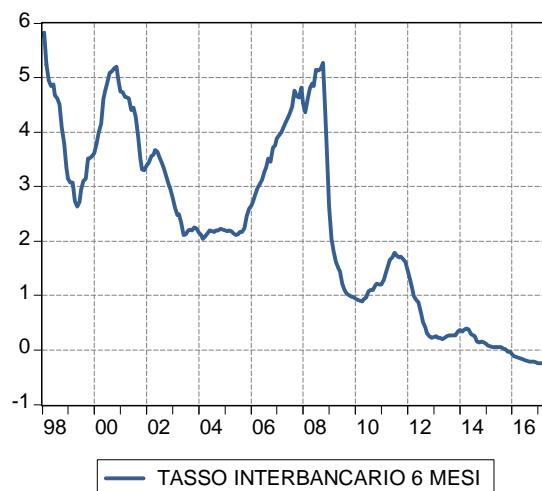
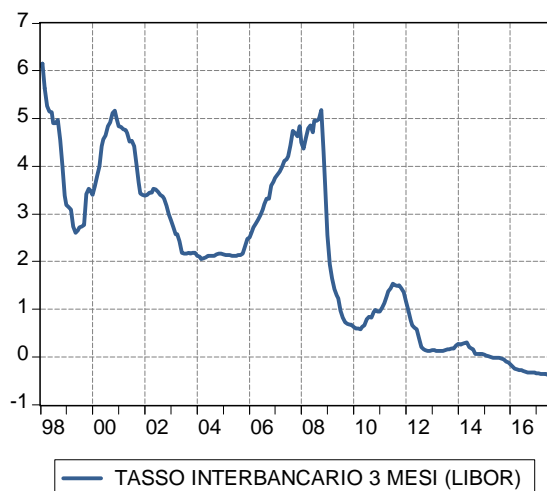
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



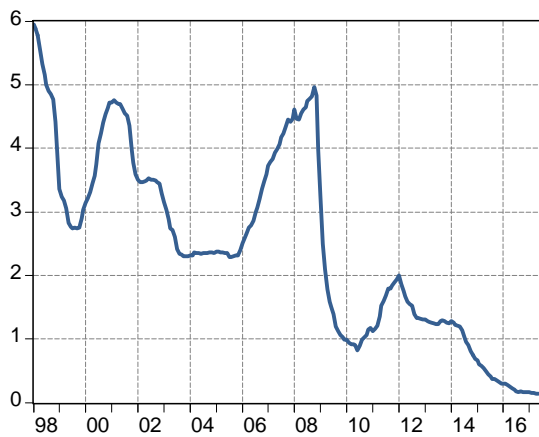
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili

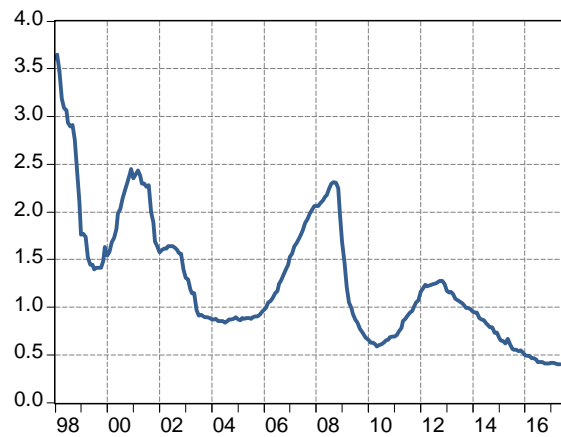


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

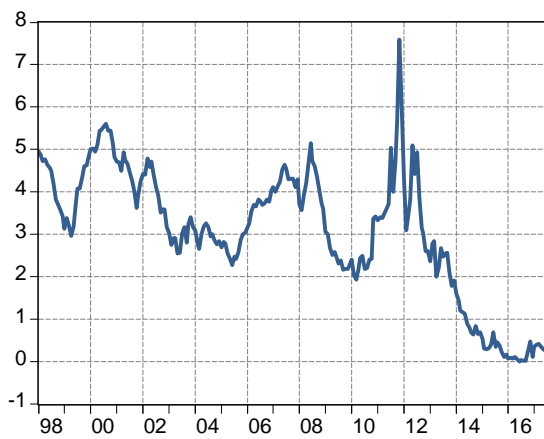
Dati mensili



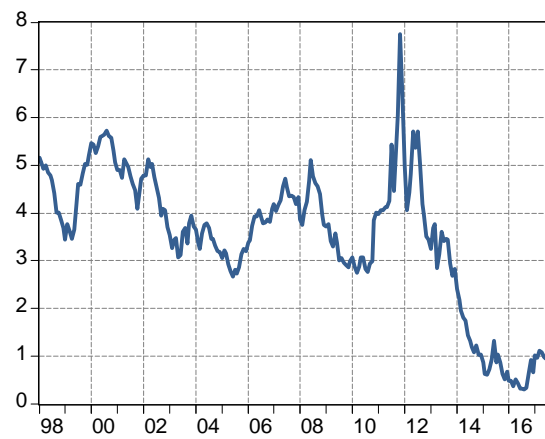
TASSO PRESTITI MINIMO



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

