

MEFIM

MODELLO
ECONOMETRICO
FINANZIARIO
INTERNAZIONALE
MENSILE

Agosto 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 luglio 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

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

che il legame più debole riscontrato tra crescita e inflazione ha carattere strutturale e ciò dovrebbe dare alle Banche Centrali più margini di tempo per l'implementazione di politiche monetarie veramente restrittive.

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

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

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

Anche per l'Area Euro, confermiamo lo scenario del mese scorso, ritenendo che la BCE possa iniziare a discutere di *Tapering* in autunno di quest'anno, visto che il *Quantitative Easing* finora definito scadrà a dicembre, ma che la sua vera implementazione non avvenga prima della fine del 2018 (Scenario C – probabilità 70%). Abbiamo aumentato semplicemente la probabilità di questo scenario a 70% da 60% del mese scorso, perché il recente rilevante rafforzamento dell'euro imporrà alla BCE un atteggiamento cauto nel generare aspettative di un'inversione di

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

tendenza della politica monetaria se non vuole vanificare i progressi ottenuti finora sul ciclo economico dell'Eurozona. Tutto ciò lo si è potuto già riscontrare nella riunione di giugno, nella quale il Presidente Draghi ha dichiarato ancora una volta che, se sarà necessario, la Banca Centrale è pronta a prolungare o rafforzare gli stimoli monetari. "Dobbiamo essere pazienti. L'inflazione è ancora lontana dall'obiettivo, deve ancora rafforzarsi. Il nostro mandato è la stabilità dei prezzi, non la crescita economica".

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

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

GLI ULTIMI DATI

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

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

Continua, anche nel mese di giugno, l'incoerenza tra la forza del mercato del lavoro e l'assenza di segnali inflazionistici: l'indice dei prezzi PCE (*Personal Consumption Expenditures*) è rimasto invariato rispetto al mese precedente, subendo un'ulteriore

USA

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

limatura in termini tendenziali a +1.4% a/a da +1.5% a/a di maggio. Il *core*, che esclude le componenti più volatili di energia e alimentari, è rimasto fermo a +1.5% a/a, ben lontano dall'obiettivo del 2% della Fed. **I salari orari, la serie da monitorare più da vicino data la forza del mercato del lavoro, hanno registrato qualche aggiustamento verso l'alto, ma non rilevante:** la variazione tendenziale si è portata a +2.5% a/a da 2.4% di maggio, un livello su cui si muove da parecchi mesi.

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

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

Dopo la delusione dei dati relativi a maggio, che aveva un po' smorzato l'entusiasmo sulla ripresa, quelli di giugno ridanno fiducia sulla possibilità di un recupero. Il tasso di disoccupazione è ritornato ai livelli di aprile di +2.8% da +3.1% di maggio, la produzione industriale ha registrato un buon +1.6% m/m, dopo il pesante calo di -3.6% m/m del mese precedente (tra l'altro rivisto al ribasso da +3.3% m/m). Le aspettative erano in favore di un recupero (+1.5% m/m). **La fiducia dei produttori, letta attraverso il PMI di luglio, si è mantenuta tutto sommato stabile (52,2 da 52,4 di giugno).** Dal lato della domanda, a giugno, le vendite al dettaglio sono aumentate di +0.2% m/m, dopo il calo importante del mese precedente di -1.5% m/m. I mercati si attendevano un'inversione di tendenza, ma più consistente (+0.4%). **Resta da segnalare il forte recupero del reddito disponibile in termini reali** che è aumentato di +6.9% m/m, riuscendo a più che compensare il pesante calo di -4.8% m/m di maggio. Quindi, se per il momento i consumi privati sono rimasti al palo con un limitato +0.1% m/m, **la maggiore disponibilità di reddito potrebbe dare un impulso positivo alle decisioni di spesa dei consumatori nei prossimi mesi**, anche se la fiducia di questi ultimi ha evidenziato qualche incertezza (43,3 da 43,6 di maggio).

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

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

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

In conclusione, nonostante i dati relativi a giugno siano migliori del mese precedente, la fragilità della ripresa e la bassissima inflazione fanno del Giappone il Paese con più

GIAPPONE

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

probabilità di mantenere ancora molto a lungo la politica monetaria ultra espansiva.

Per l'Area Euro, i dati trimestrali definitivi del PIL del primo trimestre dell'anno in corso hanno subito una leggera limatura verso il basso, ma la ripresa rimane tonica. Il PIL, infatti, è cresciuto di **+0.5% t/t** da **+0.6% t/t** delle stime precedenti, lasciando, però, invariata la variazione tendenziale a **+1.9 a/a**. **La revisione ha colpito soprattutto gli investimenti fissi: da componente trainante maggiormente la ripresa è diventata quella che ha sottratto crescita.** Il contributo, infatti, è passato da un **+0.3% t/t** a **-0.1% t/t**, perché la dinamica è stata rivista drasticamente al ribasso da **+1.3% t/t** a **-0.5%**. Dall'altro lato, invece, il canale estero non risulta più neutrale, anzi è diventato la componente più rilevante con un contributo delle esportazioni nette di **+0.4% t/t**. Ciò è da attribuire a una revisione verso il basso delle importazioni che sono cresciute meno (**+0.5% t/t** rispetto alla precedente stima di **+1.3%**). I consumi hanno mantenuto il passo di crescita soddisfacente del trimestre precedente (**+0.4% t/t**).

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

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

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

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

In Germania, non ci sono nuove informazioni dai dati trimestrali rispetto al mese precedente. **Va ribadita, pertanto, la forza del ciclo economico tedesco, che si conferma**

AREA EURO

Prosegue la ripresa, ma senza pressioni inflazionistiche

Germania

locomotiva dell'Eurozona, con una crescita congiunturale del PIL nel primo trimestre dell'anno in corso di +0.6% t/t e +1.7% a/a a livello tendenziale. Il canale estero traina la ripresa e, sul fronte della domanda interna, sono gli investimenti fissi a contribuire maggiormente.

I nuovi dati mensili, rilevanti per poter valutare il proseguimento della ripresa anche nel secondo trimestre ancora non noto, sono molto incoraggianti, sulla stessa linea del mese precedente. In maggio, la produzione industriale è aumentata di +1.2% m/m, ben oltre l'aspettativa di un limitato +0.2% m/m. La dinamica positiva si è rafforzata rispetto ad aprile, in cui la serie aveva registrato un +0.7% m/m. Le costruzioni sono forse l'unico indicatore a registrare qualche difficoltà con un -1% m/m, ma il dato di aprile è stato rivisto al rialzo a +0.2% m/m da -0.1%. Gli ordini all'industria sono tornati a crescere di +1% m/m, riprendendo la tendenza positiva di febbraio (+3.5%) e di marzo (+1.1%) che si era interrotta ad aprile con un calo di -2.2% m/m. In giugno, le vendite al dettaglio hanno segnato un incremento consistente di +1.1% m/m, anche in questo caso superando la dinamica positiva del mese precedente (+0.5%) e le attese (+0.2%). È chiaro che i consumi sono supportati dalle buone condizioni del mercato del lavoro, con un tasso di disoccupazione che si mantiene ai livelli bassi di +5.7% dei mesi precedenti. Infine, a luglio, l'indice IFO, un importante indicatore della fiducia dei produttori, ha registrato un nuovo massimo storico raggiungendo il livello di 116 da 115.1 di giugno e 114.6 di maggio. Questo spinge a credere che l'economia tedesca dovrebbe dare buoni risultati anche nel terzo trimestre di quest'anno.

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

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

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

Francia

la fiducia dei produttori, con un indice Insee a luglio fermo a 109.

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

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

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

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

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

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

Italia

GLI SCENARI

A (20%)

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

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

B (10%)

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

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

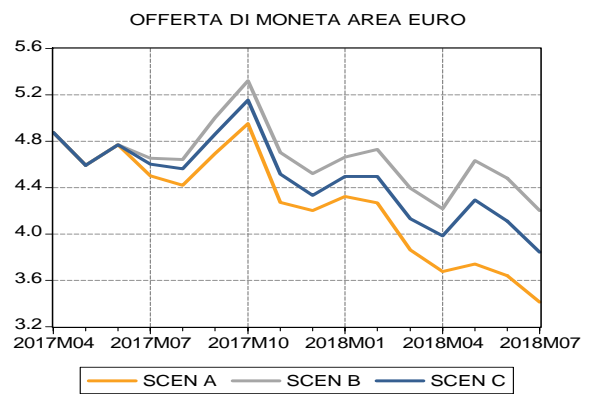
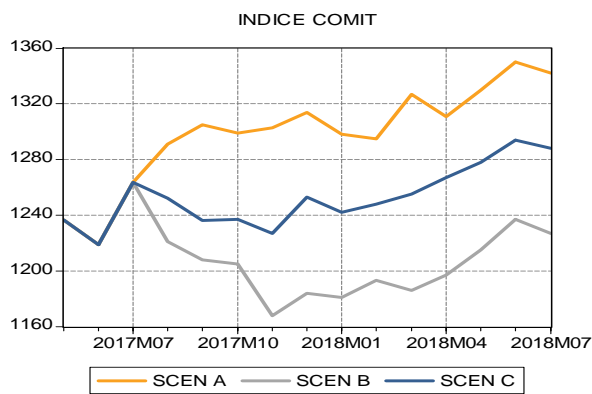
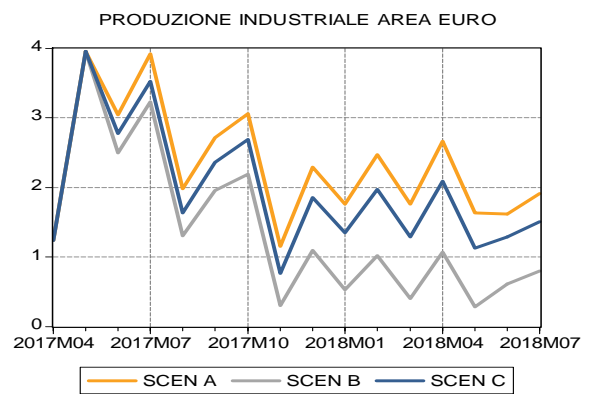
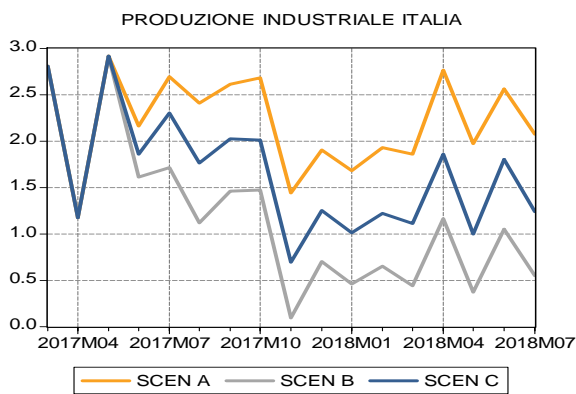
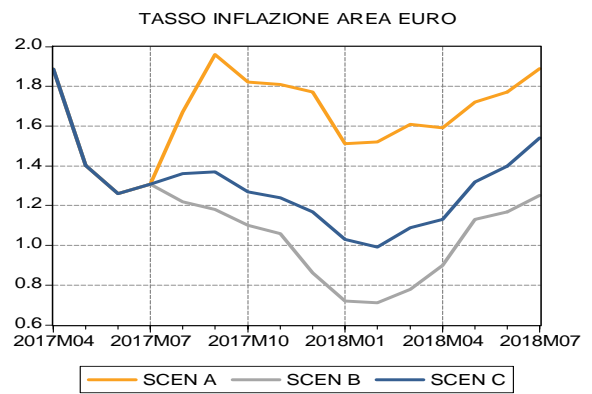
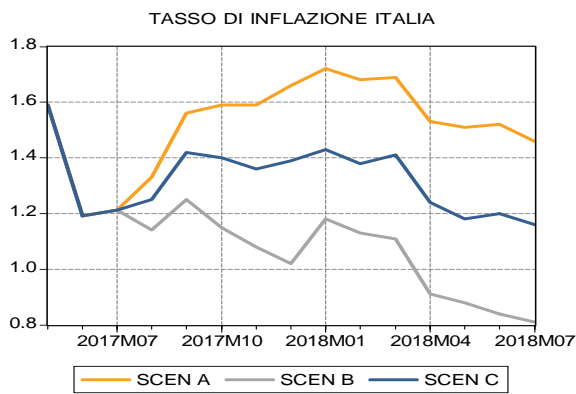
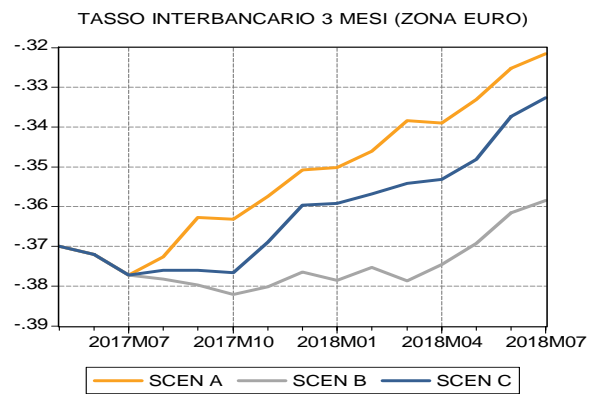
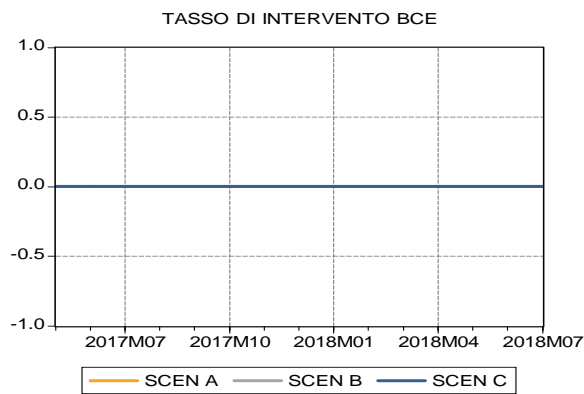
C (70%)

USA: Viene approvata una riforma fiscale parziale per limitare i problemi di eccessivo debito pubblico. 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 rinvia a fine 2017, aumentando i tassi di riferimento di 25 punti base a dicembre per attendere l'evoluzione del percorso al Congresso del piano fiscale di Trump e più informazioni sulla dinamica inflazionistica dopo il ridimensionamento degli ultimi mesi.

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

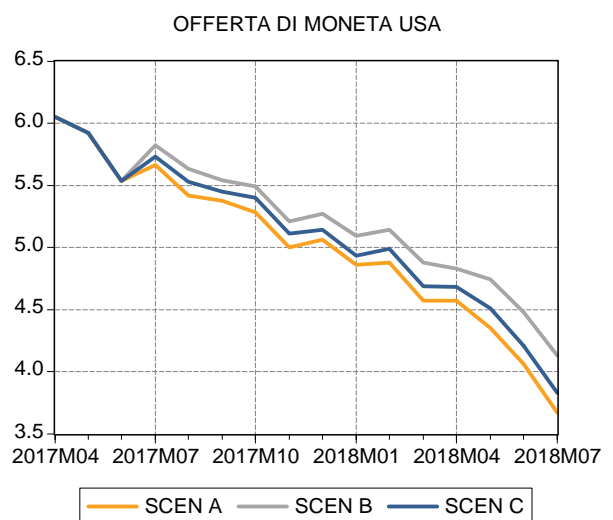
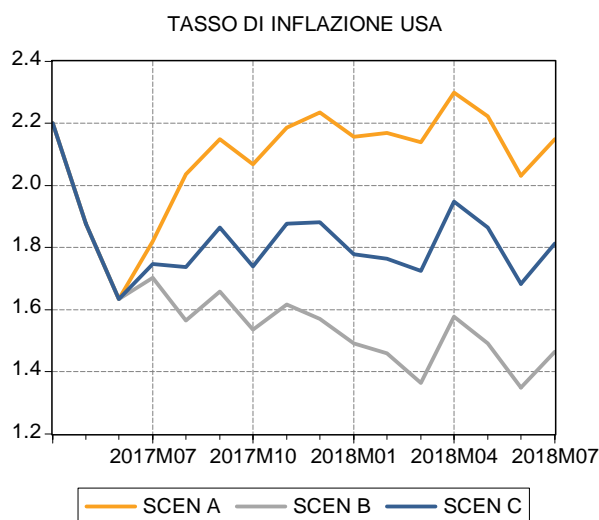
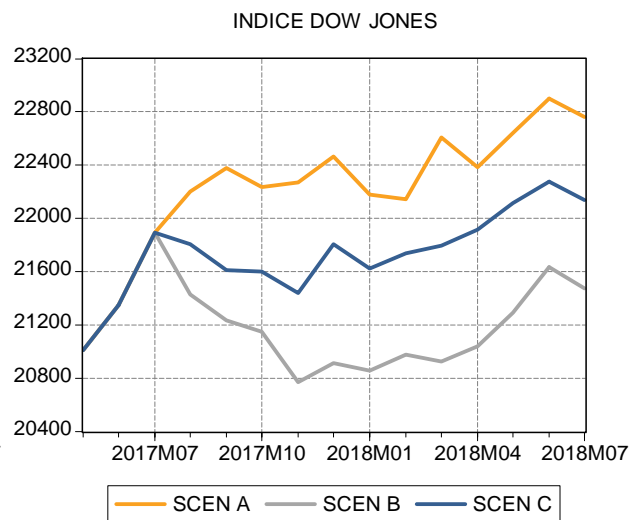
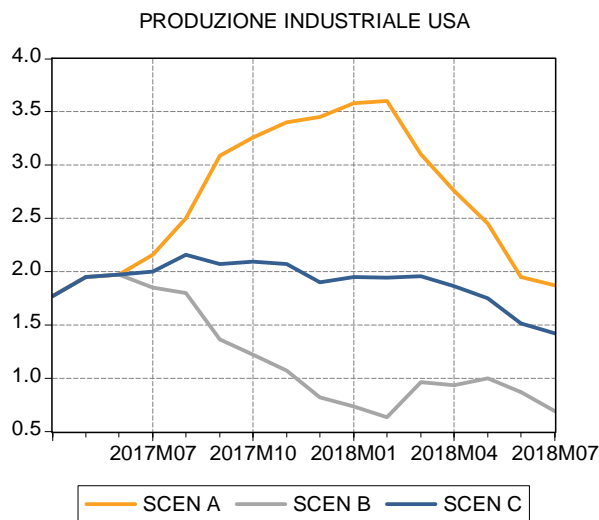
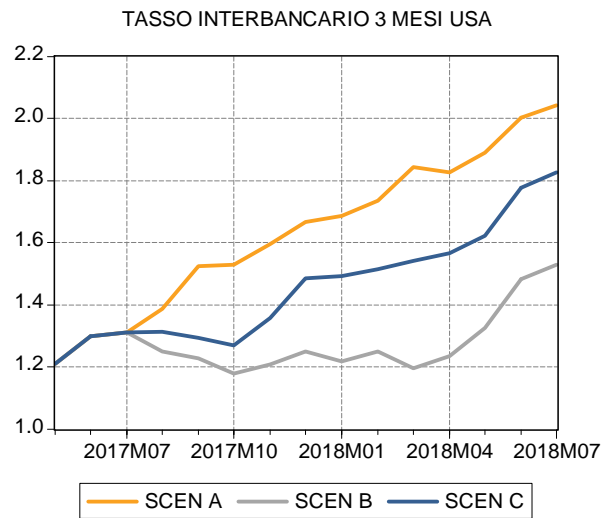
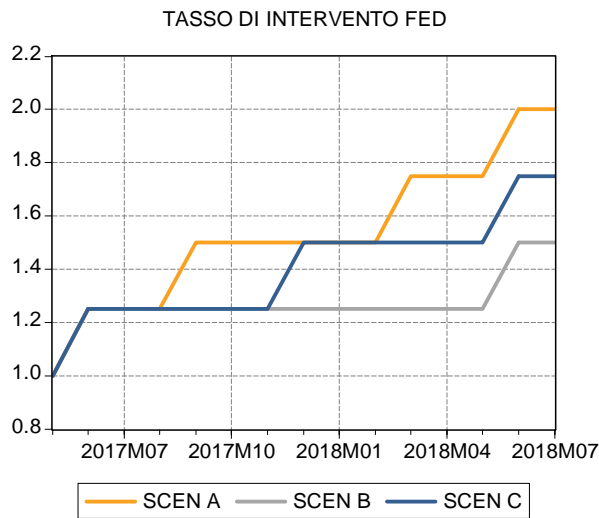
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

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

TASSI INTERBANCARI

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

STRUTTURA A TERMINE

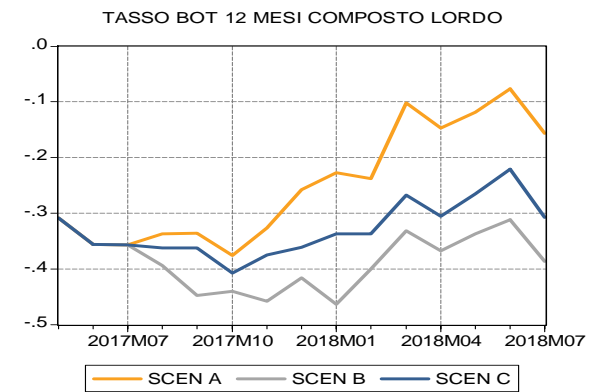
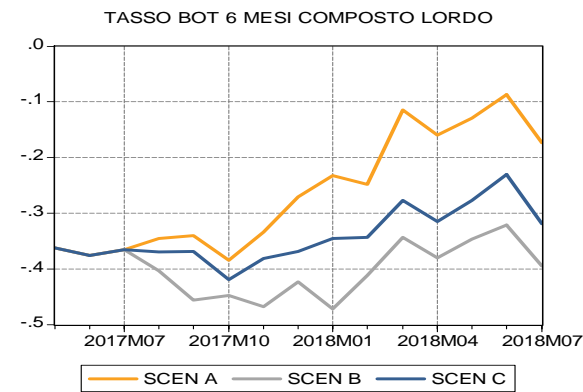
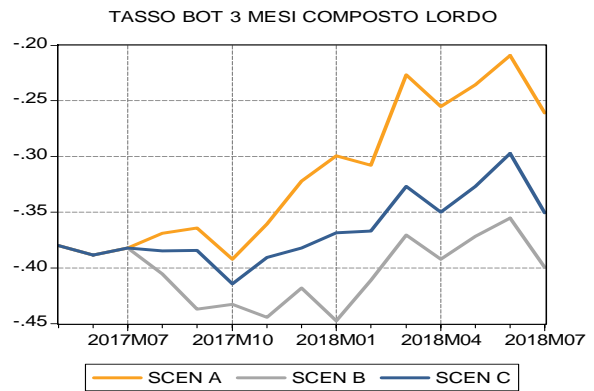
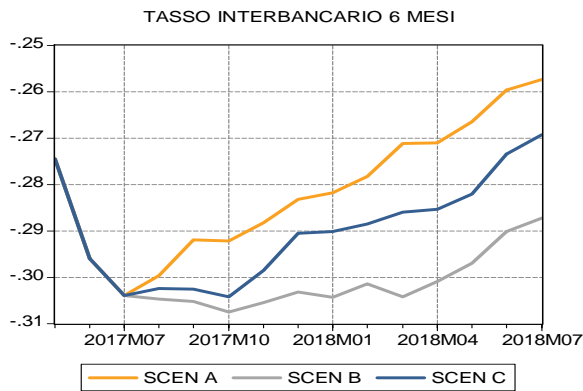
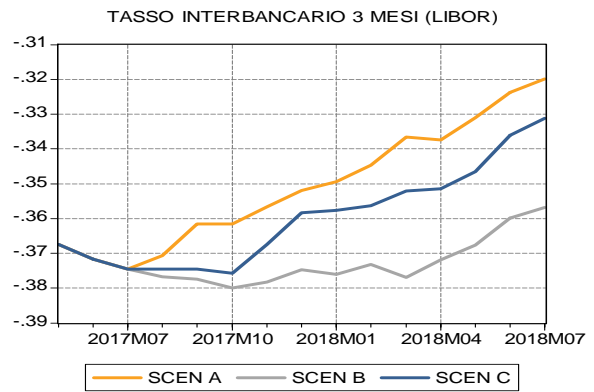
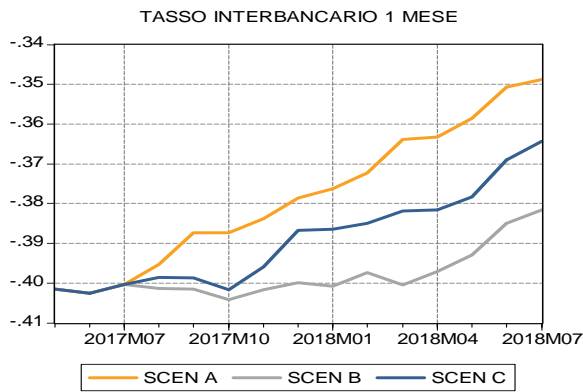
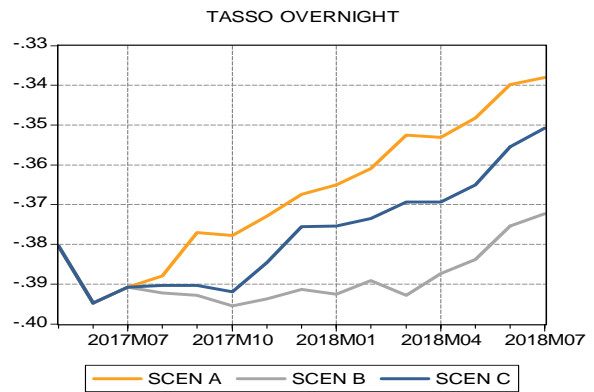
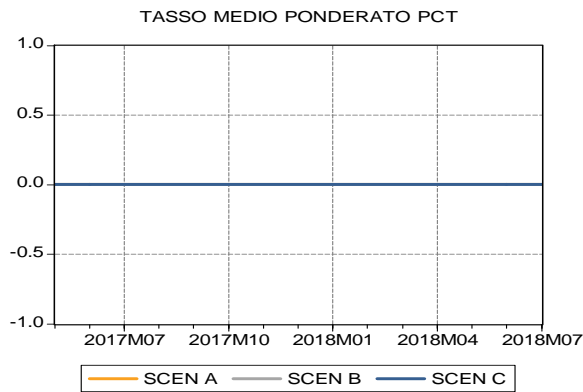
In maggio i tassi medi sui depositi e sui prestiti sono rimasti pressoché invariati rispetto al mese precedente (+0.4% e +2.8% rispettivamente). **In tutti e tre gli scenari delineati, i tassi bancari sono visti sostanzialmente stabili su questi livelli per tutto il periodo di previsione.**

TASSI BANCARI

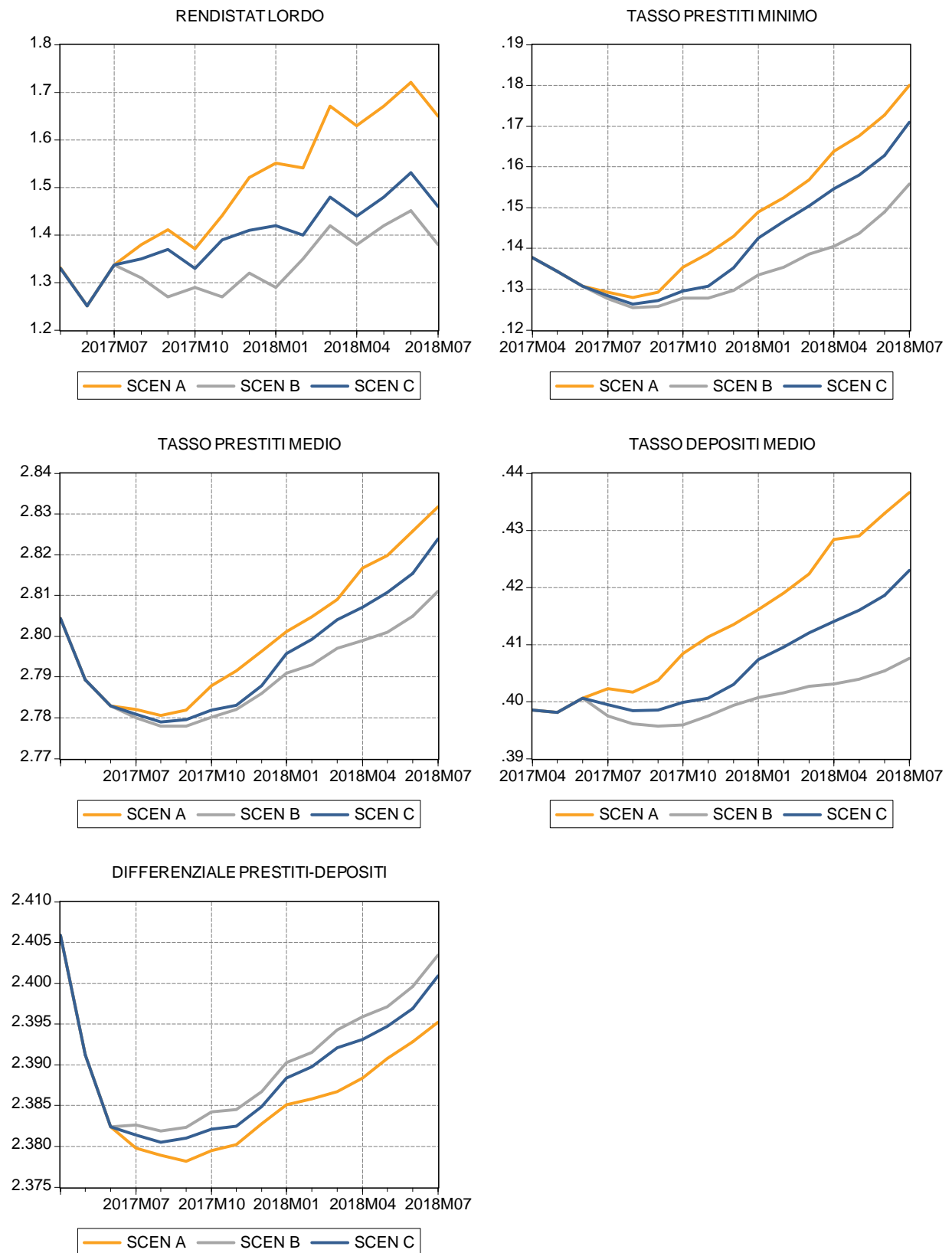
In maggio i prestiti totali (+1.5% a/a) hanno confermato la buona performance di aprile (+1.7% a/a). Anche i depositi hanno mantenuto il buon passo di crescita già evidenziato nei due mesi precedenti (+4.3% a/a a maggio, +5.1% ad aprile e +5% a marzo). **In base ai risultati delle simulazioni, in tutti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

VOLUMI

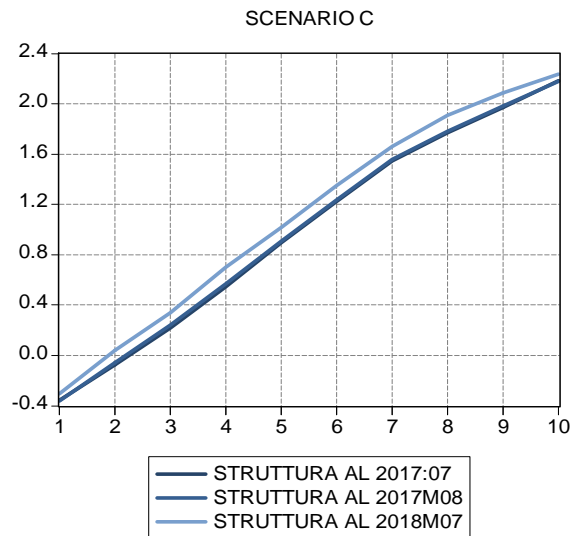
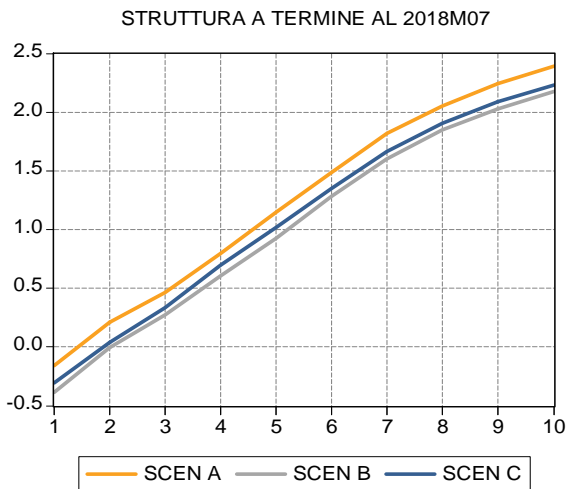
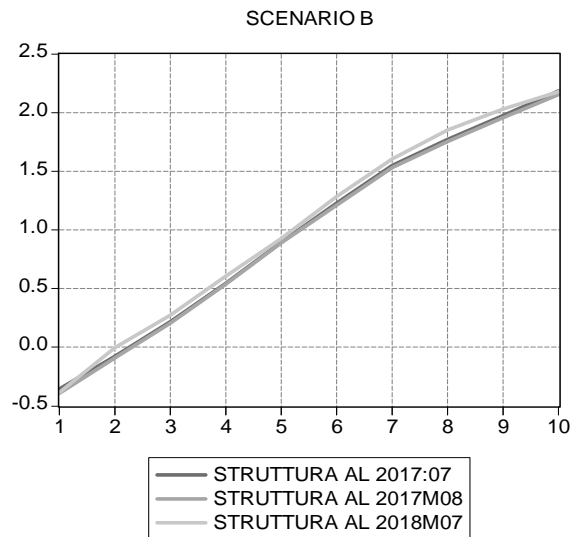
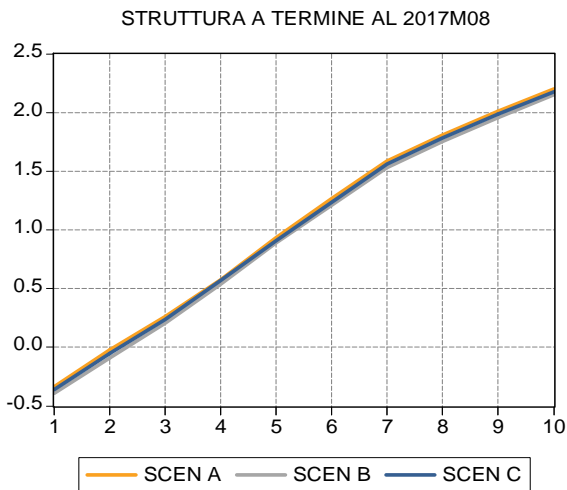
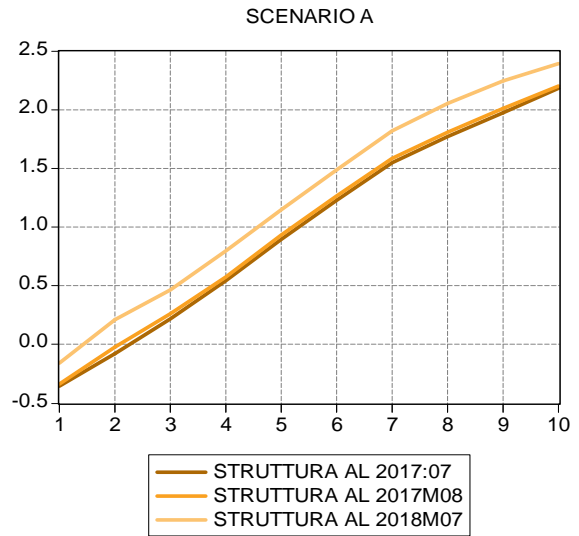
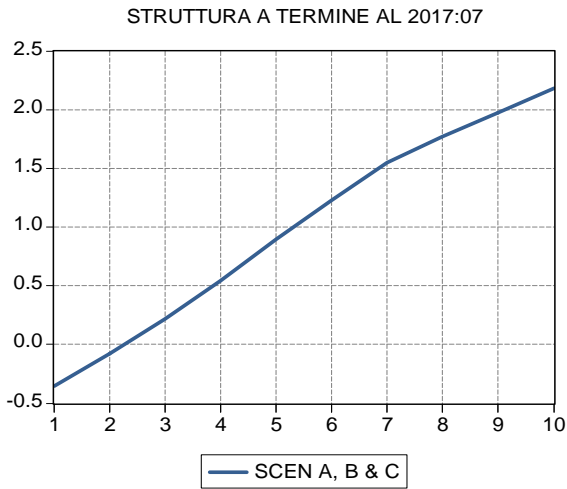
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



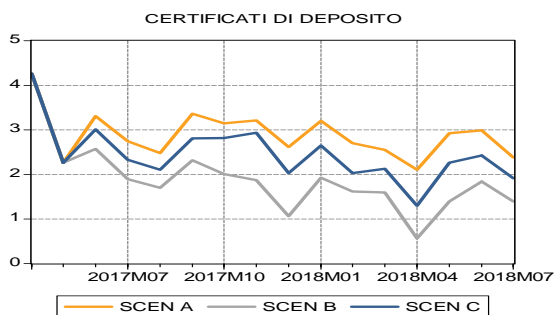
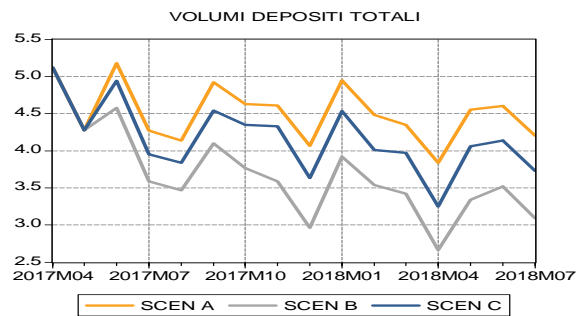
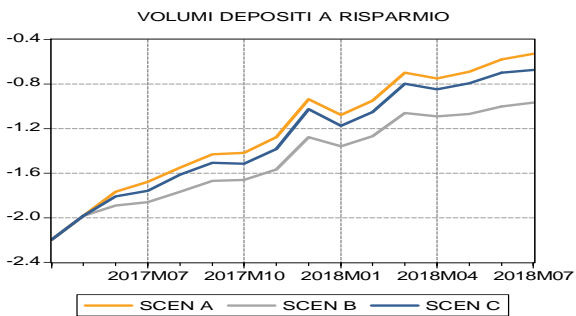
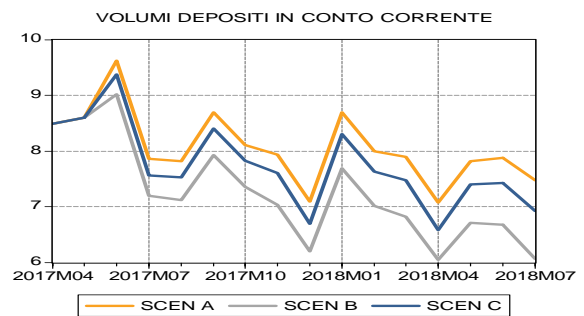
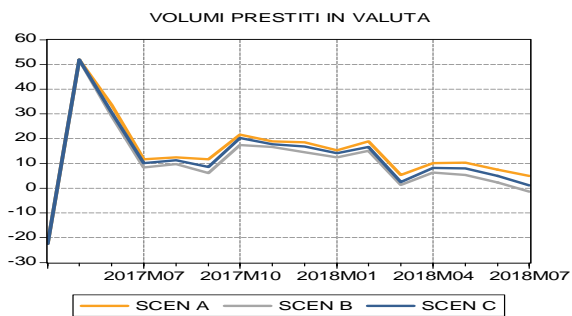
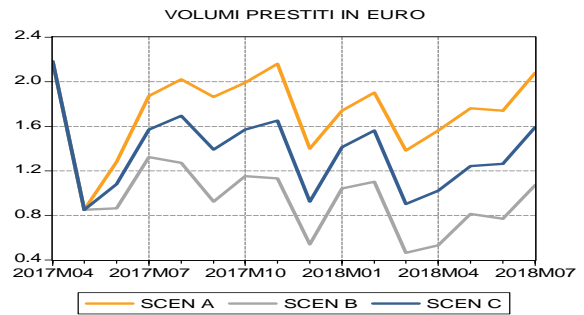
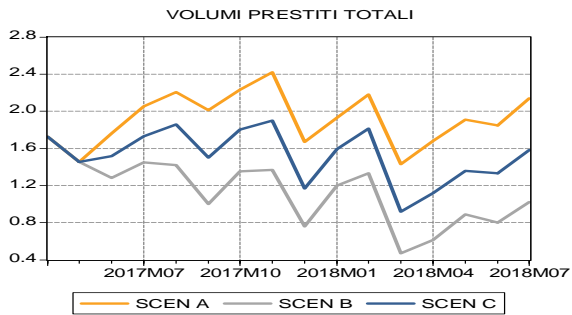
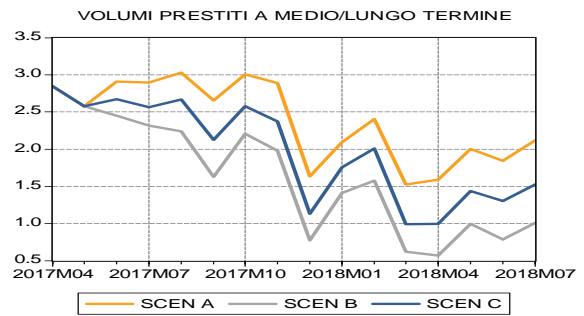
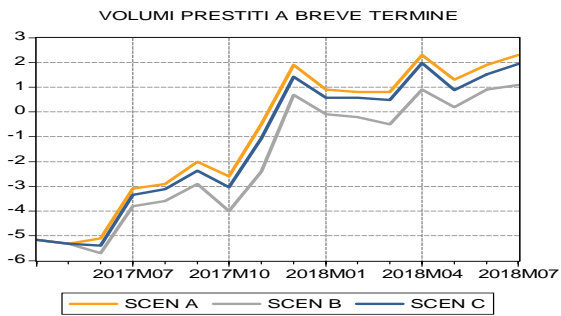
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



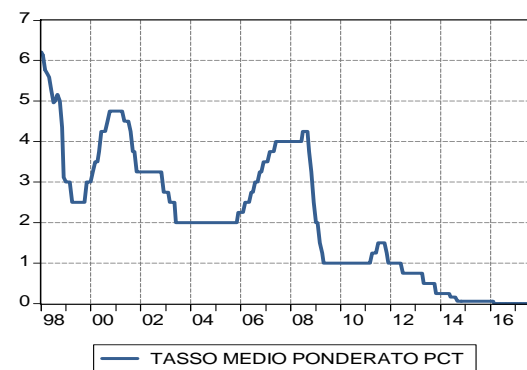
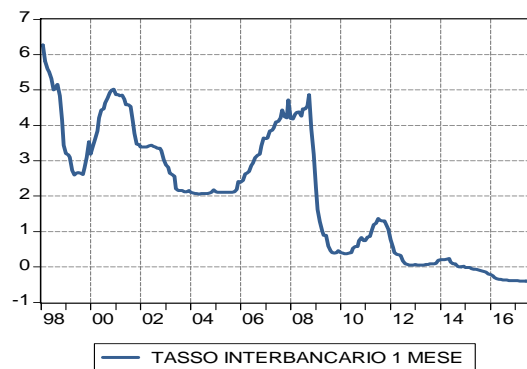
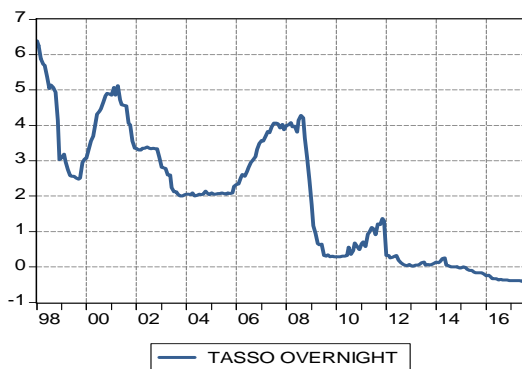
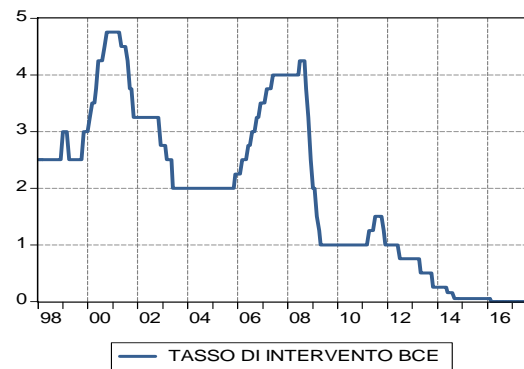
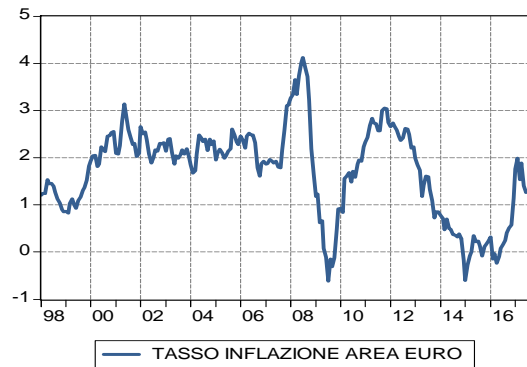
SCENARIO A	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1101	1121	1208	1228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

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

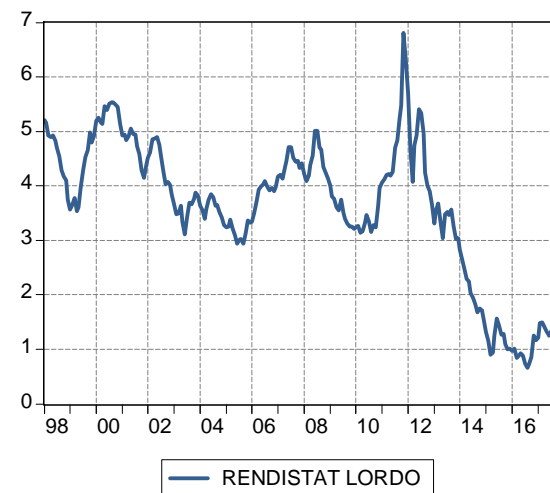
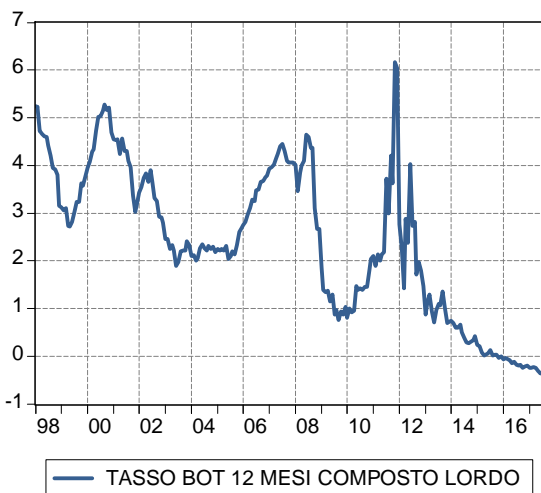
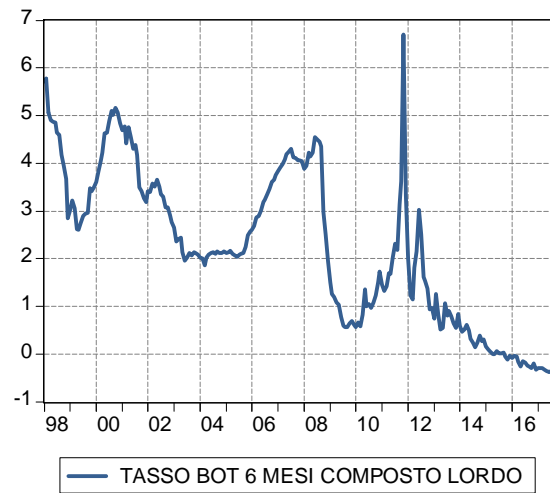
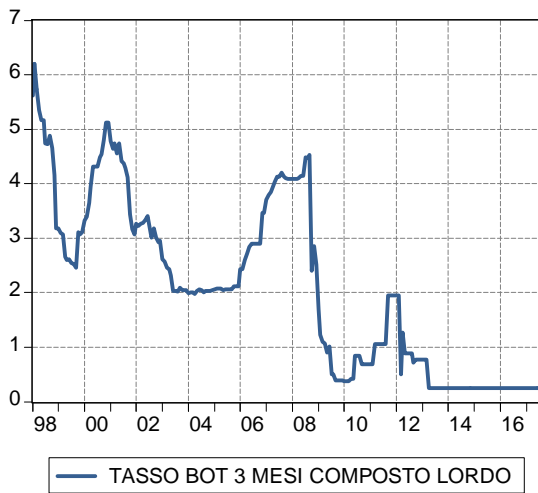
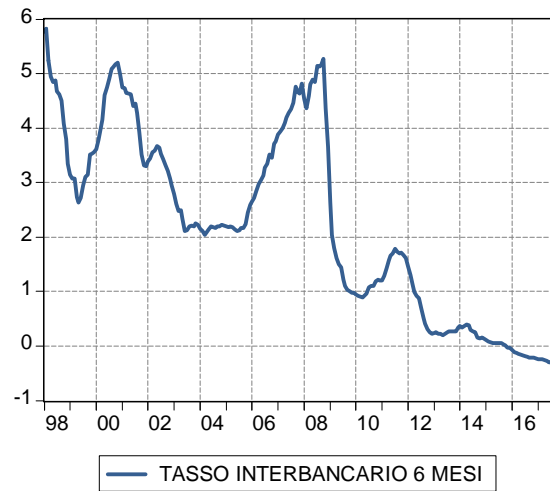
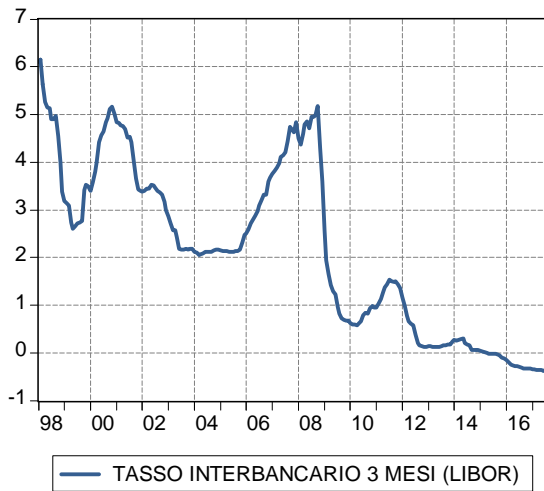
SCENARIO C	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1101	1121	1208	1228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

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili

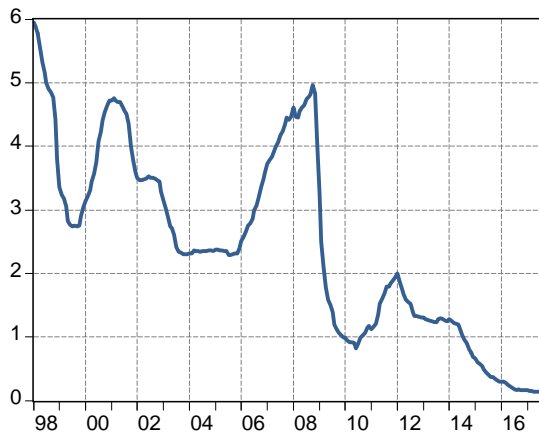


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili

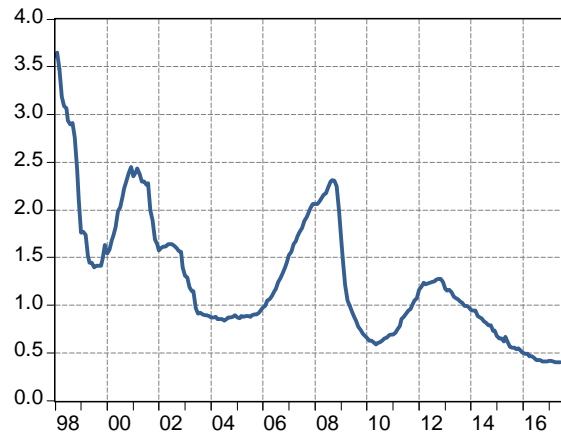


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

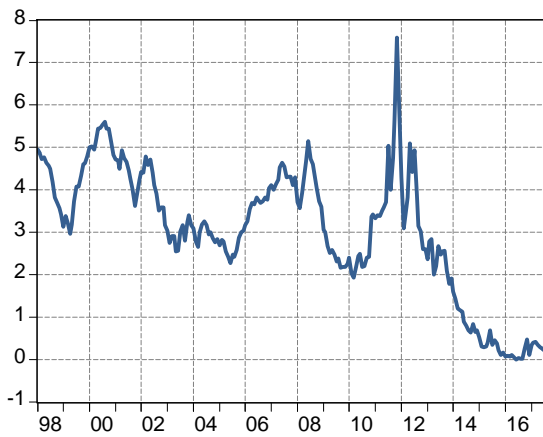
Dati mensili



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

