

MEFIM

MODELLO
ECONOMETRICO
FINANZIARIO
INTERNAZIONALE
MENSILE

Ottobre 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 settembre 2017.

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

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

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

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

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

IL QUADRO GENERALE

L'assemblea generale dell'ONU di settembre ha reso evidente la paura del mondo per una guerra nucleare con la Corea del Nord. I mercati finanziari non sembrano tuttavia preoccuparsene troppo. Per il momento sono più interessati alle condizioni macroeconomiche che alle tensioni geopolitiche e, poiché la ripresa ha carattere esteso a livello internazionale, le principali borse hanno continuato la loro corsa, sia in USA sia di qua dell'Atlantico, inanellando nuovi record storici.

In USA, intanto, la riunione di settembre della *Fed* ha sancito la fine della fase di politica monetaria straordinaria, annunciando il programma di *exit strategy* per la riduzione dei titoli in bilancio della Banca Centrale. Da ottobre a dicembre di quest'anno diminuiranno i reinvestimenti dei titoli in scadenza nel portafoglio

della *Fed* di 10 miliardi di dollari al mese, al massimo (6 miliardi di titoli di Stato e 4 di obbligazioni ipotecarie). Poi, progressivamente, ogni trimestre tale tetto sarà aumentato di 10 miliardi di dollari, arrivando a pieno regime solo nell'ottobre del 2018, quando il livello massimo dei non-reinvestimenti sarà di 50 miliardi al mese (30 per i titoli di Stato e 20 per le obbligazioni). Poi il tetto rimarrà stabile fino al completamento del processo di normalizzazione del bilancio. Da ottobre 2018, quindi, esso sarà di 600 miliardi all'anno, che equivale ad un rialzo dei tassi di 75 punti base. Bisogna tenere conto, tuttavia, che stabilendo un tetto massimo, e non l'ammontare preciso di non-reinvestimenti, si dovrebbe evitare o limitare l'impatto negativo (al rialzo) sui rendimenti di mercato.

Alla riunione, il Comitato ha praticamente lasciato invariate le sue previsioni sull'inflazione nel prossimo triennio, mentre ha rivisto al rialzo quelle sulla crescita del PIL (+2.4% nel 2017). Nonostante ciò, Janet Yellen è stata più falco del previsto, segnalando un eventuale aumento dei tassi ufficiali entro fine anno. Manteniamo pertanto invariato lo scenario del mese scorso, nel quale si prevedeva un rialzo di 25 punti base a dicembre (Scenario C - probabilità 60%). Nonostante i dati macroeconomici segnalino qualche flessione, a causa degli effetti devastanti degli uragani che hanno colpito la costa orientale degli Stati Uniti durante l'estate, l'arretramento avrà carattere transitorio, come sottolineato dalla *Fed*. I dati del terzo e quarto trimestre dovranno essere letti insieme, perché i primi saranno penalizzati dalla distruzione e il blocco delle attività produttive lungo la costa, mentre i secondi saranno gonfiati dall'effetto ricostruzione.

La mossa di politica monetaria restrittiva, ovviamente, è legata ai progressi sul piano della riforma fiscale di Trump. A fine settembre si sono riaperte le prospettive di un'approvazione del pacchetto di riduzione delle imposte entro fine anno: i repubblicani hanno presentato in Commissione al bilancio del Senato una bozza del piano che prevede di mettere a disposizione 1 500 miliardi di dollari nei prossimi dieci anni per attuare i tagli alle imposte. Si tratta di un pacchetto ridimensionato rispetto a quello presentato a maggio da Trump, che prevedeva 2 200 miliardi di dollari, ma pur sempre molto ambizioso. Le aliquote sulle imposte delle società non andranno oltre il 20% (attualmente sono al 35%) non il 15% della proposta originaria. Se la Commissione al bilancio darà un parere favorevole entro il 13 novembre, il progetto potrebbe diventare legge per la fine dell'anno in corso. Resta aperto il dibattito sul suo finanziamento: alcuni sostengono che le risorse giungeranno interamente dalla maggiore crescita che il taglio alle imposte dovrebbe generare, altri sono preoccupati per l'impatto sul debito pubblico. È difficile quantificarne gli effetti, poiché si tratta di una riforma senza precedenti, e questo giustifica, a nostro avviso, l'orientamento della *Fed* per un eventuale altro rialzo dei tassi ufficiali a dicembre: con un'economia vicina al pieno impiego e un dollaro debole che spinge la crescita attraverso le esportazioni, la Banca Centrale non vuole trovarsi impreparata a contrastare gli effetti espansivi della politica fiscale, qualora risultassero eccessivi. Nei prossimi mesi, quindi, la variabile chiave sarà l'iter della riforma fiscale, più che i dati macroeconomici, *sporcati* da eventi eccezionali.

In Area Euro, alla riunione di settembre, la BCE ha lasciato invariati i tassi ufficiali a zero e ha ribadito che il *Quantitative Easing* da 60 miliardi di euro al mese proseguirà fino alla fine del 2017 e oltre se necessario. Infine, ha dichiarato che la calibrazione della politica monetaria per il 2018 verrà discussa in autunno, cioè alla prossima riunione del 26 ottobre. Draghi ha cercato di dimostrarsi il più possibile colomba:

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

Bisogna avere molta pazienza per capire se la ripresa abbia fiato lungo o corto ed è necessario ancora un elevato grado di accomodamento monetario per assicurare un ritorno durevole dell'inflazione nel medio termine all'obiettivo del 2%

sono state le sue parole. **Le stime sull'inflazione sono state riviste al ribasso per il 2018**, soprattutto a causa dell'apprezzamento dell'euro. È emerso inoltre che la recente volatilità dei cambi è fonte d'incertezza. Draghi ha alzato la guardia sul *super euro*, dando molto più peso alla valuta che non all'inflazione, durante la conferenza stampa che si tiene usualmente alla fine della riunione. Anche dal Bollettino mensile di settembre della BCE proviene un messaggio di politica monetaria accomodante, specificando che l'inflazione rimane sottotono, la crescita guadagna slancio, incoraggiante è il rapido calo della disoccupazione, ma l'inflazione richiede ancora stimoli monetari.

Molto probabilmente la discussione alla riunione di ottobre sarà tra due alternative: un programma di *Tapering* (il ridimensionamento del *QE*) fisso, con scadenza a una data precisa, o flessibile, con la possibilità di un prolungamento temporale oltre tale data e un'eventuale estensione dell'ammontare complessivo del piano. Dato l'atteggiamento prudente dimostrato finora, la seconda alternativa rimane più probabile. Ribadiamo, pertanto, lo scenario del mese scorso con un inizio del *Tapering* a partire dalla seconda metà del 2018 (Scenario C - probabilità 60%). Tale convinzione poggia sulle seguenti considerazioni: 1) la forza dell'euro riduce l'urgenza di rimuovere lo stimolo monetario, perché porta con sé un effetto restrittivo sulle esportazioni; 2) gli ultimi dati mensili hanno evidenziato un arretramento dell'inflazione; 3) in primavera le elezioni italiane saranno fonte di tensione.

In Giappone, due sono i fattori che peseranno sulla crescita economica del Paese. 1) Il Governo Abe ha indetto elezioni anticipate a ottobre di quest'anno. Questo fatto non aiuterà il ciclo economico, uscito indebolito dalla revisione dei dati sul PIL del secondo trimestre dell'anno, anche se in progresso rispetto ai primi mesi: la crescita tendenziale si è ridimensionata a +1.6% rispetto a +2.1% del preliminare. 2) **Le tensioni geopolitiche tra Corea del Nord e Stati Uniti, che in settembre si sono intensificate almeno nelle parole, aumentano l'avversione al rischio a livello internazionale e tendono a rafforzare lo yen.** Da un lato, pertanto, l'alto grado dei profitti aziendali ha portato la Borsa di Tokio a raggiungere livelli massimi degli ultimi due anni e ha influito positivamente sugli ordini di macchinari di luglio, precludendo a un incremento consistente degli investimenti. Dall'altro lato, **l'apprezzamento della valuta continuerà a pesare sulle esportazioni giapponesi**, la componente responsabile del ridimensionamento della crescita del PIL nel secondo trimestre rispetto ai dati preliminari.

A fronte di tale scenario non privo d'incertezze sulla solidità della ripresa nel prossimo futuro, la Banca Centrale del Giappone, alla riunione di settembre, è rimasta ferma, mantenendo gli stimoli monetari aggressivi. Non ci si aspetta che tale orientamento possa cambiare nel breve termine.

Sul fronte del petrolio, come previsto il mese scorso, **sono emerse alcune tensioni** che hanno spinto al rialzo, nel mese di settembre, le quotazioni del greggio. Il Brent è arrivato a 58 dollari al barile e il *WTI* a 53. Alla base di questo aumento dei prezzi ci sono fattori che agiscono, e agiranno, sia dal lato della domanda sia dell'offerta di petrolio. Il miglioramento del ciclo economico a livello internazionale ha aumentato la domanda globale di greggio delle economie più importanti come Cina, India, Europa e Stati Uniti: nel secondo trimestre è cresciuta di +2.4% su base annua. Non a caso, l'*International Energy Agency* (IEA) ha rivisto al rialzo le sue previsioni per il 2017 a +1.6 milioni di barili al giorno da 1.5 milioni. In agosto, sono diminuite sia le scorte di greggio, a causa di interruzioni impreviste e manutenzioni programmate principalmente nell'area non-OPEC, sia la produzione dei Paesi OPEC, per la prima volta in cinque mesi. **Il fattore più rilevante, tuttavia, rimane quello delle tensioni geopolitiche, non solo tra Corea del Nord e Stati Uniti, ma anche tra Turchia e Kurdistan.** Quest'ultimo, attraverso un referendum, sta cercando di ottenere l'indipendenza, ma la Turchia di Erdogan si oppone, minacciandone l'isolamento con la chiusura dell'oleodotto che trasporta il petrolio estratto dalla regione. Pur ritenendo poco probabile che ciò accada per i troppi interessi in gioco, la questione contribuisce a impedire al prezzo del petrolio di scendere.

L'aumento di domanda e le incertezze sull'offerta continueranno quindi a mantenere il prezzo del petrolio sopra i 50 dollari al barile per il *WTI* e i 55 dollari al barile per il Brent. Riteniamo tuttavia poco probabile che le quotazioni possano superare i 55 e i 60 dollari al barile, rispettivamente, perché, in tal caso si creerebbe un disincentivo a trovare un accordo alla riunione OPEC di novembre per l'estensione dei tagli alla produzione oltre marzo del 2018 e perché gli Stati Uniti hanno ripreso a produrre grandi quantità di petrolio con le nuove tecniche di *shale oil*.

GLI ULTIMI DATI

In USA, i dati definitivi sul PIL del secondo trimestre del 2017 hanno apportato solo lievi aggiustamenti alle rilevazioni provvisorie, confermando e rafforzando ancora un po' la ripresa, dopo la battuta d'arresto dei primi tre mesi dell'anno. Il PIL è, infatti, cresciuto di +3.1% t/t annualizzato rispetto al trimestre precedente, correggendo al rialzo dal +3% t/t delle stime preliminari. La variazione tendenziale è rimasta a +2.2% a/a. La componente che ha trainato maggiormente la crescita è stata quella dei consumi, con un contributo di +2.2% t/t (rivisto da +2.3%) grazie a una dinamica più che soddisfacente (+3.3% t/t) rispetto al primo trimestre. Il carattere transitorio della debolezza dei consumi registrata a inizio anno può essere quindi confermato. Gli investimenti fissi sono stati rivisti al ribasso, sia per la componente dei residenziali (-7.3% t/t da -6.5%) sia per quella dei non residenziali (+6.7% t/t da +6.9%). Nonostante il contributo complessivo alla crescita degli investimenti abbia subito solo una leggera limatura a +0.5% t/t da +0.6%, resta evidente la difficoltà del settore edilizio. La spesa pubblica ha ridimensionato la sua dinamica negativa a -0.2% t/t da -0.3%, rendendo nullo il suo contributo alla crescita del PIL. Per quanto riguarda il canale estero, il supporto alla ripresa rimane ancora limitato a +0.2% t/t, nonostante le esportazioni siano risultate abbastanza brillanti (+3.5% t/t) rispetto al trimestre precedente, a fronte di importazioni positive ma più caute (+1.5% t/t). È probabile, tuttavia, che questa componente si rafforzi nella seconda parte dell'anno, iniziando a beneficiare del recente indebolimento del dollaro.

È chiaro che i prossimi dati trimestrali saranno influenzati dagli effetti degli uragani che hanno colpito la costa orientale degli Stati Uniti durante la stagione estiva. Il terzo trimestre sarà penalizzato dalla devastazione, il quarto sarà favorito dalla ricostruzione, quindi sarà più difficile valutare la dinamica di medio periodo del ciclo economico americano.

L'impatto degli uragani emerge già dai dati mensili, relativi prevalentemente ad agosto, sia dal lato dell'offerta sia della domanda. La produzione industriale ha subito un calo di -0.9% m/m, dopo il +0.4% di luglio (rivisto da +0.2%). È soprattutto il settore edilizio a risentirne, con tutti gli indicatori in calo: -0.8% m/m gli avvii di nuovi cantieri, -3.4% m/m la vendita di nuove case e -1.7% per quelle esistenti. Già nel mese di luglio la dinamica era stata negativa e si va a sommare alla debolezza del comparto emersa nei dati trimestrali della prima metà dell'anno in corso. Le vendite al dettaglio sono diminuite di -0.2% m/m da +0.3% di luglio (rivisto al ribasso da +0.6%); la spesa per consumi e il reddito sono scesi di -0.1% m/m in termini reali. Il tasso di disoccupazione è leggermente risalito al 4.4% dal 4.3% di luglio e l'occupazione ha deluso le attese di +180 mila unità, registrando un +156 mila, in ridimensionamento rispetto a +189 mila del mese precedente (rivisto al ribasso da +209 mila).

Tutto ciò non deve trarre in inganno. La stessa Fed ha ammonito che gli effetti degli eventi meteorologici di agosto saranno transitori. Di fatto il ciclo economico americano gode di buona salute: il tasso di disoccupazione rimane sempre vicino al pieno impiego; gli ordini di beni durevoli hanno registrato un rialzo di +1.7% m/m, invertendo la tendenza negativa di -6.8% di luglio (che però andava a compensare il brillante +6.4% m/m di giugno) anche se resta un più limitato +0.2% m/m depurando l'indice dalla componente dei trasporti; in settembre, la fiducia dei produttori ha aggiustato bruscamente verso l'alto, raggiungendo quota 65.2 da 58.9 di agosto, contro un'attesa più pessimista di 58.7. I consumatori rimangono più cauti, con un ridimensionamento dell'indice Conference Board a 119.8 da 120.4 di agosto, ma non va dimenticato che il livello di fiducia resta ai livelli massimi degli ultimi 16 anni.

I dati relativi ad agosto evidenziano ancora una volta l'assenza di segnali inflazionistici: la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi PCE (Personal Consumption

USA

Le incertezze sulla crescita sono temporanee perché dovute all'effetto degli uragani

Expenditures) è rimasta invariata a +1.4% a/a; l'indice *core*, depurato dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, si è ulteriormente ridimensionato a +1.3% a/a da +1.4% di luglio e +1.5% di giugno; la variazione tendenziale dei salari orari è ferma da tre mesi a +2.5% a/a e il costo unitario del lavoro nel secondo trimestre è stato rivisto al ribasso a +0.2% t/t da +0.6%, confermando la battuta d'arresto rispetto al +4.8% del trimestre precedente (rivisto verso il basso da +5.4%).

In conclusione, **nonostante qualche indecisione sulla crescita e il permanere di una bassa inflazione, confermiamo lo scenario del mese scorso, nel quale rimane alta la probabilità che la Fed aumenti i tassi ufficiali a dicembre di 25 punti base (Scenario C - probabilità 60%) perché, come ha messo in evidenza la stessa Banca Centrale, i fattori di questa incertezza sono temporanei (effetto uragani) e saranno compensati dagli effetti di segno opposto dovuti all'attività di ricostruzione negli ultimi mesi dell'anno in corso.**

In Giappone, la revisione dei dati del PIL del secondo trimestre ha aggiustato verso il basso la crescita, che comunque in progresso rispetto ai primi tre mesi dell'anno. Il PIL nipponico, infatti, tra aprile e giugno è stato rivisto a +0.6% t/t rispetto a +1% del preliminare, portando la variazione tendenziale a +1.6% a/a da +2.1% a/a del dato provvisorio. La revisione riduce di molto il vantaggio della ripresa, ma mantiene il rafforzamento rispetto al primo trimestre, nel quale si era registrato un più limitato +1.4% a/a. **La componente che ha trainato maggiormente la crescita non è più quella degli investimenti**, che ha segnato un contributo limitato a +0.4% t/t, rispetto a +0.7% del preliminare, con un ridimensionamento della dinamica a +1.7% t/t da +2.8% del dato provvisorio, **ma quella dei consumi che hanno mantenuto il contributo a +0.5% t/t. Dall'altro lato, si è rafforzato l'apporto della spesa pubblica a +0.4% t/t da +0.3% del preliminare, grazie agli interventi di politica fiscale espansiva decisi dal governo Abe. Resta invece negativo il contributo del canale estero, che ha sottratto crescita per un -0.3% t/t, a causa di un doppio effetto negativo prodotto dal calo delle esportazioni di -0.5% t/t e dal concomitante aumento delle importazioni di +1.4% t/t. In definitiva, la crescita del PIL giapponese è rimasta positiva, anche se indebolita rispetto alle rilevazioni preliminari, con un sostanziale bilanciamento delle componenti di domanda interna (consumi, investimenti e spesa pubblica). La domanda estera, invece, rappresenta l'anello debole della ripresa, complice il rafforzamento dello yen per un duplice effetto di debolezza del dollaro e forza intrinseca della valuta giapponese per le tensioni in Corea del Nord.**

I dati mensili, relativi prevalentemente ad agosto, dissipano le incertezze dal lato dell'offerta che erano emerse nel mese precedente: la produzione industriale è ritornata a crescere di +2.1% m/m dopo la battuta d'arresto di luglio di -0.8%, superando le attese di +1.8%. Tenendo conto che a giugno si era registrato un altro brillante +2.2% m/m, si può concludere che l'incertezza di luglio sia stata temporanea. **Gli ordini di macchinari all'industria di luglio sono riusciti finalmente a invertire in modo prorompente la tendenza negativa in atto da tre mesi, registrando un balzo di +8% m/m, dopo le contrazioni di -1.9% m/m di giugno, -3.6% di maggio e -3.1% di aprile.** Le aspettative degli operatori erano ottimiste, ma non di tale portata (+4.1% m/m). Il buon dato riflette il livello massimo dei profitti aziendali raggiunto nel secondo trimestre che si sta traducendo in maggiori investimenti. **L'ottimismo dei produttori che emerge dall'indice di fiducia, salito in settembre a 52.6 da 52.2 (quest'ultimo rivisto da 52.8) è coerente con la rimonta degli ordinativi.**

Se da un lato, in agosto, permangono le buone condizioni del mercato del lavoro, con un tasso di disoccupazione fermo al 2.8%, gli indicatori della domanda sono tutti negativi: le vendite al dettaglio sono diminuite di -1.7% m/m, il reddito disponibile in termini reali di -1.3%, i consumi privati di -0.5% (dopo il tonfo -4.1% di luglio) e la fiducia dei consumatori si è portata a 43.3 da 43.8 del mese precedente.

GIAPPONE

La forza dello yen penalizza il canale estero. Le elezioni anticipate a ottobre non faranno bene alla ripresa economica

La ripresa resta quindi ancora incerta se si tiene conto anche delle elezioni anticipate in ottobre, indette da Abe, che potrebbero minarne il sentiero positivo imboccato dalla primavera.

Qualche progresso si riscontra nell'inflazione: ad agosto, sia il CPI globale sia quello *core* hanno registrato una variazione tendenziale di +0.7% a/a da +0.4% e +0.5% di luglio, rispettivamente. I segnali sono incoraggianti nella lotta alla deflazione, ma non avranno alcun effetto sulle decisioni di politica monetaria che rimarrà ultra espansiva, perché ancora troppo lontani dall'obiettivo del 2%.

Per l'Area Euro, i dati trimestrali del PIL del secondo trimestre, ora disponibili anche per le singole componenti, rafforzano la ripresa in atto. La crescita si è attestata a +0.6% t/t, come era emerso dal preliminare, mentre la variazione tendenziale è stata rivista al rialzo a +2.3% a/a da +2.2% a/a, in aumento dal +1.9% del trimestre precedente. La ripresa è guidata dalla Germania (+2.1% a/a) ma anche negli altri Paesi, come Francia e Italia, i segnali vanno in questa direzione (+1.8% e +1.5%, rispettivamente). I risultati sono molto positivi se si considera che la crescita è bilanciata tra le componenti di domanda interna: i contributi di consumi e investimenti sono, infatti, simili (+0.3% t/t e +0.2% t/t, rispettivamente). I consumi hanno rafforzato la loro dinamica con una variazione congiunturale di +0.5% t/t da +0.4% del trimestre precedente e gli investimenti hanno invertito la loro, passando a un +0.9% t/t da -0.3% del primo periodo. L'altro contributo rilevante proviene dalle scorte (+0.3% t/t) e, a nostro avviso, questo è un segnale positivo di ricostituzione di magazzino a fronte di una domanda più decisa, e non negativo per merci invendute. Meno rilevanti appaiono le altre due componenti della spesa pubblica e del canale estero, con un contributo di +0.1% t/t ciascuna. La seconda riflette una crescita sia delle esportazioni (+1.1% t/t) sia delle importazioni (+0.9% t/t). È incoraggiante che le prime riescano a crescere nonostante il rafforzamento dell'euro.

I nuovi dati mensili, relativi principalmente a luglio-agosto, confermano la buona intonazione, con la fiducia di consumatori e imprenditori ai massimi, a fronte di un'inflazione ancora contenuta. A luglio, infatti, il mercato del lavoro ha consolidato il livello del tasso di disoccupazione al 9.1% del mese precedente e, nel secondo trimestre dell'anno, l'incremento di nuovi occupati è rimasto consistente (+651 mila) anche se inferiore al trimestre precedente (+775 mila, rivisto al rialzo da 660 mila). La produzione industriale ha registrato un +0.1% m/m, portando la variazione tendenziale a +3.4% a/a da +2.7% di giugno. Il settore delle costruzioni ha confermato la dinamica di +0.2% m/m del mese precedente (quest'ultimo rivisto in modo rilevante da -0.5%). Le vendite al dettaglio sono diminuite di -0.3% m/m, ma, a giugno, avevano segnato un buon risultato di +0.6% (rivisto al rialzo da +0.5%). In ogni caso, è soprattutto la fiducia di produttori e consumatori che continua la sua corsa: a settembre, l'*ESI (Economic Sentiment Indicator)* ha registrato un ulteriore incremento a 113 da 111.9 di agosto. Le aspettative erano a favore di un rialzo, ma non così consistente. Il PMI (che testa la fiducia dei produttori) del settore manifatturiero ha raggiunto il livello di 58.2 da 57.4 di agosto e quello dei servizi di 55.6 da 54.7. Tutto ciò dà una chiara visione di un'economia in espansione.

Nonostante le conferme sulla ripresa, non vi sono segnali inflazionistici: a settembre la variazione tendenziale dell'indice globale *HCPI (Harmonized Consumer Price Index)* è rimasta ferma a +1.5% a/a e il *core*, che esclude le componenti più volatili dell'energia e degli alimentari, si è leggermente ridimensionato a +1.1% a/a da 1.2% a/a di agosto, ben lontano dall'obiettivo del 2%.

La crescita senza reali pressioni inflazionistiche e la forza dell'euro ci fanno ribadire quanto affermato il mese scorso. Riteniamo che alla riunione di ottobre la BCE sarà cauta nel definire il *Tapering*, il piano di rientro del *Quantitative Easing*, rinviandone

AREA EURO

La crescita si conferma superiore al 2% ma ancora senza pressioni inflazionistiche

l'inizio all'autunno del 2018 (Scenario C - probabilità 60%) per non spegnere la ripresa prematuramente.

In Germania non ci sono nuove informazioni dai dati trimestrali del PIL rispetto al mese scorso: la crescita nel secondo trimestre si è attestata a **+0.6% t/t**, portando il tasso tendenziale a **+2.1% a/a** da **+1.9%** dei primi tre mesi dell'anno. **I consumi sono stati la componente che ha dato il maggior contributo, mentre il canale estero è risultato il più debole, risentendo del rafforzamento dell'euro.**

Germania

I nuovi dati mensili disponibili sono stati piuttosto deboli e si sono dimostrati in genere inferiori alle attese, segnalando forse un momento di pausa nella ripresa tedesca: ad agosto, le vendite al dettaglio hanno registrato un altro calo di **-0.4% m/m**, dopo il **-1.2% m/m** di luglio. Gli operatori si attendevano un risultato di segno opposto (**+0.5%**), tuttavia, non bisogna dimenticare che maggio e giugno erano stati particolarmente brillanti con un **+0.5%** e un **+1.3%**, rispettivamente. **A luglio, la produzione industriale è rimasta ferma (0% m/m)** dopo che il dato di giugno di **-1.1% m/m** aveva azzerato la crescita di maggio (**+1.2%**). **Il settore delle costruzioni, invece, ha recuperato con un +0.5% m/m**, compensando i risultati del mese precedente di **-0.5%** (rivisto al rialzo da **-1%**). **Gli ordini all'industria**, che danno indicazioni sull'evoluzione in futuro della produzione industriale, **sono diminuiti di -0.7% m/m**, contro un'aspettativa di crescita di **+0.2%** e di un **+0.9%** del mese precedente (rivisto leggermente al ribasso da **+1%**). **In settembre, tuttavia, il mercato del lavoro ha continuato a inanellare successi e la fiducia dei produttori a salire, pur essendo già ai massimi storici:** a settembre il tasso di disoccupazione è sceso ancora a **5.6%** da **5.7%** e il PMI, che misura la fiducia dei produttori, ha raggiunto quota **60.6** nel settore manifatturiero (da **59.3** di agosto) e **55.6** in quello dei servizi (da **53.5**). **La debolezza riscontrata nei dati di luglio e agosto ha pertanto carattere temporaneo, perché dovuta alla fisiologica incertezza per le elezioni politiche che si sono tenute il 24 settembre.** La riconferma di Angela Merkel dovrebbe riportare la crescita sul sentiero positivo di primavera

Sul fronte dell'inflazione le preoccupazioni permangono ma non s'intensificano, visto che gli indicatori sono rimasti fermi a **+1.8% a/a** l'*HCPI* di settembre e a **+1.5% a/a** l'indice *core* di agosto.

In Francia, l'ulteriore revisione dei dati relativi al secondo trimestre ha in sostanza confermato e rafforzato il recupero del ciclo economico. Il PIL è stato rivisto al rialzo a **+1.8% a/a** rispetto al **+1.7%** del preliminare, mentre l'incremento congiunturale è rimasto **+0.5% t/t**. **Non si sono registrate variazioni di rilievo, se non per i consumi, il cui contributo alla crescita è passato a +0.2% t/t da +0.1%** della precedente stima. **Le esportazioni nette rimangono la componente che ha trainato maggiormente l'economia francese con un +0.6% t/t. Risulta importante il riequilibrio delle scorte, già segnalato il mese scorso, con un decumulo di -0.5% t/t da +0.7% del primo trimestre. La domanda interna è perfettamente bilanciata tra consumi e investimenti.**

Francia

I dati mensili relativi a luglio, quindi rilevanti per valutare il proseguimento della crescita nel terzo trimestre, superano la delusione di quelli del mese precedente, soprattutto dal lato dell'offerta. **La produzione industriale è aumentata di +0.5% m/m**, dopo l'importante calo di **-1.1%** di giugno, riprendendo la tendenza positiva di maggio che era stata rilevante (**+1.9%**). **Le costruzioni sono salite di +0.6%**, a fronte di un decremento di **-0.2%** di giugno. **Le vendite al dettaglio hanno registrato una buona dinamica (+0.6% m/m)** contrastando il **-0.4%** del mese precedente (rivisto da **-0.3%**), anche se i consumi delle famiglie, in agosto, sono diminuiti di **-0.2% m/m** e la fiducia dei consumatori a settembre si è presa una pausa (l'indice *Insee* ha leggermente corretto verso il basso a **101** da **103**). Per contro, i produttori restano molto ottimisti con un PMI di settembre in aumento sia nel settore manifatturiero (a **56** da **55.8**) sia in quello dei

servizi (a 57.1 da 54.9).

Nessuna ripresa dell'inflazione appare all'orizzonte. A settembre, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi al consumo armonizzato si è attestata a +1.1% a/a, correggendo solo leggermente rispetto a quella di agosto (+1%) e il *core*, disponibile solo per agosto, è fermo a +0.6% a/a da tre mesi. È l'inflazione più bassa dell'Area Euro.

In Italia, i dati trimestrali del PIL del secondo trimestre, disponibili ora anche per le singole componenti, hanno confermato la ripresa: la crescita congiunturale è stata pari a +0.4% t/t, portando quella tendenziale a +1.5% a/a da +1.4% del trimestre precedente. Pur rimanendo in coda rispetto agli altri Paesi dell'Area Euro, ha accorciato le distanze e con la crescita tendenziale più alta degli ultimi sei anni. La componente che ha contribuito maggiormente alla ripresa è stata quella dei consumi con un +0.2%, grazie ad una dinamica congiunturale di +0.3% t/t. Gli investimenti hanno supportato la crescita per un limitato +0.1% t/t ma hanno invertito la tendenza, registrando un +0.7% t/t rispetto al dato debole di -1.6% t/t del primo trimestre (rivisto al ribasso da -0.8%). La spesa pubblica e il canale estero sono risultati neutrali in termini di contributo. Le esportazioni e le importazioni sono aumentate di pari passo.

Dal lato dell'offerta, i nuovi dati mensili relativi a luglio sono positivi, anche se meno brillanti di quelli di giugno, quindi alimentano la speranza che la crescita proseguirà anche nel terzo trimestre. La produzione industriale è aumentata di +0.1% m/m, dopo il consistente incremento di +1.1% m/m del mese precedente, superando di molto le attese che prevedevano un'inversione di tendenza (-0.4%). Così pure le costruzioni, che con un +0.1% m/m hanno recuperato in parte il brutto dato di giugno (-1.6%). Gli ordini all'industria sono aumentati di +0.2% m/m. È, comunque, ancora la fiducia dei produttori, soprattutto nel settore manifatturiero, a dare i segnali più incoraggianti: in settembre l'indice si è portato a quota 110.4 da 108.5 del mese precedente, nonostante avesse già in agosto raggiunto i livelli massimi degli ultimi 10 anni.

Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio a luglio sono diminuite di -0.2% m/m, com'era nelle attese, ma il buon risultato del mese precedente (+0.6%) e l'ulteriore balzo della fiducia dei consumatori di settembre a 115.5 da 111.2 di agosto (quest'ultimo rivisto al rialzo da 110.8) dovrebbero sostenere i consumi nella seconda parte dell'anno in corso.

In settembre, non sono emersi segnali inflazionistici, in sintonia con il resto dell'area, anzi gli indicatori hanno corretto leggermente verso il basso: la variazione tendenziale dell'*HCPI* globale si è attestata a +1.3% a/a da +1.4% del mese precedente e l'indice *core* a +0.9% a/a da +1.1% di agosto.

Va sottolineato, infine, che con l'avvicinarsi dell'inversione di tendenza della politica monetaria, i rendimenti dei titoli di Stato italiani soffriranno di più degli altri per l'elevato debito pubblico del nostro Paese e che il clima pre-elettorale della primavera del 2018 li manterrà in tensione.

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

Italia

GLI SCENARI

A (30%)

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 sotto il 2%. A fronte di questo quadro di debolezza economica, **la Fed non interviene sui tassi ufficiali per il resto del 2017 e si limita ad attuare il graduale piano di normalizzazione del suo bilancio.** I rendimenti decennali in USA scendono verso il 2% e il dollaro si indebolisce oltre 1.2 contro l'euro.

Area Euro: Continua la ripresa ma moderata per 1) l'apprezzamento dell'euro in gran parte dovuto alla debolezza del dollaro, che penalizza le esportazioni europee e 2) il contesto internazionale di crescita economica meno favorevole. La BCE inizia a discutere di *Tapering* in autunno di quest'anno, ma lo implementa non prima dell'autunno del 2018 perché la dinamica inflazionistica resta ancora contenuta. I rendimenti decennali dell'Eurozona rimangono intorno ai livelli di fine settembre per buona parte del restante 2017, con uno *spread* BTP/Bund intorno ai 170 punti base. Nella primavera del 2018, le elezioni in Italia generano tensioni portando il rendimento del BTP a 10 anni al 2.2%.

B (10%)

USA: Viene approvata una riforma fiscale solo parziale per difficoltà di accordo tra i Repubblicani e per limitare i problemi di eccessivo debito pubblico, ma in ritardo rispetto allo scenario C. Il PIL cresce tra il 2 e il 2.5% ed emergono rischi inflazionistici da salari, ma solo nel 2018. **La Fed rinvia a marzo del 2018 l'aumento dei tassi di riferimento di 25 punti base.** Il dollaro resta debole per il resto del 2017 e ritorna a 1.17 solo a primavera del 2018. I rendimenti del decennale americano rimarranno sotto tono fino a dicembre e raggiungeranno il 2.3-2.4% al momento del **secondo intervento sui tassi ufficiali previsto per giugno del 2018.**

Area Euro: Una ripresa solida tra il 2 e il 2.5% e un'inflazione prossima all'obiettivo del 2%, inducono la BCE ad anticipare il *Tapering* nella prima parte del 2018. L'inversione di tendenza della politica monetaria verso un sentiero restrittivo fa aumentare i rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona. **L'Italia, più fragile per l'elevato debito pubblico e alle prese anche con l'incertezza politica delle elezioni, sarà particolarmente penalizzata:** il rendimento decennale nella prima parte del 2018 può raggiungere il livello di 2.4-2.5% con uno *spread* verso i 190 punti base rispetto al Bund.

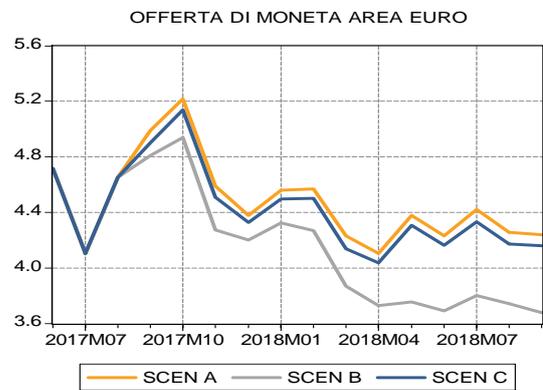
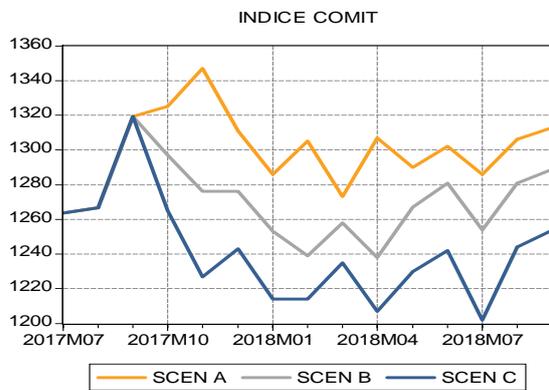
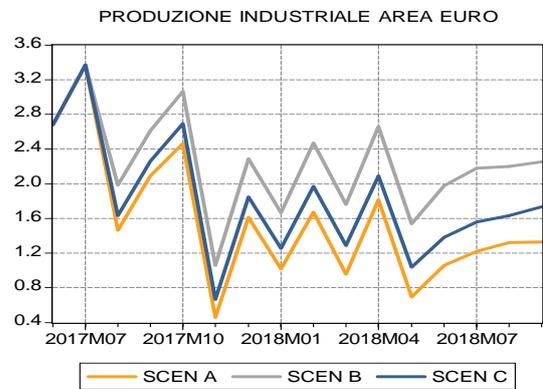
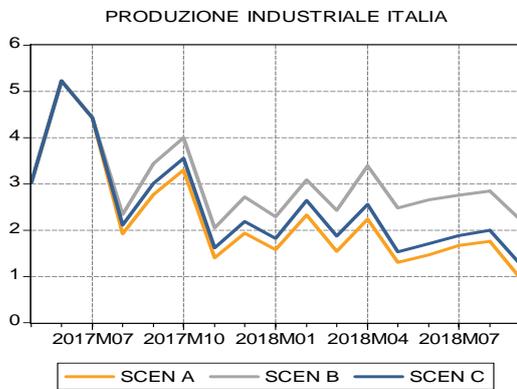
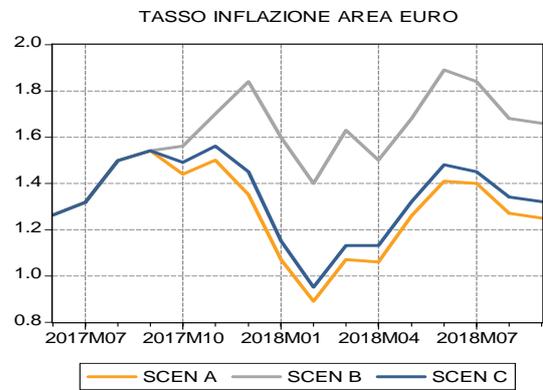
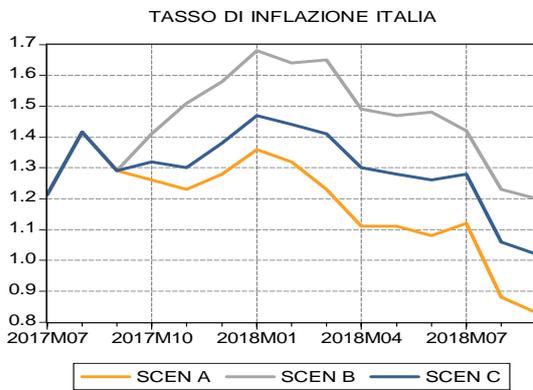
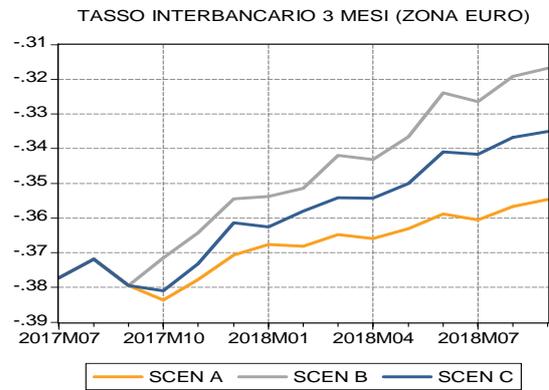
C (60%)

USA: Viene approvata una riforma fiscale solo parziale per difficoltà di accordo tra i Repubblicani e per limitare i problemi di eccessivo debito pubblico. Il PIL cresce tra il 2 e il 2.5% ed emergono rischi inflazionistici da salari. **La Fed aumenta i tassi di riferimento di 25 punti base a dicembre, oltre ad attuare il piano di ridimensionamento del suo bilancio.** Il dollaro ritorna a 1.17, ma rimane debole, e i rendimenti del decennale americano a 2.3%. **Un secondo intervento sui tassi è previsto per giugno 2018.**

Area Euro: Continua la ripresa ma moderata per 1) l'apprezzamento dell'euro in gran parte dovuto alla debolezza del dollaro, che penalizza le esportazioni europee e 2) il contesto internazionale meno favorevole dal punto di vista della crescita economica, in particolare negli USA. La BCE inizia a discutere di *Tapering* in autunno di quest'anno, ma lo implementa non prima dell'autunno del 2018 perché la dinamica inflazionistica resta ancora contenuta. I rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona risalgono in sintonia con quelli americani. Nella primavera del 2018, le elezioni in Italia generano tensioni portando il rendimento del BTP decennale italiano a 2.3% e lo *spread* BTP/Bund sopra ai 170 punti base.

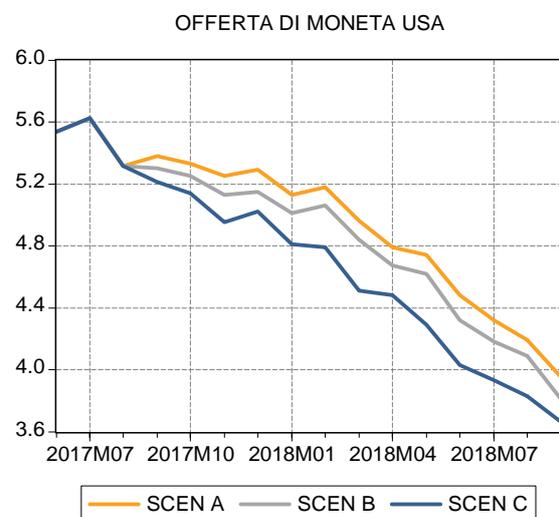
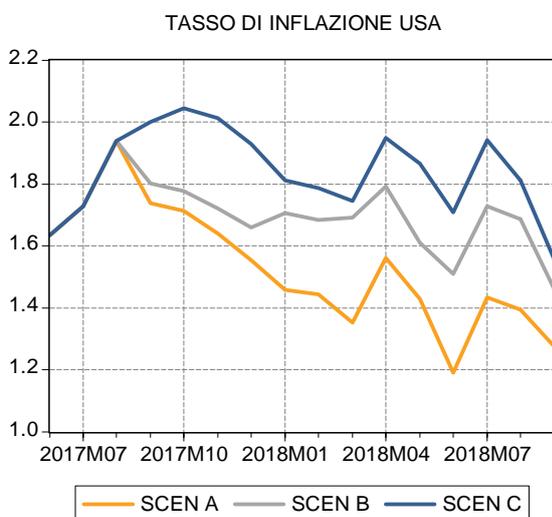
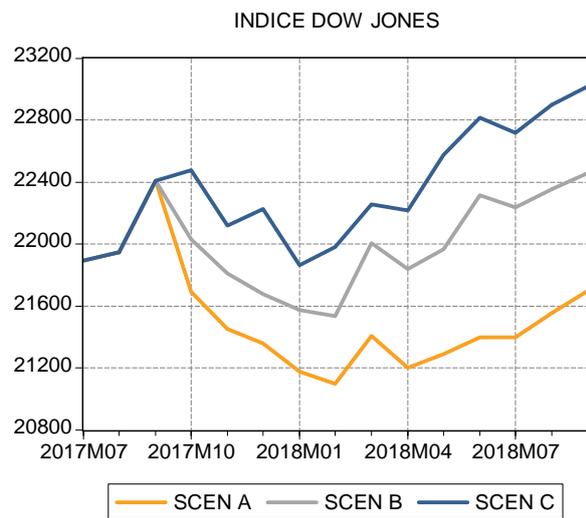
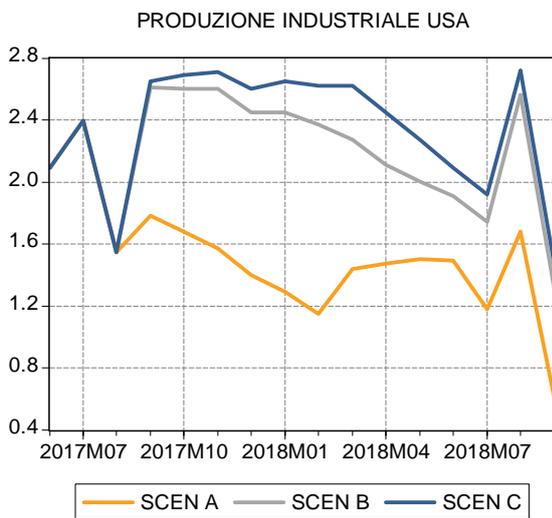
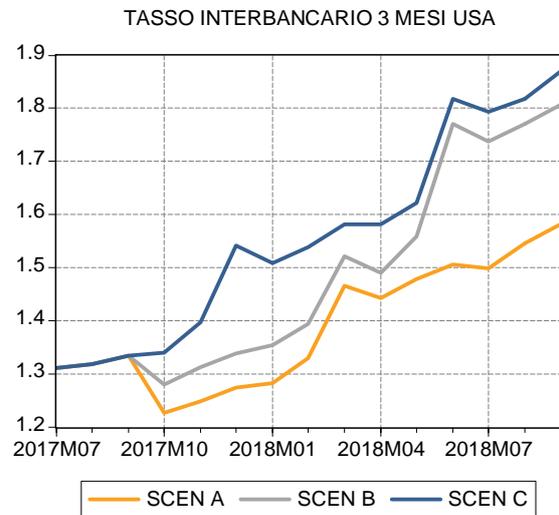
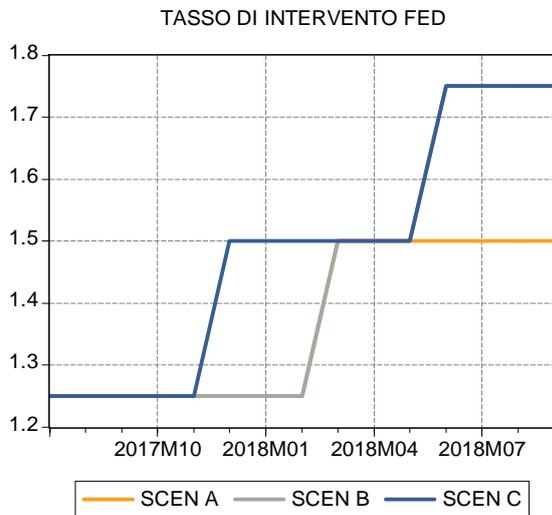
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

Il segmento dei tassi interbancari europei a breve termine non si scosta dal *refi* sui depositi marginali della BCE, a causa della liquidità in eccesso. In settembre i tassi sono stabili tra il -0.3% e il -0.4% per le scadenze da 1 a 6 mesi. **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 in autunno di quest'anno (Scen. C e A).** Anche se l'inflazione dovesse accelerare, la probabilità che l'avvio del *Tapering* sia anticipato alla prima parte del 2018, rimane bassa (Scen. B). **I saggi interbancari sono visti stabili o in debolissima ripresa in tutti e tre gli scenari** (il tasso a 1 mese dovrebbe mantenersi circa al -0.4%, il 3 mesi tra il -0.3% e il -0.4% e il 6 mesi prossimo al -0.3%).

TASSI INTERBANCARI

Come accaduto dopo l'elezione di Trump, quando i rendimenti dei bond in generale aumentarono grazie alla promessa di una fenomenale riduzione delle tasse per le imprese, anche in settembre nel mercato obbligazionario sono tornate le vendite. In Italia l'aumento del rendimento decennale è stato comunque contenuto, +2.23% dal precedente +2.14% (+1.57% da +1.53% il 7 anni). Anche in questo caso l'incremento è stato innescato dalle attese circa la politica fiscale di Trump, il quale, a fine settembre, ha presentato al Congresso una nuova proposta di riforma fiscale, meno aggressiva della precedente ma comunque rilevante. Stabili sono invece rimasti i tassi a più breve scadenza (+0.2% il tre anni e +0.88% il 5 anni). **Nello scenario C, se la riforma fiscale in USA fosse approvata parzialmente, la Fed potrebbe innalzare i tassi a dicembre 2017 e a giugno 2018, per contenere i rischi inflazionistici.** La BCE potrebbe iniziare a discutere di *Tapering* in autunno per poi implementarlo non prima dell'autunno del 2018. Sulla scia dei rendimenti statunitensi, anche quelli europei sono visti in rialzo. In particolare quelli italiani, nella primavera del 2018, potrebbero risentire delle tensioni per le elezioni politiche (+0.40%, +1.11%, +1.80% e +2.42% rispettivamente il 3, 5, 7, e 10 anni a settembre 2018). A parità di condizioni in Area Euro, se negli USA la riforma fiscale dovesse naufragare quasi in toto e la Fed decidesse di non fare rialzi nel 2017, limitandosi a normalizzare il suo bilancio (scenario A) i rendimenti italiani rimarrebbero più contenuti (+0.28% il 3 anni, +0.99% il 5 anni, +1.69% il 7 anni e +2.3% il 10 anni a settembre 2018). Nello scenario B, il ritardo nell'approvazione parziale della riforma fiscale potrebbe spingere la Fed a rimandare il rialzo, previsto a dicembre in C, a marzo del 2018. In Europa, il raggiungimento dell'obiettivo d'inflazione al 2% prima del previsto potrebbe indurre la BCE a considerare un eventuale *Tapering* già nella prima parte del 2018. Questo potrebbe sostenere i rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona e l'Italia, più fragile per l'elevato debito pubblico e per l'incertezza politica delle elezioni, potrebbe esserne particolarmente penalizzata (+0.62% il 3 anni, +1.33% il 5 anni, +2.0% il 7 anni e +2.62% il 10 anni alla fine del periodo di previsione).

STRUTTURA A TERMINE

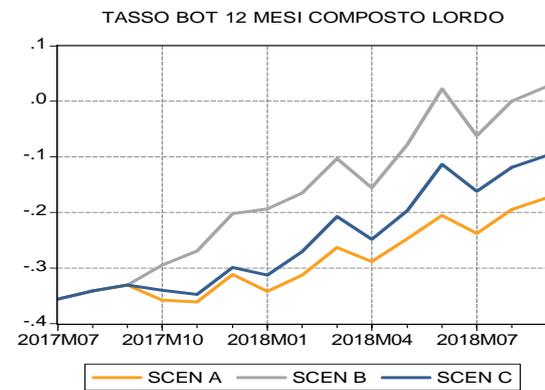
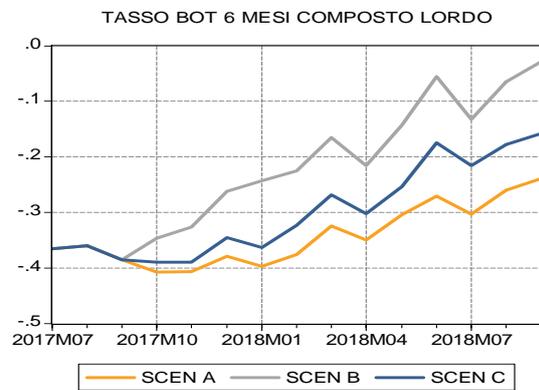
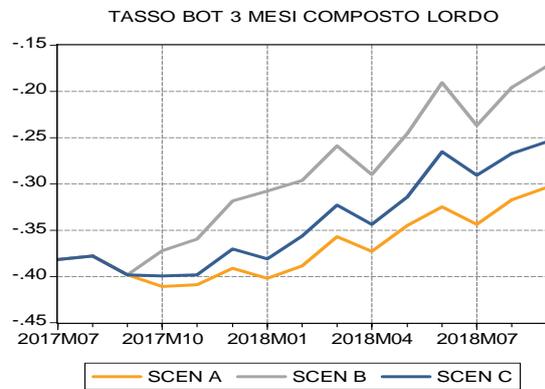
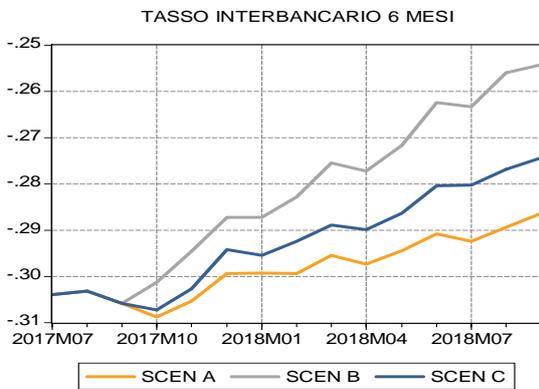
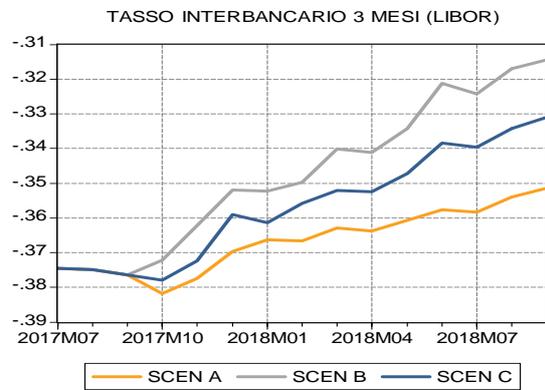
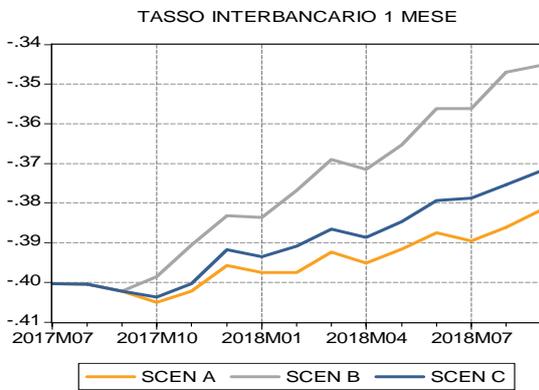
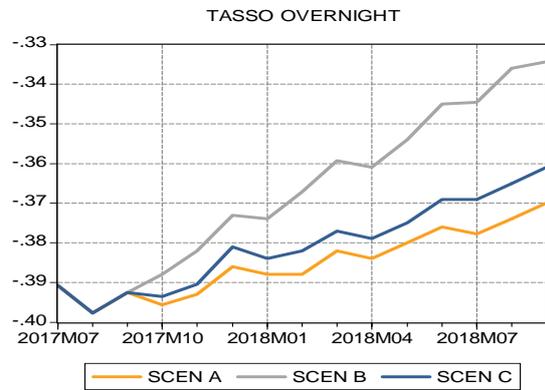
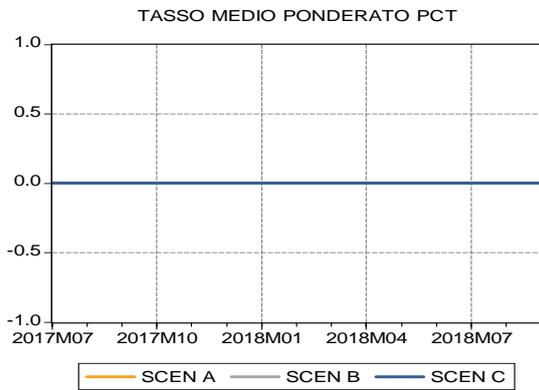
In luglio i tassi medi sui depositi e sui prestiti sono rimasti pressoché invariati rispetto al mese precedente (+0.4% e +2.8% rispettivamente). **In tutti e tre gli scenari delineati, i tassi bancari sono visti sostanzialmente stabili su questi livelli per tutto il periodo di previsione.**

TASSI BANCARI

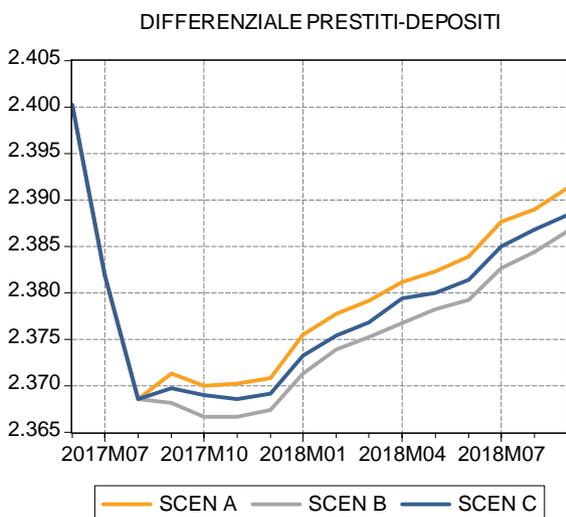
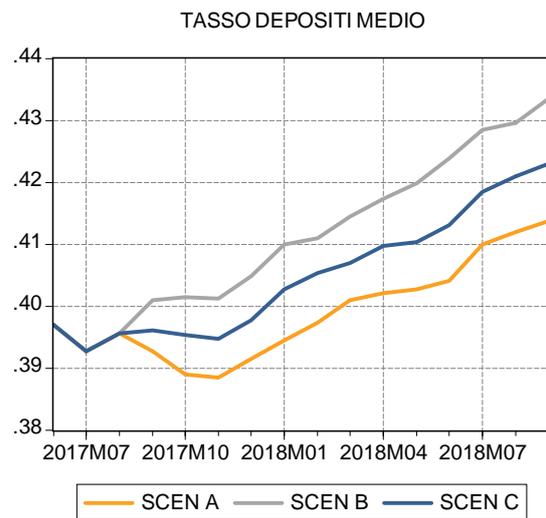
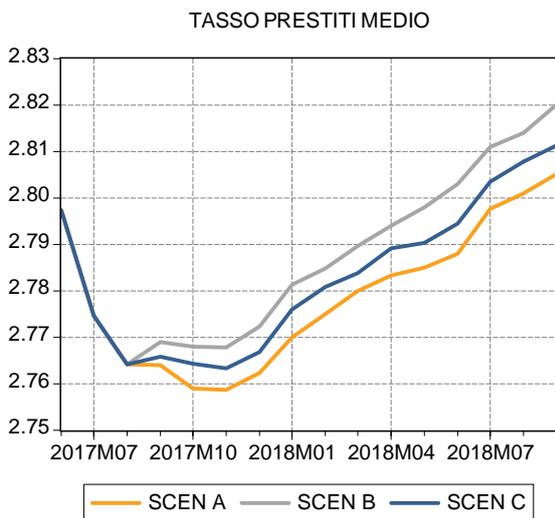
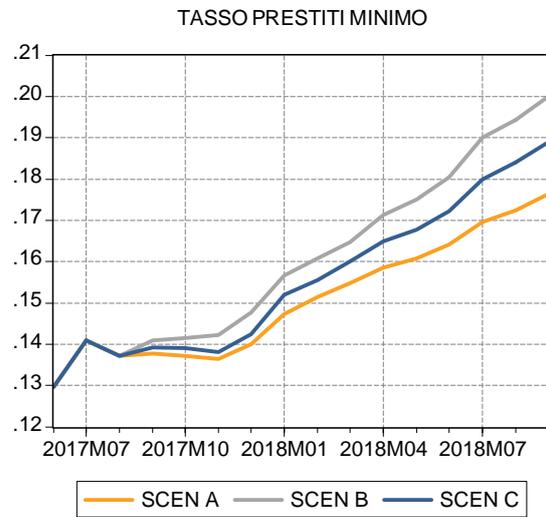
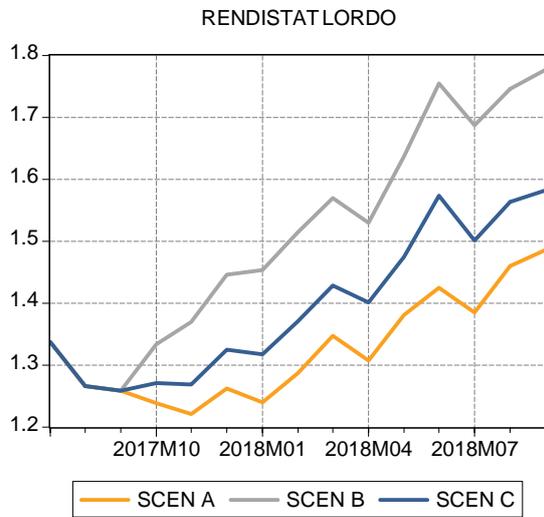
In luglio è continuata la serie di aumenti che sta caratterizzando sia i depositi totali (+2.9% da +2.6%) sia i prestiti totali (+1.3% da +1.9%). **In base ai risultati delle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica sia degli impieghi (+1.6% a/a in C, +1.3% in A e +2% in B, a settembre 2018) sia dei depositi totali (+3.7%, +3.4% e +4.3% rispettivamente) dovrebbe rimanere sostenuta per l'intero periodo di previsione.**

VOLUMI

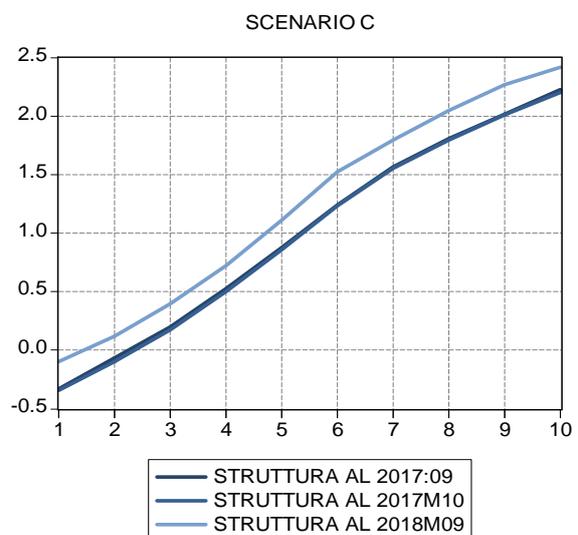
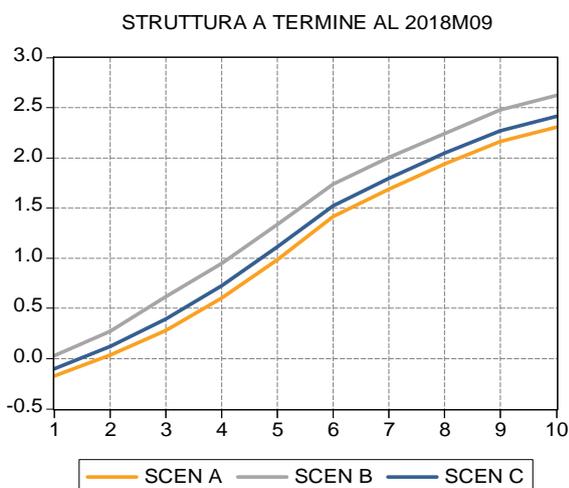
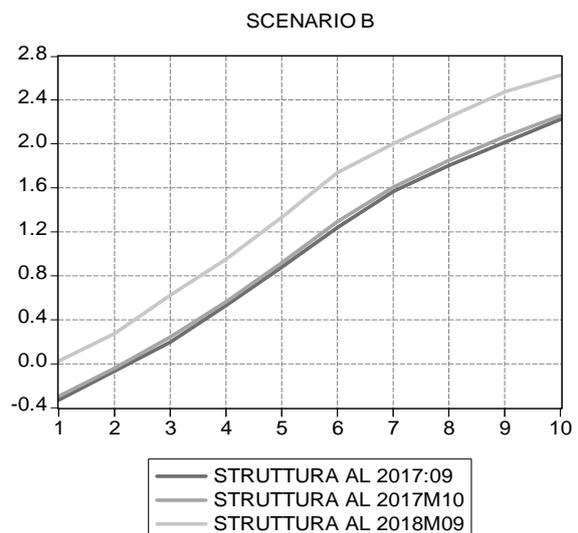
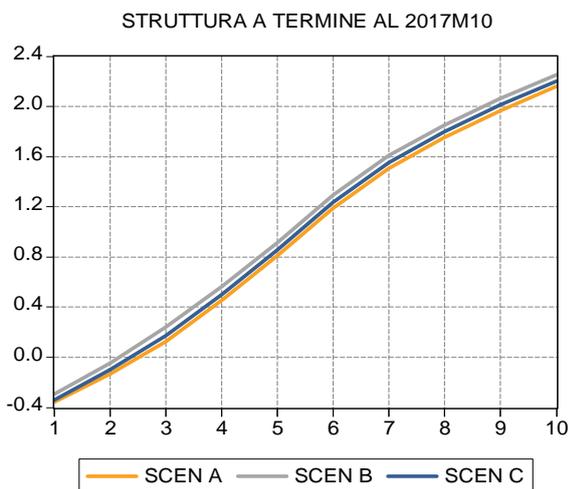
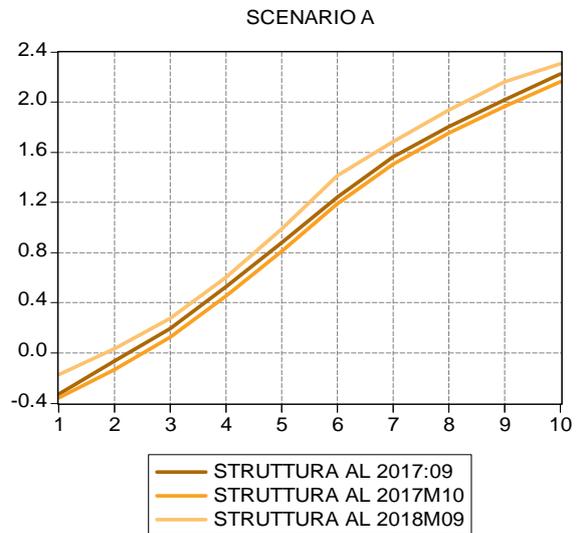
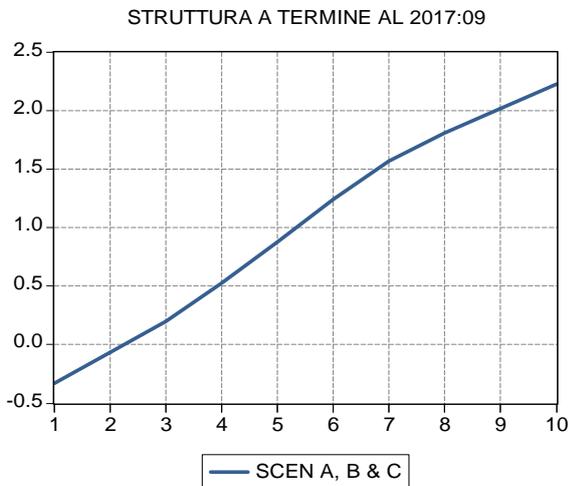
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



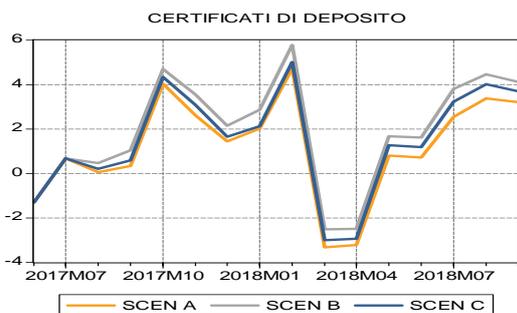
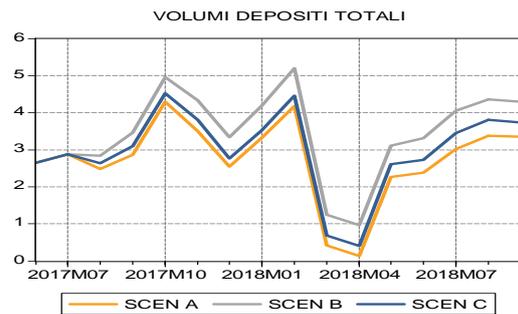
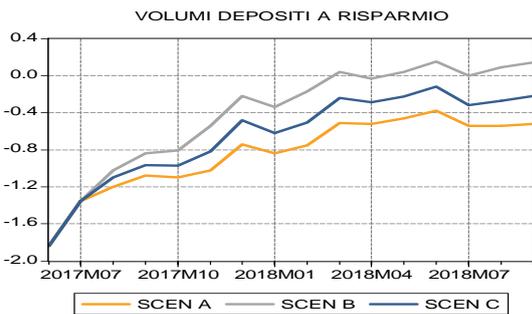
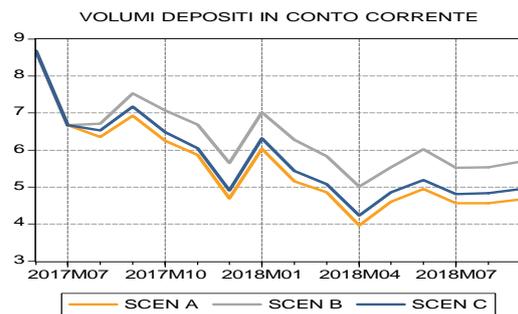
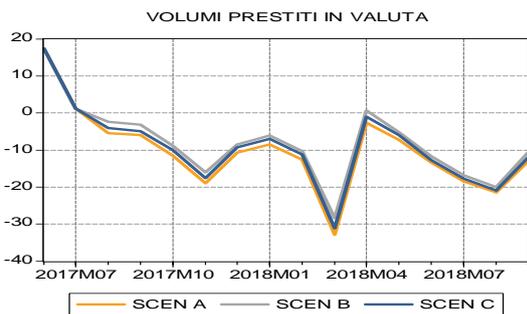
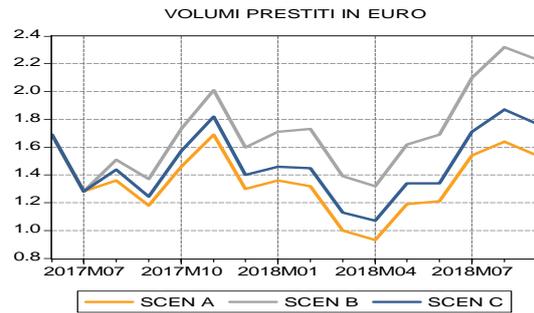
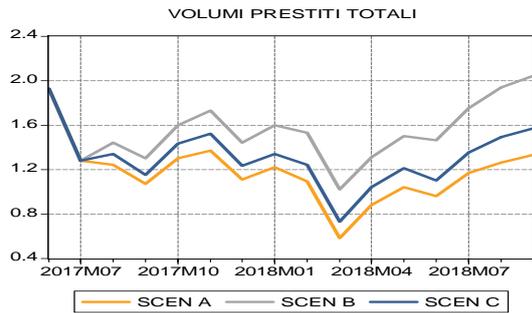
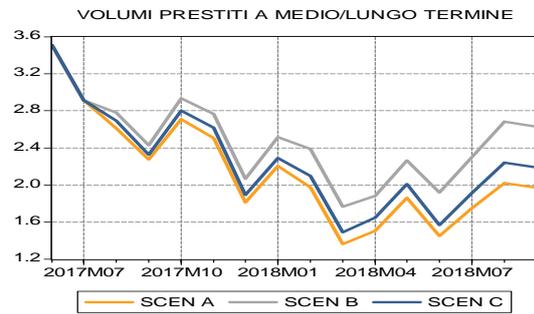
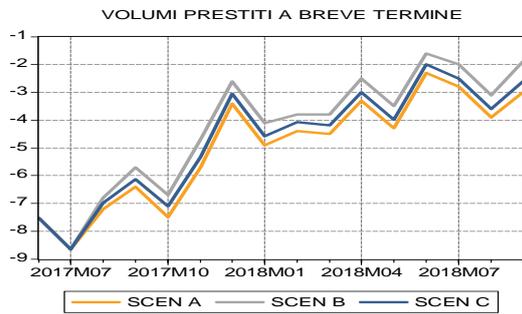
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



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



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



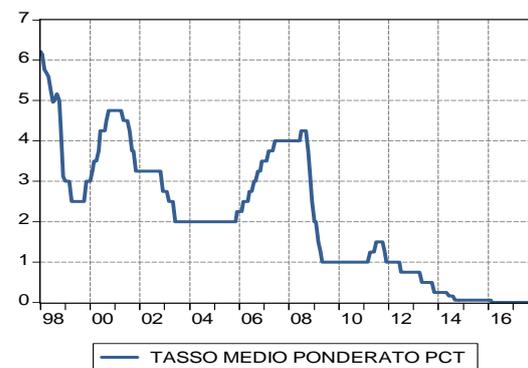
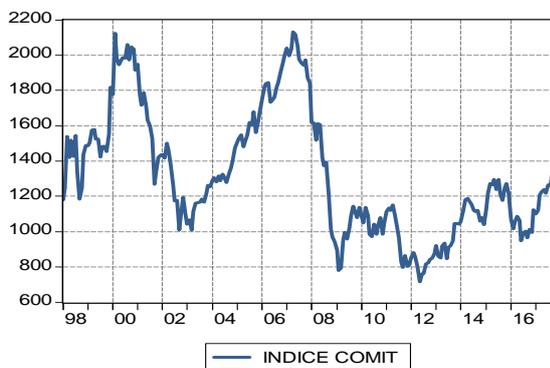
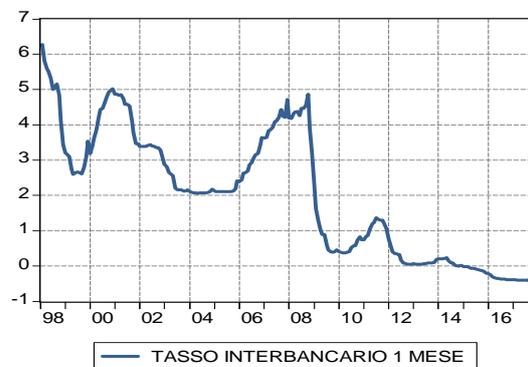
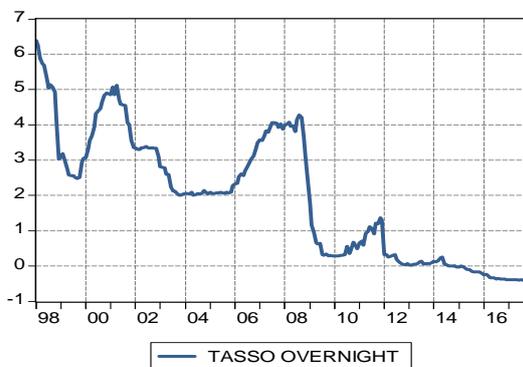
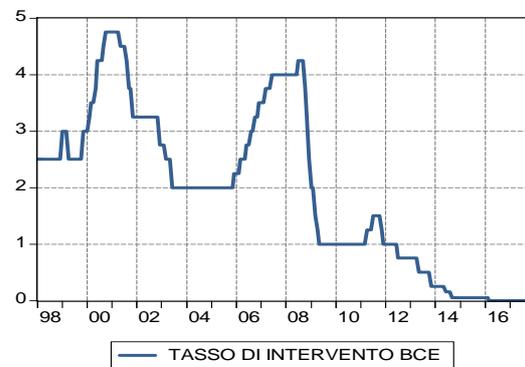
SCENARIO A	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1208	1228	1237	1219	1264	1267	1319	1325	1347	1311	1286	1305	1273	1307	1290	1302	1286	1306	1313	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.0	1.5	3.0	5.2	4.4	1.9	2.8	3.3	1.4	1.9	1.6	2.3	1.5	2.2	1.3	1.5	1.7	1.8	0.9	
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.4	2.0	1.6	1.2	1.2	1.4	1.3	1.3	1.2	1.3	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	0.9	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	0.00
T. Overnight media d/l	-0.39	-0.39	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37
T. Interb. 1m lett.	-0.39	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35
T. Interb. 6m lett.	-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	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29
T. Depositi medio	0.41	0.40	0.40	0.40	0.39	0.40	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	0.41
T. Prestiti medio	2.83	2.80	2.78	2.80	2.77	2.76	2.76	2.76	2.76	2.76	2.77	2.78	2.78	2.78	2.79	2.79	2.80	2.80	2.81	2.81
T.prest. medio - T.dep. medio	2.41	2.41	2.39	2.40	2.38	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38	2.39	2.39	2.39	2.39
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.34	-0.36	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.40	-0.41	-0.41	-0.39	-0.40	-0.39	-0.36	-0.37	-0.35	-0.32	-0.34	-0.32	-0.30	-0.30
T. BOT comp. lordo 6m	-0.30	-0.33	-0.36	-0.38	-0.37	-0.36	-0.39	-0.41	-0.41	-0.38	-0.40	-0.38	-0.32	-0.35	-0.30	-0.27	-0.30	-0.26	-0.24	-0.24
T. BOT comp. lordo 12m	-0.23	-0.24	-0.31	-0.36	-0.36	-0.34	-0.33	-0.36	-0.36	-0.31	-0.34	-0.31	-0.26	-0.29	-0.25	-0.21	-0.24	-0.20	-0.17	-0.17
Rendistat lordo	1.50	1.41	1.33	1.25	1.34	1.27	1.26	1.24	1.22	1.26	1.24	1.29	1.35	1.31	1.38	1.43	1.38	1.46	1.49	1.49
Rendistat netto	1.31	1.23	1.16	1.09	1.17	1.11	1.10	1.08	1.07	1.10	1.09	1.13	1.18	1.14	1.21	1.25	1.21	1.28	1.30	1.30
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.41	0.35	0.28	0.26	0.22	0.19	0.20	0.13	0.09	0.11	0.09	0.13	0.21	0.17	0.22	0.26	0.23	0.27	0.28	0.28
Rend. BTP a 5 anni	1.11	1.07	0.97	0.95	0.90	0.86	0.88	0.81	0.79	0.81	0.80	0.85	0.90	0.87	0.93	0.96	0.94	0.98	0.99	0.99
Rend. BTP a 7 anni	1.72	1.72	1.64	1.63	1.55	1.53	1.57	1.51	1.48	1.50	1.49	1.53	1.60	1.57	1.62	1.66	1.63	1.67	1.69	1.69
Rend. BTP a 10 anni	2.34	2.32	2.26	2.23	2.18	2.14	2.23	2.16	2.13	2.14	2.12	2.16	2.22	2.19	2.24	2.28	2.25	2.29	2.30	2.30
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2376.565	2383.520	2360.830	2386.871	2348.451	2350.330	2359.834	2358.405	2356.029	2368.114	2342.83	2328.28	2390.35	2404.49	2385.38	2409.79	2375.93	2379.94	2391.22	2391.22
Prestiti in euro	2347.117	2349.898	2319.066	2346.092	2305.009	2311.584	2326.162	2333.130	2326.916	2335.047	2312.957	2295.01	2370.588	2371.75	2346.66	2374.48	2340.51	2349.49	2361.98	2361.98
Prestiti in valuta	29.448	33.622	41.764	40.779	43.442	38.747	33.673	25.275	29.113	33.066	29.877	33.275	19.761	32.743	38.720	35.305	35.421	30.451	29.235	29.235
Prestiti a breve	317.127	310.450	313.867	310.772	299.531	301.313	303.733	297.659	303.364	303.313	304.728	305.536	302.856	300.205	300.371	303.624	291.144	289.562	294.621	294.621
Prestiti a m / l	2059.438	2073.070	2046.963	2076.100	2048.919	2049.017	2056.102	2060.746	2052.665	2064.801	2038.106	2022.748	2087.493	2104.290	2085.012	2106.161	2084.783	2090.383	2096.599	2096.599
Depositi totali	2369.785	2389.088	2336.074	2334.866	2330.121	2310.682	2331.283	2358.382	2330.637	2365.505	2357.539	2356.208	2379.501	2392.194	2388.870	2390.435	2400.491	2388.783	2409.455	2409.455
Depositi in c / c	979.576	1004.033	993.842	996.725	999.413	987.360	998.452	1009.136	1005.419	1034.195	1019.366	1015.727	1027.183	1043.793	1039.559	1046.063	1044.986	1032.482	1044.980	1044.980
Depositi a risparmio	297.034	296.333	295.680	294.928	295.910	296.334	295.861	294.825	294.290	295.715	296.263	296.046	295.519	294.792	294.320	293.807	294.312	294.734	294.322	294.322
Certif. deposito	1093.175	1088.722	1046.552	1043.213	1034.799	1026.988	1036.969	1054.422	1030.928	1035.594	1041.910	1044.435	1056.798	1053.609	1054.991	1050.565	1061.193	1061.567	1070.153	1070.153
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	0.96	1.73	1.45	1.92	1.28	1.24	1.07	1.30	1.37	1.11	1.22	1.09	0.58	0.88	1.04	0.96	1.17	1.26	1.33	1.33
Prestiti in euro	1.54	2.18	0.85	1.69	1.28	1.36	1.18	1.46	1.69	1.30	1.36	1.32	1.00	0.93	1.19	1.21	1.54	1.64	1.54	1.54
Prestiti in valuta	-30.78	-22.36	51.93	17.43	1.16	-5.44	-5.99	-11.57	-19.00	-10.72	-8.56	-12.59	-32.90	-2.61	-7.29	-13.42	-18.46	-21.41	-13.18	-13.18
Prestiti a breve	-5.04	-5.18	-5.32	-7.53	-8.64	-7.20	-6.40	-7.50	-5.70	-3.40	-4.90	-4.40	-4.50	-3.30	-4.30	-2.30	-2.80	-3.90	-3.00	-3.00
Prestiti a m / l	1.95	2.85	2.58	3.51	2.91	2.61	2.28	2.71	2.51	1.81	2.20	1.97	1.36	1.51	1.86	1.45	1.75	2.02	1.97	1.97
Depositi totali	5.04	5.12	4.28	2.64	2.88	2.48	2.86	4.29	3.50	2.55	3.33	4.18	0.41	0.13	2.26	2.38	3.02	3.38	3.35	3.35
Depositi in c / c	8.99	8.49	8.60	8.68	6.67	6.35	6.93	6.25	5.87	4.69	6.03	5.15	4.86	3.96	4.60	4.95	4.56	4.57	4.66	4.66
Depositi a risparmio	-2.27	-2.20	-1.98	-1.84	-1.35	-1.20	-1.08	-1.10	-1.02	-0.74	-0.84	-0.75	-0.51	-0.52	-0.46	-0.38	-0.54	-0.54	-0.52	-0.52
Certif. deposito	3.78	4.26	2.25	-1.32	0.67	0.05	0.32	4.04	2.60	1.44	2.01	4.71	-3.33	-3.23	0.81	0.70	2.55	3.37	3.20	3.20

SCENARIO B	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	18 8	18 9	
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)	1208	1228	1237	1219	1264	1267	1319	1297	1276	1276	1253	1239	1258	1238	1267	1281	1254	1281	1289	1289
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.0	1.5	3.0	5.2	4.4	2.3	3.4	4.0	2.1	2.7	2.3	3.1	2.4	3.4	2.5	2.7	2.8	2.8	2.2	2.2
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.4	2.0	1.6	1.2	1.2	1.4	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.6	1.7	1.5	1.5	1.5	1.4	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	-0.39	-0.39	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.33	-0.33
T. Interb. 1m lett.	-0.39	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.37	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.31
T. Interb. 6m lett.	-0.25	-0.26	-0.27	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.30	-0.29	-0.29	-0.29	-0.28	-0.28	-0.28	-0.27	-0.26	-0.26	-0.26	-0.25	-0.25
T. Depositi medio	0.41	0.40	0.40	0.40	0.39	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	2.83	2.80	2.78	2.80	2.77	2.76	2.77	2.77	2.77	2.77	2.78	2.78	2.79	2.79	2.80	2.80	2.81	2.81	2.82	2.82
T.prest. medio - T.dep. medio	2.41	2.41	2.39	2.40	2.38	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38	2.39
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.34	-0.36	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.40	-0.37	-0.36	-0.32	-0.31	-0.30	-0.26	-0.29	-0.25	-0.19	-0.24	-0.20	-0.17	-0.17
T. BOT comp. lordo 6m	-0.30	-0.33	-0.36	-0.38	-0.37	-0.36	-0.39	-0.35	-0.33	-0.26	-0.24	-0.23	-0.17	-0.22	-0.14	-0.06	-0.13	-0.07	-0.03	-0.03
T. BOT comp. lordo 12m	-0.23	-0.24	-0.31	-0.36	-0.36	-0.34	-0.33	-0.30	-0.27	-0.20	-0.19	-0.17	-0.10	-0.16	-0.08	0.02	-0.06	0.00	0.03	0.03
Rendistat lordo	1.50	1.41	1.33	1.25	1.34	1.27	1.26	1.33	1.37	1.45	1.45	1.51	1.57	1.53	1.64	1.76	1.69	1.75	1.78	1.78
Rendistat netto	1.31	1.23	1.16	1.09	1.17	1.11	1.10	1.17	1.20	1.27	1.27	1.32	1.37	1.34	1.43	1.54	1.48	1.53	1.55	1.55
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.41	0.35	0.28	0.26	0.22	0.19	0.20	0.24	0.27	0.35	0.34	0.38	0.46	0.40	0.49	0.61	0.53	0.61	0.62	0.62
Rend. BTP a 5 anni	1.11	1.07	0.97	0.95	0.90	0.86	0.88	0.92	0.94	1.00	0.99	1.04	1.12	1.07	1.17	1.27	1.21	1.30	1.33	1.33
Rend. BTP a 7 anni	1.72	1.72	1.64	1.63	1.55	1.53	1.57	1.61	1.64	1.72	1.72	1.75	1.83	1.78	1.87	1.98	1.91	1.99	2.00	2.00
Rend. BTP a 10 anni	2.34	2.32	2.26	2.23	2.18	2.14	2.23	2.26	2.28	2.35	2.34	2.38	2.45	2.41	2.49	2.60	2.53	2.61	2.62	2.62
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2376.565	2383.520	2360.830	2386.871	2348.451	2354.973	2365.204	2365.389	2364.396	2375.843	2351.63	2338.42	2400.81	2414.74	2396.24	2421.72	2389.55	2400.66	2413.45	2413.45
Prestiti in euro	2347.117	2349.898	2319.066	2346.092	2305.009	2315.005	2330.530	2339.339	2334.238	2341.963	2320.944	2304.30	2379.742	2380.92	2356.63	2385.74	2353.41	2368.71	2382.50	2382.50
Prestiti in valuta	29.448	33.622	41.764	40.779	43.442	39.969	34.675	26.050	30.158	33.880	30.685	34.122	21.064	33.827	39.608	35.978	36.134	31.947	30.954	30.954
Prestiti a breve	317.127	310.450	313.867	310.772	299.531	302.612	306.004	300.233	306.581	305.825	307.292	307.454	305.076	302.688	302.882	305.799	293.541	293.231	300.190	300.190
Prestiti a m / l	2059.438	2073.070	2046.963	2076.100	2048.919	2052.361	2059.200	2065.156	2057.815	2070.018	2044.338	2030.964	2095.730	2112.055	2093.361	2115.920	2096.008	2107.429	2113.264	2113.264
Depositi totali	2369.785	2389.088	2336.074	2334.866	2330.121	2318.799	2344.881	2373.533	2349.328	2383.728	2377.161	2379.278	2399.407	2412.024	2408.726	2412.150	2424.491	2419.898	2445.477	2445.477
Depositi in c / c	979.576	1004.033	993.842	996.725	999.413	990.702	1004.055	1016.829	1013.111	1043.679	1028.884	1026.546	1036.685	1054.335	1048.802	1056.728	1054.580	1045.488	1061.186	1061.186
Depositi a risparmio	297.034	296.333	295.680	294.928	295.910	296.874	296.579	295.690	295.718	297.265	297.757	297.776	297.153	296.244	295.798	295.370	295.910	297.141	296.994	296.994
Certif. deposito	1093.175	1088.722	1046.552	1043.213	1034.799	1031.223	1044.248	1061.015	1040.499	1042.784	1050.520	1054.955	1065.569	1061.444	1064.126	1060.052	1074.001	1077.270	1087.297	1087.297
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	0.96	1.73	1.45	1.92	1.28	1.44	1.30	1.60	1.73	1.44	1.60	1.53	1.02	1.31	1.50	1.46	1.75	1.94	2.04	2.04
Prestiti in euro	1.54	2.18	0.85	1.69	1.28	1.51	1.37	1.73	2.01	1.60	1.71	1.73	1.39	1.32	1.62	1.69	2.10	2.32	2.23	2.23
Prestiti in valuta	-30.78	-22.36	51.93	17.43	1.16	-2.46	-3.19	-8.86	-16.10	-8.52	-6.08	-10.37	-28.47	0.61	-5.16	-11.77	-16.82	-20.07	-10.73	-10.73
Prestiti a breve	-5.04	-5.18	-5.32	-7.53	-8.64	-6.80	-5.70	-6.70	-4.70	-2.60	-4.10	-3.80	-3.80	-2.50	-3.50	-1.60	-2.00	-3.10	-1.90	-1.90
Prestiti a m / l	1.95	2.85	2.58	3.51	2.91	2.78	2.43	2.93	2.76	2.07	2.52	2.39	1.76	1.88	2.27	1.92	2.30	2.68	2.63	2.63
Depositi totali	5.04	5.12	4.28	2.64	2.88	2.84	3.46	4.96	4.33	3.34	4.19	5.20	1.25	0.96	3.11	3.31	4.05	4.36	4.29	4.29
Depositi in c / c	8.99	8.49	8.60	8.68	6.67	6.71	7.53	7.06	6.68	5.65	7.02	6.27	5.83	5.01	5.53	6.02	5.52	5.53	5.69	5.69
Depositi a risparmio	-2.27	-2.20	-1.98	-1.84	-1.35	-1.02	-0.84	-0.81	-0.54	-0.22	-0.34	-0.17	0.04	-0.03	0.04	0.15	0.00	0.09	0.14	0.14
Certif. deposito	3.78	4.26	2.25	-1.32	0.67	0.47	1.03	4.69	3.55	2.14	2.85	5.77	-2.53	-2.51	1.68	1.61	3.79	4.47	4.12	4.12

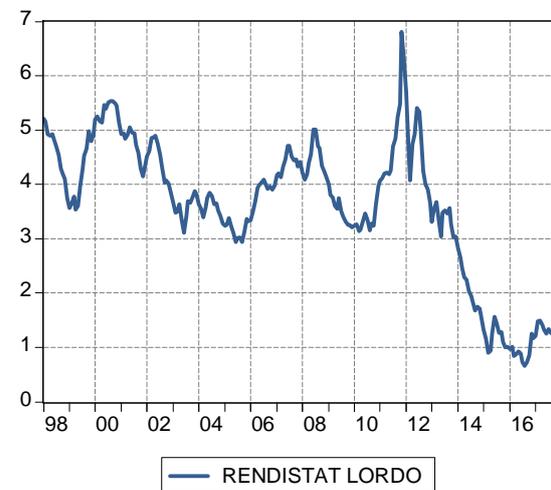
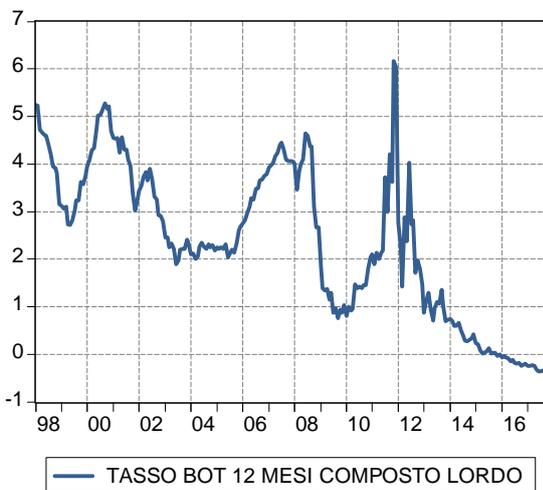
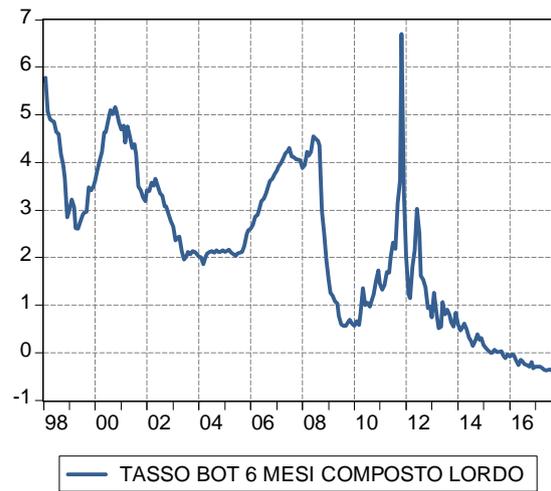
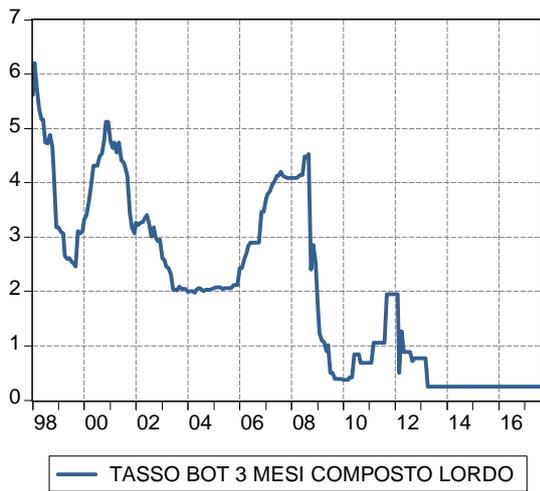
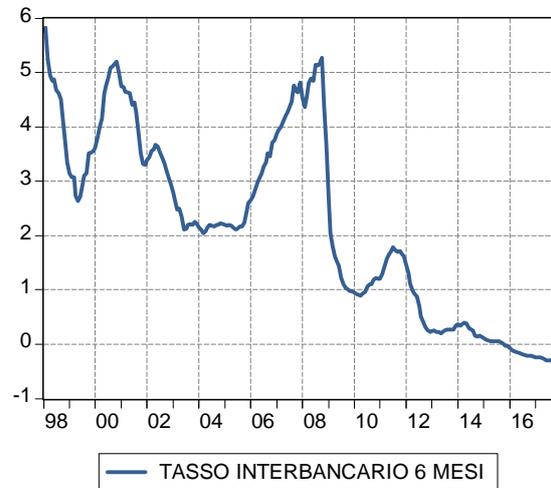
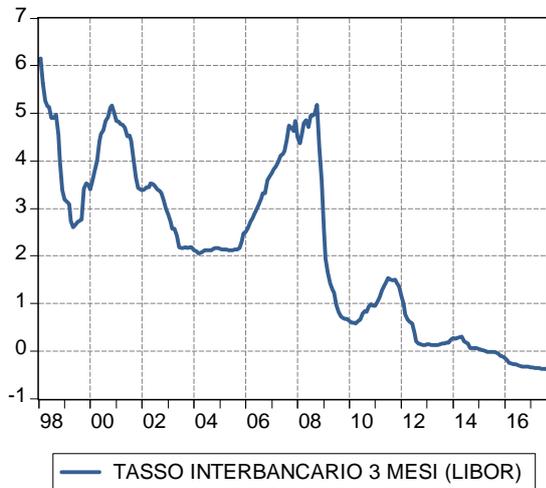
SCENARIO C	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1208	1228	1237	1219	1264	1267	1319	1265	1227	1243	1214	1214	1235	1207	1230	1242	1202	1244	1254	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.0	1.5	3.0	5.2	4.4	2.1	3.0	3.6	1.6	2.2	1.8	2.6	1.9	2.6	1.5	1.7	1.9	2.0	1.3	
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.4	2.0	1.6	1.2	1.2	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.1	1.0	
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.39	-0.39	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36
T. Interb. 1m lett.	-0.39	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.33	-0.33	-0.33
T. Interb. 6m lett.	-0.25	-0.26	-0.27	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.31	-0.30	-0.29	-0.30	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.28	-0.28	-0.28	-0.27	-0.27
T. Depositi medio	0.41	0.40	0.40	0.40	0.39	0.40	0.40	0.40	0.39	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.42
T. Prestiti medio	2.83	2.80	2.78	2.80	2.77	2.76	2.77	2.76	2.76	2.77	2.78	2.78	2.78	2.79	2.79	2.79	2.80	2.81	2.81	2.81
T.prest. medio - T.dep. medio	2.41	2.41	2.39	2.40	2.38	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38	2.39	2.39	2.39	2.39
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.34	-0.36	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.40	-0.40	-0.40	-0.37	-0.38	-0.36	-0.32	-0.34	-0.31	-0.27	-0.29	-0.27	-0.25	-0.25
T. BOT comp. lordo 6m	-0.30	-0.33	-0.36	-0.38	-0.37	-0.36	-0.39	-0.39	-0.39	-0.35	-0.36	-0.32	-0.27	-0.30	-0.25	-0.18	-0.22	-0.18	-0.16	-0.16
T. BOT comp. lordo 12m	-0.23	-0.24	-0.31	-0.36	-0.36	-0.34	-0.33	-0.34	-0.35	-0.30	-0.31	-0.27	-0.21	-0.25	-0.20	-0.11	-0.16	-0.12	-0.10	-0.10
Rendistat lordo	1.50	1.41	1.33	1.25	1.34	1.27	1.26	1.27	1.27	1.33	1.32	1.37	1.43	1.40	1.48	1.57	1.50	1.56	1.58	1.58
Rendistat netto	1.31	1.23	1.16	1.09	1.17	1.11	1.10	1.11	1.11	1.16	1.15	1.20	1.25	1.23	1.29	1.38	1.31	1.37	1.38	1.38
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.41	0.35	0.28	0.26	0.22	0.19	0.20	0.17	0.14	0.18	0.16	0.20	0.28	0.24	0.29	0.40	0.33	0.38	0.40	0.40
Rend. BTP a 5 anni	1.11	1.07	0.97	0.95	0.90	0.86	0.88	0.86	0.81	0.84	0.83	0.88	0.94	0.90	0.96	1.06	1.03	1.09	1.11	1.11
Rend. BTP a 7 anni	1.72	1.72	1.64	1.63	1.55	1.53	1.57	1.55	1.53	1.57	1.55	1.60	1.67	1.64	1.69	1.79	1.73	1.78	1.80	1.80
Rend. BTP a 10 anni	2.34	2.32	2.26	2.23	2.18	2.14	2.23	2.20	2.17	2.20	2.18	2.22	2.29	2.26	2.31	2.40	2.35	2.40	2.42	2.42
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2376.565	2383.520	2360.830	2386.871	2348.451	2352.652	2361.702	2361.432	2359.515	2370.924	2345.61	2331.74	2393.91	2408.31	2389.40	2413.13	2380.15	2387.71	2398.78	2398.78
Prestiti in euro	2347.117	2349.898	2319.066	2346.092	2305.009	2313.354	2327.641	2335.712	2329.891	2337.353	2315.239	2297.95	2373.639	2375.04	2350.14	2377.53	2344.42	2356.61	2368.84	2368.84
Prestiti in valuta	29.448	33.622	41.764	40.779	43.442	39.298	34.061	25.720	29.625	33.572	30.372	33.785	20.275	33.266	39.255	35.597	35.730	31.093	29.941	29.941
Prestiti a breve	317.127	310.450	313.867	310.772	299.531	302.001	304.593	298.932	304.574	304.427	305.726	306.587	303.835	301.117	301.327	304.556	292.043	291.129	296.674	296.674
Prestiti a m / l	2059.438	2073.070	2046.963	2076.100	2048.919	2050.651	2057.109	2062.500	2054.942	2066.498	2039.886	2025.152	2090.079	2107.191	2088.069	2108.571	2088.112	2096.578	2102.107	2102.107
Depositi totali	2369.785	2389.088	2336.074	2334.866	2330.121	2314.217	2336.495	2363.809	2337.618	2370.580	2362.102	2362.541	2385.899	2398.645	2397.046	2398.607	2410.510	2402.389	2423.647	2423.647
Depositi in c / c	979.576	1004.033	993.842	996.725	999.413	989.072	1000.686	1011.315	1007.050	1036.348	1022.074	1018.480	1029.265	1046.480	1042.128	1048.451	1047.433	1036.838	1050.186	1050.186
Depositi a risparmio	297.034	296.333	295.680	294.928	295.910	296.633	296.209	295.213	294.884	296.488	296.920	296.780	296.316	295.491	295.008	294.579	294.965	295.822	295.562	295.562
Certif. deposito	1093.175	1088.722	1046.552	1043.213	1034.799	1028.512	1039.601	1057.282	1035.684	1037.743	1043.109	1047.281	1060.318	1056.674	1059.910	1055.578	1068.113	1069.729	1077.899	1077.899
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	0.96	1.73	1.45	1.92	1.28	1.34	1.15	1.43	1.52	1.23	1.34	1.24	0.73	1.04	1.21	1.10	1.35	1.49	1.57	1.57
Prestiti in euro	1.54	2.18	0.85	1.69	1.28	1.44	1.24	1.57	1.82	1.40	1.46	1.45	1.13	1.07	1.34	1.34	1.71	1.87	1.77	1.77
Prestiti in valuta	-30.78	-22.36	51.93	17.43	1.16	-4.09	-4.91	-10.02	-17.58	-9.35	-7.04	-11.25	-31.15	-1.06	-6.01	-12.71	-17.75	-20.88	-12.10	-12.10
Prestiti a breve	-5.04	-5.18	-5.32	-7.53	-8.64	-6.99	-6.13	-7.10	-5.32	-3.05	-4.59	-4.07	-4.19	-3.01	-4.00	-2.00	-2.50	-3.60	-2.60	-2.60
Prestiti a m / l	1.95	2.85	2.58	3.51	2.91	2.69	2.33	2.80	2.62	1.89	2.29	2.10	1.49	1.65	2.01	1.56	1.91	2.24	2.19	2.19
Depositi totali	5.04	5.12	4.28	2.64	2.88	2.64	3.09	4.53	3.81	2.77	3.53	4.46	0.68	0.40	2.61	2.73	3.45	3.81	3.73	3.73
Depositi in c / c	8.99	8.49	8.60	8.68	6.67	6.53	7.17	6.48	6.04	4.91	6.31	5.43	5.07	4.23	4.86	5.19	4.80	4.83	4.95	4.95
Depositi a risparmio	-2.27	-2.20	-1.98	-1.84	-1.35	-1.10	-0.96	-0.97	-0.82	-0.48	-0.62	-0.50	-0.24	-0.28	-0.23	-0.12	-0.32	-0.27	-0.22	-0.22
Certif. deposito	3.78	4.26	2.25	-1.32	0.67	0.20	0.58	4.32	3.07	1.65	2.13	5.00	-3.01	-2.94	1.28	1.19	3.22	4.01	3.68	3.68

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

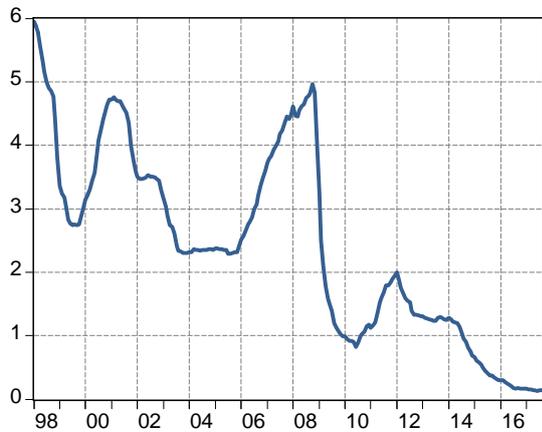
Dati mensili



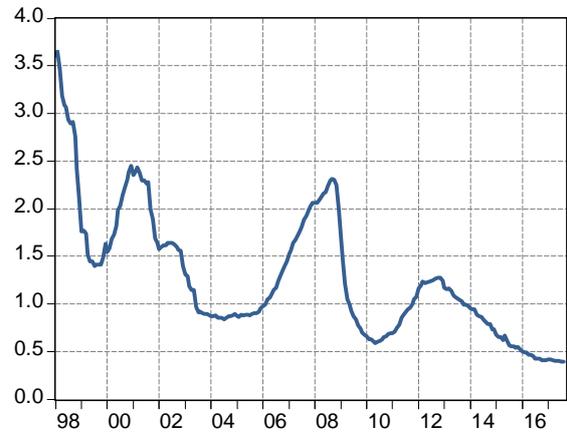
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



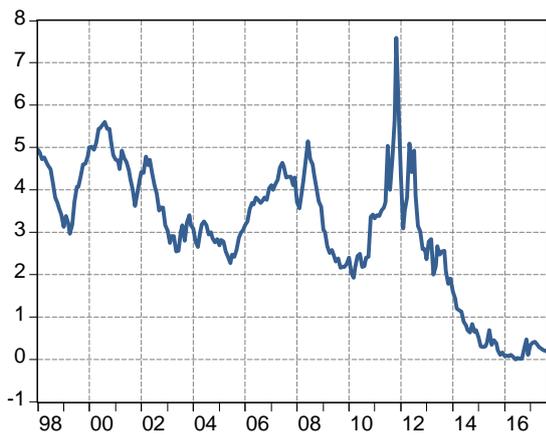
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
 Dati mensili



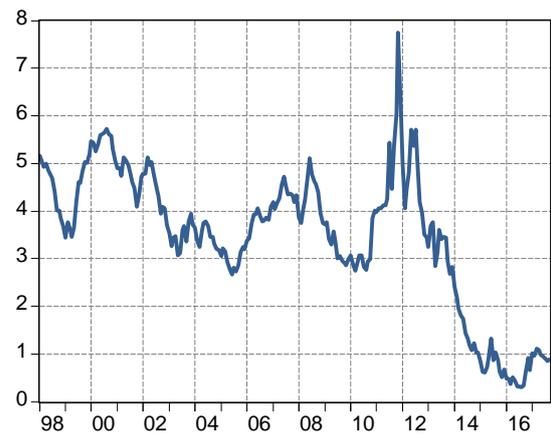
TASSO PRESTITI MINIMO



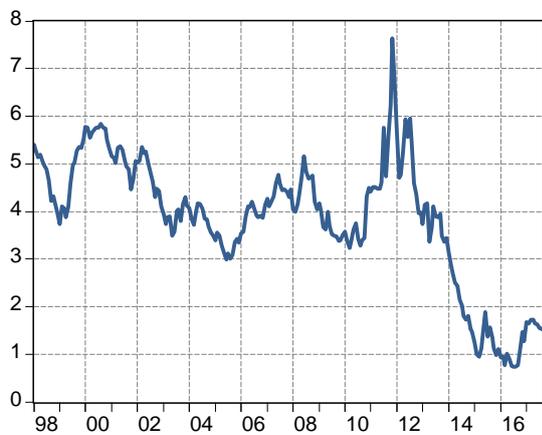
TASSO DEPOSITI MEDIO



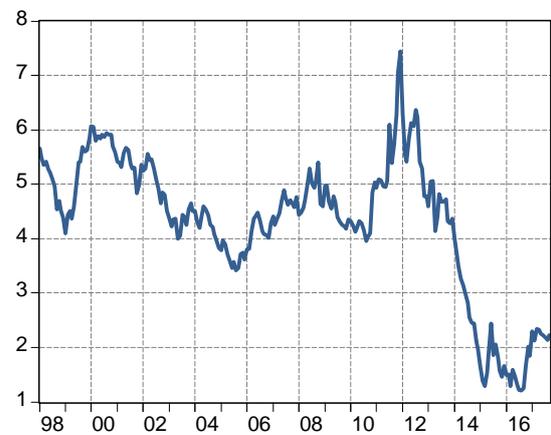
RENDIMENTO A 3 ANNI



RENDIMENTO A 5 ANNI



RENDIMENTO A 7 ANNI



RENDIMENTO A 10 ANNI

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

