

# MEFIM

MODELLO  
ECONOMETRICO  
FINANZIARIO  
INTERNAZIONALE  
MENSILE

Novembre 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 ottobre 2017.

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

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

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

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

---

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

## IL QUADRO GENERALE

In ottobre, il Senato americano ha approvato il budget con un aumento del deficit di bilancio di 1500 miliardi di dollari nei prossimi 10 anni. Si tratta di una buona notizia perché rappresenta la **precondizione per l'approvazione della riforma fiscale promessa dal Presidente Trump**. Il piano di stimoli potrà ora passare con la maggioranza semplice, senza l'apporto dei democratici, aumentando la probabilità che venga approvato entro fine anno. In ogni caso, **gli sviluppi sulla riforma fiscale rimangono il fattore chiave dello scenario nel prossimo periodo**, che sarà ricco di tensione anche per la decisione del Senato di sospendere per tre mesi il tetto del debito, quindi solo fino al 15 dicembre. La richiesta di Trump di estendere la sospensione fino a settembre del 2018 non è stata accettata, quindi **a dicembre i rischi di un mancato**

**accordo tra i Repubblicani sullo stimolo fiscale si andranno a sommare a quelli di uno *shutdown***, cioè la chiusura degli uffici federali per mancanza di fondi, se non sarà approvato un nuovo aggiustamento verso l'alto del tetto del debito.

Intanto, **il ciclo economico americano si è dimostrato più solido**, con una crescita congiunturale annualizzata di +3% t/t nel terzo trimestre dell'anno in corso, sorprendendo i mercati per un impatto degli uragani estivi minore del previsto. Nonostante il buon passo di crescita, **l'inflazione rimane debole, ma sono emersi primi sintomi di tensioni da salari** coerentemente con un tasso di disoccupazione ancora più basso (+4.2%) e quindi a livello stimato di "pieno impiego".

A fronte di tali notizie, è diventato quasi scontato un rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base a dicembre dell'anno in corso e gli occhi degli operatori finanziari sono oramai rivolti alla politica monetaria del 2018. Dopo la **nomina di Jerome Powell**, attuale Governatore della *Fed*, come **successore di Janet Yellen alla Presidenza della Banca Centrale dal prossimo febbraio**, è stato superato un fattore di possibili tensioni. Powell, infatti, è considerato una "colomba", cioè a favore di una politica monetaria moderata e graduale, quindi un prosecutore delle linee guida dettate da J. Yellen, che è sempre stata chiara nel linguaggio di comunicazione, preparando gli investitori alle future mosse della *Fed*. Gli altri candidati, come John Taylor o Kevin Warsh, essendo considerati "falchi", quindi a favore di una politica monetaria più aggressiva, avrebbero potuto alimentare aspettative di maggiori e più ravvicinati rialzi dei tassi ufficiali nel 2018.

Assegniamo pertanto una maggiore probabilità allo scenario nel quale, dopo il rialzo di dicembre, la *Fed* mantiene le promesse fatte a dicembre del 2016 di tre aumenti nel 2018. In particolare riteniamo che questi possano avvenire a marzo, giugno e settembre, ciascuno di 25 punti base (Scenario C – probabilità 60%) ipotizzando che la riforma fiscale venga approvata entro la fine del 2017. Nel caso il piano di stimoli non passasse al Congresso o ciò avvenisse con molto ritardo rispetto a quanto atteso, nel 2018 ci potrebbe essere solo un rialzo (Scenario A – probabilità 30%).

Alla riunione di ottobre, la BCE ha lasciato invariati i tassi ufficiali e pensa di mantenerli agli attuali livelli per un esteso periodo, ben oltre l'orizzonte del *Quantitative Easing*. Ha dimezzato l'ammontare di acquisti da 60 a 30 miliardi di euro al mese, estendendo il *QE* di nove mesi da gennaio fino a settembre 2018 e oltre se necessario. Se le previsioni dovessero peggiorare, è pronta ad incrementare gli acquisti in termini di dimensione e durata. Infine, continuerà a reinvestire i titoli acquistati che arriveranno a scadenza. Ha affermato che la ricalibrazione della politica monetaria riflette la fiducia crescente nella convergenza graduale dell'inflazione verso l'obiettivo del 2%, grazie alla robusta espansione economica. Allo stesso tempo, per la Banca Centrale le pressioni sui prezzi sono ancora basse e il percorso dell'inflazione ha ancora bisogno di un supporto da parte della politica monetaria, pertanto, un ampio grado di stimoli monetari è ancora necessario.

Draghi è stato più "colomba" del previsto, perché il semplice dimezzamento del *QE* non è un *Tapering*, cioè un programma di riduzione degli acquisti fino a zero, come gli operatori finanziari si aspettavano. In quest'ultimo caso, all'effetto restrittivo del ridimensionamento degli acquisti, si sarebbe aggiunto quello indiretto delle aspettative dei mercati. Per questo Draghi ha evitato la parola *Tapering* ed ha volutamente lasciato incerta la scadenza del *QE*,

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

parlando di una sua eventuale estensione. Inoltre, con la frase *"i tassi rimarranno agli attuali livelli ancora a lungo e ben oltre l'orizzonte del QE"* ha cercato di evitare il generarsi di aspettative di rialzi dei tassi ufficiali, almeno non prima di metà 2019.

Tutto ciò ha ridimensionato i rendimenti sui titoli di Stato dell'intera Area Euro, perché il messaggio di politica monetaria è stato molto meno restrittivo di quanto si aspettassero i mercati. A beneficiarne maggiormente sono stati i Paesi periferici, come Italia, Portogallo e Grecia, che hanno registrato cali di 25-30 punti base sulle scadenze decennali (i rendimenti spagnoli sono scesi di meno a causa dell'effetto contrastante del caso "Catalogna").

Tenendo conto che i nuovi dati mensili disponibili, pur rafforzando le basi già solide della ripresa, non hanno evidenziato pressioni inflazionistiche, riteniamo che l'atteggiamento accomodante della BCE si protrarrà per gran parte del 2018 e che la Banca Centrale, giocando con il linguaggio di comunicazione, manterrà aperta la possibilità di estendere il QE oltre settembre del 2018 (Scenario C – probabilità 60%).

In Giappone, alle elezioni di ottobre, il Primo Ministro uscente Shinzo Abe è stato riconfermato per i prossimi quattro anni con i due terzi dei voti, pur con una bassa affluenza (50%) storicamente mai registrata. In ogni caso, la stabilità politica che si prospetta per il futuro rende più probabili una riforma costituzionale, un piano di stimoli fiscali e il proseguimento ancora a lungo dell'attuale politica monetaria ultra espansiva di cui ha ancora bisogno il sistema economico giapponese. I nuovi dati mensili hanno dimostrato segnali positivi, soprattutto dal lato della domanda e un'inflazione ancorata ad una crescita tendenziale di +0.7%, ma le rilevazioni trimestrali, per il momento disponibili solo fino al secondo trimestre dell'anno in corso, lasciano il ciclo economico nipponico ancora in coda rispetto alle altre macro-aree, USA e Eurozona.

Alla riunione del 30-31 ottobre, la Banca del Giappone ha mantenuto invariati i tassi ufficiali e il programma di *Quantitative e Qualitative Easing* con l'obiettivo di rendimenti nulli sulla scadenza decennale dei titoli di Stato. Il *Board* ritiene che la convergenza dell'inflazione all'obiettivo del 2% possa essere raggiunta nella primavera del 2019.

Con un mercato azionario ai massimi storici, alcuni economisti e componenti del *Board* si sono interrogati sul fatto che potrebbe essere distorsivo per le quotazioni azionarie proseguire con il programma di acquisto di titoli sul mercato secondario, perché, fornendo abbondante liquidità si alimentano i rischi di una bolla speculativa. Tuttavia, la risposta da parte del Presidente della Banca Centrale, Koruda, è stata molto chiara: pur nella consapevolezza del ritardo nel processo di normalizzazione della politica monetaria rispetto alle altre macro-aree, non c'è motivo di modificare l'attuale programma di stimolo monetario. I rischi di deflazione non sono, infatti, del tutto superati con un'inflazione a +0.7% a/a e il ciclo economico è in ripresa solo di +1.6% a/a. Anzi, il Presidente ha sottolineato che la *BoJ* non dovrebbe discutere di quando attuare l'*exit strategy* in futuro, perché questo sarebbe fuorviante per i mercati finanziari: *"È importante usare un linguaggio di comunicazione al momento giusto, ma ora non è quel momento"*.

Sul fronte del petrolio, in ottobre le quotazioni hanno messo a segno il rialzo più importante degli ultimi sei anni: il *Brent* ha toccato i 60 dollari al barile per la prima volta da luglio del 2015 e il *WTI* (*West Texas Intermediate*) ha raggiunto il massimo degli ultimi otto mesi. Diversi sono i fattori che hanno contribuito al rialzo: primo fra tutti, una crescita economica che si sta intensificando in modo generalizzato; la tensione in Iraq per la questione kurda; l'eccesso di produzione a livello globale che si sta ridimensionando, grazie anche al fatto che i tagli alla produzione sono rispettati dai Paesi partecipanti all'accordo; l'Arabia Saudita e la Russia intendono supportare un'estensione dei tagli alla produzione anche al 2018; le scorte di greggio stanno diminuendo. Tuttavia, è da tenere a mente che un livello di prezzi a 60 dollari per il *Brent* e 55 per il *WTI*, spinge la produzione con le tecniche di *shale oil* in USA a ripartire. Pertanto, pur ritenendo che la crescita economica generalizzata sosterrà la domanda di greggio e quindi il suo prezzo, pensiamo che, dopo l'aggiustamento verso l'alto registrato ad ottobre, il prezzo del petrolio possa continuare a oscillare intorno ai 60-62 dollari al barile per il *Brent*, per il *WTI* intorno ai 55, nel medio termine.

## GLI ULTIMI DATI

In USA, i dati preliminari sul PIL del terzo trimestre del 2017 hanno mantenuto il passo di crescita congiunturale dei tre mesi precedenti, battendo le attese degli economisti. Il PIL è, infatti, aumentato di +3% t/t annualizzato rispetto al secondo trimestre, contro un'aspettativa di +2.6%, rafforzando leggermente la variazione tendenziale a +2.3% a/a da +2.2%. Il temuto ridimensionamento a causa della devastazione degli uragani, che hanno colpito la costa orientale degli Stati Uniti durante la stagione estiva, non si è verificato nell'entità attesa, almeno nelle rilevazioni trimestrali. La componente che ha trainato maggiormente la crescita è stata ancora quella dei consumi, anche se la loro dinamica si è un po' indebolita: sono aumentati di +2.4% t/t, rispetto al più +3.3% del secondo trimestre. Ciò, comunque, ha consentito a questa componente di contribuire per un +1.6% t/t alla crescita del PIL. Gli investimenti lordi hanno supportato la ripresa con un +1% t/t, ma il contributo proviene in gran parte dalle scorte (+0.7% t/t). Il risultato poco soddisfacente degli investimenti fissi (+0.3% t/t) deriva tuttavia dalla **contrazione della componente residenziale** che ha registrato una dinamica congiunturale negativa di -6% t/t, dopo il già pesante -7.3% del trimestre precedente. **Gli investimenti non residenziali invece hanno continuato a correre** segnando un +3.9% t/t. È chiaro che il settore edilizio ha sofferto per gli uragani estivi ed era cresciuto molto tra la fine del 2016 e l'inizio del 2017, ma va monitorato dal momento che si tratta del secondo dato pesantemente negativo. **Bene, invece, il canale estero che ha beneficiato del deprezzamento del dollaro** dalla primavera di quest'anno: le esportazioni nette hanno contribuito alla crescita del PIL per un +0.4% t/t, grazie ad un doppio effetto favorevole di aumento delle esportazioni (+2.3% t/t) e di una contrazione delle importazioni (-0.8% t/t). La spesa pubblica è rimasta neutrale con un contributo nullo alla crescita, in attesa della riforma fiscale promessa da Trump.

I dati mensili sul mercato del lavoro vanno interpretati con attenzione. In settembre, il tasso di disoccupazione è sceso a +4.2% da +4.4% del mese precedente e quello di partecipazione è aumentato a 63.1% da 62.9%, dimostrando il maggior ottimismo degli individui nel trovare lavoro in un contesto di "pieno impiego". Dall'altro lato, l'occupazione è diminuita di -33.000 unità. L'apparente contraddizione sta nel diverso metodo di rilevazione: l'ultimo indicatore si basa sull'indagine statistica del *Bureau of Statistics* che considera non-occupato il lavoratore che, pur avendo un'occupazione, non viene pagato nel periodo che include il 12 del mese, mentre i primi due si basano sull'indagine del *Bureau of Labor Statistics* che invece lo considera occupato anche se non pagato. Solo l'indicatore dell'occupazione risente quindi dell'effetto "uragani", mentre gli altri due confermano la forza del mercato del lavoro americano.

Tutti gli altri indicatori, sia dal lato dell'offerta sia della domanda, in settembre sono stati positivi: la produzione industriale è aumentata di +0.3% m/m e gli ordini di beni durevoli di +2.2% m/m. Il risultato rimane soddisfacente anche se consideriamo questi ultimi depurati dai trasporti (+0.7% m/m). Per il settore edilizio, a parte un calo dell'avvio di nuovi cantieri (-4.7% m/m), tutte le statistiche sono al rialzo, in particolare la vendita di nuove case, con un sorprendente +18.9% m/m. Le vendite al dettaglio sono cresciute di +1.6% m/m e i consumi privati in termini reali di +0.6% m/m. **In ottobre, la fiducia di produttori e consumatori ha proseguito la sua corsa**: l'NAPM ha raggiunto quota 66.2 da 65.2 di settembre, il livello più alto degli ultimi sei anni e mezzo, e il *Conference Board* è salito a 125.9 da 120.6 del mese precedente, il massimo degli ultimi 16 anni. Entrambi gli indicatori hanno battuto le attese di 60 e 121.5, rispettivamente.

Sul fronte dell'inflazione, il recente rialzo delle quotazioni del petrolio ha influito sui prezzi al consumo, ma non si è ancora trasferito dal settore energetico a tutti gli altri comparti: in settembre, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi *PCE*

## USA

*Resta alto il passo di crescita congiunturale ed emergono rischi inflazionistici da salari*

(*Personal Consumption Expenditures*) si è portata a +1.6% a/a da +1.4% di agosto, ma quella dell'indice *core*, depurato dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, è rimasta invariata a +1.3%. L'inflazione rimane quindi ancora debole, se si tiene conto del buon passo di crescita. Pressioni inflazionistiche emergono tuttavia dai salari, in linea con un mercato del lavoro a livello di "pieno impiego": la variazione tendenziale dei salari orari, infatti, è aumentata ad un pericoloso +2.9% a/a da +2.5% di agosto.

Il rialzo dei tassi ufficiali da parte della *Fed* di 25 punti base a dicembre dell'anno in corso sembra pertanto ormai scontato. I tre rialzi nel 2018 prospettati un anno fa da Janet Yellen restano legati all'approvazione della riforma fiscale promessa da Trump.

In Giappone, non ci sono nuove informazioni sui dati trimestrali rispetto al mese scorso. Nel secondo trimestre del 2017, il PIL giapponese è cresciuto di +0.6% t/t, portando la variazione tendenziale a +1.6% a/a da +1.4% del trimestre precedente. Si tratta di un progresso, ma mantiene il divario con le altre macro-aree, USA e Zona Euro. Il supporto alla crescita da parte delle diverse componenti è risultato abbastanza bilanciato, ad eccezione del canale estero che ha risentito del recente apprezzamento dello yen, soprattutto nei confronti del dollaro.

I dati mensili confermano la ripresa in atto più dal lato della domanda che dell'offerta. In settembre, la produzione industriale è scesa di -1.1% m/m, ma si deve tener conto dell'importante rialzo di agosto di +2% m/m (rivisto da +2.1%). Gli ordini di macchinari all'industria di agosto hanno mantenuto una dinamica positiva di +3.4% m/m, dopo il forte incremento di 8% m/m di luglio, superando di molto le attese di un limitato +1%. Il buon dato riflette la crescita dei profitti aziendali che stanno spingendo i corsi azionari a massimi storici e quindi a maggiori investimenti. La fiducia dei produttori in ottobre rimane alta, nonostante un lieve ridimensionamento a 52.5 da 52.9 di settembre.

Dall'altro lato, la crescita della domanda sembra più convincente, beneficiando delle buone condizioni del mercato del lavoro, con un tasso di disoccupazione fermo in settembre a +2.8%. Infatti, le vendite al dettaglio sono aumentate di +0.8% m/m, il reddito disponibile e i consumi privati in termini reali di +0.9% m/m e la fiducia dei consumatori si è portata a +43.9 da +43.3 di agosto.

Il superamento della tornata elettorale, con la riconferma di Shinzo Abe alla guida del Paese, dovrebbe togliere un fattore di incertezza dallo scenario giapponese.

Sul fronte dell'inflazione, dopo il progresso registrato in agosto, gli indicatori hanno mantenuto il livello raggiunto nel mese precedente in termini di variazione tendenziale, con il *CPI* globale e quello *core* fermi in settembre a +0.7% a/a. 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 terzo trimestre, disponibili in forma aggregata, confermano ancora una volta la solidità della crescita economica e sono risultati al di sopra delle aspettative. La variazione congiunturale, infatti, si è attestata a +0.6% t/t, contro un atteso +0.5% e quella del secondo trimestre è stata rivista al rialzo a +0.7% t/t dalla precedente stima di +0.6%. Ciò ha consentito alla variazione tendenziale di portarsi a +2.5% a/a da +2.3% a/a del trimestre precedente.

I dati mensili, prevalentemente relativi ad agosto-settembre, hanno evidenziato buoni risultati soprattutto dal lato dell'offerta. In agosto, la produzione industriale ha registrato un forte incremento di +1.4% m/m, battendo le aspettative di una dinamica positiva ma più cauta di +0.6% m/m, ed è stato rivisto al rialzo il dato di luglio a +0.3% da +0.1%. Qualche incertezza emerge dai dati relativi al settore edilizio, con un leggero calo mensile di -0.2% ed una revisione al ribasso del dato di luglio a 0% da +0.2%.

Dal lato della domanda, i risultati hanno un po' deluso le aspettative: sempre in agosto,

## GIAPPONE

*Segnali positivi dal lato della domanda*

## AREA EURO

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

le vendite al dettaglio sono diminuite di -0.5% m/m a fronte di un atteso in controtendenza di +0.3%. **Tuttavia, il continuo miglioramento, lento ma graduale, del mercato del lavoro**, che in settembre ha visto il tasso di disoccupazione scendere ancora un po' a +8.9% da 9% del mese recedente, **dovrebbe garantire una dinamica positiva della domanda interna nel prossimo futuro.**

**Infine, la fiducia di consumatori e imprenditori continua la sua corsa:** ad ottobre, l'*ESI* (*Economic Sentiment Indicator*) ha registrato un ulteriore incremento a 114 da 113.1 di settembre. Le aspettative erano a favore di un rialzo più limitato (113.3). Il PMI (che testa la fiducia dei produttori) del settore manifatturiero ha raggiunto il livello di 58.6 da 58.1 di settembre. Solo quello dei servizi ha aggiustato verso il basso a 54.9 da 55.8, non scalfendo tuttavia la situazione di un'economia dell'Eurozona in espansione.

**Nonostante le conferme sulla ripresa e il miglioramento del mercato del lavoro, l'inflazione rimane ancora debole:** a ottobre, la variazione tendenziale dell'indice globale *H CPI* ha addirittura aggiustato verso il basso a +1.4% da +1.5% del mese precedente e il *core*, che esclude le componenti più volatili dell'energia e degli alimentari, ha registrato una variazione mensile di -0.1% m/m che ha portato il tendenziale a +0.9% m/m da +1.1% di settembre.

Questi dati spiegano perché Draghi, alla riunione di ottobre, pur annunciando un ridimensionamento del *QE* da 60 a 30 miliardi di euro mensili, abbia ribadito che l'economia dell'Eurozona ha ancora bisogno di stimoli monetari e che i tassi d'interesse ufficiali rimarranno ai livelli attuali ancora per un periodo molto esteso di tempo oltre la fine del *QE*, ora rinviata a settembre del 2018.

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.**

I nuovi dati mensili disponibili segnalano che, come era nelle aspettative, il momento d'incertezza nella ripresa tedesca, messo in evidenza il mese scorso, aveva carattere transitorio. Le rilevazioni sono tutte molto positive sia dal lato dell'offerta sia della domanda e ben al di sopra delle attese degli economisti. Ad agosto, infatti, la produzione industriale ha registrato un forte incremento di +2.6% m/m, dopo il leggero calo di -0.1% di luglio (rivisto da 0%) e contro un atteso aumento più cauto di +0.9%. La ripresa degli ordini nel settore manifatturiero è stata ancora più incisiva, con un +3.6% m/m. Anche in questo caso i mercati si attendevano un risultato positivo, ma non così intenso (+0.7%) e il dato del mese precedente è stato rivisto al rialzo a -0.4% da -0.7%. Solo il settore delle costruzioni non ha riportato buoni dati, registrando un calo di -1.2% m/m.

Dal lato della domanda, in settembre, le vendite al dettaglio hanno recuperato rispetto al mese precedente, registrando un aumento di +0.5% m/m. Hanno beneficiato delle buone condizioni del mercato del lavoro, che ha riportato un +5.6% di tasso di disoccupazione. Le notizie positive non sono ancora finite, perché i dati relativi ad ottobre sugli indici di fiducia confermano l'ottimismo dei tedeschi: l'indice *Ifo* ha raggiunto quota di 116.7 da 115.3 del mese precedente (quest'ultimo rivisto al rialzo da 115.2) e l'indice PMI del settore manifatturiero è riuscito a mantenersi quasi sui livelli del mese precedente (60.5 da 60.6 di settembre) che indica una chiara espansione dell'economia tedesca data la distanza dalla soglia critica dei 50 punti.

**Sul fronte dell'inflazione, in ottobre le preoccupazioni emerse con i dati di settembre sono rientrate**, dal momento che la variazione tendenziale dell'*H CPI* si è ridimensionata a +1.5% a/a da +1.8% del mese precedente e l'indice *core*, disponibile per settembre, è rimasto fermo a +1.5% a/a.

## Germania

## Francia

In Francia, i dati preliminari del PIL relativi al terzo trimestre testimoniano che il ciclo economico d'oltralpe mantiene un buon passo. La crescita, infatti, in termini congiunturali si è attestata a +0.5% t/t e quella relativa al trimestre precedente è stata rivista al rialzo a +0.6% da +0.5%. Ciò ha permesso alla variazione tendenziale di portarsi a +2.2% da +1.8% del secondo trimestre. **Nonostante le scorte siano state la componente che ha contribuito maggiormente alla crescita del PIL con un +0.5% t/t, questo non rappresenta un pericoloso eccesso di accumulo di magazzino, ma una sua semplice ricostituzione**, visto che nel trimestre precedente si era registrato lo stesso contributo, ma di segno opposto. **La dinamica di consumi e investimenti risulta ancora una volta abbastanza bilanciata**, con un contributo positivo di +0.3% t/t e +0.2%, rispettivamente. **Le esportazioni nette**, che nel secondo trimestre avevano rappresentato la componente che aveva trainato maggiormente la crescita del PIL, nel terzo **hanno invertito completamente la tendenza contribuendo negativamente per un -0.6% t/t**, a causa di un aumento delle importazioni molto più ampio (+2.5% t/t) di quello delle esportazioni (+0.7% t/t). L'apprezzamento dell'euro ha spinto la domanda interna a favore dei produttori esteri, da un lato, e ha penalizzato i prodotti francesi, dall'altro.

I nuovi dati mensili hanno registrato un miglioramento più dal lato della domanda che dell'offerta. In settembre, le vendite al dettaglio sono aumentate in modo cospicuo di +1.2% m/m, dopo il +0.4% di agosto (rivisto al ribasso da +0.6%) e i consumi delle famiglie di +0.8% m/m. In ottobre, la fiducia dei consumatori si è dimostrata abbastanza stabile a 100 (rispetto 101 del mese precedente).

Più incerta è risultata l'offerta, con una produzione industriale di agosto in diminuzione di -0.4% m/m, ma il dato va valutato alla luce del buon incremento di +0.8%, messo a segno nel mese precedente. Il risultato ha deluso le aspettative che prevedevano un +0.5%. Il settore edilizio mantiene la tendenza positiva, anche se solo limitatamente a +0.1% m/m. **I produttori restano tuttavia molto ottimisti con un PMI di ottobre in aumento sia nel settore manifatturiero (a 56.7 da 56.1) sia in quello dei servizi (a 57.4 da 57).**

**Non si registra nessuna ripresa dell'inflazione.** A ottobre, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi al consumo armonizzato si è attestata a +1.2% a/a, correggendo solo leggermente rispetto a quella del mese precedente (+1.1%) e il *core*, disponibile solo per settembre, è fermo a +0.6% a/a da quattro mesi. È l'inflazione più bassa dell'Area Euro.

## Italia

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 +0.3% t/t, portando quella tendenziale a +1.5% a/a da +1.3% del trimestre precedente. Pur rimanendo in coda rispetto agli altri Paesi dell'Area Euro, ne ha accorciato la distanza e rappresenta 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 +0.2% t/t. Gli investimenti hanno supportato la crescita per un limitato +0.1% t/t, ma hanno invertito la tendenza registrando un +0.9% t/t rispetto al dato debole di -2% t/t del primo trimestre. La spesa pubblica e il canale estero sono risultate neutrali in termini di contributo.

I nuovi dati mensili relativi ad agosto sono molto positivi dal lato dell'offerta. La produzione industriale è aumentata di +1.2% m/m, recuperando il passo di crescita di giugno dopo lo stallo di luglio (+0.1% m/m) e battendo le attese, propense più per una sostanziale invarianza (+0.1%). **Del consolidamento della ripresa è partecipe anche il settore delle costruzioni** che ha registrato un +1.8% m/m a fronte di un limitato +0.1% di luglio. **Ma sono stati soprattutto gli ordini all'industria a sorprendere con un rialzo di +8.7% m/m.** Inoltre, è stato rivisto al rialzo anche il dato precedente, a +0.4% m/m da

+0.2%. La ripresa dovrebbe essere duratura, visto che in ottobre la fiducia dei produttori è ulteriormente aumentata sia nel settore manifatturiero (a 111 da 110.5 di settembre) sia in quello dei servizi (a 107.6 da 107.1 del mese precedente). Si tratta dei livelli massimi degli ultimi 11 anni. L'ottimismo si basa principalmente sul buon andamento delle esportazioni che in agosto sono aumentate di +4.3% m/m verso i Paesi UE e di +4% m/m verso i Paesi extra UE. Per questi ultimi sono disponibili anche i dati di settembre che confermano la dinamica positiva con un +2% m/m. La domanda interna invece non ha dato i segnali sperati. Le vendite al dettaglio ad agosto sono diminuite di -0.7% m/m, contro un'aspettativa di un +0.2%. Tuttavia, la fiducia dei consumatori rimane alta: in ottobre l'indicatore ha continuato la sua corsa portandosi a 116.1 da 115.6 di settembre e 111.2 di agosto.

Anche per l'Italia, come per gli altri Paesi dell'Area Euro, la ripresa non ha portato con sé segnali inflazionistici, anzi, in ottobre, gli indicatori hanno corretto nuovamente verso il basso: la variazione tendenziale dell'*H CPI* globale si è ridimensionata a +1.1% a/a da +1.3% di settembre e +1.4% di agosto e quella dell'indice *core* a +0.6% a/a da +1% di settembre (quest'ultimo rivisto da +0.9%) e +1.1% di agosto.

Pur nella consapevolezza che il clima pre-elettorale della primavera del 2018 riporterà tensione sui titoli di Stato italiani, va sottolineato che l'atteggiamento della BCE alla riunione di ottobre, più accomodante di quanto atteso, ha determinato uno scenario più favorevole. Non ricorrendo ad un *Tapering*, ma ad un semplice dimezzamento degli acquisti previsti e sottolineando che i tassi ufficiali rimarranno ai livelli attuali anche ben oltre la scadenza del *QE*, la BCE ha fatto maturare la convinzione che l'inversione di tendenza della politica monetaria sarà molto più graduale di quanto scontassero prima i mercati finanziari.

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

## GLI SCENARI

## A (30%)

**USA:** la riforma fiscale non viene approvata entro dicembre del 2017 per il disaccordo tra i Repubblicani o viene rinviata di molto rispetto alle attese. La delusione e il rinvio dell'effetto espansivo implicano una debolezza del ciclo economico e una crescita del PIL intorno al 2%.

A fronte di questo quadro di debolezza economica, la *Fed* aumenta i tassi ufficiali di 25 punti base a dicembre del 2017, ma poi, nel 2018, interviene solo con un altro rialzo, in un'ottica di normalizzazione della politica monetaria. Nel medio termine, i rendimenti decennali americani scendono verso il 2.2% e il dollaro s'indebolisce verso 1.18 nei confronti dell'euro.

**Area Euro:** continua la crescita economica solida intorno al 2.5%, ma l'inflazione rimane moderata sotto il 2%.

Attraverso una buona gestione del linguaggio di comunicazione, la BCE mantiene aperta la possibilità di estendere il *Quantitative Easing* oltre settembre del 2018, guidando le aspettative dei mercati verso un'inversione di tendenza molto graduale della politica monetaria ed evitando che si generi un effetto restrittivo indiretto. L'atteggiamento accomodante della BCE non risparmia il decennale italiano da un aggiustamento verso l'alto dei rendimenti per la tornata elettorale nella primavera del 2018, ma aiuta a mantenerlo limitato, portandoli verso il 2.1%. Lo spread BTP-Bund non supera i 160 punti base.

## B (10%)

**USA:** la riforma fiscale viene approvata entro dicembre di quest'anno. Questo fatto, unito ad un tasso di disoccupazione al pieno impiego e ad una crescita del PIL intorno a +3%, fa emergere seri rischi inflazionistici da salari. La *Fed* aumenta i tassi di riferimento di 25 punti base a dicembre di quest'anno e altre tre volte di pari entità nel 2018, a gennaio, marzo e giugno. Nel medio periodo, il dollaro ritorna sotto 1.14 e i rendimenti del decennale americano si spingono anche sopra al 2.6%.

**Area Euro:** la crescita economica solida si rafforza verso il 3% e l'inflazione si porta sopra il 2%.

Una volta superate le elezioni italiane della primavera del 2018, la BCE guida le aspettative di mercato verso una non-estensione del *Quantitative Easing* oltre la scadenza di settembre 2018. La dichiarazione definitiva della conclusione della politica monetaria espansiva determina l'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona. L'Italia, più fragile per l'elevato debito pubblico, è particolarmente penalizzata: nel medio periodo il rendimento decennale può raggiungere il livello di 2.3-2.4% con uno spread verso i 180 punti base rispetto al Bund.

## C (60%)

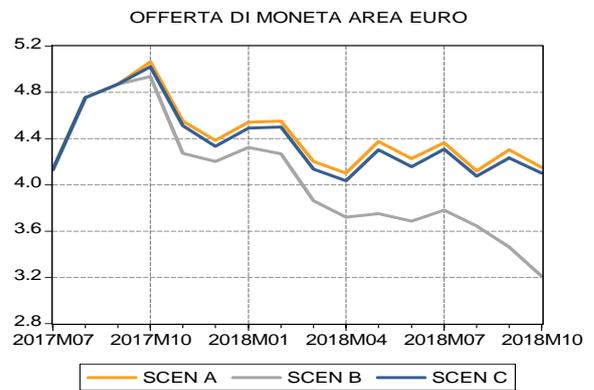
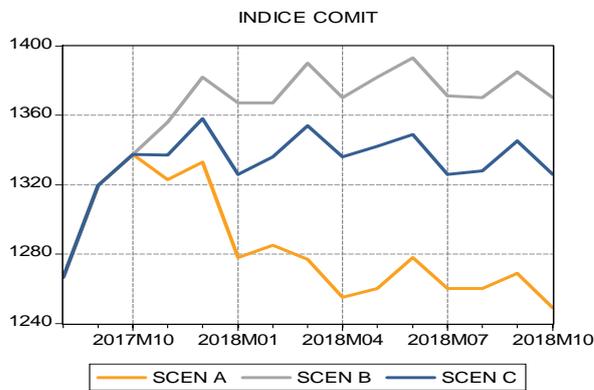
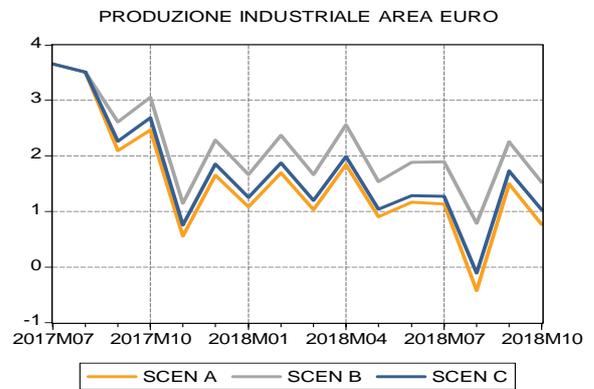
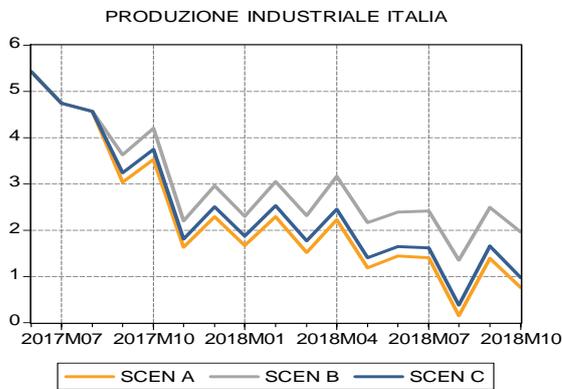
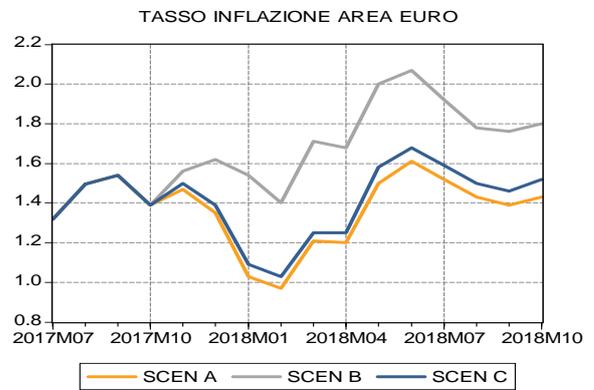
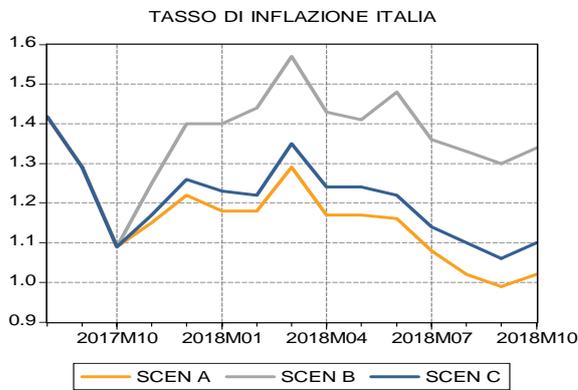
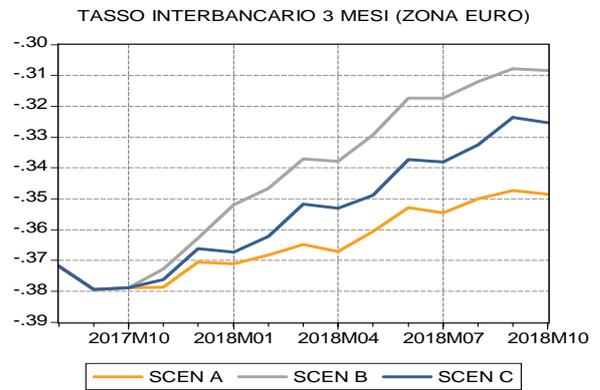
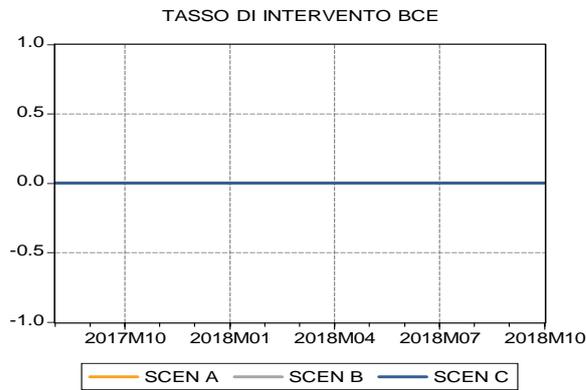
**USA:** la riforma fiscale viene approvata entro dicembre di quest'anno. Questo fatto, unito ad un tasso di disoccupazione al pieno impiego e ad una crescita del PIL intorno a +2.5%, fa emergere rischi inflazionistici da salari. La *Fed* aumenta i tassi di riferimento di 25 punti base a dicembre di quest'anno e altre tre volte di pari entità nel 2018, a marzo, giugno e settembre. Nel medio periodo, il dollaro ritorna sotto 1.15 e i rendimenti del decennale americano sopra al 2.5%.

**Area Euro:** continua la crescita economica solida intorno al 2.5%, ma l'inflazione rimane moderata sotto il 2%.

Attraverso una buona gestione del linguaggio di comunicazione, la BCE mantiene aperta la possibilità di estendere il *Quantitative Easing* oltre settembre del 2018, guidando le aspettative dei mercati verso un'inversione di tendenza molto graduale della politica monetaria ed evitando che si generi un effetto restrittivo indiretto. I rendimenti dei titoli di Stato dell'Eurozona risalgono in sintonia con quelli americani, ma molto moderatamente. L'atteggiamento accomodante della BCE non risparmia il decennale italiano da un aggiustamento verso l'alto dei rendimenti per la tornata elettorale nella primavera del 2018, ma aiuta a mantenerlo limitato, portandoli verso il 2.2%. Lo spread BTP-Bund si porta verso i 165 punti base.

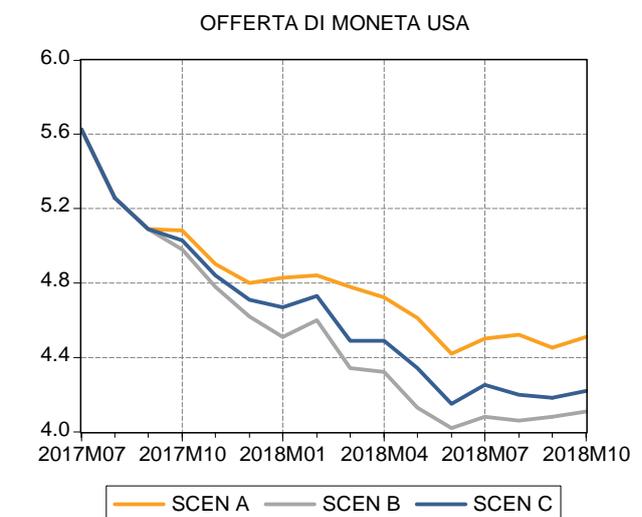
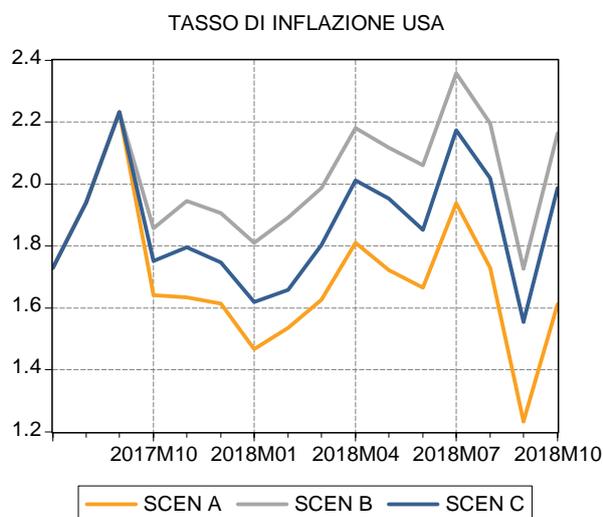
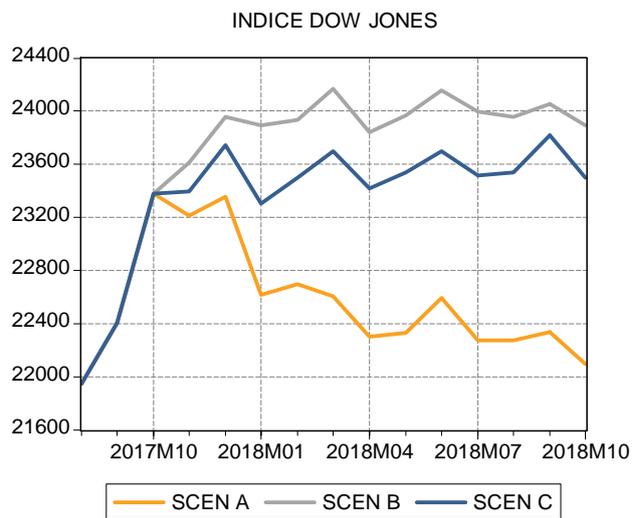
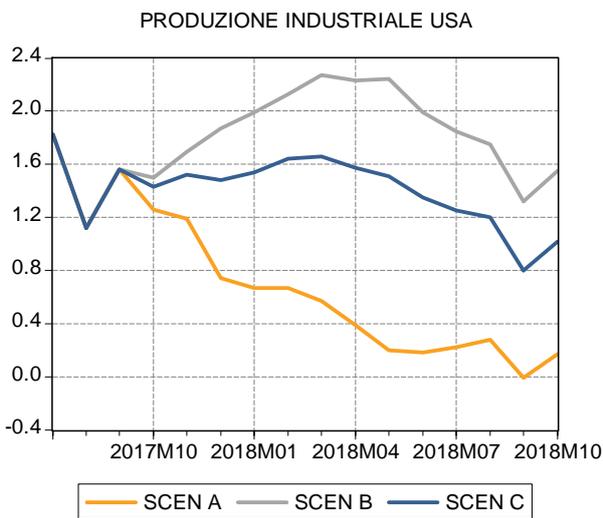
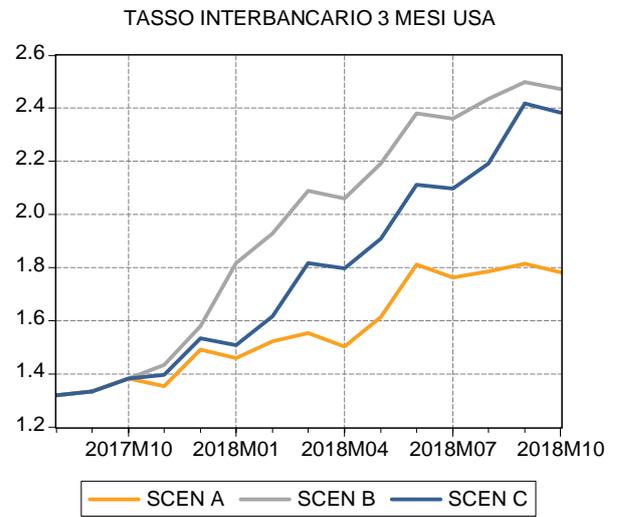
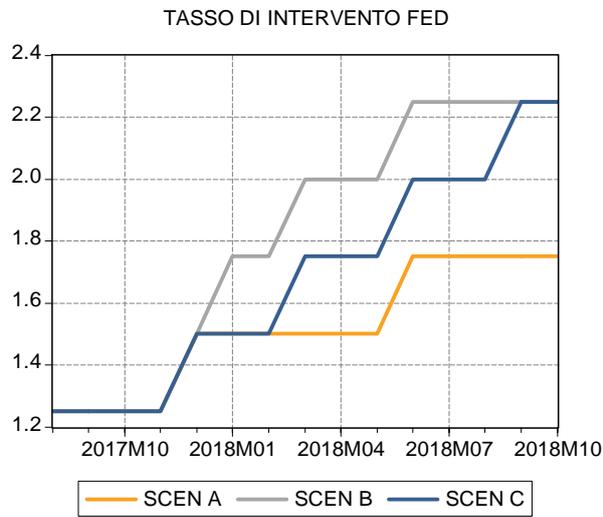
## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

### Dati mensili



## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

### Dati mensili



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

Il segmento dei tassi interbancari europei a breve termine rimane ancorato al *refi* sui depositi marginali della BCE anche in ottobre: -0.4% per la scadenza a un mese, -0.38% a tre mesi e -0.31% a sei mesi. **Una crescita economica solida e l'inflazione sotto il target potrebbero spingere la BCE a mantenere aperta la possibilità di estendere il QE oltre settembre 2018 (Scen. C e A).** Se la crescita e l'inflazione dovessero accelerare, la BCE potrebbe iniziare a guidare le aspettative del mercato verso la non-estensione del QE (Scen. B). **I saggi interbancari sono visti comunque stabili o in debole 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%).

Alla riunione di ottobre la BCE ha dimezzato l'ammontare di acquisti ma non ha modificato i tassi ufficiali, annunciando che rimarranno ai livelli attuali per un lungo periodo, ben oltre l'orizzonte del *Quantitative Easing*, che è stato esteso fino a settembre 2018. Non ha inoltre escluso che il QE possa essere prolungato e/o incrementato, se necessario. **Il messaggio è stato molto meno restrittivo di quanto atteso e ha portato al ridimensionamento dei rendimenti sui titoli di Stato dell'intera Area Euro, in particolare dei periferici.** In Italia il calo del decennale è stato di quasi di 30 punti base (+1.92% da +2.23%) mentre per le scadenze minori è stato via via più contenuto (+1.30% da +1.57% il 7 anni, +0.69% da +0.88% il 5 anni e +0.1% da +0.2% il 3 anni). **Nello scenario C, se la riforma fiscale in USA fosse approvata entro dicembre 2017, la Fed potrebbe innalzare i tassi a dicembre e poi altre tre volte nel 2018, per contenere i rischi inflazionistici.** La BCE invece, grazie alla crescita solida con inflazione moderata, potrebbe alimentare le attese di un'estensione del QE oltre settembre 2018. Sulla scia dei rendimenti statunitensi, anche quelli europei sono visti in moderato rialzo. **In particolare quelli italiani, nella primavera del 2018, potrebbero risentire delle tensioni per le elezioni politiche** (+0.51%, +1.14%, +1.71% e +2.31% rispettivamente il 3, 5, 7, e 10 anni a ottobre 2018). A parità di condizioni in Area Euro, se negli USA la riforma fiscale non fosse approvata entro fine anno, ma rinviata di molto rispetto alle attese, e la Fed decidesse di fare il rialzo a dicembre, ma nel 2018 intervenisse solo a giugno (scenario A) i rendimenti italiani rimarrebbero più contenuti (+0.35% il 3 anni, +0.98% il 5 anni, +1.56% il 7 anni e +2.16% il 10 anni a ottobre 2018). Nello scenario B, negli USA la riforma fiscale è approvata entro fine 2017 ma la crescita e l'inflazione sono più sostenute rispetto a C, tanto da spingere la Fed a rialzare i tassi a dicembre, gennaio, marzo e giugno. In Europa il raggiungimento dell'obiettivo d'inflazione al 2% potrebbe indurre la BCE, dopo la tornata elettorale italiana, a guidare le attese di mercato verso la non-estensione del QE oltre settembre 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, +1.25% il 5 anni, +1.82% il 7 anni e +2.43% il 10 anni alla fine del periodo di previsione).

In agosto 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.**

In agosto è continuata la serie di aumenti che sta caratterizzando sia i depositi (+3.5% da +2.9%) sia i prestiti totali (+1.0% da +1.3%). **In base ai risultati delle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica sia degli impieghi (+1.3% a/a in C, +1.0% in A e +1.7% in B, a ottobre 2018) sia dei depositi totali (+4.0%, +3.7% e +4.6% rispettivamente) dovrebbe rimanere sostenuta per l'intero periodo di previsione.**

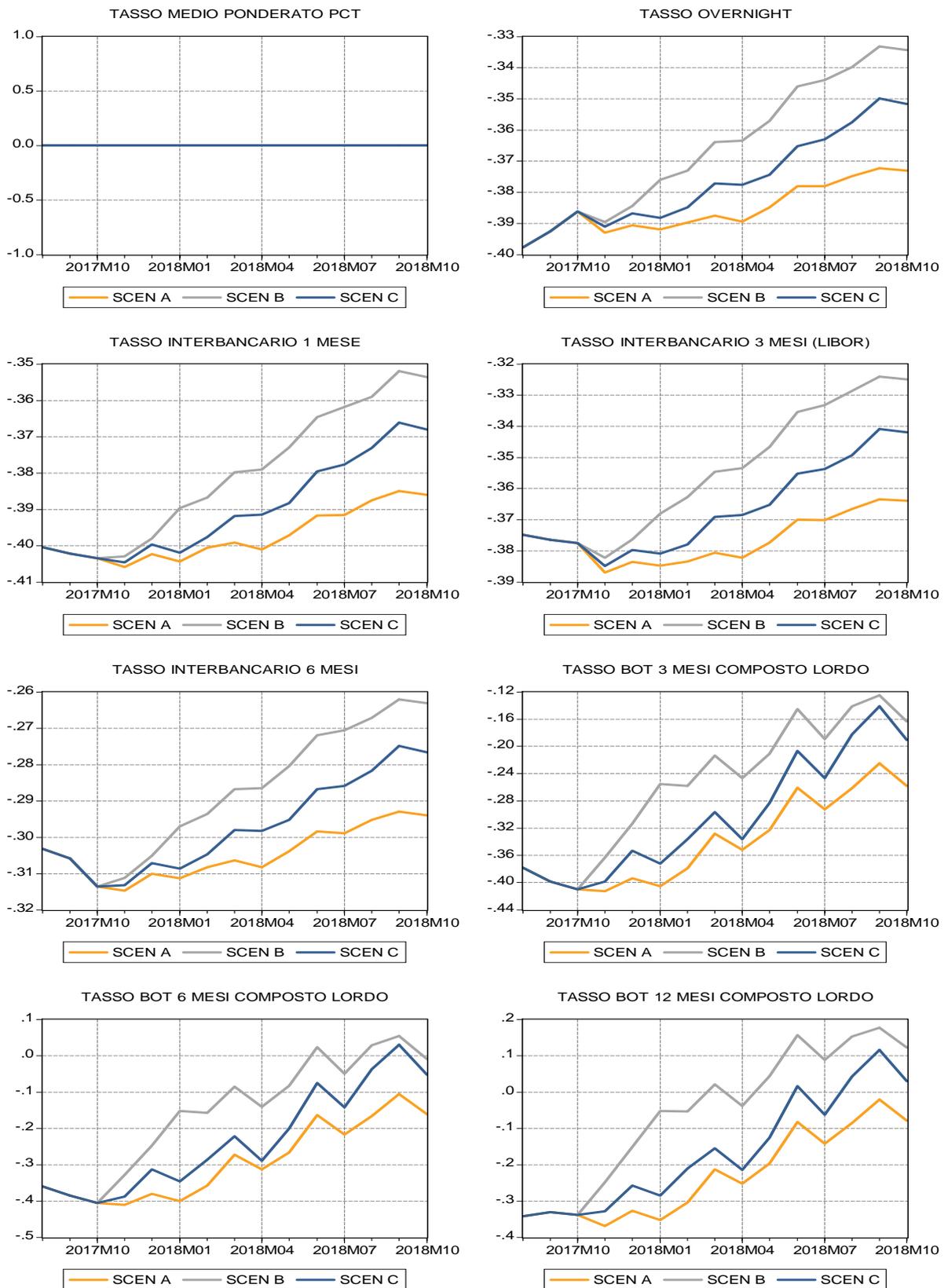
### TASSI INTERBANCARI

### STRUTTURA A TERMINE

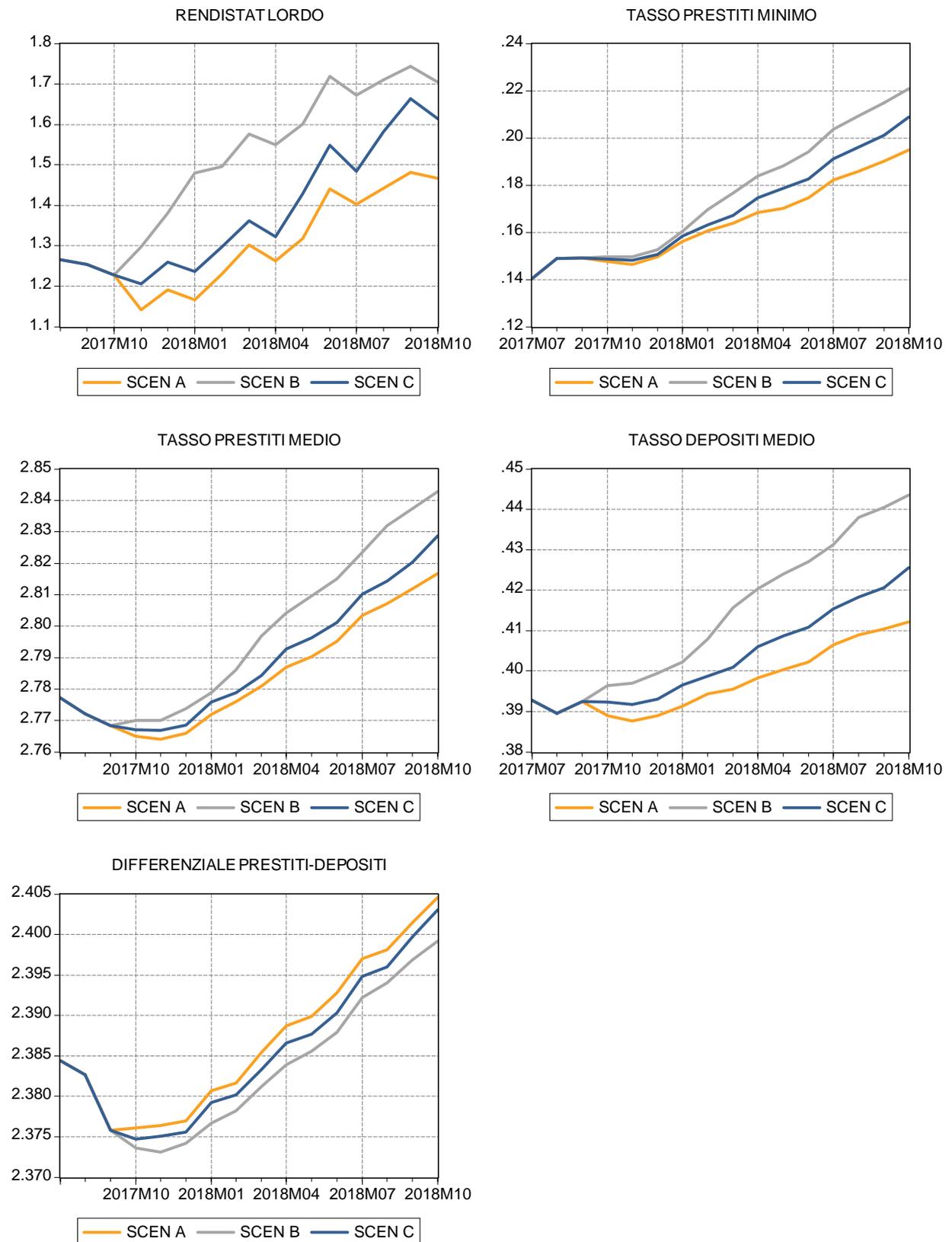
### TASSI BANCARI

### VOLUMI

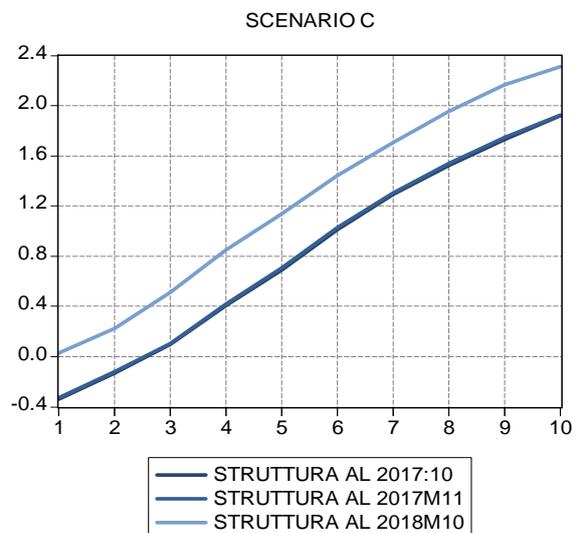
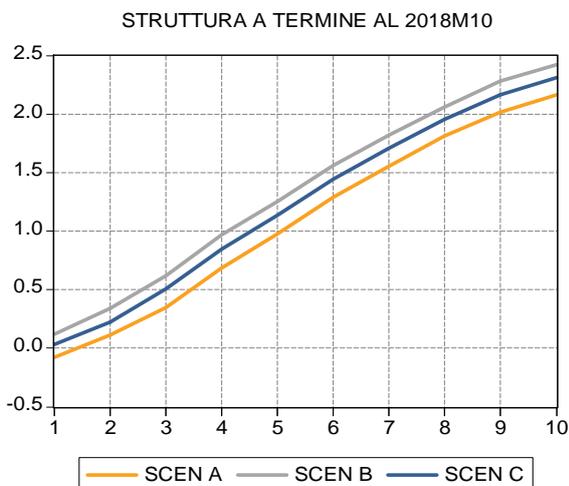
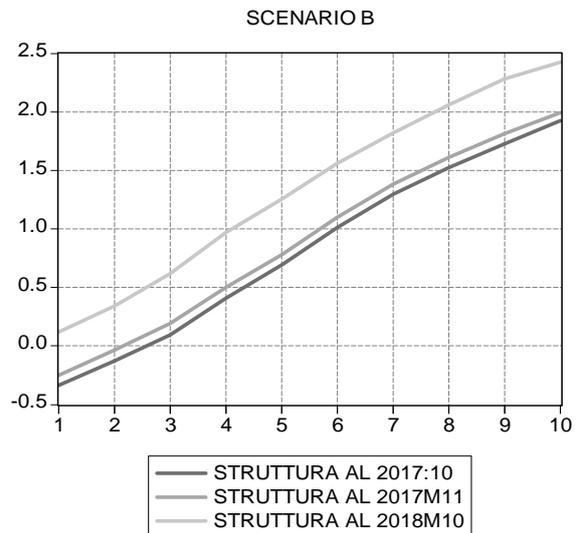
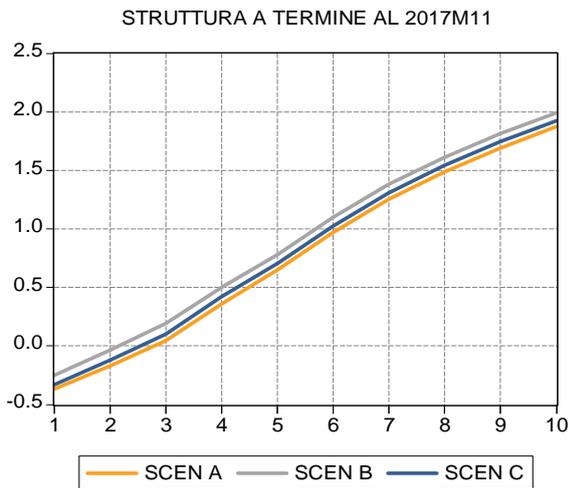
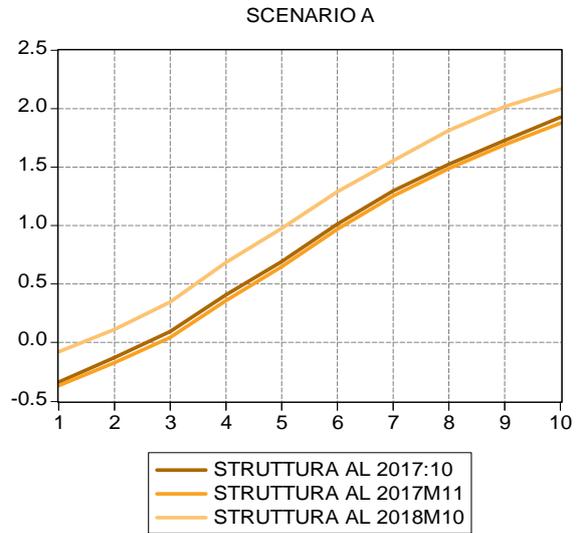
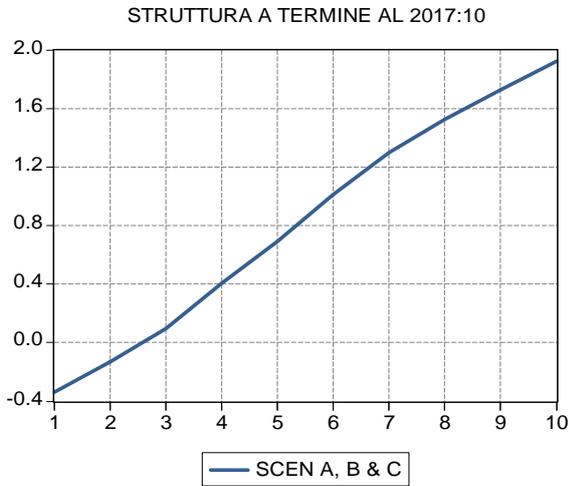
## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



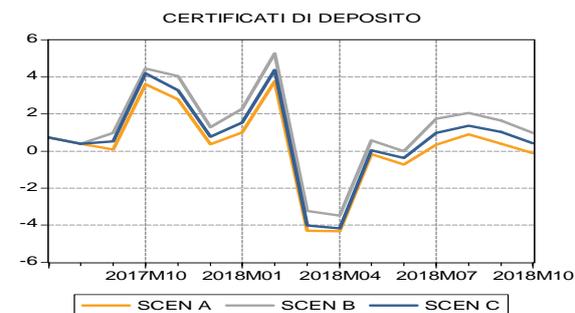
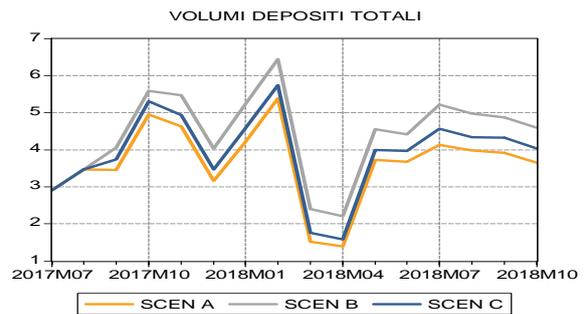
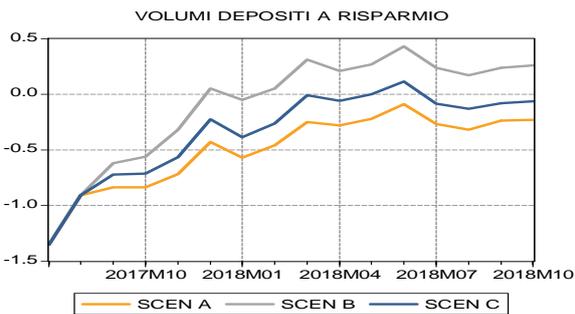
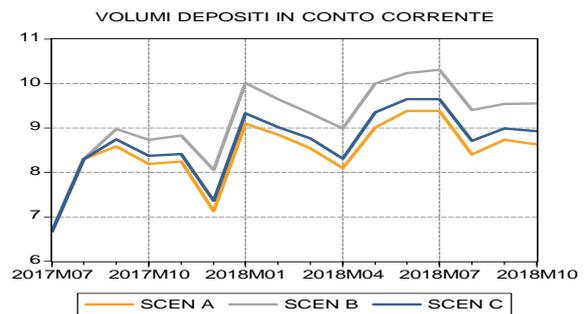
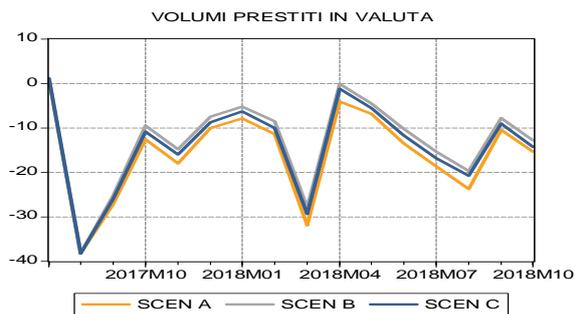
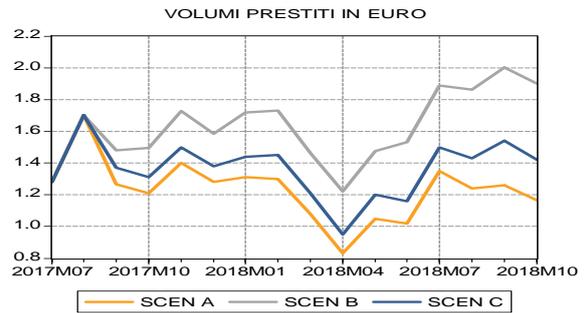
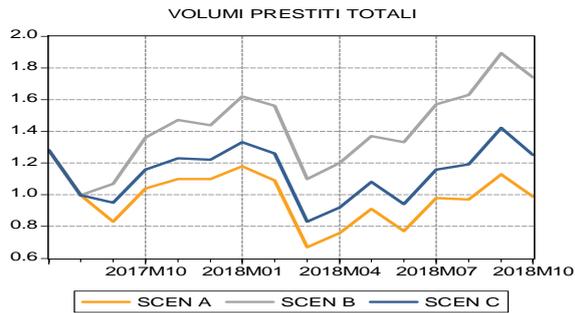
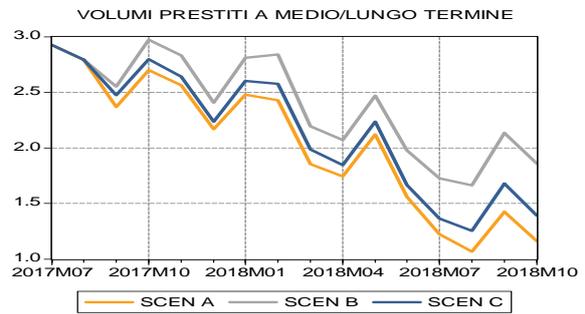
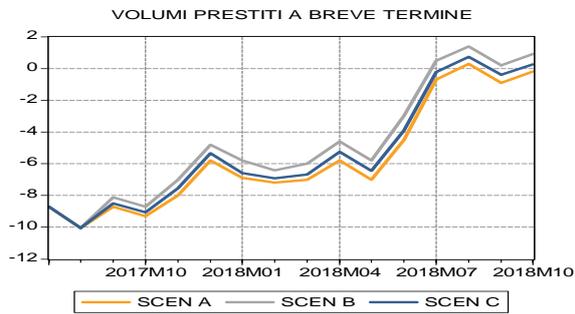
## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



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



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



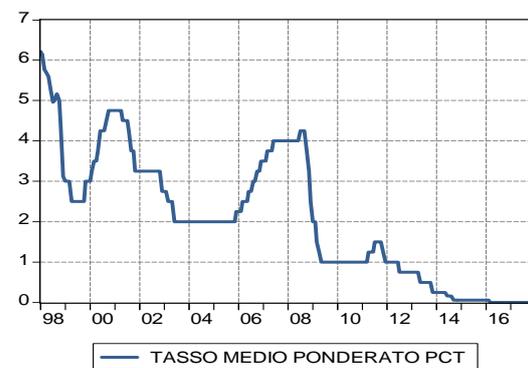
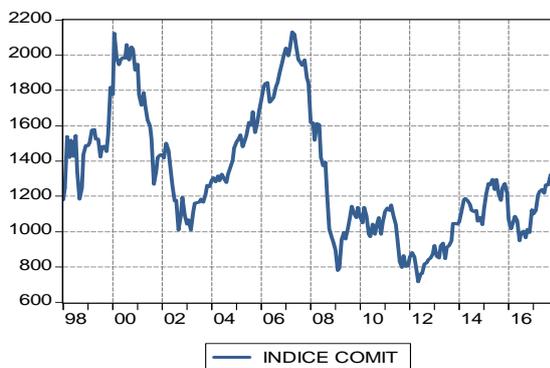
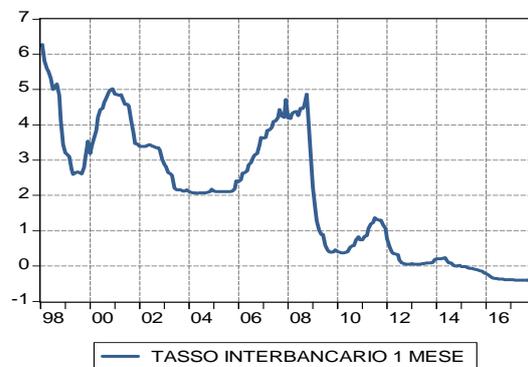
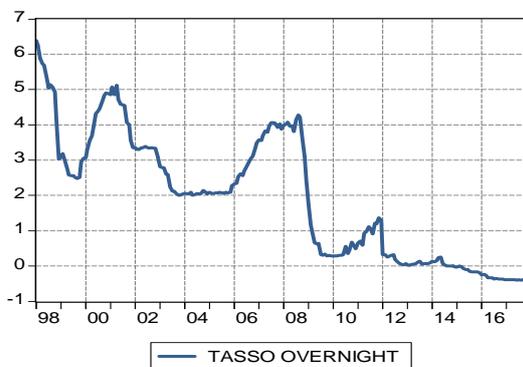
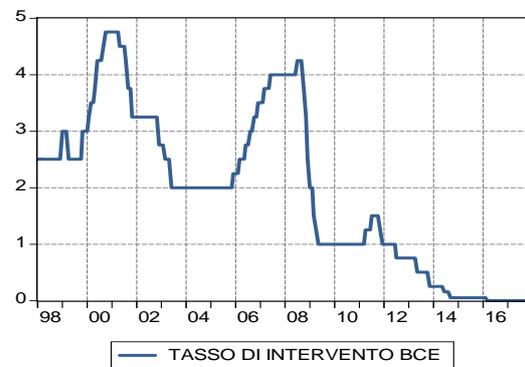
SCENARIO A	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1228	1237	1219	1264	1267	1319	1338	1323	1333	1278	1285	1277	1255	1260	1278	1260	1260	1269	1249
Produzione Industriale (Var. % a/a)	1.6	3.2	5.4	4.7	4.6	3.0	3.5	1.6	2.3	1.7	2.3	1.5	2.2	1.2	1.4	1.4	0.1	1.4	0.8
Tasso di Inflazione (Arm.)	2.0	1.6	1.2	1.2	1.4	1.3	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
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	-0.39	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36
T. Interb. 6m lett.	-0.26	-0.27	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.40	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41
T. Prestiti medio	2.80	2.78	2.80	2.78	2.77	2.77	2.77	2.76	2.77	2.77	2.78	2.78	2.79	2.79	2.80	2.80	2.81	2.81	2.82
T.prest. medio - T.dep. medio	2.41	2.39	2.40	2.38	2.38	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 <sup>(1)</sup>	-0.36	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.40	-0.41	-0.41	-0.39	-0.41	-0.38	-0.33	-0.35	-0.32	-0.26	-0.29	-0.26	-0.22	-0.26
T. BOT comp. lordo 6m	-0.33	-0.36	-0.38	-0.37	-0.36	-0.39	-0.41	-0.41	-0.38	-0.40	-0.36	-0.27	-0.31	-0.27	-0.16	-0.22	-0.17	-0.11	-0.16
T. BOT comp. lordo 12m	-0.24	-0.31	-0.36	-0.36	-0.34	-0.33	-0.34	-0.37	-0.33	-0.35	-0.30	-0.21	-0.25	-0.20	-0.08	-0.14	-0.09	-0.02	-0.08
Rendistat lordo	1.41	1.33	1.25	1.34	1.27	1.25	1.23	1.14	1.19	1.17	1.23	1.30	1.26	1.32	1.44	1.40	1.44	1.48	1.47
Rendistat netto	1.23	1.16	1.09	1.17	1.11	1.10	1.07	1.00	1.04	1.02	1.08	1.14	1.10	1.15	1.26	1.23	1.26	1.30	1.28
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	0.35	0.28	0.26	0.22	0.19	0.20	0.10	0.04	0.10	0.06	0.12	0.21	0.16	0.23	0.37	0.31	0.37	0.41	0.35
Rend. BTP a 5 anni	1.07	0.97	0.95	0.90	0.86	0.88	0.69	0.65	0.70	0.67	0.73	0.82	0.78	0.84	0.98	0.92	0.99	1.03	0.98
Rend. BTP a 7 anni	1.72	1.64	1.63	1.55	1.53	1.57	1.30	1.25	1.30	1.27	1.33	1.41	1.37	1.43	1.56	1.51	1.57	1.61	1.56
Rend. BTP a 10 anni	2.32	2.26	2.23	2.18	2.14	2.23	1.92	1.87	1.92	1.88	1.93	2.01	1.97	2.03	2.16	2.11	2.17	2.21	2.16
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2383.520	2360.830	2386.871	2348.502	2344.673	2354.231	2352.352	2349.754	2367.880	2341.908	2328.28	2392.49	2401.63	2382.31	2405.25	2371.52	2367.42	2380.83	2375.64
Prestiti in euro	2349.898	2319.066	2346.092	2305.059	2319.374	2328.139	2327.381	2320.280	2334.586	2311.816	2294.556	2372.47	2369.402	2343.42	2370.02	2336.18	2348.13	2357.47	2354.52
Prestiti in valuta	33.622	41.764	40.779	43.443	25.299	26.092	24.971	29.474	33.293	30.092	33.728	20.022	32.232	38.897	35.228	35.340	19.282	23.360	21.122
Prestiti a breve	310.450	313.867	310.772	299.331	292.035	296.269	291.867	295.965	295.777	298.320	296.588	294.928	292.444	291.896	296.787	297.236	292.911	293.603	291.283
Prestiti a m / l	2073.070	2046.963	2076.100	2049.170	2052.639	2057.961	2060.485	2053.789	2072.103	2043.588	2031.696	2097.560	2109.191	2090.417	2108.463	2074.281	2074.506	2087.231	2084.357
Depositi totali	2389.088	2336.074	2334.866	2330.704	2333.084	2344.881	2373.307	2356.083	2379.576	2377.617	2383.349	2405.805	2422.297	2423.210	2420.555	2427.195	2425.940	2436.801	2459.933
Depositi in c / c	1004.033	993.842	996.725	999.402	1005.403	1013.859	1027.561	1027.926	1058.200	1048.784	1051.469	1063.231	1085.259	1083.387	1090.218	1093.146	1089.857	1102.369	1116.137
Depositi a risparmio	296.333	295.680	294.928	295.909	297.201	296.579	295.600	295.182	296.639	297.070	296.911	296.292	295.503	295.030	294.662	295.110	296.250	295.867	294.920
Certif. deposito	1088.722	1046.552	1043.213	1035.393	1030.479	1034.444	1050.146	1032.975	1024.736	1031.763	1034.968	1046.282	1041.534	1044.793	1035.675	1038.939	1039.833	1038.565	1048.876
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																			
Prestiti totali	1.73	1.45	1.92	1.28	1.00	0.83	1.04	1.10	1.10	1.18	1.09	0.67	0.76	0.91	0.77	0.98	0.97	1.13	0.99
Prestiti in euro	2.18	0.85	1.69	1.28	1.70	1.27	1.21	1.40	1.28	1.31	1.30	1.08	0.83	1.05	1.02	1.35	1.24	1.26	1.17
Prestiti in valuta	-22.36	51.93	17.43	1.17	-38.26	-27.16	-12.64	-18.00	-10.10	-7.90	-11.40	-32.01	-4.13	-6.86	-13.61	-18.65	-23.78	-10.47	-15.41
Prestiti a breve	-5.18	-5.32	-7.53	-8.71	-10.06	-8.70	-9.30	-8.00	-5.80	-6.90	-7.20	-7.00	-5.80	-7.00	-4.50	-0.70	0.30	-0.90	-0.20
Prestiti a m / l	2.85	2.58	3.51	2.92	2.79	2.37	2.70	2.56	2.17	2.48	2.43	1.85	1.74	2.12	1.56	1.23	1.07	1.42	1.16
Depositi totali	5.12	4.28	2.64	2.91	3.47	3.46	4.95	4.63	3.16	4.21	5.38	1.52	1.39	3.73	3.67	4.14	3.98	3.92	3.65
Depositi in c / c	8.49	8.60	8.68	6.67	8.29	8.58	8.19	8.24	7.12	9.09	8.85	8.54	8.09	9.01	9.38	9.38	8.40	8.73	8.62
Depositi a risparmio	-2.20	-1.98	-1.84	-1.36	-0.91	-0.84	-0.84	-0.72	-0.43	-0.57	-0.46	-0.25	-0.28	-0.22	-0.09	-0.27	-0.32	-0.24	-0.23
Certif. deposito	4.26	2.25	-1.32	0.73	0.40	0.08	3.62	2.80	0.38	1.01	3.77	-4.29	-4.33	-0.17	-0.72	0.34	0.91	0.40	-0.12

SCENARIO B	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	18 10
<b>ESOGENE</b>																			
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)	1228	1237	1219	1264	1267	1319	1338	1356	1382	1367	1367	1390	1370	1382	1393	1371	1370	1385	1370
Produzione Industriale (Var. % a/a)	1.6	3.2	5.4	4.7	4.6	3.6	4.2	2.2	3.0	2.3	3.1	2.3	3.2	2.2	2.4	2.4	1.4	2.5	2.0
Tasso di Inflazione (Arm.)	2.0	1.6	1.2	1.2	1.4	1.3	1.1	1.3	1.4	1.4	1.4	1.6	1.4	1.4	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
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	-0.39	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.34	-0.34	-0.33	-0.33
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.33	-0.33	-0.32	-0.32
T. Interb. 6m lett.	-0.26	-0.27	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.30	-0.29	-0.29	-0.29	-0.28	-0.27	-0.27	-0.27	-0.26	-0.26
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.40	0.39	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	0.44	0.44
T. Prestiti medio	2.80	2.78	2.80	2.78	2.77	2.77	2.77	2.77	2.77	2.78	2.79	2.80	2.80	2.81	2.82	2.82	2.83	2.84	2.84
T.prest. medio - T.dep. medio	2.41	2.39	2.40	2.38	2.38	2.38	2.37	2.37	2.37	2.38	2.38	2.38	2.38	2.39	2.39	2.39	2.39	2.40	2.40
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.36	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.40	-0.41	-0.36	-0.31	-0.26	-0.26	-0.21	-0.25	-0.21	-0.15	-0.19	-0.14	-0.13	-0.16
T. BOT comp. lordo 6m	-0.33	-0.36	-0.38	-0.37	-0.36	-0.39	-0.41	-0.33	-0.25	-0.15	-0.16	-0.09	-0.14	-0.08	0.02	-0.05	0.03	0.05	-0.01
T. BOT comp. lordo 12m	-0.24	-0.31	-0.36	-0.36	-0.34	-0.33	-0.34	-0.25	-0.15	-0.05	-0.05	0.02	-0.04	0.04	0.16	0.09	0.15	0.18	0.12
Rendistat lordo	1.41	1.33	1.25	1.34	1.27	1.25	1.23	1.30	1.38	1.48	1.50	1.58	1.55	1.60	1.72	1.67	1.71	1.74	1.70
Rendistat netto	1.23	1.16	1.09	1.17	1.11	1.10	1.07	1.13	1.21	1.30	1.31	1.38	1.36	1.40	1.50	1.46	1.50	1.53	1.49
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	0.35	0.28	0.26	0.22	0.19	0.20	0.10	0.19	0.30	0.39	0.41	0.49	0.43	0.54	0.65	0.58	0.65	0.67	0.62
Rend. BTP a 5 anni	1.07	0.97	0.95	0.90	0.86	0.88	0.69	0.78	0.88	0.98	1.01	1.10	1.05	1.16	1.27	1.21	1.28	1.30	1.25
Rend. BTP a 7 anni	1.72	1.64	1.63	1.55	1.53	1.57	1.30	1.38	1.47	1.56	1.60	1.68	1.63	1.73	1.83	1.78	1.84	1.86	1.82
Rend. BTP a 10 anni	2.32	2.26	2.23	2.18	2.14	2.23	1.92	1.99	2.08	2.16	2.20	2.28	2.23	2.33	2.43	2.38	2.45	2.47	2.43
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2383.520	2360.830	2386.871	2348.502	2344.673	2359.834	2359.802	2358.353	2375.843	2352.092	2339.11	2402.71	2412.12	2393.17	2418.62	2385.37	2382.89	2404.44	2400.86
Prestiti in euro	2349.898	2319.066	2346.092	2305.059	2319.374	2333.059	2333.935	2327.763	2341.594	2321.127	2304.319	2381.48	2378.567	2353.30	2382.03	2348.60	2362.58	2379.74	2378.30
Prestiti in valuta	33.622	41.764	40.779	43.443	25.299	26.775	25.867	30.591	34.249	30.966	34.791	21.229	33.555	39.878	36.582	36.771	20.307	24.692	22.559
Prestiti a breve	310.450	313.867	310.772	299.331	292.035	298.216	293.797	299.182	298.917	301.845	299.145	298.099	296.169	295.663	301.448	300.828	296.123	298.813	296.442
Prestiti a m / l	2073.070	2046.963	2076.100	2049.170	2052.639	2061.618	2066.005	2059.171	2076.926	2050.248	2039.965	2104.608	2115.953	2097.511	2117.168	2084.545	2086.768	2105.622	2104.421
Depositi totali	2389.088	2336.074	2334.866	2330.704	2333.084	2358.480	2387.780	2375.223	2399.644	2400.889	2407.548	2426.660	2441.887	2442.366	2437.833	2452.367	2449.271	2473.338	2497.618
Depositi in c / c	1004.033	993.842	996.725	999.402	1005.403	1017.501	1032.690	1033.434	1067.388	1057.629	1059.100	1070.872	1094.195	1093.227	1098.690	1102.341	1099.911	1114.570	1131.312
Depositi a risparmio	296.333	295.680	294.928	295.909	297.201	297.237	296.435	296.372	298.069	298.624	298.433	297.955	296.955	296.478	296.196	296.619	297.707	297.950	297.206
Certif. deposito	1088.722	1046.552	1043.213	1035.393	1030.479	1043.743	1058.655	1045.418	1034.187	1044.636	1050.016	1057.832	1050.737	1052.661	1042.947	1053.407	1051.654	1060.818	1069.100
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																			
Prestiti totali	1.73	1.45	1.92	1.28	1.00	1.07	1.36	1.47	1.44	1.62	1.56	1.10	1.20	1.37	1.33	1.57	1.63	1.89	1.74
Prestiti in euro	2.18	0.85	1.69	1.28	1.70	1.48	1.50	1.73	1.58	1.72	1.73	1.46	1.22	1.48	1.53	1.89	1.86	2.00	1.90
Prestiti in valuta	-22.36	51.93	17.43	1.17	-38.26	-25.25	-9.50	-14.89	-7.52	-5.22	-8.61	-27.91	-0.20	-4.52	-10.29	-15.36	-19.73	-7.78	-12.79
Prestiti a breve	-5.18	-5.32	-7.53	-8.71	-10.06	-8.10	-8.70	-7.00	-4.80	-5.80	-6.40	-6.00	-4.60	-5.80	-3.00	0.50	1.40	0.20	0.90
Prestiti a m / l	2.85	2.58	3.51	2.92	2.79	2.55	2.97	2.83	2.41	2.81	2.84	2.19	2.07	2.47	1.98	1.73	1.66	2.13	1.86
Depositi totali	5.12	4.28	2.64	2.91	3.47	4.06	5.59	5.48	4.03	5.23	6.45	2.40	2.21	4.55	4.41	5.22	4.98	4.87	4.60
Depositi in c / c	8.49	8.60	8.68	6.67	8.29	8.97	8.73	8.82	8.05	10.01	9.64	9.32	8.98	10.00	10.23	10.30	9.40	9.54	9.55
Depositi a risparmio	-2.20	-1.98	-1.84	-1.36	-0.91	-0.62	-0.56	-0.32	0.05	-0.05	0.05	0.31	0.21	0.27	0.43	0.24	0.17	0.24	0.26
Certif. deposito	4.26	2.25	-1.32	0.73	0.40	0.98	4.46	4.04	1.30	2.28	5.27	-3.23	-3.49	0.58	-0.03	1.74	2.05	1.64	0.99

SCENARIO C	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	18 10
<b>ESOGENE</b>																			
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)	1228	1237	1219	1264	1267	1319	1338	1337	1358	1326	1336	1354	1336	1342	1349	1326	1328	1345	1326
Produzione Industriale (Var. % a/a)	1.6	3.2	5.4	4.7	4.6	3.2	3.7	1.8	2.5	1.9	2.5	1.8	2.5	1.4	1.6	1.6	0.4	1.7	1.0
Tasso di Inflazione (Arm.)	2.0	1.6	1.2	1.2	1.4	1.3	1.1	1.2	1.3	1.2	1.2	1.4	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
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	-0.39	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34
T. Interb. 6m lett.	-0.26	-0.27	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29	-0.28	-0.27	-0.28
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.40	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43
T. Prestiti medio	2.80	2.78	2.80	2.78	2.77	2.77	2.77	2.77	2.77	2.78	2.78	2.78	2.79	2.80	2.80	2.81	2.81	2.82	2.83
T.prest. medio - T.dep. medio	2.41	2.39	2.40	2.38	2.38	2.38	2.37	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38	2.39	2.39	2.39	2.39	2.40	2.40	2.40
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.36	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.40	-0.41	-0.40	-0.35	-0.37	-0.34	-0.30	-0.34	-0.28	-0.21	-0.25	-0.18	-0.14	-0.19
T. BOT comp. lordo 6m	-0.33	-0.36	-0.38	-0.37	-0.36	-0.39	-0.41	-0.39	-0.31	-0.35	-0.29	-0.22	-0.29	-0.20	-0.08	-0.14	-0.04	0.03	-0.05
T. BOT comp. lordo 12m	-0.24	-0.31	-0.36	-0.36	-0.34	-0.33	-0.34	-0.33	-0.26	-0.29	-0.21	-0.16	-0.22	-0.13	0.02	-0.06	0.04	0.12	0.03
Rendistat lordo	1.41	1.33	1.25	1.34	1.27	1.25	1.23	1.21	1.26	1.24	1.30	1.36	1.32	1.43	1.55	1.49	1.58	1.66	1.61
Rendistat netto	1.23	1.16	1.09	1.17	1.11	1.10	1.07	1.06	1.10	1.08	1.14	1.19	1.16	1.25	1.36	1.30	1.38	1.46	1.41
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	0.35	0.28	0.26	0.22	0.19	0.20	0.10	0.10	0.17	0.14	0.20	0.28	0.24	0.33	0.48	0.41	0.51	0.58	0.51
Rend. BTP a 5 anni	1.07	0.97	0.95	0.90	0.86	0.88	0.69	0.70	0.77	0.74	0.80	0.88	0.84	0.94	1.09	1.03	1.13	1.21	1.14
Rend. BTP a 7 anni	1.72	1.64	1.63	1.55	1.53	1.57	1.30	1.31	1.37	1.34	1.39	1.47	1.43	1.53	1.67	1.60	1.71	1.78	1.71
Rend. BTP a 10 anni	2.32	2.26	2.23	2.18	2.14	2.23	1.92	1.92	1.98	1.95	2.00	2.07	2.03	2.13	2.26	2.21	2.31	2.38	2.31
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2383.520	2360.830	2386.871	2348.502	2344.673	2357.032	2355.146	2352.775	2370.690	2345.380	2332.20	2396.29	2405.45	2386.33	2409.31	2375.74	2372.57	2390.50	2384.59
Prestiti in euro	2349.898	2319.066	2346.092	2305.059	2319.374	2330.530	2329.681	2322.568	2336.891	2314.783	2297.954	2375.52	2372.222	2346.89	2373.31	2339.63	2352.54	2366.42	2362.76
Prestiti in valuta	33.622	41.764	40.779	43.443	25.299	26.503	25.465	30.207	33.799	30.597	34.246	20.773	33.226	39.432	36.001	36.109	20.034	24.082	21.823
Prestiti a breve	310.450	313.867	310.772	299.331	292.035	296.955	292.643	297.404	297.178	299.280	297.512	295.949	294.100	293.612	298.626	298.638	294.178	295.799	293.394
Prestiti a m / l	2073.070	2046.963	2076.100	2049.170	2052.639	2060.077	2062.502	2055.371	2073.512	2046.100	2034.688	2100.342	2111.348	2092.715	2110.682	2077.106	2078.397	2094.703	2091.191
Depositi totali	2389.088	2336.074	2334.866	2330.704	2333.084	2351.208	2381.433	2363.034	2386.646	2385.939	2391.659	2411.545	2426.802	2429.288	2427.475	2437.074	2434.244	2452.866	2477.437
Depositi in c / c	1004.033	993.842	996.725	999.402	1005.403	1015.303	1029.289	1029.570	1060.520	1051.040	1053.040	1065.396	1087.433	1086.683	1092.816	1095.801	1092.988	1106.473	1121.158
Depositi a risparmio	296.333	295.680	294.928	295.909	297.201	296.926	295.968	295.646	297.249	297.621	297.498	297.014	296.158	295.675	295.266	295.662	296.808	296.692	295.777
Certif. deposito	1088.722	1046.552	1043.213	1035.393	1030.479	1038.979	1056.176	1037.818	1028.877	1037.279	1041.122	1049.135	1043.211	1046.930	1039.393	1045.611	1044.448	1049.701	1060.502
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																			
Prestiti totali	1.73	1.45	1.92	1.28	1.00	0.95	1.16	1.23	1.22	1.33	1.26	0.83	0.92	1.08	0.94	1.16	1.19	1.42	1.25
Prestiti in euro	2.18	0.85	1.69	1.28	1.70	1.37	1.31	1.50	1.38	1.44	1.45	1.21	0.95	1.20	1.16	1.50	1.43	1.54	1.42
Prestiti in valuta	-22.36	51.93	17.43	1.17	-38.26	-26.01	-10.91	-15.96	-8.74	-6.35	-10.04	-29.46	-1.18	-5.58	-11.72	-16.88	-20.81	-9.13	-14.30
Prestiti a breve	-5.18	-5.32	-7.53	-8.71	-10.06	-8.49	-9.06	-7.55	-5.35	-6.60	-6.91	-6.68	-5.27	-6.45	-3.91	-0.23	0.73	-0.39	0.26
Prestiti a m / l	2.85	2.58	3.51	2.92	2.79	2.47	2.80	2.64	2.24	2.60	2.58	1.99	1.85	2.24	1.67	1.36	1.25	1.68	1.39
Depositi totali	5.12	4.28	2.64	2.91	3.47	3.74	5.31	4.94	3.47	4.57	5.75	1.76	1.58	3.99	3.97	4.56	4.34	4.32	4.03
Depositi in c / c	8.49	8.60	8.68	6.67	8.29	8.73	8.37	8.41	7.35	9.32	9.01	8.76	8.31	9.34	9.64	9.65	8.71	8.98	8.93
Depositi a risparmio	-2.20	-1.98	-1.84	-1.36	-0.91	-0.72	-0.72	-0.56	-0.23	-0.39	-0.26	-0.01	-0.06	0.00	0.11	-0.08	-0.13	-0.08	-0.06
Certif. deposito	4.26	2.25	-1.32	0.73	0.40	0.52	4.21	3.28	0.78	1.55	4.38	-4.03	-4.18	0.04	-0.37	0.99	1.36	1.03	0.41

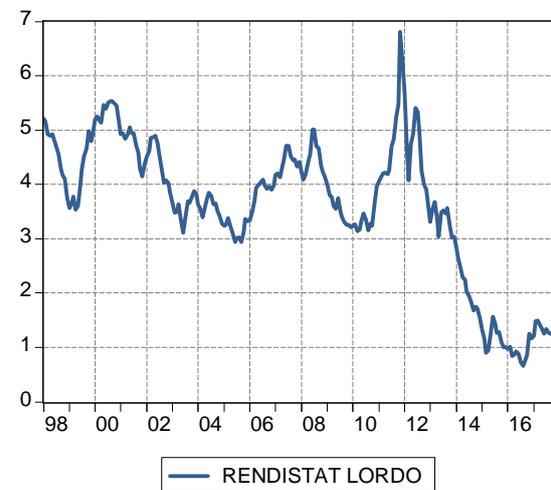
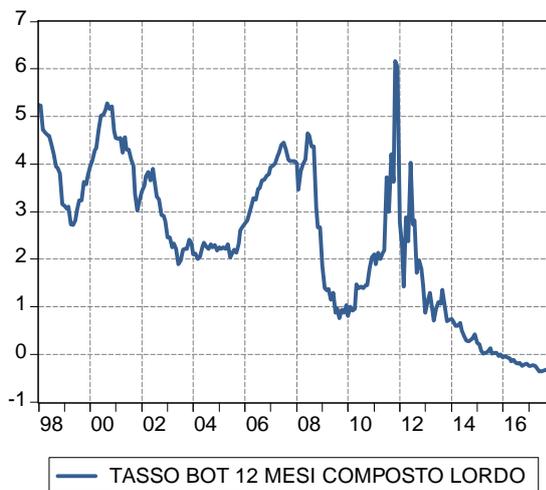
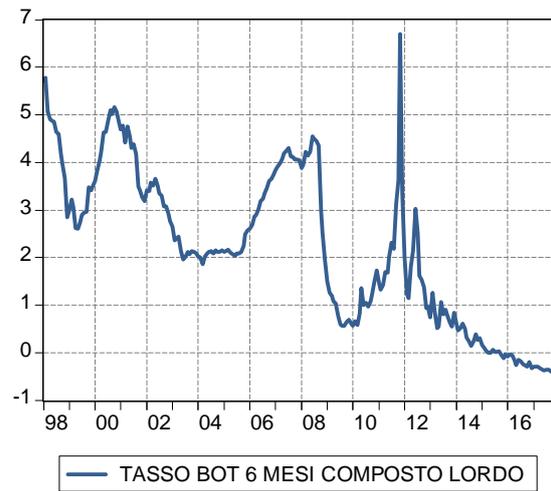
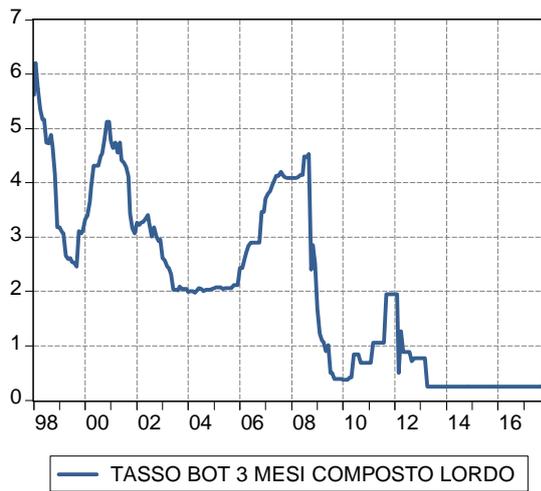
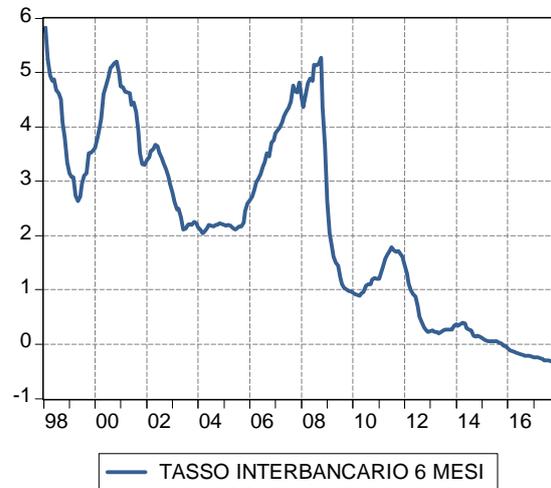
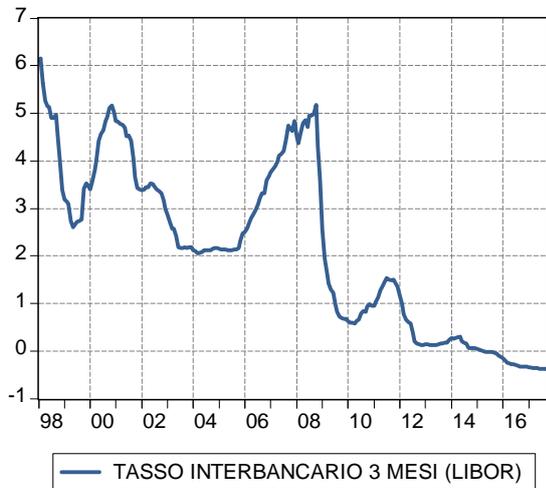
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili

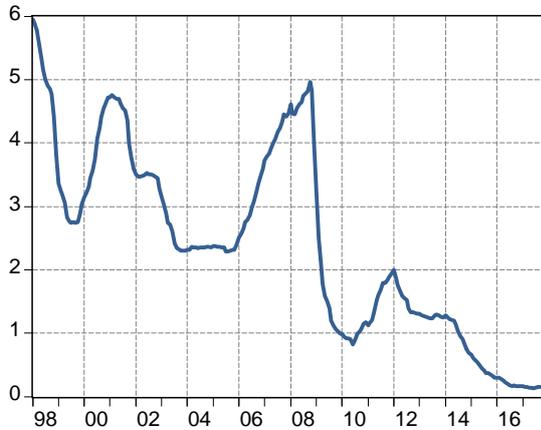


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

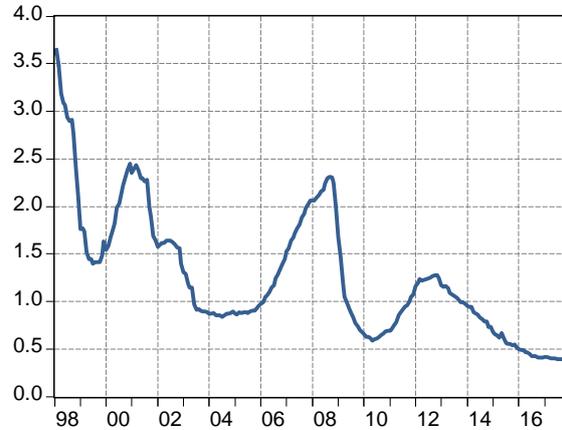
Dati mensili



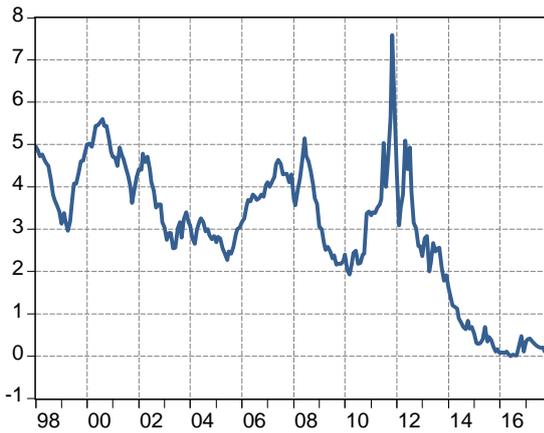
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI  
Dati mensili



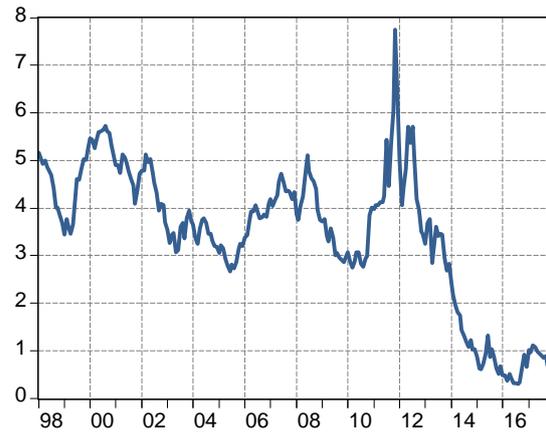
TASSO PRESTITI MINIMO



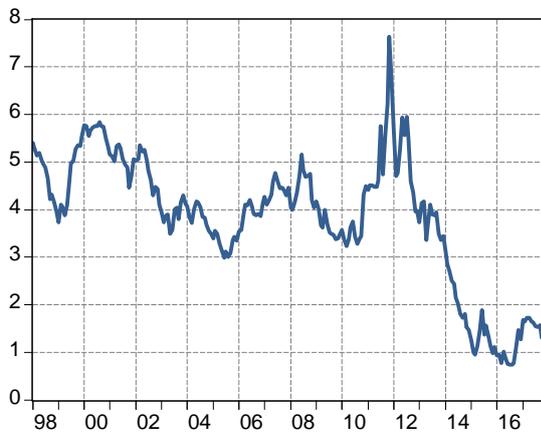
TASSO DEPOSITI MEDIO



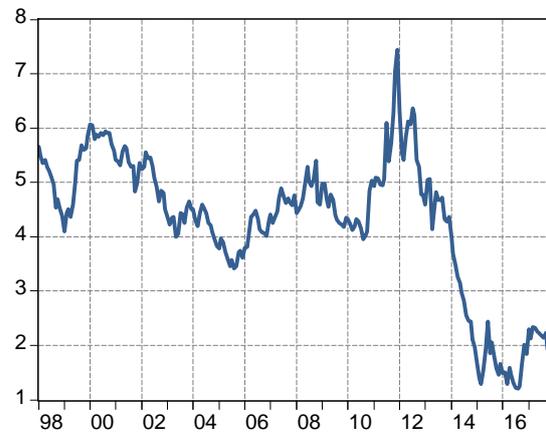
RENDIMENTO A 3 ANNI



RENDIMENTO A 5 ANNI



RENDIMENTO A 7 ANNI



RENDIMENTO A 10 ANNI

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

