

# MEFIM

MODELLO  
ECONOMETRICO  
FINANZIARIO  
INTERNAZIONALE  
MENSILE

Dicembre 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 novembre 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

Novembre è stato caratterizzato ancora una volta dall'euforia delle borse, ai massimi storici, nelle tre macro aree, USA, Zona Euro e Giappone. Questo entusiasmo è giustificato 1) da un mix a livello globale di crescita economica che accelera (l'OCSE ha rivisto al rialzo il PIL a +3.7% nel 2018) e un'inflazione ancora contenuta; 2) dalla rivoluzione della tecnologia virtuale in atto e 3) dall'approvazione in USA della riforma fiscale da parte del Senato. Quest'ultimo punto non rappresenta la fine dell'iter legislativo perché i due piani d'intervento, approvati separatamente da Camera e Senato, dovranno essere combinati in un unico disposto di legge. Sembra tuttavia che, ormai, la riforma fiscale possa effettivamente concretizzarsi in modo definitivo entro la fine del 2017.

Dell'euforia delle borse sono preoccupati i banchieri centrali. Dalle minute della Fed relative alla riunione d'inizio novembre è emerso che alcuni componenti del Comitato iniziano a temere che i prezzi dei mercati azionari stiano sfuggendo di mano, con il rischio di brusche correzioni. Il vice Presidente della BCE, Constancio, ha dichiarato che le valutazioni del mercato azionario sono troppo elevate, se si considerano i livelli storici, e potrebbero generare squilibri a livello globale. La Banca Centrale del Giappone ha posto l'accento sull'esigenza di monitorare l'atteggiamento degli investitori nazionali ed esteri nei confronti delle attività più rischiose.

I fattori che possono interrompere l'idillio sono che: 1) l'inflazione salga improvvisamente più del previsto; 2) il processo di normalizzazione delle politiche monetarie sia troppo repentino; 3) la presidenza Trump sia messa a rischio di *impeachment* a causa del *russiagate*, dopo che Michael Flynn si è dichiarato colpevole di aver mentito agli agenti federali, testimoniando che effettivamente lo stesso Presidente lo aveva diretto a prendere contatto con i russi; 4) le tensioni tra Corea del Nord e USA, finora snobbate dai mercati perché concentrati più sull'aspetto macroeconomico, possano sfociare in un conflitto. Il primo di questi fattori, collegato al secondo, sembra quello più in grado di potersi realizzare, soprattutto in USA, perché l'aspetto comune ai due testi sulla riforma fiscale, approvati per il momento separatamente dai due rami del Congresso, è rappresentato da un taglio consistente delle imposte sulle imprese, dal 35% al 20%, che darà un ulteriore impulso positivo a un'economia già vicina al suo potenziale. Si deve tener conto inoltre che, mentre finora il basso prezzo del petrolio poteva compensare eventuali rischi di pressioni inflazionistiche da salari, la recente tendenza al rialzo delle quotazioni del greggio, supportata da un aumento della domanda di energia a fronte di un ciclo economico globale in accelerazione, potrebbe alimentare rischi di pressioni inflazionistiche da materie prime che si andranno a sommare a quelli del mercato del lavoro. Per il momento, in USA, i salari rimangono contenuti con una variazione tendenziale a +2.4%, ma, come sottolineato dalla Fed, vanno monitorati molto da vicino.

A fronte di quest'analisi, confermiamo lo scenario delineato il mese scorso, nel quale, dopo l'ormai scontato rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base a dicembre di quest'anno, nel 2018 la Fed potrebbe mantenere la promessa di altri tre rialzi da 25 punti base ciascuno, a marzo, giugno e settembre rispettivamente, tenendo conto del passaggio di consegne tra il Presidente uscente Janet Yellen e Jerome Powell che avverrà il 3 febbraio (Scenario C – probabilità 60%). Non escludiamo che la Banca Centrale americana possa anticipare le tre mosse a gennaio, marzo e giugno, ma, a questa eventualità, assegniamo una probabilità minore (30% - Scenario A).

Ben diverso è il contesto in Area Euro, dove la crescita ora è ben visibile anche nei Paesi periferici e il mercato del lavoro in miglioramento, sebbene il tasso di disoccupazione sia ancora alto all'8.8%. È vero che la Germania sta crescendo molto più degli altri, al +2.8% a/a rispetto al +2.2% della Francia e al +1.8% dell'Italia ma metà della variazione congiunturale del PIL tedesco nel terzo trimestre è dovuta a un accumulo di scorte. È vero anche che l'inflazione in Germania a novembre è stata pari a +1.8%, ma l'indice *core*, che esclude le componenti più volatili di energia e alimentari, al quale la BCE fa riferimento, è ancora a +1.1% a/a, ben lontana dall'obiettivo del 2%.

Riteniamo pertanto che l'atteggiamento accomodante della BCE si protrarrà per gran parte del 2018 e che, giocando con il linguaggio di comunicazione, la Banca Centrale manterrà aperta la data di fine del QE (Scenario C – probabilità 60%). Non escludiamo che lo stimolo monetario con l'acquisto di titoli sul mercato secondario possa

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

finire a settembre del 2018, orizzonte delineato all'ultima riunione di ottobre per acquisti mensili di 30 miliardi di euro, ma assegniamo a tale eventualità una bassa probabilità del 30% (scenario A).

In Giappone, il quadro di stabilità politica, concretizzatosi con la vittoria del governo uscente di Shinzo Abe alle elezioni di ottobre, lascia spazio per un rafforzamento della ripresa in atto, anche se l'economia nipponica sta evolvendo ancora a un passo più ridotto (+1.6% a/a) rispetto alle altre macro-aree. **La crescita nel terzo trimestre dell'anno è stata basata solo sulle esportazioni** che hanno beneficiato del quadro positivo a livello internazionale. **La domanda interna è stata assente sia per i consumi sia per gli investimenti.** L'inflazione non ha fatto progressi rimanendo ferma a +0.7%.

Dalle minute della riunione di ottobre della Banca Centrale del Giappone sono emerse preoccupazioni sull'andamento dei prezzi. Si è sottolineato che le pressioni al rialzo sugli energetici probabilmente si dissiperanno gradualmente e che quelle al ribasso relative alle telecomunicazioni potrebbero essere prolungate. **Per questo sono state proposte nuove misure di allentamento monetario** da attuare qualora si verificasse un ritardo nei tempi di raggiungimento dell'obiettivo del 2% sull'inflazione. **In base a tali ipotesi, la Banca Centrale potrebbe fissare l'obiettivo di un rendimento a -0.2% sui titoli giapponesi con scadenza a 15 anni, anziché dello 0% su quelli a 10 anni.** Attraverso questa ulteriore misura di allentamento, la BoJ accelererebbe il raggiungimento dell'obiettivo di stabilità dei prezzi. **La maggioranza dei componenti del Comitato ha tuttavia sottolineato che, con questa nuova misura estrema, si potrebbero generare squilibri finanziari.** Gli effetti collaterali prodotti potrebbero superare quelli positivi.

In novembre, il prezzo del petrolio ha aggiustato ulteriormente verso l'alto: il Brent ha raggiunto i 63.5 dollari al barile e il WTI i 57.4, superando questi livelli durante il mese. **La tendenza è coerente con la crescita economica globale che sta guadagnando slancio, Cina compresa, e con il conseguente aumento della richiesta di greggio.**

Alla riunione dei Paesi OPEC del 30 novembre si è raggiunto un accordo unanime per l'estensione di nove mesi, fino a dicembre 2018 (il precedente termine scadeva a marzo) **dei tagli alla produzione di petrolio.** Secondo l'Iraq, questa estensione dovrebbe essere l'ultima. Includere la Libia e la Nigeria, attualmente non soggette a vincoli, nei tagli alla produzione potrebbe rafforzare gli sforzi del gruppo per riequilibrare il mercato, ma per il momento i due Paesi hanno soltanto affermato che i loro livelli del 2018 non supereranno quelli raggiunti nel 2017. Si prevede che le scorte diminuiscano verso gli obiettivi desiderati nella seconda metà del 2018.

Nei prossimi mesi la tendenza rimarrà al rialzo, data la buona fase di crescita che l'economia globale sta registrando, con il prezzo del petrolio intorno a 65 dollari al barile per il Brent e 60 per il WTI. **Non riteniamo comunque che si possa verificare una vera fiammata delle quotazioni** perché l'eccesso di offerta globale di greggio si attesta ancora a 140 milioni di barili, nonostante, da gennaio, si sia dimezzato rispetto alla media quinquennale. Inoltre, **gli sforzi dei Paesi OPEC di mantenere sotto controllo l'offerta sono contrastati dalla produzione degli Stati Uniti con le tecniche di shale oil,** che a questi prezzi è ridiventata conveniente, e da quella di Libia e Nigeria, non rientranti nell'accordo.

## GLI ULTIMI DATI

In USA, i dati sul PIL del terzo trimestre del 2017 sono stati rivisti al rialzo a +3.3% t/t annualizzato, rispetto al preliminare di +3%, battendo le attese degli economisti di +3.2%. Quella registrata è la crescita congiunturale più elevata dal terzo trimestre del 2014, pertanto, nonostante un avvio incerto a inizio anno, il 2017 sta proseguendo lungo un sentiero solido. La variazione tendenziale è rimasta a +2.3% a/a rispetto ai preliminari, comunque in leggero progresso rispetto a +2.2% a/a del trimestre precedente. **La componente che ha trainato maggiormente la crescita rimane quella dei consumi**, con un contributo di +1.6% t/t. **La revisione in positivo ha interessato gli investimenti fissi, le scorte e la spesa pubblica.** Per quanto riguarda i primi, il contributo è stato di +0.4% t/t da +0.3% del preliminare, per un doppio effetto di un miglioramento nella dinamica degli investimenti non residenziali (rivisti a +4.7% t/t da +3.9% del preliminare) e di quella dei residenziali meno negativa (rivista a -5.1% t/t da -6%). Questi ultimi rimangono il comparto più debole, ma i dati vanno interpretati anche alla luce degli effetti devastanti degli uragani che hanno colpito la costa orientale statunitense durante l'estate e, quindi, di carattere transitorio. Vanno tuttavia monitorati poiché si tratta del secondo dato pesantemente negativo (-7.3% t/t nel trimestre precedente). In ogni caso, **gli investimenti di tutti gli altri settori hanno saputo compensare la debolezza dell'edilizio.** Anche l'accumulo rilevante di scorte (rivisto a +0.8% da +0.7% del preliminare) va legato in parte all'effetto uragani. Infine, la spesa pubblica, che nei preliminari era neutra, ha contribuito per un +0.1% t/t, grazie a una dinamica positiva di +0.4% t/t. **Si conferma il rafforzamento del canale estero che ha beneficiato del deprezzamento del dollaro dalla primavera di quest'anno**, con un contributo alla crescita del PIL di +0.4% t/t (da +0.2% del trimestre precedente) grazie a un doppio effetto favorevole di un aumento delle esportazioni di +2.2% t/t (rivisto da +2.3% t/t) e di una contrazione delle importazioni di -1.1% t/t (rivisto da -0.8% t/t).

**I dati mensili, prevalentemente relativi a ottobre, hanno dimostrato ancora la forza del ciclo economico americano, in particolare nel mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione è sceso ulteriormente al 4.1% dal 4.2% di settembre.** L'occupazione, che, come messo in evidenza il mese scorso, risente molto dell'effetto uragani a causa del diverso metodo di rilevazione rispetto al tasso di disoccupazione, incorpora l'aggiustamento del dopo-uragano. A fronte del limitato aumento di occupati a settembre di 18 mila unità (rivisto da -33 mila) in ottobre il settore non agricolo ha registrato un incremento di 261 mila unità. Le attese erano per un balzo di 310 mila, ma sono dati difficilmente valutabili per l'effetto statistico sopra menzionato. Resta il fatto che, con un tasso di disoccupazione al pieno impiego, **aumenta il rischio di overshooting.**

**Sia dal lato dell'offerta sia della domanda, i dati mensili testimoniano un'accelerazione della crescita.** In ottobre, infatti, la produzione industriale è aumentata di +0.9% m/m rispetto a +0.4% del mese precedente (rivisto al rialzo da +0.3%) battendo le aspettative di +0.5%. Gli ordini di beni durevoli sono diminuiti di -1% m/m, ma si tratta di un effetto trasporti transitorio: se si depura la serie da quest'ultima componente più volatile, resta un considerevole aumento di +0.8% m/m, in linea con la dinamica di settembre di +0.7%. **Va sottolineato, inoltre, il consistente incremento del tasso di utilizzo degli impianti a 77% da 76.4% del mese precedente.** Per il settore edilizio, la debolezza registrata nei dati trimestrali sembra superata con un forte aumento dell'avvio di nuovi cantieri (+13.7% m/m) e della vendita di nuove case (+6.2% dopo un +14.2% di settembre) anche se si deve tener conto della ricostruzione post-uragani. **In novembre, la fiducia dei produttori ha preso fiato:** l'INAPM, dopo aver raggiunto in ottobre il massimo degli ultimi sei anni e mezzo (66.2) ha registrato un fisiologico ridimensionamento a 63.9, in attesa della riforma fiscale di Trump. Infine, la domanda ha

## USA

*La crescita accelera e il mercato del lavoro rischia un overshooting anche se l'inflazione resta contenuta*

dato buoni segnali con una crescita delle vendite al dettaglio di +0.2% m/m, dopo il sorprendente +1.9% di settembre (rivisto al rialzo da +1.6% m/m). **Il buon andamento dei consumi dovrebbe essere garantito anche nella parte finale dell'anno, dato l'ottimismo dei consumatori che emerge dal rialzo del Conference Board a 129.5 da 126.2, sorpendendo le attese di un ridimensionamento a 124.** Si tratta del livello più alto degli ultimi diciassette anni.

**L'inflazione rimane ancora contenuta, se si tiene conto del buon passo di crescita.** In ottobre, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi PCE (*Personal Consumption Expenditures*) si è leggermente ridimensionata a +1.6% a/a da +1.7% del mese precedente (rivisto da +1.6%) e quella dell'indice *core*, depurato dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, è rimasta invariata a +1.4% a/a (il dato precedente è stato rivisto da +1.3%). **I salari orari, osservati speciali visto il livello di pieno impiego raggiunto dal mercato del lavoro, hanno ritracciato a +2.4% a/a dopo il pericoloso 2.9% di settembre, rimanendo invariati su base mensile. Si tratta in ogni caso di una dinamica tendenziale sostenuta e, come sottolineato dalla Fed, l'inflazione dovrà essere monitorata da vicino.**

Dopo l'ormai scontato rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base a dicembre, a fronte di tale scenario macroeconomico e delle aumentate probabilità di un'approvazione della riforma fiscale in tempi brevi, **assegniamo un'alta probabilità allo scenario nel quale, nel 2018, la Fed mantiene la promessa di altri tre rialzi da 25 punti base ciascuno.**

In Giappone, i dati preliminari sul PIL del terzo trimestre dell'anno evidenziano un **proseguimento della ripresa, anche se con qualche ombra.** La crescita congiunturale si è attestata a +0.3% t/t e quella tendenziale a +1.6% a/a, in linea con le attese. Di fatto, si è registrato un ridimensionamento, giacché nel trimestre precedente il PIL era cresciuto di +0.6% t/t, ma **si tratta del settimo trimestre consecutivo di crescita positiva.**

**È da segnalare il grande recupero del canale estero: da componente più debole (nel secondo trimestre aveva sottratto crescita per un -0.2% t/t) è diventata l'unica trainante con un contributo alla ripresa di +0.5% t/t. Tutte le altre componenti, consumi, investimenti e spesa pubblica, hanno sottratto crescita per un -0.3%, -0.1% e -0.2%, rispettivamente.** Il Giappone sta quindi crescendo essenzialmente grazie alla domanda estera, in un contesto globale di accelerazione del ciclo economico. Ciò è chiaro dall'analisi più dettagliata della bilancia commerciale: il contributo sopra citato di +0.5% t/t alla crescita del PIL è dovuto al doppio effetto di un forte aumento delle esportazioni, +1.5% t/t, e di una pari diminuzione delle importazioni, -1.6% t/t, a testimoniare l'incertezza della domanda interna.

**I dati mensili risentono in parte della fisiologica incertezza generata dalle elezioni di ottobre, ma resta la fiducia sul proseguimento della ripresa nella parte finale dell'anno.** In ottobre, la produzione industriale ha invertito la tendenza, registrando un +0.5% m/m. L'andamento risulta altalenante con un -1% m/m (rivisto da -1.1%) a settembre e un +2% m/m ad agosto, ma alla fine, il saldo è positivo. Stesso discorso vale per gli ordini di macchinari industriali, che a settembre hanno registrato un pesante calo di -8.1% m/m, ma vanno valutati alla luce dei due notevoli rialzi di luglio e agosto, +8% e +3.4% rispettivamente.

Dal lato della domanda, in ottobre, le vendite al dettaglio sono rimaste invariate, dopo il buon risultato di settembre di +0.8% m/m. Le aspettative erano più pessimiste prevedendo un calo di -0.2%.

**La speranza della ripresa è basata 1) sul superamento della tornata elettorale che, con la riconferma del Governo uscente, ha lasciato un quadro politico stabile; 2) sulle buone condizioni del mercato del lavoro, con un tasso di disoccupazione fermo in ottobre al 2.8%; 3) sulla crescita dei profitti aziendali che stanno ancora spingendo i corsi azionari ai massimi storici e 4) sull'ottimismo di produttori e consumatori.** In novembre, infatti,

## GIAPPONE

*La ripresa è trainata dal canale estero in un quadro politico stabile dopo le elezioni*

la fiducia dei produttori è aumentata ulteriormente a 53.8 da 52.8 del mese precedente (rivisto al rialzo da 52.5) e quella dei consumatori è ai massimi degli ultimi tre anni a quota 44.5 da 43.9. Entrambe hanno battuto le attese di 52.6 e 43.6 rispettivamente.

Sul fronte dell'inflazione, gli indicatori hanno mantenuto il livello raggiunto nel mese precedente in termini di variazione tendenziale, con il CPI (*Consumer Price Index*) globale e quello *core* fermi in ottobre 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 non ci sono informazioni aggiuntive dai dati trimestrali del PIL del terzo trimestre, disponibili solo in forma aggregata, pertanto, per il momento, **si può confermare la solidità della crescita economica**, con una variazione congiunturale a +0.6% t/t, dopo il +0.7% t/t del periodo precedente, e quella tendenziale a +2.5% a/a da +2.3% a/a.

I dati mensili, prevalentemente relativi a settembre-ottobre, hanno evidenziato un miglioramento del mercato del lavoro e buoni risultati soprattutto dal lato della domanda. Il tasso di disoccupazione a ottobre è sceso ancora all'8.8% dall'8.9% del mese precedente e le vendite al dettaglio a settembre sono aumentate di +0.7% m/m. Queste ultime hanno battuto le attese di +0.6% e il dato del mese precedente è stato rivisto al rialzo a -0.1% m/m da -0.5%.

In settembre, la produzione industriale ha registrato un calo di -0.6% m/m, ma il dato va letto alla luce del grande balzo registrato in agosto di +1.4% m/m. La contrazione era attesa. Il settore edilizio è rimasto sostanzialmente fermo.

Dall'altro lato, la fiducia di consumatori e imprenditori mantiene l'inarrestabile tendenza positiva: a novembre, l'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) ha registrato un ulteriore incremento a 114.6 da 114.1 del mese precedente, centrando le attese degli economisti, e il PMI (che testa la fiducia dei produttori) è aumentato sia nel settore manifatturiero, raggiungendo il livello di 60 da 58.5 di ottobre, sia in quello dei servizi, a quota 56.2 da 55 (rivisto al rialzo da 54.9). Questi dati delineano chiaramente la fase di espansione dell'economia dell'Eurozona.

Nonostante le conferme sulla ripresa e il miglioramento del mercato del lavoro, l'inflazione rimane ancora debole: in novembre, a parte un leggero aggiustamento verso l'alto dell'indice globale HCPI (*Harmonized Consumer Price Index*) a +1.5% a/a da +1.4% del mese precedente, giustificato del recente rialzo del prezzo del petrolio, l'indice *core*, è rimasto stabile in termini tendenziali a +0.9% a/a. Su base congiunturale è diminuito di -0.1% m/m.

L'inflazione contenuta lascia ancora margini alla BCE per un atteggiamento accomodante, com'è emerso alla riunione di ottobre. Pur annunciando un ridimensionamento del *Quantitative Easing* da 60 a 30 miliardi di euro mensili, ne ha lasciato aperta la data di fine e ha ribadito che i tassi d'interesse ufficiali rimarranno ai livelli attuali ancora per un periodo molto esteso di tempo oltre la fine del programma di acquisti. Assegniamo un'alta probabilità che tale atteggiamento sia mantenuto nel 2018 (scenario C – probabilità 60%).

Nonostante la crescita economica nella Zona Euro abbia un carattere generalizzato, con riscontri positivi anche nei Paesi periferici, la Germania rimane il locomotore dell'area. Nel terzo trimestre dell'anno il PIL tedesco è aumentato in termini congiunturali di +0.8% t/t, in rafforzamento da +0.6% del trimestre precedente. La variazione tendenziale si è portata addirittura a +2.8% a/a da +2.3% (rivisto al rialzo da +2.1%). Anche se il buon risultato è in parte dovuto a un accumulo di scorte che hanno contribuito per un +0.4% t/t, resta il fatto che la Germania ha potuto contare su di un pari contributo rilevante del canale estero, grazie a una dinamica positiva delle

## AREA EURO

*La crescita al 2.5% non porta ancora con sé pressioni inflazionistiche*

## Germania

esportazioni (+1.7% t/t) più incisiva di quella delle importazioni (+0.9% t/t). Il risultato è sorprendente se si tiene conto della recente forza dell'euro. **Praticamente assenti sono risultate, invece, le componenti di domanda interna, consumi, investimenti e spesa pubblica**, con contributi di -0.1% t/t, +0.1% e 0% rispettivamente.

Il fatto che la crescita non derivi dalla domanda interna lascia più margini alla BCE per il proseguimento di una politica monetaria accomodante, perché non vi è un rischio di surriscaldamento dell'economia tedesca, dando il tempo agli altri Paesi dell'area di ridurre il divario di crescita.

Questa conclusione trova riscontro anche nei dati mensili. In ottobre, le vendite al dettaglio sono diminuite di -1.2% m/m, contro un +0.5% del mese precedente, deludendo le attese di +0.3%. **L'inflazione globale armonizzata in novembre ha registrato una variazione tendenziale di +1.8% a/a** da +1.5% del mese precedente, ma l'indice *core* armonizzato, disponibile per ottobre, si è addirittura ridimensionato in termini tendenziali a +1.1% a/a da +1.5% di settembre, per un calo in termini congiunturali di -0.3% m/m.

Dal lato dell'offerta, i dati sulla produzione industriale (-1.6% m/m) non danno informazioni aggiuntive rispetto ai trimestrali, perché sono relativi a settembre. Più importanti sono quelli degli ordini che possono essere letti in chiave prospettica di futura produzione: essi sono aumentati di +1% m/m, dopo l'incremento consistente di +4.1% a ottobre (quest'ultimo è stato rivisto al rialzo da +3.6%).

Le buone notizie sul fronte della crescita economica e le ottime condizioni del mercato del lavoro, con un tasso di disoccupazione fermo al 5.6% a ottobre, **tengono alta la fiducia di produttori e consumatori**: in novembre, l'indice Ifo ha continuato la sua corsa raggiungendo quota di 117.5 da 116.8 del mese precedente, così come il PMI che nel settore manifatturiero si è portato a 62.5 da 60.6 di ottobre e in quello dei servizi a 54.9 da 54.7.

In Francia, la revisione dei dati del PIL relativi al terzo trimestre non ha portato modifiche significative, confermando la ripresa del ciclo economico d'oltralpe. La crescita, infatti, in termini congiunturali si è attestata a +0.5% t/t, dopo il +0.6% del trimestre precedente, **determinando un progresso significativo in termini tendenziali a +2.2% da +1.8%**. Come sottolineato il mese scorso, il corposo contributo delle scorte di +0.5% t/t non dovrebbe rappresentare un pericoloso eccesso di accumulo di magazzino, ma una sua semplice ricostituzione. **La ripresa poggia su basi sane, grazie a un bilanciamento tra consumi e investimenti**, con un contributo positivo di +0.3% t/t e +0.2% rispettivamente, **mentre il canale estero ha rappresentato l'anello debole**, sottraendo crescita per un -0.6% t/t. Dovrebbe tuttavia trattarsi di un fisiologico momento di pausa dopo il brillante secondo trimestre, nel quale questa componente aveva registrato un contributo della stessa entità, ma di segno positivo.

I dati mensili disponibili sono in gran parte riferiti a settembre, pertanto non aggiungono informazioni rispetto a quelli trimestrali. La produzione industriale ha ripreso a crescere di +0.6% m/m in linea con le attese, dopo il dato negativo di agosto di -0.2% (rivisto da -0.4%) e le vendite al dettaglio sono aumentate in modo cospicuo di +1.2% m/m, dopo il +0.4% di agosto. Più significativi sono i dati di ottobre sui consumi delle famiglie con un calo importante di -1.6% m/m, in controtendenza rispetto alle vendite al dettaglio sopracitate. Non riteniamo che ciò rappresenti un rischio per la ripresa, poiché **il mercato del lavoro continua a migliorare** (in ottobre, il tasso di disoccupazione è sceso a 9.4% da 9.5% del mese precedente) **e la fiducia di produttori e consumatori prosegue la sua tendenza al rialzo**: in novembre, infatti, il PMI nel settore manifatturiero si è attestato a quota a 57.5 da 56.1 e quello dei servizi a 60.2 da 57.3. In entrambi i casi sono state di gran lunga battute le aspettative degli economisti.

## Francia



Lo stesso si può affermare per la fiducia dei consumatori aumentata a 102 da 100 di ottobre, a fronte di un atteso 101.

La Francia resta uno dei Paesi dell'Area Euro a più bassa inflazione, assieme all'Italia. In novembre, l'HCPI ha registrato solo un lieve aggiustamento verso l'alto a +1.3% a/a da +1.2% del mese precedente e il *core* armonizzato, disponibile solo per ottobre, è fermo a +0.6% a/a da cinque mesi.

In Italia, i dati trimestrali del PIL del terzo trimestre, disponibili per ora solo in forma aggregata, hanno rafforzato la ripresa, a testimoniare che la crescita si sta allargando anche ai Paesi periferici dell'Area Euro. Il ciclo economico italiano ha trovato vigore con un aumento congiunturale di +0.5% t/t, che ha consentito alla variazione tendenziale un progresso significativo a +1.8% a/a da +1.5% del trimestre precedente, battendo le attese di +0.4% t/t e +1.7% a/a, rispettivamente. Pur rimanendo in coda rispetto agli altri Paesi dell'area (Germania +2.8% e Francia +2.2%) ha accorciato le distanze.

La maggior parte dei nuovi dati mensili sono relativi a settembre, pertanto danno informazioni già incluse in quelli trimestrali. Dal lato dell'offerta, non sono positivi, ma vanno letti congiuntamente a quelli di agosto particolarmente brillanti. In settembre, infatti, la produzione industriale, le costruzioni e gli ordini sono diminuiti rispettivamente di -1.3% m/m, -0.9% e -3.9%, ma si deve tener conto che nel mese precedente erano stati registrati importanti incrementi: +1.2% m/m, +2.2% e +5.3% rispettivamente. Dal lato della domanda, sempre in settembre, le vendite al dettaglio sono aumentate di +0.9% m/m, battendo le attese di +0.2% e in controtendenza rispetto al mese precedente, nel quale si era registrato un -0.2% m/m, rivisto al rialzo da -0.7%.

I dati che possono dare informazioni sul quarto trimestre ancora non noto sono quelli sul tasso di disoccupazione di ottobre, rimasto stabile all'11.1%, e quelli sulla fiducia di produttori e consumatori di novembre. La prima è rimasta pressoché stabile nel settore manifatturiero (a 110.8 da 110.9 di ottobre; quest'ultimo rivisto al ribasso da 111) e in progresso nel settore dei servizi (a 108.2 da 107.7 di ottobre; quest'ultimo rivisto al rialzo da 107.6). Si tratta di livelli massimi degli ultimi 11 anni. La fiducia dei consumatori invece ha registrato un momento di pausa nella sua corsa verso l'alto, con un calo dell'indice a 114.3 da 116 di ottobre, ma risulta fisiologico se si guarda ai dati dei mesi precedenti: 115.6 a settembre e 111.2 ad agosto.

L'inflazione rimane ancora assente dal quadro macroeconomico italiano, con un HCPI a novembre stabile in termini di variazione tendenziale globale a +1.1% a/a e addirittura in ridimensionamento per l'indice *core* a +0.4% a/a da +0.5% di ottobre (rivisto da +0.6%).

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

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

## Italia

## GLI SCENARI

## A (30%)

**USA:** la riforma fiscale viene approvata entro dicembre di quest'anno, con un effetto molto espansivo. Questo fatto, unito a un tasso di disoccupazione al pieno impiego e a una crescita del PIL intorno a +3-3.5%, fa emergere seri rischi inflazionistici da salari e da materie prime. 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 (anticipati rispetto allo scenario C). Nel medio periodo, il dollaro ritorna verso 1.15 rispetto all'euro 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 comporta 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 2.2% con uno *spread* di 165 punti base rispetto al *Bund*.

## B (10%)

**USA:** la riforma fiscale non viene approvata entro dicembre del 2017 ed è rinviata di molto rispetto alle attese. La delusione e il rinvio dell'effetto espansivo implicano una debolezza del ciclo economico con una crescita del PIL intorno al 2-2.5%.

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 resta debole, intorno a 1.19, 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 data di fine del *Quantitative Easing*, 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 mantenerli limitati, sotto il 2%. Lo *spread* BTP/*Bund* si porta verso i 150 punti base.

## C (60%)

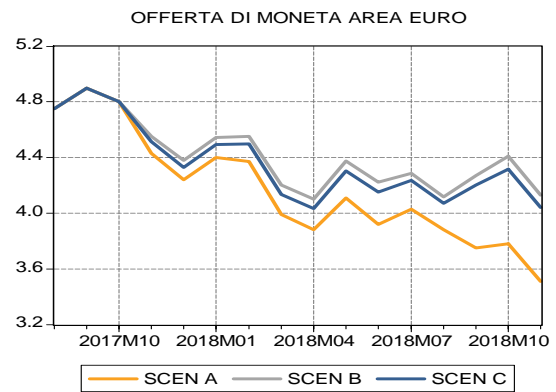
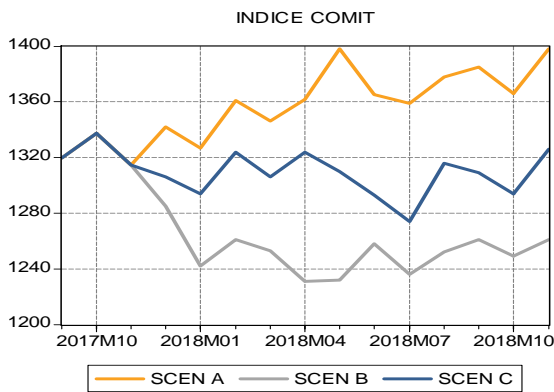
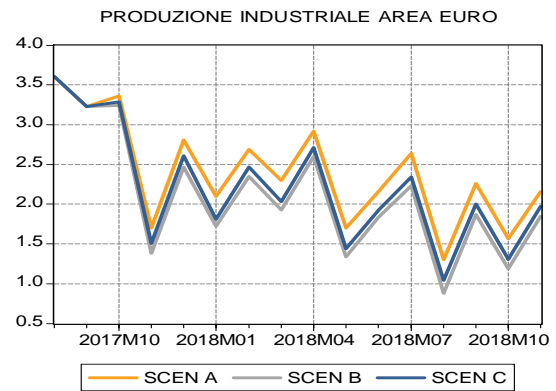
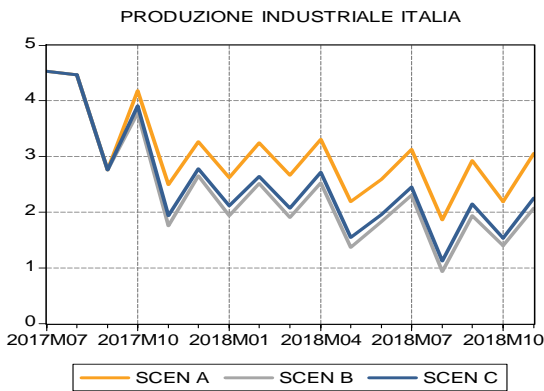
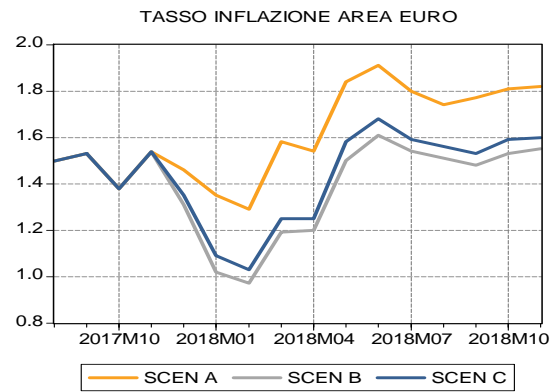
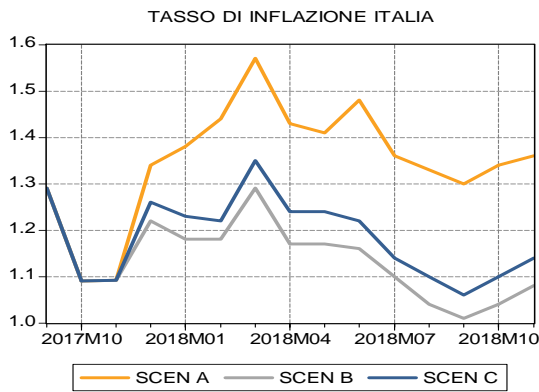
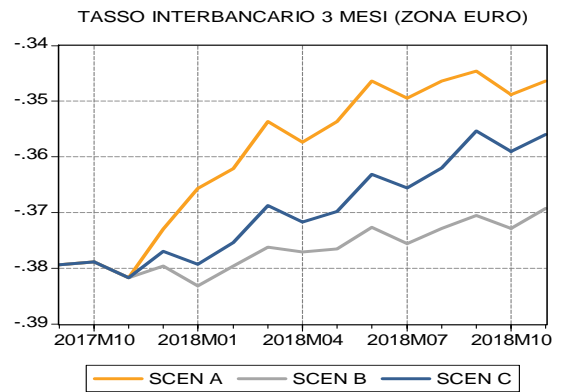
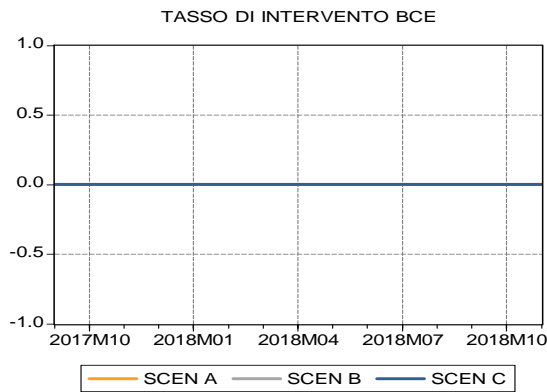
**USA:** la riforma fiscale viene approvata entro dicembre di quest'anno. Questo fatto, unito a un tasso di disoccupazione al pieno impiego e a una crescita del PIL a +2.5-3%, fa emergere rischi inflazionistici da salari. La Fed aumenta i tassi di riferimento di 25 punti base a dicembre di quest'anno e altre tre volte, di pari entità, nel 2018, a marzo, giugno e settembre. Nel medio periodo, il dollaro si porta verso 1.16 nei confronti dell'euro e i rendimenti del decennale americano verso il 2.6%.

**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 data di fine del *Quantitative Easing*, 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 mantenerli limitati, portandoli verso il 2%. Lo *spread* BTP/*Bund* si porta verso i 155 punti base.

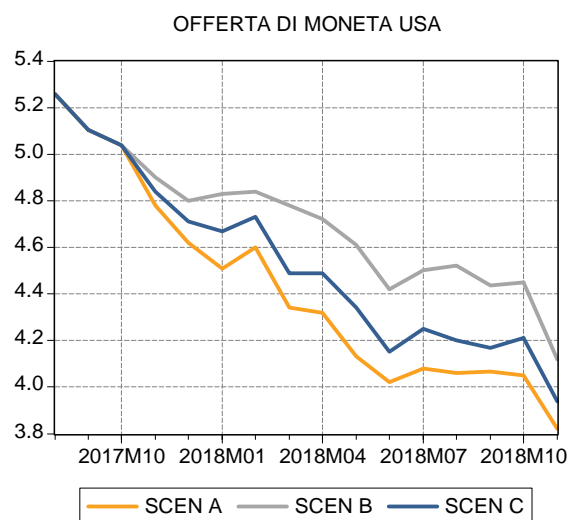
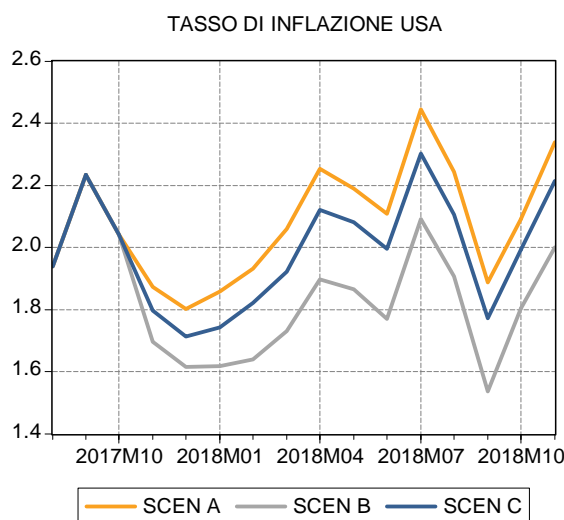
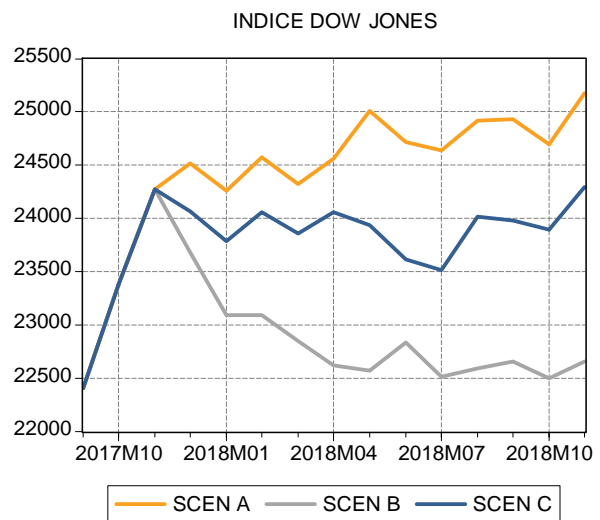
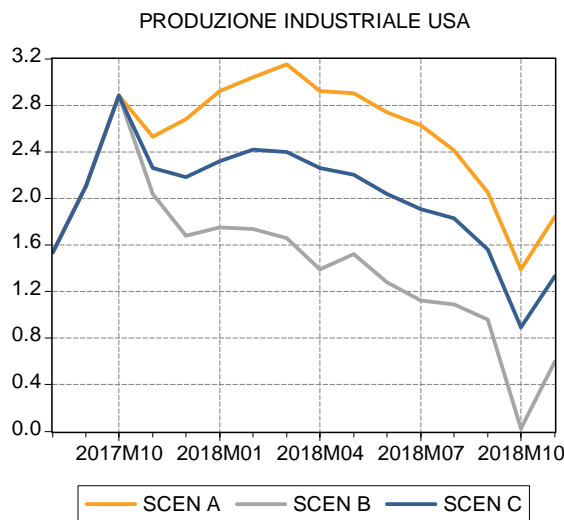
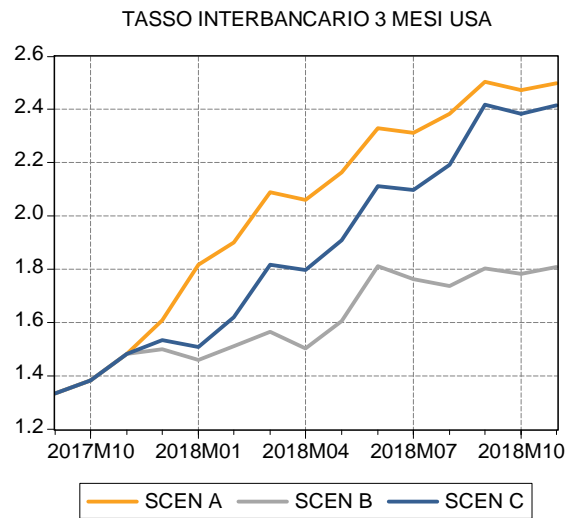
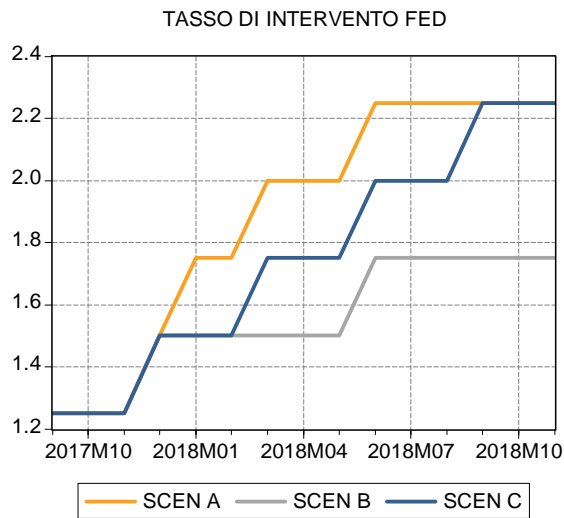
## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

### 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 novembre: -0.4% per la scadenza a 1 e 3 mesi e -0.3% a sei mesi. **Una crescita economica solida e l'inflazione sotto il target potrebbero consentire alla BCE, con una buona gestione del linguaggio di comunicazione, di mantenere aperta la data di fine del QE (Scen. C e B) mentre, se le dinamiche dovessero accelerare, si potrebbe profilare la non estensione del QE oltre settembre 2018 (Scen. A). I saggi interbancari sono visti comunque stabili sui livelli attuali in tutti e tre gli scenari.**

L'euforia che sta caratterizzando i mercati azionari ha investito anche quelli obbligazionari, complici il buon andamento della crescita globale in assenza di tensioni inflazionistiche e l'abbondante liquidità in circolazione. **In Area Euro, e in particolare per i Paesi periferici, ha giovato anche l'atteggiamento molto meno restrittivo del previsto della BCE, emerso alla riunione di ottobre.** In Italia, dopo il calo notevole registrato in ottobre, vi è stato in novembre un nuovo ridimensionamento di quasi 10 punti base per tutte le scadenze (+1.86% da +1.92% il decennale, +1.22% da +1.30% il 7 anni, +0.59% da +0.69% il 5 anni e +0.02% da +0.1% 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, con una buona gestione del linguaggio di comunicazione, mantenere aperta la data di fine del QE. 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 (+0.29%, +0.92%, +1.52% e +2.15% rispettivamente il 3, 5, 7, e 10 anni a novembre 2018).** Anche nello scenario A s'ipotizza negli USA l'approvazione della riforma fiscale entro fine 2017 ma con una crescita e un'inflazione 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 (+0.44% il 3 anni, +1.02% il 5 anni, +1.62% il 7 anni e +2.25% il 10 anni alla fine del periodo di previsione). Se l'evoluzione in Area Euro fosse la medesima ipotizzata nello scenario C, ma negli USA la riforma fiscale non fosse approvata entro fine anno e rinviata di molto rispetto alle attese, la Fed potrebbe decidere di fare il rialzo a dicembre e poi di attendere giugno per intervenire nuovamente (scenario B). In tal caso i rendimenti italiani rimarrebbero più contenuti (+0.15% il 3 anni, +0.73% il 5 anni, +1.35% il 7 anni e +1.97% il 10 anni a novembre 2018).

In settembre 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 settembre è proseguita la crescita sia dei prestiti totali, in ridimensionamento a +0.6% dal precedente +1%, sia dei depositi, in rafforzamento a +3.8% da +2.8%. **In base ai risultati delle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica degli impieghi (+0.9% a/a in C, +1.4% in A e +0.7% in B, a novembre 2018) e dei depositi totali (+5%, +5.5% e +4.7% rispettivamente) dovrebbe rimanere sostenuta per l'intero periodo di previsione.**

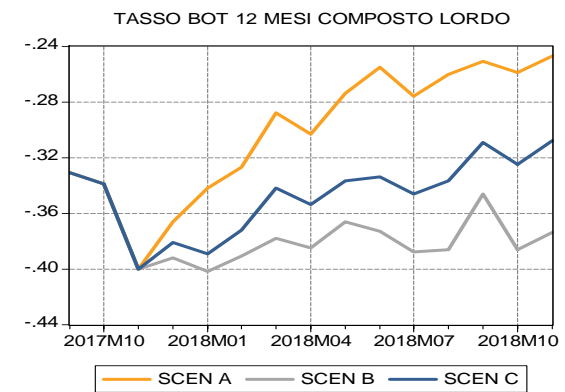
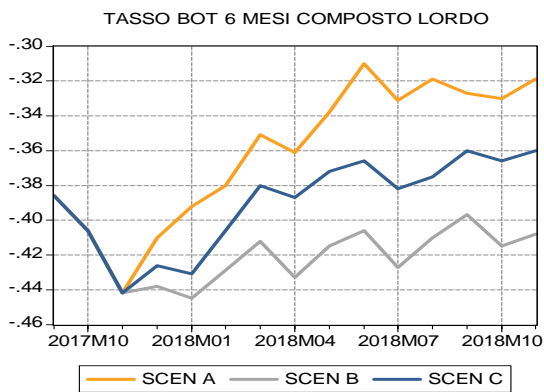
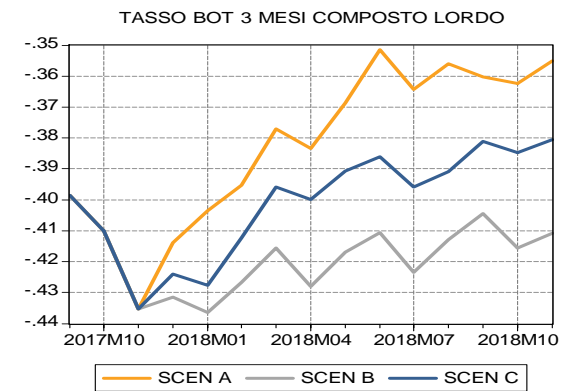
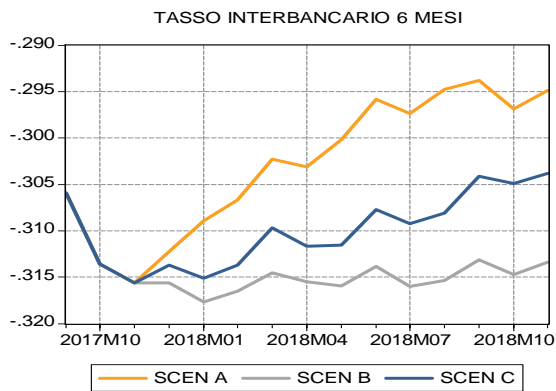
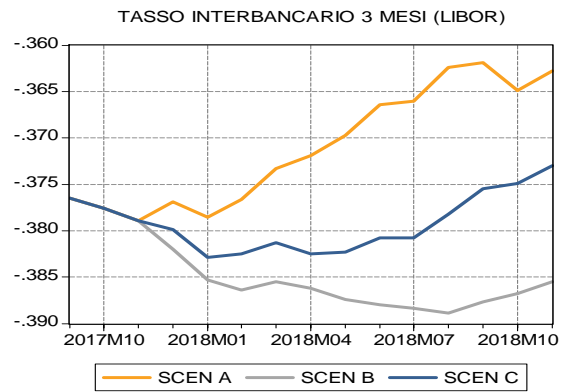
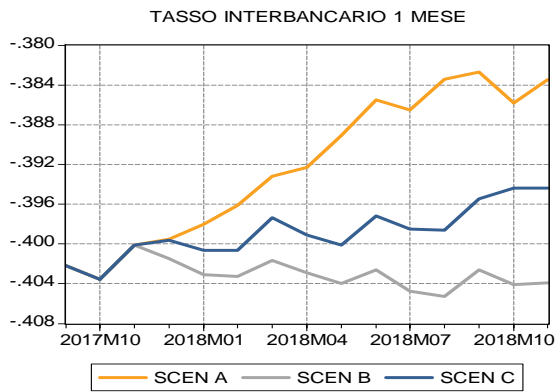
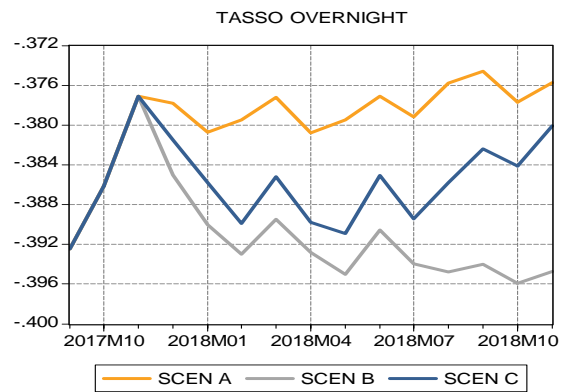
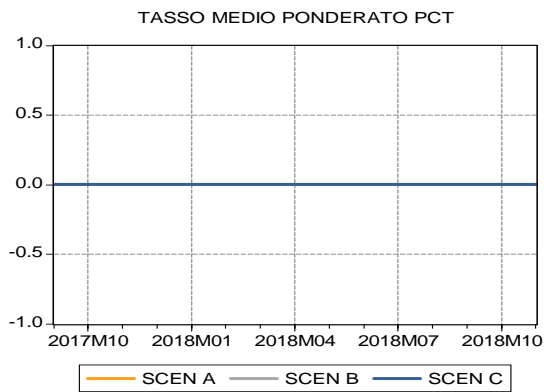
### TASSI INTERBANCARI

### STRUTTURA A TERMINE

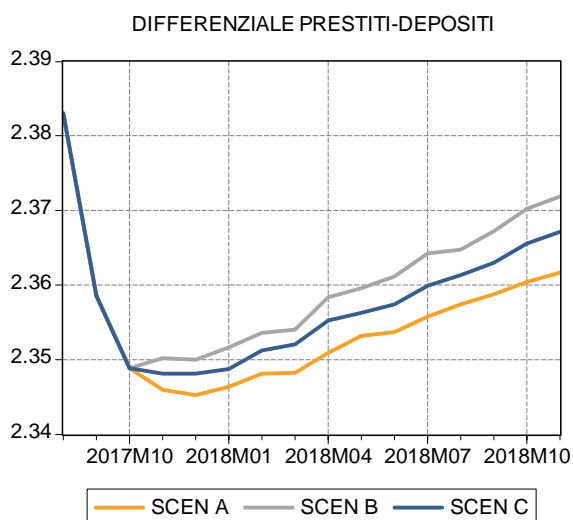
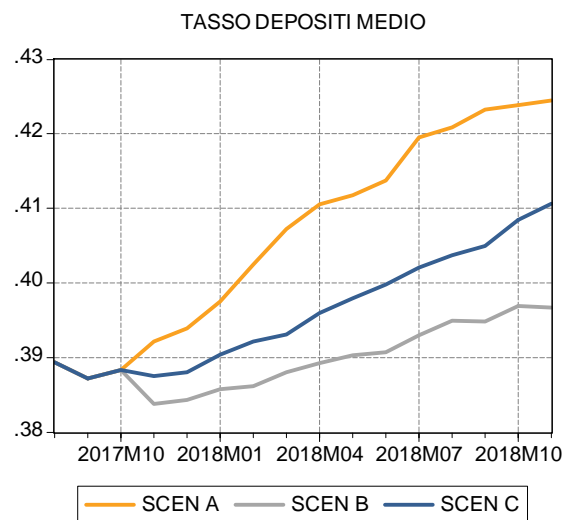
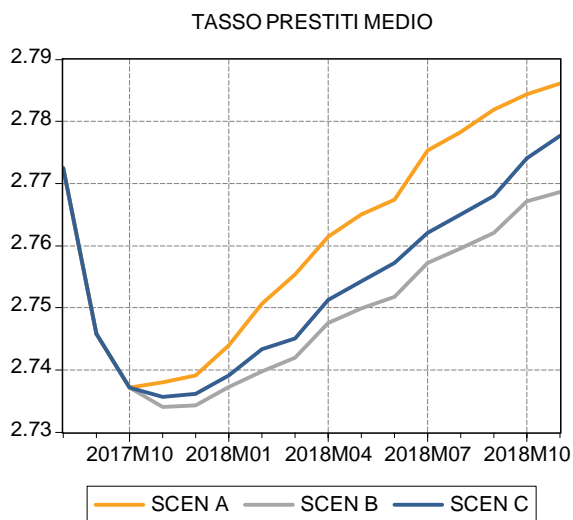
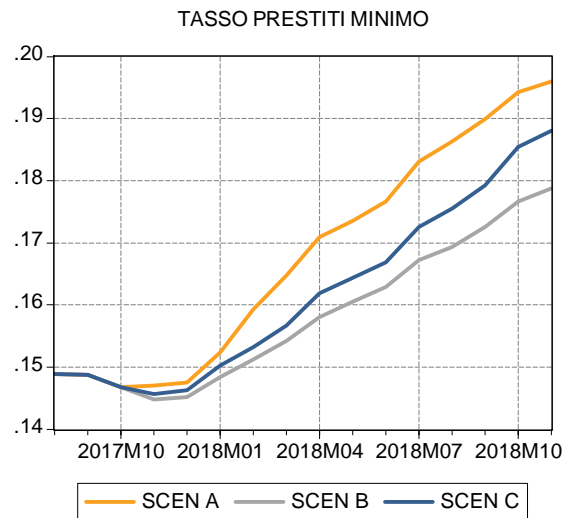
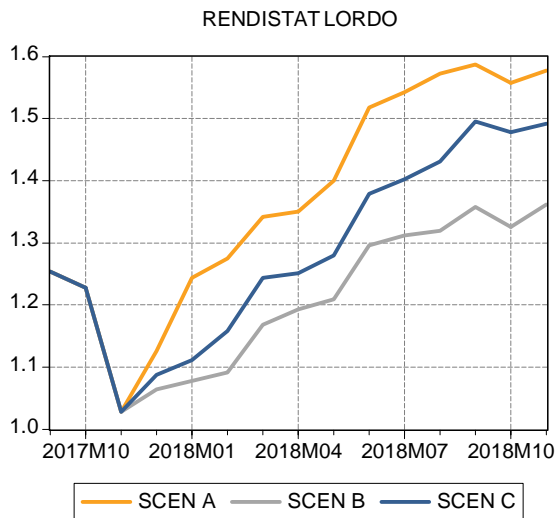
### TASSI BANCARI

### VOLUMI

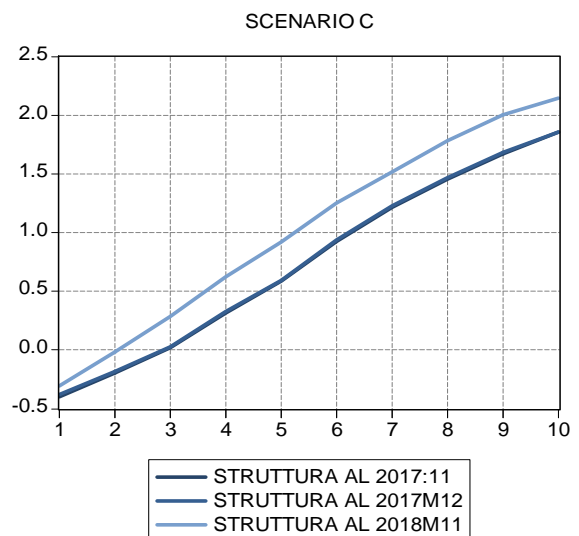
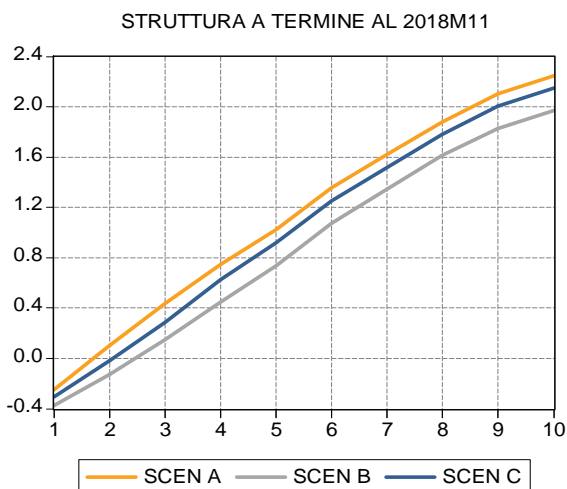
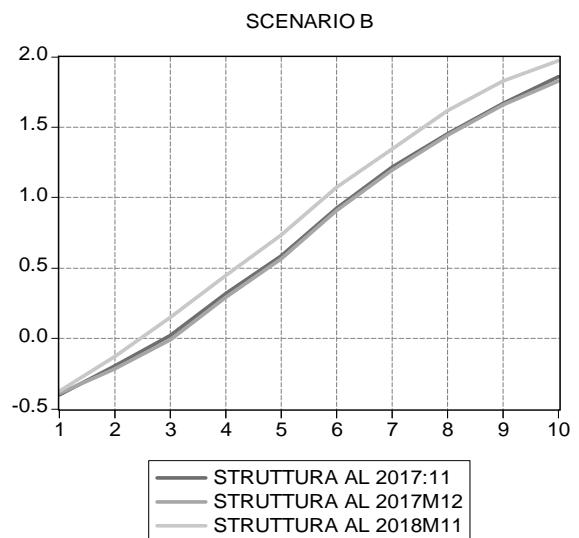
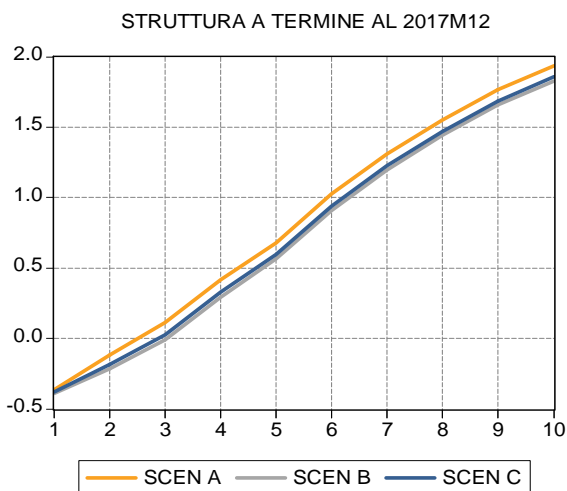
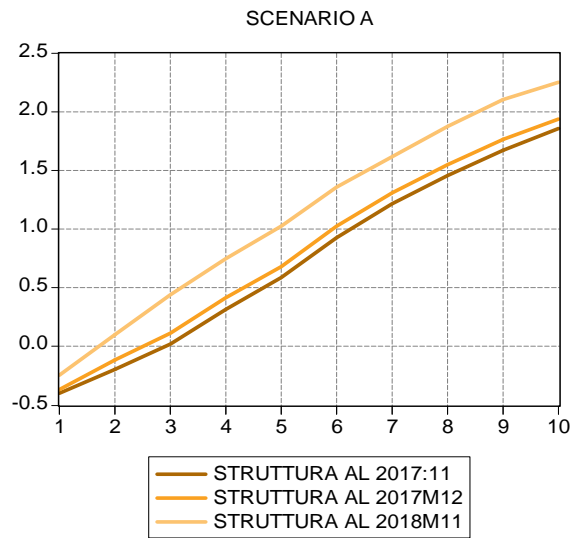
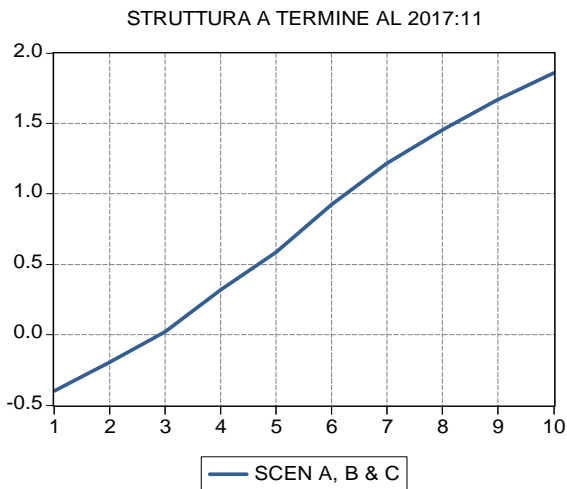
## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE  
TASSI - Dati mensili

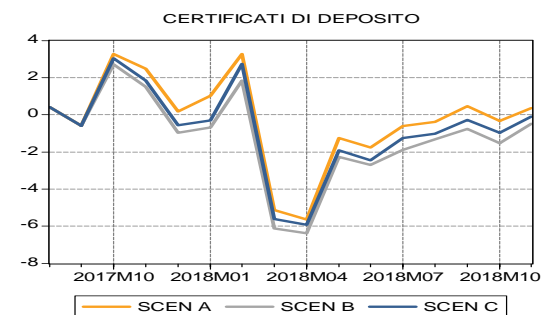
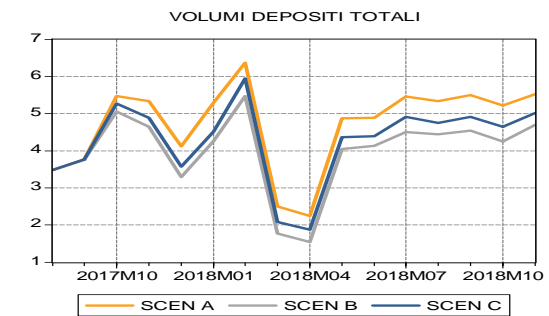
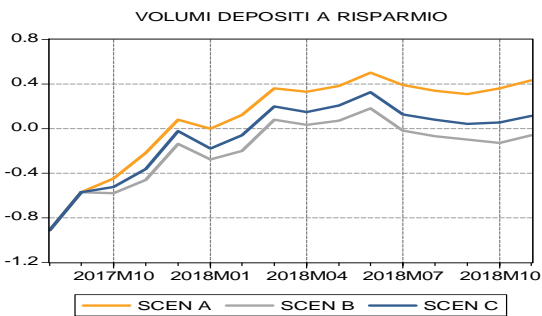
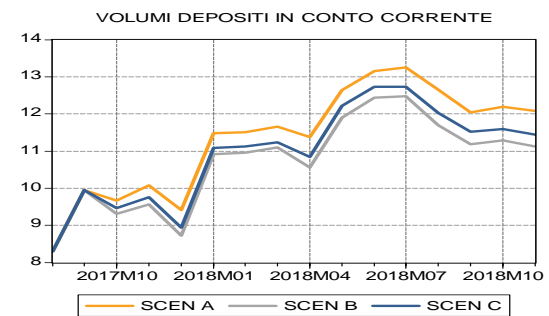
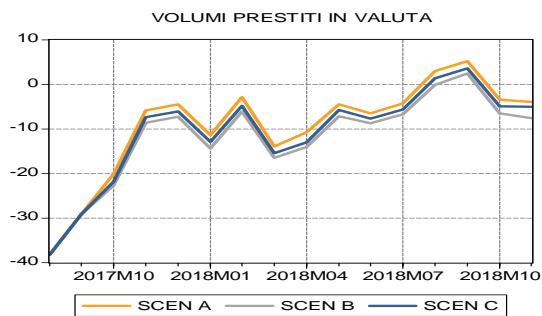
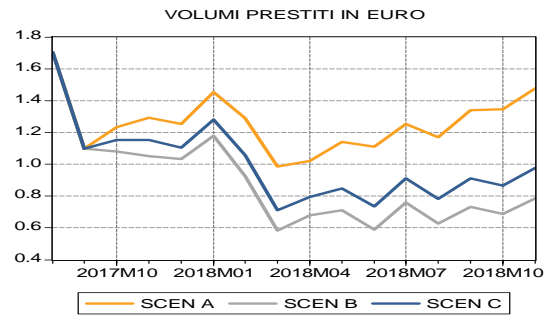
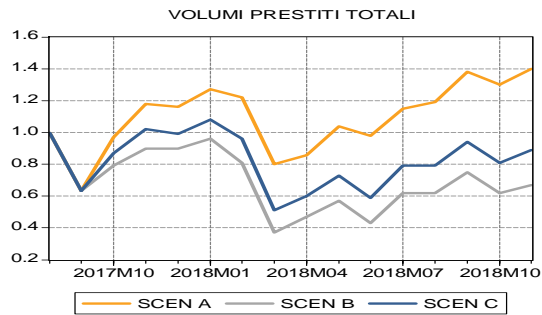
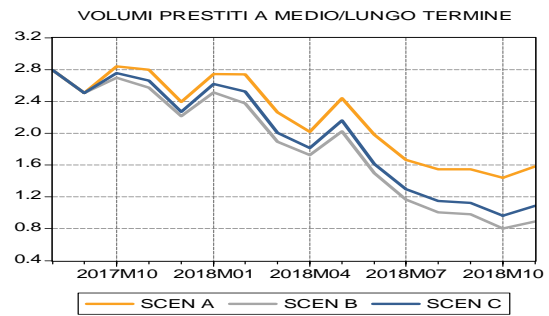
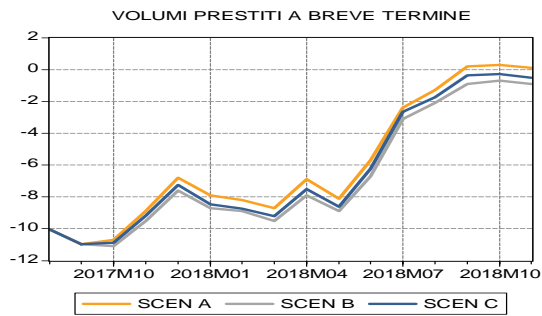


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE  
STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili





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



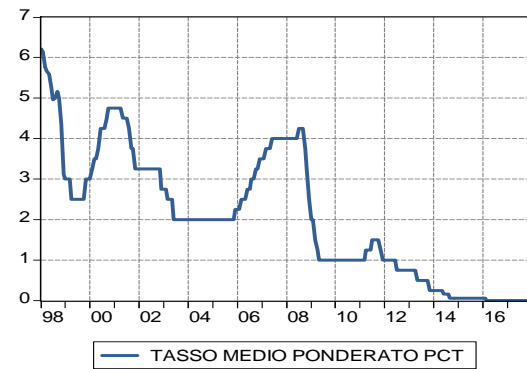
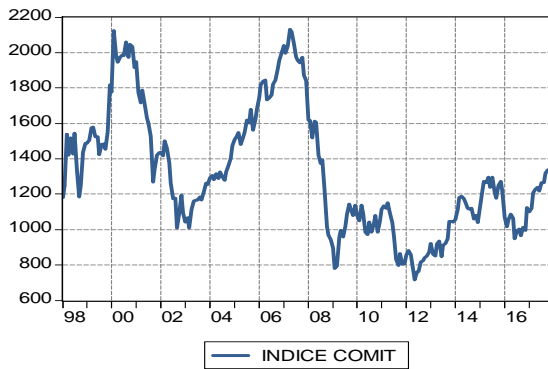
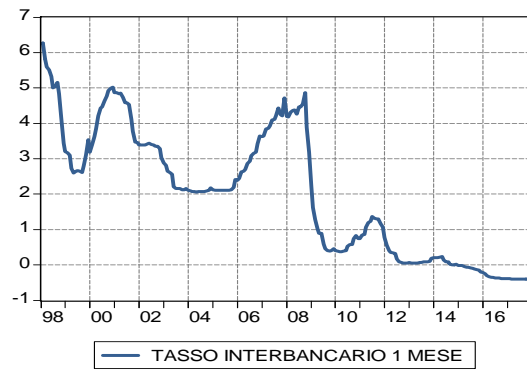
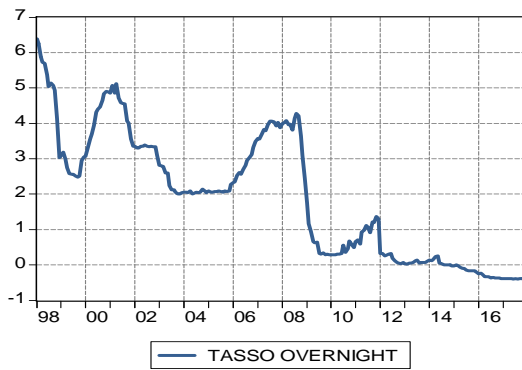
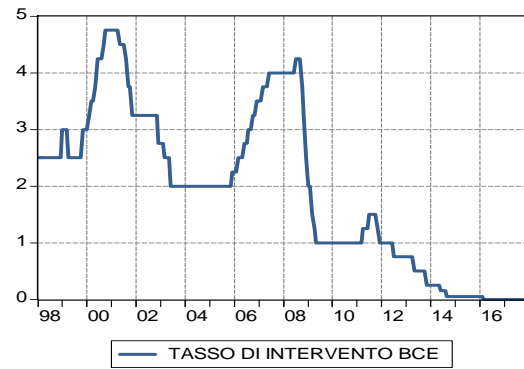
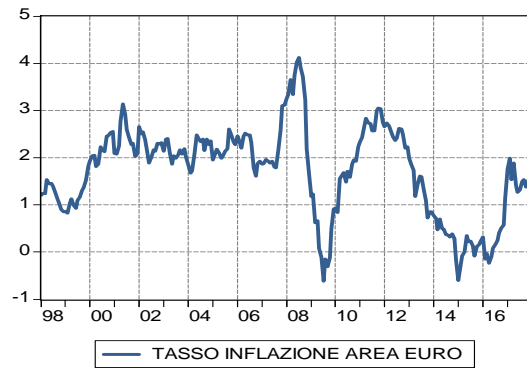
SCENARIO A	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1237	1219	1264	1267	1319	1338	1314	1342	1327	1361	1346	1362	1398	1365	1359	1378	1385	1366	1398
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.1	5.2	4.5	4.5	2.8	4.2	2.5	3.3	2.6	3.2	2.7	3.3	2.2	2.6	3.1	1.9	2.9	2.2	3.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.6	1.2	1.2	1.4	1.3	1.1	1.1	1.3	1.4	1.4	1.6	1.4	1.4	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4
<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	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.38	-0.38
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	-0.39	-0.38	-0.38	-0.39	-0.38
T. Interb. 3m lett.	-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	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36
T. Interb. 6m lett.	-0.27	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29	-0.30	-0.29
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42
T. Prestiti medio	2.78	2.80	2.78	2.77	2.75	2.74	2.74	2.74	2.74	2.75	2.76	2.76	2.77	2.77	2.78	2.78	2.78	2.78	2.79
T.prest. medio - T.dep. medio	2.39	2.40	2.38	2.38	2.36	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.40	-0.41	-0.44	-0.41	-0.40	-0.40	-0.38	-0.38	-0.37	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36
T. BOT comp. lordo 6m	-0.36	-0.38	-0.37	-0.36	-0.39	-0.41	-0.44	-0.41	-0.39	-0.38	-0.35	-0.36	-0.34	-0.31	-0.33	-0.32	-0.33	-0.33	-0.32
T. BOT comp. lordo 12m	-0.31	-0.36	-0.36	-0.34	-0.33	-0.34	-0.40	-0.37	-0.34	-0.33	-0.29	-0.30	-0.27	-0.26	-0.28	-0.26	-0.25	-0.26	-0.25
Rendistat lordo	1.33	1.25	1.34	1.27	1.25	1.23	1.03	1.13	1.24	1.27	1.34	1.35	1.40	1.52	1.54	1.57	1.59	1.56	1.58
Rendistat netto	1.16	1.09	1.17	1.11	1.10	1.07	0.90	0.99	1.09	1.12	1.17	1.18	1.23	1.33	1.35	1.38	1.39	1.36	1.38
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	0.28	0.26	0.22	0.19	0.20	0.10	0.02	0.11	0.14	0.15	0.21	0.18	0.27	0.40	0.38	0.40	0.41	0.38	0.44
Rend. BTP a 5 anni	0.97	0.95	0.90	0.86	0.88	0.69	0.59	0.68	0.71	0.72	0.78	0.76	0.85	0.99	0.97	1.01	0.99	0.98	1.02
Rend. BTP a 7 anni	1.64	1.63	1.55	1.53	1.57	1.30	1.22	1.31	1.33	1.34	1.40	1.37	1.46	1.60	1.57	1.61	1.59	1.58	1.62
Rend. BTP a 10 anni	2.26	2.23	2.18	2.14	2.23	1.92	1.86	1.94	1.96	1.96	2.02	2.00	2.09	2.22	2.19	2.23	2.22	2.21	2.25
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2360.830	2386.871	2348.502	2344.704	2349.662	2350.722	2351.613	2369.285	2343.991	2331.278	2395.58	2403.92	2385.38	2410.26	2375.51	2372.61	2382.09	2381.28	2384.54
Prestiti in euro	2319.066	2346.092	2305.059	2319.404	2324.310	2327.887	2317.786	2333.941	2315.057	2294.329	2370.236	2373.91	2345.503	2372.13	2333.94	2346.56	2355.43	2359.24	2352.04
Prestiti in valuta	41.764	40.779	43.443	25.299	25.353	22.835	33.827	35.344	28.935	36.949	25.342	30.005	39.879	38.129	41.568	26.041	26.656	22.038	32.493
Prestiti a breve	313.867	310.772	299.331	292.100	288.883	287.362	293.070	292.637	295.116	293.392	289.537	289.029	288.444	293.058	292.147	288.303	289.460	288.224	293.363
Prestiti a m / l	2046.963	2076.100	2049.170	2052.603	2060.780	2063.361	2058.543	2076.648	2048.876	2037.887	2106.041	2114.890	2096.939	2117.205	2083.362	2084.303	2092.627	2093.058	2091.173
Depositi totali	2336.074	2334.866	2330.704	2333.245	2351.624	2385.066	2371.846	2401.720	2402.486	2405.739	2429.029	2442.843	2449.841	2449.041	2457.960	2457.607	2480.963	2509.567	2503.009
Depositi in c / c	993.842	996.725	999.402	1005.412	1026.677	1041.618	1045.400	1080.823	1071.762	1077.067	1093.794	1118.292	1119.464	1127.794	1131.823	1132.597	1150.288	1168.591	1171.684
Depositi a risparmio	295.680	294.928	295.909	297.201	297.378	296.763	296.669	298.158	298.773	298.641	298.104	297.311	296.804	296.402	297.063	298.212	298.299	297.831	297.945
Certif. deposito	1046.552	1043.213	1035.393	1030.632	1027.570	1046.686	1029.777	1022.739	1031.951	1030.030	1037.132	1027.240	1033.574	1024.844	1029.074	1026.799	1032.375	1043.145	1033.380
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																			
Prestiti totali	1.45	1.92	1.28	1.00	0.63	0.97	1.18	1.16	1.27	1.22	0.80	0.86	1.04	0.98	1.15	1.19	1.38	1.30	1.40
Prestiti in euro	0.85	1.69	1.28	1.70	1.10	1.23	1.29	1.25	1.45	1.29	0.98	1.02	1.14	1.11	1.25	1.17	1.34	1.35	1.48
Prestiti in valuta	51.93	17.43	1.17	-38.26	-29.22	-20.11	-5.89	-4.57	-11.44	-2.94	-13.95	-10.76	-4.51	-6.50	-4.32	2.93	5.14	-3.49	-3.94
Prestiti a breve	-5.32	-7.53	-8.71	-10.04	-10.98	-10.70	-8.90	-6.80	-7.90	-8.20	-8.70	-6.90	-8.10	-5.70	-2.40	-1.30	0.20	0.30	0.10
Prestiti a m / l	2.58	3.51	2.92	2.79	2.51	2.84	2.80	2.39	2.74	2.74	2.26	2.02	2.44	1.98	1.67	1.54	1.55	1.44	1.59
Depositi totali	4.28	2.64	2.91	3.48	3.76	5.47	5.33	4.12	5.30	6.37	2.50	2.25	4.87	4.89	5.46	5.33	5.50	5.22	5.53
Depositi in c / c	8.60	8.68	6.67	8.29	9.95	9.67	10.08	9.41	11.48	11.50	11.66	11.38	12.64	13.15	13.25	12.65	12.04	12.19	12.08
Depositi a risparmio	-1.98	-1.84	-1.36	-0.91	-0.57	-0.45	-0.22	0.08	0.00	0.12	0.36	0.33	0.38	0.50	0.39	0.34	0.31	0.36	0.43
Certif. deposito	2.25	-1.32	0.73	0.41	-0.59	3.28	2.48	0.18	1.03	3.27	-5.13	-5.65	-1.24	-1.76	-0.61	-0.37	0.47	-0.34	0.35

SCENARIO B	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	18 11	
<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	0.00
Indice COMIT (livello)	1237	1219	1264	1267	1319	1338	1314	1285	1242	1261	1253	1231	1232	1258	1236	1252	1261	1249	1261	1261
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.1	5.2	4.5	4.5	2.8	3.8	1.8	2.7	1.9	2.5	1.9	2.5	1.4	1.8	2.3	0.9	1.9	1.4	2.1	2.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.6	1.2	1.2	1.4	1.3	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	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	0.00
T. Overnight media d/l	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40
T. Interb. 3m lett.	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39
T. Interb. 6m lett.	-0.27	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.31	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.39	0.39	0.39	0.39	0.38	0.38	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40
T. Prestiti medio	2.78	2.80	2.78	2.77	2.75	2.74	2.73	2.73	2.74	2.74	2.74	2.75	2.75	2.75	2.76	2.76	2.76	2.77	2.77	2.77
T.prest. medio - T.dep. medio	2.39	2.40	2.38	2.38	2.36	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.37	2.37	2.37	2.37
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.40	-0.41	-0.44	-0.43	-0.44	-0.43	-0.42	-0.43	-0.42	-0.41	-0.42	-0.41	-0.40	-0.42	-0.41	-0.41
T. BOT comp. lordo 6m	-0.36	-0.38	-0.37	-0.36	-0.39	-0.41	-0.44	-0.44	-0.45	-0.43	-0.41	-0.43	-0.42	-0.41	-0.43	-0.41	-0.40	-0.42	-0.41	-0.41
T. BOT comp. lordo 12m	-0.31	-0.36	-0.36	-0.34	-0.33	-0.34	-0.40	-0.39	-0.40	-0.39	-0.38	-0.39	-0.37	-0.37	-0.39	-0.39	-0.35	-0.39	-0.37	-0.37
Rendistat lordo	1.33	1.25	1.34	1.27	1.25	1.23	1.03	1.06	1.08	1.09	1.17	1.19	1.21	1.30	1.31	1.32	1.36	1.33	1.36	1.36
Rendistat netto	1.16	1.09	1.17	1.11	1.10	1.07	0.90	0.93	0.94	0.95	1.02	1.04	1.06	1.13	1.15	1.15	1.19	1.16	1.19	1.19
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	0.28	0.26	0.22	0.19	0.20	0.10	0.02	-0.01	-0.06	-0.08	0.05	-0.01	0.03	0.15	0.09	0.14	0.16	0.09	0.15	0.15
Rend. BTP a 5 anni	0.97	0.95	0.90	0.86	0.88	0.69	0.59	0.56	0.52	0.50	0.62	0.57	0.62	0.73	0.69	0.73	0.74	0.68	0.73	0.73
Rend. BTP a 7 anni	1.64	1.63	1.55	1.53	1.57	1.30	1.22	1.20	1.15	1.13	1.25	1.20	1.24	1.35	1.31	1.34	1.36	1.30	1.35	1.35
Rend. BTP a 10 anni	2.26	2.23	2.18	2.14	2.23	1.92	1.86	1.83	1.78	1.76	1.87	1.82	1.87	1.97	1.93	1.96	1.98	1.93	1.97	1.97
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2360.830	2386.871	2348.502	2344.704	2349.662	2346.532	2345.106	2363.195	2336.816	2321.835	2385.36	2394.72	2374.29	2397.13	2363.06	2359.24	2367.28	2361.08	2360.82	2360.82
Prestiti in euro	2319.066	2346.092	2305.059	2319.404	2324.310	2324.438	2312.271	2328.870	2308.850	2286.107	2360.777	2365.83	2335.531	2359.93	2322.53	2333.97	2341.32	2340.43	2330.47	2330.47
Prestiti in valuta	41.764	40.779	43.443	25.299	25.353	22.094	32.834	34.326	27.966	35.728	24.581	28.892	38.755	37.201	40.531	25.271	25.961	20.650	30.349	30.349
Prestiti a breve	313.867	310.772	299.331	292.100	288.883	286.074	291.140	290.125	292.552	291.155	287.000	285.924	285.933	289.950	290.052	285.966	286.283	284.072	288.519	288.519
Prestiti a m / l	2046.963	2076.100	2049.170	2052.603	2060.780	2060.457	2053.966	2073.070	2044.264	2030.681	2098.358	2108.798	2088.354	2107.185	2073.010	2073.275	2081.002	2077.008	2072.298	2072.298
Depositi totali	2336.074	2334.866	2330.704	2333.245	2351.624	2375.569	2356.533	2382.574	2378.758	2385.384	2411.730	2425.880	2430.685	2431.296	2435.819	2436.841	2458.388	2476.530	2467.055	2467.055
Depositi in c / c	993.842	996.725	999.402	1005.412	1026.677	1038.199	1040.557	1074.006	1066.378	1071.851	1088.210	1110.059	1112.110	1120.718	1124.128	1122.945	1141.562	1155.411	1156.267	1156.267
Depositi a risparmio	295.680	294.928	295.909	297.201	297.378	296.375	295.955	297.503	297.936	297.687	297.272	296.422	295.887	295.459	295.850	296.993	297.080	295.990	295.778	295.778
Certif. deposito	1046.552	1043.213	1035.393	1030.632	1027.570	1040.995	1020.021	1011.065	1014.443	1015.846	1026.247	1019.399	1022.689	1015.119	1015.841	1016.903	1019.746	1025.129	1015.010	1015.010
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	1.45	1.92	1.28	1.00	0.63	0.79	0.90	0.90	0.96	0.81	0.37	0.47	0.57	0.43	0.62	0.62	0.75	0.62	0.67	0.67
Prestiti in euro	0.85	1.69	1.28	1.70	1.10	1.08	1.05	1.03	1.18	0.93	0.58	0.68	0.71	0.59	0.76	0.63	0.73	0.69	0.79	0.79
Prestiti in valuta	51.93	17.43	1.17	-38.26	-29.22	-22.70	-8.65	-7.32	-14.41	-6.15	-16.53	-14.07	-7.20	-8.78	-6.70	-0.11	2.40	-6.53	-7.57	-7.57
Prestiti a breve	-5.32	-7.53	-8.71	-10.04	-10.98	-11.10	-9.50	-7.60	-8.70	-8.90	-9.50	-7.90	-8.90	-6.70	-3.10	-2.10	-0.90	-0.70	-0.90	-0.90
Prestiti a m / l	2.58	3.51	2.92	2.79	2.51	2.70	2.57	2.22	2.51	2.37	1.89	1.72	2.02	1.50	1.16	1.01	0.98	0.80	0.89	0.89
Depositi totali	4.28	2.64	2.91	3.48	3.76	5.05	4.65	3.29	4.26	5.47	1.77	1.54	4.05	4.13	4.51	4.44	4.54	4.25	4.69	4.69
Depositi in c / c	8.60	8.68	6.67	8.29	9.95	9.31	9.57	8.72	10.92	10.96	11.09	10.56	11.90	12.44	12.48	11.69	11.19	11.29	11.12	11.12
Depositi a risparmio	-1.98	-1.84	-1.36	-0.91	-0.57	-0.58	-0.46	-0.14	-0.28	-0.20	0.08	0.03	0.07	0.18	-0.02	-0.07	-0.10	-0.13	-0.06	-0.06
Certif. deposito	2.25	-1.32	0.73	0.41	-0.59	2.71	1.51	-0.96	-0.68	1.85	-6.12	-6.37	-2.28	-2.69	-1.89	-1.33	-0.76	-1.52	-0.49	-0.49

SCENARIO C	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	18 11	
<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	0.00
Indice COMIT (livello)	1237	1219	1264	1267	1319	1338	1314	1306	1294	1324	1306	1324	1310	1293	1274	1316	1309	1294	1326	1326
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.1	5.2	4.5	4.5	2.8	3.9	1.9	2.8	2.1	2.6	2.1	2.7	1.6	2.0	2.5	1.1	2.2	1.5	2.3	2.3
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.6	1.2	1.2	1.4	1.3	1.1	1.1	1.3	1.2	1.2	1.4	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	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	0.00
T. Overnight media d/l	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39
T. Interb. 3m lett.	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37
T. Interb. 6m lett.	-0.27	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.39	0.39	0.39	0.39	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	2.78	2.80	2.78	2.77	2.75	2.74	2.74	2.74	2.74	2.74	2.75	2.75	2.75	2.76	2.76	2.77	2.77	2.77	2.78	2.78
T.prest. medio - T.dep. medio	2.39	2.40	2.38	2.38	2.36	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.37	2.37
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.40	-0.41	-0.44	-0.42	-0.43	-0.41	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. BOT comp. lordo 6m	-0.36	-0.38	-0.37	-0.36	-0.39	-0.41	-0.44	-0.43	-0.43	-0.41	-0.38	-0.39	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.36	-0.37	-0.36	-0.36
T. BOT comp. lordo 12m	-0.31	-0.36	-0.36	-0.34	-0.33	-0.34	-0.40	-0.38	-0.39	-0.37	-0.34	-0.35	-0.34	-0.33	-0.35	-0.34	-0.31	-0.33	-0.31	-0.31
Rendistat lordo	1.33	1.25	1.34	1.27	1.25	1.23	1.03	1.09	1.11	1.16	1.24	1.25	1.28	1.38	1.40	1.43	1.50	1.48	1.49	1.49
Rendistat netto	1.16	1.09	1.17	1.11	1.10	1.07	0.90	0.95	0.97	1.01	1.09	1.10	1.12	1.21	1.23	1.25	1.31	1.29	1.31	1.31
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	0.28	0.26	0.22	0.19	0.20	0.10	0.02	0.03	-0.02	0.02	0.09	0.06	0.10	0.23	0.18	0.23	0.30	0.24	0.29	0.29
Rend. BTP a 5 anni	0.97	0.95	0.90	0.86	0.88	0.69	0.59	0.59	0.55	0.61	0.68	0.65	0.68	0.82	0.79	0.85	0.91	0.87	0.92	0.92
Rend. BTP a 7 anni	1.64	1.63	1.55	1.53	1.57	1.30	1.22	1.23	1.18	1.23	1.30	1.27	1.30	1.44	1.40	1.46	1.52	1.48	1.52	1.52
Rend. BTP a 10 anni	2.26	2.23	2.18	2.14	2.23	1.92	1.86	1.86	1.81	1.86	1.93	1.90	1.92	2.06	2.03	2.08	2.14	2.11	2.15	2.15
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2360.830	2386.871	2348.502	2344.704	2349.662	2348.394	2347.895	2365.303	2339.594	2325.290	2388.69	2397.82	2378.06	2400.95	2367.05	2363.23	2371.75	2367.42	2368.79	2368.79
Prestiti in euro	2319.066	2346.092	2305.059	2319.404	2324.310	2326.048	2314.605	2330.529	2311.132	2289.052	2363.805	2368.58	2338.708	2363.34	2326.08	2337.59	2345.48	2346.17	2337.17	2337.17
Prestiti in valuta	41.764	40.779	43.443	25.299	25.353	22.346	33.289	34.774	28.462	36.238	24.881	29.241	39.356	37.618	40.974	25.638	26.265	21.248	31.618	31.618
Prestiti a breve	313.867	310.772	299.331	292.100	288.883	286.761	292.146	291.217	293.250	291.688	287.918	287.141	286.850	291.348	291.345	287.053	287.861	285.922	290.663	290.663
Prestiti a m / l	2046.963	2076.100	2049.170	2052.603	2060.780	2061.633	2055.749	2074.086	2046.343	2033.602	2100.768	2110.680	2091.214	2109.606	2075.710	2076.174	2083.888	2081.494	2078.128	2078.128
Depositi totali	2336.074	2334.866	2330.704	2333.245	2351.624	2380.525	2361.894	2389.231	2384.603	2396.180	2419.104	2433.732	2438.104	2437.249	2445.280	2443.908	2467.065	2490.953	2480.319	2480.319
Depositi in c / c	993.842	996.725	999.402	1005.412	1026.677	1039.645	1042.312	1076.219	1067.946	1073.377	1089.602	1112.821	1115.302	1123.632	1126.598	1126.313	1144.910	1160.115	1161.512	1161.512
Depositi a risparmio	295.680	294.928	295.909	297.201	297.378	296.538	296.248	297.856	298.228	298.101	297.628	296.766	296.293	295.882	296.280	297.431	297.501	296.692	296.576	296.576
Certif. deposito	1046.552	1043.213	1035.393	1030.632	1027.570	1044.342	1023.334	1015.156	1018.430	1024.703	1031.874	1024.145	1026.509	1017.735	1022.402	1020.164	1024.654	1034.146	1022.231	1022.231
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	1.45	1.92	1.28	1.00	0.63	0.87	1.02	0.99	1.08	0.96	0.51	0.60	0.73	0.59	0.79	0.79	0.94	0.81	0.89	0.89
Prestiti in euro	0.85	1.69	1.28	1.70	1.10	1.15	1.15	1.10	1.28	1.06	0.71	0.79	0.85	0.73	0.91	0.78	0.91	0.87	0.97	0.97
Prestiti in valuta	51.93	17.43	1.17	-38.26	-29.22	-21.82	-7.38	-6.11	-12.89	-4.81	-15.51	-13.03	-5.77	-7.75	-5.68	1.34	3.60	-4.91	-5.02	-5.02
Prestiti a breve	-5.32	-7.53	-8.71	-10.04	-10.98	-10.89	-9.19	-7.25	-8.48	-8.73	-9.21	-7.51	-8.61	-6.25	-2.67	-1.73	-0.35	-0.29	-0.51	-0.51
Prestiti a m / l	2.58	3.51	2.92	2.79	2.51	2.76	2.66	2.27	2.62	2.52	2.01	1.81	2.16	1.61	1.30	1.15	1.12	0.96	1.09	1.09
Depositi totali	4.28	2.64	2.91	3.48	3.76	5.27	4.89	3.58	4.52	5.95	2.08	1.87	4.37	4.38	4.92	4.74	4.91	4.64	5.01	5.01
Depositi in c / c	8.60	8.68	6.67	8.29	9.95	9.46	9.75	8.94	11.08	11.12	11.23	10.84	12.22	12.73	12.73	12.03	11.52	11.59	11.44	11.44
Depositi a risparmio	-1.98	-1.84	-1.36	-0.91	-0.57	-0.53	-0.36	-0.02	-0.18	-0.06	0.20	0.15	0.21	0.32	0.13	0.08	0.04	0.05	0.11	0.11
Certif. deposito	2.25	-1.32	0.73	0.41	-0.59	3.04	1.84	-0.56	-0.29	2.74	-5.61	-5.93	-1.92	-2.44	-1.25	-1.02	-0.28	-0.98	-0.11	-0.11

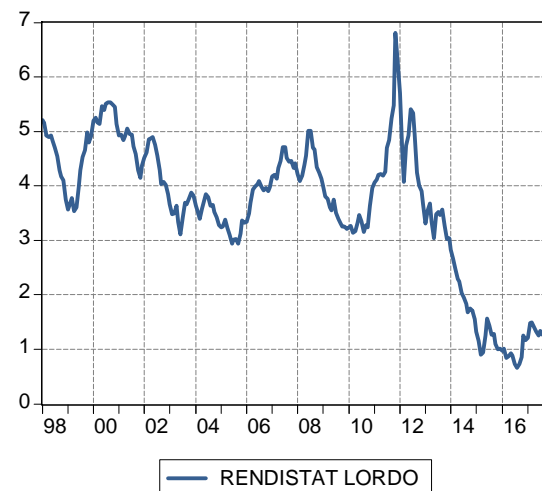
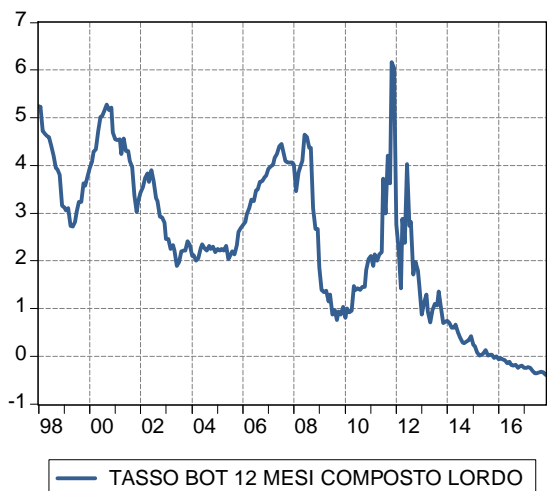
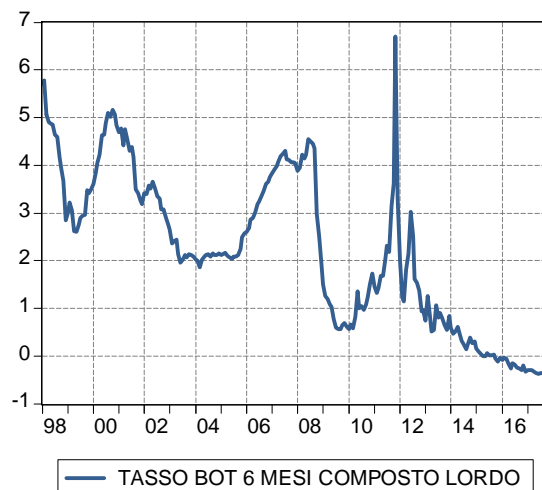
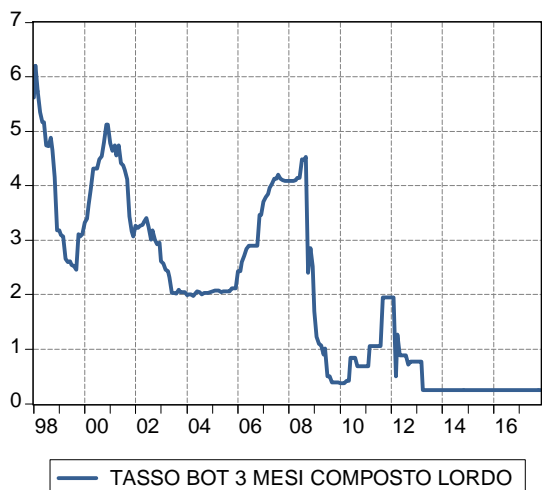
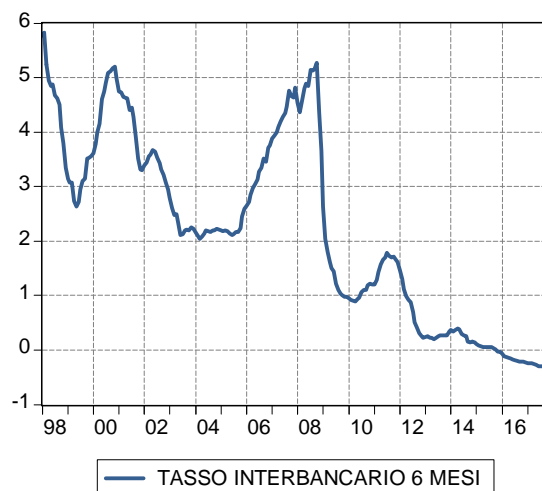
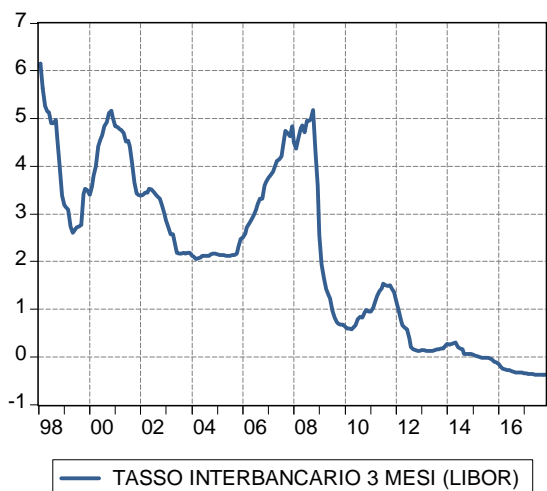
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



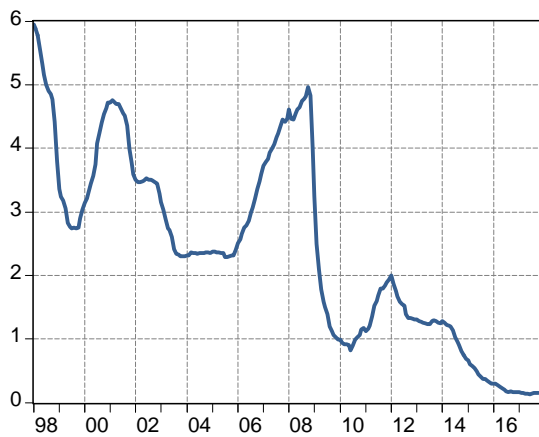
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili

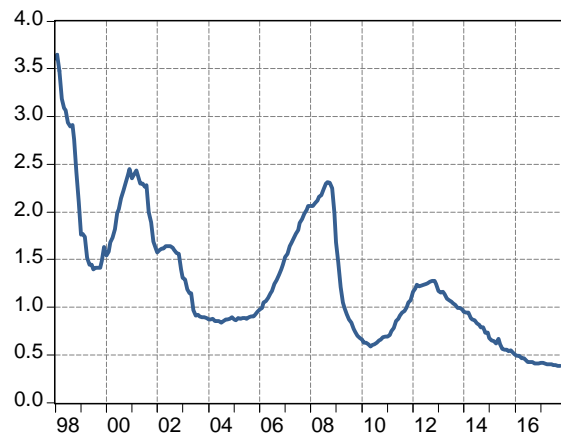


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

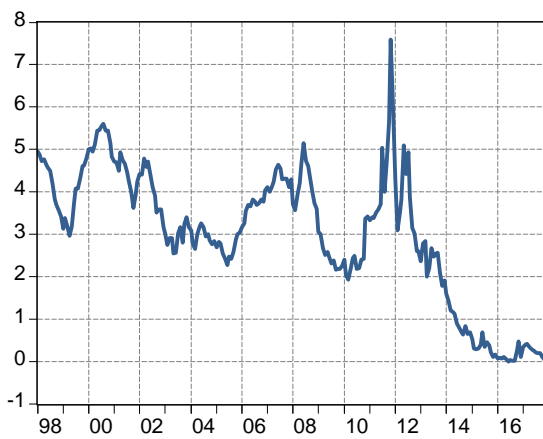
Dati mensili



TASSO PRESTITI MINIMO



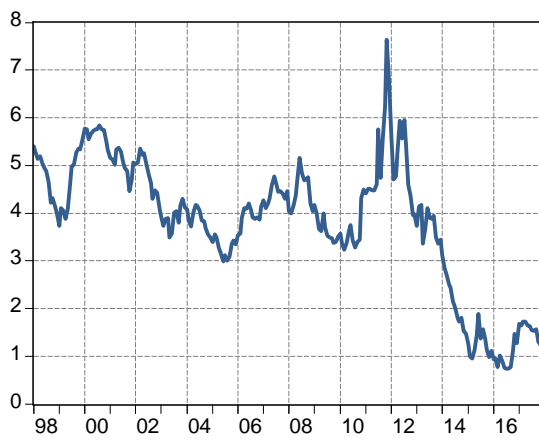
TASSO DEPOSITI MEDIO



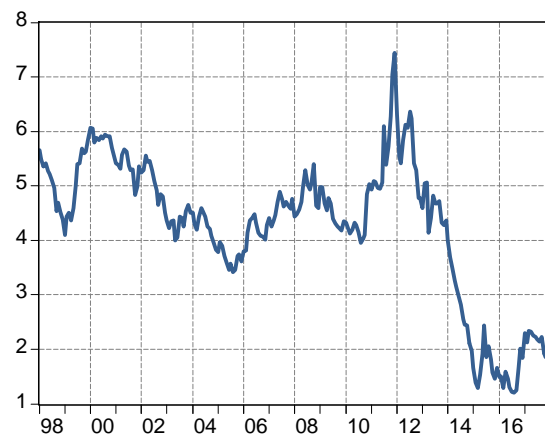
RENDIMENTO A 3 ANNI



RENDIMENTO A 5 ANNI



RENDIMENTO A 7 ANNI



RENDIMENTO A 10 ANNI

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

