

MEFIM

MODELLO
ECONOMETRICO
FINANZIARIO
INTERNAZIONALE
MENSILE

Gennaio 2018

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 dicembre 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

Il petrolio sarà l'osservato speciale del 2018, perché, in base alla dinamica delle quotazioni, potrebbero delinearsi scenari ben diversi. Nel 2017 si è assistito all'intensificarsi della ripresa economica a livello globale, alla quale non ha però fatto seguito un aumento dell'inflazione, grazie anche a un prezzo del greggio contenuto. Quest'ultimo ha aggiustato verso l'alto in modo lento ma continuo, intensificando la dinamica al rialzo negli ultimi tre mesi dell'anno. Lo scenario macroeconomico futuro dipenderà da quanto rapidamente il prezzo del petrolio aggiusterà verso l'alto perché questo detterà il passo delle politiche monetarie e, quindi, anche quello della crescita economica globale. Attualmente, il Brent ha toccato i 67 dollari al barile e il WTI i 60 per la prima volta dal 2015. I contratti *future long* (acquisti) inoltre, prevalgono

ampiamente su quelli *short* (vendite) a testimoniare che i mercati scommettono su una dinamica rialzista. Secondo i dati della Commissione di trading sui *future* su materie prime degli Stati Uniti riferiti alla settimana che si chiudeva il 26 dicembre, i contratti *long* sono aumentati di +5.3% e quelli *short* sono diminuiti di -11%.

Con una domanda globale di beni in rafforzamento, i produttori potrebbero essere indotti a scaricare sul consumatore finale l'aumento dei costi dell'energia, quindi il 2018 potrebbe essere caratterizzato da una chiusura del divario tra inflazione e crescita economica. Per il momento riteniamo altamente probabile che il prezzo del petrolio non oltrepassi significativamente i 70 dollari al barile per il Brent e i 65 per il WTI (Scenario C – probabilità 60%) perché l'aumento della produzione americana sta contrastando gli sforzi dell'OPEC di eliminare l'eccesso di offerta (i tagli alla produzione saranno attivi fino a fine 2018). La produzione statunitense di petrolio con le tecniche *shale oil* sta aumentando di pari passo con l'allargamento dei margini di profitto e il Congresso ha approvato una legge che estende i permessi di estrazione di petrolio e gas nell'*Arctic National Wildlife Refuge*, una vasta area dell'Alaska. Siamo tuttavia consapevoli che il prezzo del petrolio potrebbe sfuggire di mano. Questo, ovviamente, implicherebbe politiche monetarie più restrittive di quanto preventivato finora dalle Banche Centrali (Scenario A – probabilità 30%).

In USA, il 19 dicembre il Congresso ha approvato la tanto attesa riforma fiscale che prevede un taglio cospicuo delle aliquote per le imprese e una riduzione temporanea delle tasse per le persone fisiche, con una diminuzione complessiva degli introiti per il governo federale stimata intorno ai 1.500 miliardi di dollari per i prossimi 10 anni. L'ammontare è già stato stanziato. Il piano fiscale impone un tetto massimo del 21% all'aliquota per le aziende, contro l'attuale 35%, e una riduzione al 37% dal 39.6% dell'aliquota sulle persone fisiche, quest'ultima solo temporaneamente fino al 2025, perché non è consentito che determinate misure fiscali contribuiscano in modo permanente all'aumento del debito pubblico dopo dieci anni. La legge prevede diverse altre deduzioni, agevolazioni fiscali e una revisione della tassazione sulle proprietà immobiliari e sulle eredità. Dall'altro lato, tuttavia, essa elimina le multe per chi non è assicurato dal punto di vista sanitario, una decisione che secondo il *Congressional Budget Office* (l'ufficio del bilancio del Congresso) comporterà un aumento rilevante dei premi per tutte le altre persone che hanno regolarmente acquistato un'assicurazione sanitaria (tema sul quale gli americani sono particolarmente sensibili). Il forte aumento della fiducia dei produttori e il corrispondente calo di quella dei consumatori, registrati a dicembre, dicono chiaramente chi beneficerà di più della politica fiscale. L'effetto espansivo sull'economia è incerto e difficile da quantificare, trattandosi di un intervento senza precedenti. È indubbio, però, che imporrà alla Fed un percorso di politica monetaria restrittiva, dato il livello di pieno impiego già raggiunto dal ciclo economico americano. Per il momento, assegniamo una maggiore probabilità all'eventualità che la Fed aumenti i tassi ufficiali tre volte durante il 2018 di 25 punti base in ciascun intervento, a marzo, giugno e settembre (Scenario C - probabilità 60%) ma non escludiamo la possibilità che debba farne quattro (Scenario A – 30%). Alla riunione di dicembre la Fed, oltre ad aumentare i tassi sui *Fed funds* di 25 punti base, portandoli tra +1.25% e +1.50%, com'era nelle attese, ha aggiustato al rialzo anche le stime di crescita del PIL del 2018 da +2.1% a +2.5%. Il Presidente Janet Yellen, tuttavia, ha detto che "la nuova previsione non dovrebbe essere vista come una stima dell'effetto fiscale, che per il momento rimane incerto nell'entità e nel *timing*". Il rischio che la Fed si trovi di fronte a un'economia molto più forte di quanto previsto non è quindi trascurabile.

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

In ogni caso, i rendimenti sui titoli di Stato statunitensi sono destinati ad aumentare durante il 2018, sia per i rialzi attesi dei tassi di riferimento, sia per il rischio di un aggravio del bilancio federale. La scommessa dei Repubblicani che la riforma generi una crescita tale da compensare la riduzione delle entrate federali è tutta da verificare.

L'Eurozona è l'economia che cresce maggiormente rispetto alle altre macro-aree. In base ai dati del terzo trimestre del 2017, il PIL è aumentato in termini tendenziali di +2.6% a/a, contro il +2.3% degli Stati Uniti e il +2.1% del Giappone. I nuovi dati mensili a disposizione hanno evidenziato un miglioramento del mercato del lavoro e ancora una volta dell'ottimismo di produttori e consumatori. **La ripresa sopra il 2.5% non porta ancora con sé pressioni inflazionistiche: l'indice *core* in novembre è rimasto fermo a +0.9% a/a.**

Alla riunione di dicembre la Banca Centrale non ha modificato né i tassi né il programma di acquisto titoli sul mercato, attualmente in corso. Durante la conferenza stampa non sono stati forniti altri dettagli sulla scadenza del *Quantitative Easing*, che proseguirà almeno fino a fine settembre del 2018 (e oltre se necessario). Secondo alcuni membri del Consiglio Direttivo, la BCE dovrebbe adottare una strategia più equilibrata in merito all'uscita dal QE, ma il Presidente Draghi ha giustificato la politica monetaria accomodante con i recenti dati sull'inflazione, che sono risultati deboli, nonostante una prospettiva di crescita molto forte. Egli ha precisato che "il Consiglio Direttivo non ha discusso di un'eventuale improvvisa sospensione del programma di acquisto di titoli; non vede pericolose minacce di bolle finanziarie sui mercati, nonostante l'attuale politica di bassi tassi d'interesse possa fornire terreno fertile per questi rischi; un incremento dei tassi d'interesse in futuro sarà una buona notizia, in quanto confermerebbe che l'inflazione si sarà portata su un percorso di crescita auto-sostenuta e l'andamento del mercato del lavoro resta una delle variabili da monitorare per stimare l'andamento dell'inflazione".

Le nuove linee guida della BCE per il 2018 hanno rivisto al rialzo in modo consistente le previsioni di crescita del PIL a +2.3% da +1.8% delle precedenti proiezioni e più moderatamente quelle dell'inflazione a +1.4% da +1.2%.

Le elezioni politiche del 4 marzo in Italia potrebbero rappresentare un elemento destabilizzante per l'intera Area Euro per il riaffiorare di eventuali tendenze anti-europeiste e l'alta probabilità che l'esito delle urne non consenta la formazione in tempi ragionevoli di un nuovo esecutivo. L'attuale governo Gentiloni, tuttavia, non si è dimesso, pertanto non si creerà un vuoto politico e si potrà affrontare in ogni caso il primo importante appuntamento del Documento di Economia e Finanza (DEF) a metà aprile.

Riteniamo quindi che l'atteggiamento accomodante della BCE si protrarrà per gran parte del 2018 e, giocando con il linguaggio di comunicazione, la Banca Centrale manterrà aperta la data di fine del QE (Scenario C – probabilità 60%). Pur essendo vero che la Germania sta crescendo molto più degli altri Paesi, a +2.8% a/a rispetto al +2.3% della Francia e al +1.7% dell'Italia, tuttavia metà della variazione congiunturale del PIL tedesco nel terzo trimestre è dovuta ad accumulo di scorte e l'inflazione *core* tedesca è ancora a +1.3% a/a (in novembre). **Non escludiamo che lo stimolo monetario con l'acquisto di titoli sul mercato secondario possa finire a settembre del 2018, ma assegniamo a tale eventualità una probabilità più bassa del 30% (Scenario A).**

In Giappone, l'economia si sta espandendo moderatamente. La revisione del PIL del terzo trimestre ha portato la crescita sopra il 2% a/a e i dati mensili di novembre sono tutti positivi. Il canale estero rimane la principale componente trainante e i consumi restano deboli, ma il miglioramento del mercato del lavoro, la buona dinamica delle vendite al dettaglio in novembre e l'aumento della fiducia dei consumatori in dicembre dovrebbero superare la debolezza della domanda interna. **In sintonia con una ripresa più consistente, l'inflazione *core* si sta riprendendo (+0.9% a/a in novembre).**

Alla riunione del 21 dicembre, la Banca Centrale ha mantenuto invariata la politica monetaria, con il tasso d'interesse sui depositi a -0.1% e l'obiettivo per il rendimento dei titoli di Stato a 10 anni a zero. La decisione è stata raggiunta con il solo voto dissidente di G. Kataoka. Quest'ultimo ha affermato che la probabilità di un raggiungimento dell'obiettivo d'inflazione del 2% è bassa e ci si dovrebbe impegnare in un nuovo allentamento, se i progressi dovessero tardare, ma si tratta di una voce fuori dal coro. Nel comunicato conclusivo della BoJ si legge che l'inflazione è "destinata a continuare su una tendenza al rialzo" sulla scia di un miglioramento del divario produttivo e di un aumento delle attese d'inflazione a medio-lungo termine. Anzi, **aumentano le preoccupazioni per la sostenibilità del mantenimento di una tale politica monetaria espansiva per un periodo prolungato, a causa degli effetti collaterali negativi:** i tassi d'interesse bassi possono deprimere i profitti bancari, indebolire i coefficienti patrimoniali delle banche (particolarmente a rischio sono quelle regionali) e ridurre i prestiti. **Pur nella consapevolezza che il dibattito sul tema si intensificherà alle prossime riunioni, assegniamo un'alta probabilità che la Banca Centrale lasci la politica monetaria invariata fino alla fine del 2019.** In parte dipenderà dal successore del Presidente Kuroda, il cui mandato scadrà ad aprile di quest'anno, anche se molti ritengono che sarà riconfermato.

GLI ULTIMI DATI

In USA, il dato finale sul PIL del terzo trimestre del 2017, pur apportando una leggera revisione verso il basso a +3.2% da +3.3% t/t annualizzato, conferma il buon passo di crescita del ciclo economico americano. L'aumento in termini tendenziali è stato di +2.3% a/a da +2.2% del trimestre precedente. La revisione ha interessato principalmente due voci: i consumi, cresciuti di +2.2% t/t anziché +2.3%, limando il contributo alla crescita a +1.5% t/t da +1.6% e le importazioni che sono diminuite di meno (-0.7% t/t rispetto a -1.1% delle precedenti rilevazioni) ridimensionando il contributo a +0.1% t/t da +0.2%. Gli altri aggiustamenti, come il minor calo degli investimenti residenziali a -4.7% t/t da -5.1% e la maggiore crescita della spesa pubblica a +0.7% t/t da +0.4%, non hanno modificato i rispettivi supporti alla crescita del PIL. Il terzo trimestre del 2017 resta pertanto caratterizzato dal traino dei consumi privati, nonostante un ridimensionamento del loro contributo rispetto al trimestre precedente (+1.5% t/t da +2.2%), da un forte apporto delle scorte (+0.8%) e da quello soddisfacente del canale estero (+0.4% t/t) che beneficia della debolezza del dollaro. Gli investimenti fissi non residenziali sono riusciti a più che compensare la debolezza di quelli residenziali. Va tenuto conto che le dinamiche di questi ultimi e delle scorte hanno risentito degli effetti della devastazione degli uragani che hanno colpito la costa orientale statunitense durante l'estate e, quindi, hanno carattere transitorio.

I dati mensili, prevalentemente relativi a novembre, confermano la forza del ciclo economico americano, in particolare nel mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione è rimasto saldo al 4.1% e l'occupazione ha battuto le attese, con un incremento consistente di +228.000 unità, a fronte di un'aspettativa di +200.000. Il dato relativo a ottobre è stato rivisto al ribasso a +244.000 unità da +261.000, ma si tratta comunque di un incremento importante. È da sottolineare, inoltre, che mentre quest'ultimo poteva risentire dell'effetto post-uragani, il dato di novembre riflette le condizioni normali del mercato del lavoro americano, avendo superato i fattori transitori. Ribadiamo quindi quanto detto il mese scorso sull'aumento del rischio di *overshooting* a causa del protrarsi di un livello di pieno impiego.

Dal lato dell'offerta, i dati mensili sembrano prendere fiato dopo i consistenti rialzi di ottobre, ma non mettono in discussione la forza del ciclo economico statunitense perché vanno letti in termini di una pausa fisiologica e non come un'inversione di tendenza. In novembre, la produzione industriale è aumentata limitatamente di +0.2% m/m rispetto al sorprendente +1.2% del mese precedente (rivisto al rialzo da +0.9%). Gli ordini di beni durevoli sono cresciuti di +1.3% m/m, ma se si depura la serie dalla componente dei trasporti, rimane un leggero calo di -0.1% m/m. Anche in questo caso, probabilmente il dato risente dell'ottimo risultato di ottobre (+1.3%, rivisto al rialzo da +0.8%). Va messo in evidenza, inoltre, l'ulteriore incremento, sia pur lieve, del tasso di utilizzo degli impianti a 77.1%, dopo il forte balzo registrato a ottobre a 77% da 76.4% di settembre. Per il settore edilizio, tutti gli indicatori sono ampiamente al rialzo: +17.5% m/m le vendite di nuove case, +5.6% quelle esistenti, +3.3% l'avvio di nuovi cantieri. Possiamo, quindi, affermare che la debolezza del settore emersa dai dati del terzo trimestre sembra aver avuto carattere transitorio, anche se le rilevazioni di novembre potrebbero incorporare ancora qualche effetto ricostruzione post-uragani, considerando i tempi di produzione più lunghi rispetto ad altri settori.

In dicembre, la fiducia dei produttori misurata dall'indice NAPM è volata a 67.6 da 63.9 di novembre. Dato che la rilevazione di questo indicatore avviene alla fine del mese, il risultato incorpora l'ottimismo scaturito dall'approvazione definitiva della riforma fiscale di Trump avvenuta il 19 dicembre.

Dal lato della domanda, sono giunti buoni segnali dai dati relativi a novembre, con una consistente crescita delle vendite al dettaglio di +0.8% m/m, dopo un +0.5% del mese

USA

L'inflazione si sta lentamente riallineando al ciclo economico in espansione e a un mercato del lavoro al pieno impiego

precedente (rivisto al rialzo da +0.2%) e un incremento dei consumi privati di +0.4% m/m. **La fiducia dei consumatori in dicembre tuttavia ha subito una forte contrazione: il Conference Board è sceso a 122.1 da 128.6 del mese precedente** (quest'ultimo rivisto al ribasso da 129.5) deludendo ampiamente le attese che erano a favore di una sostanziale tenuta dell'indice (+128.1). Probabilmente, una causa va ricercata nella riforma fiscale appena approvata che riduce le imposte sulle persone fisiche solo temporaneamente ed elimina le multe per chi non ha un'assicurazione sanitaria, comportando, quindi, un aumento dei premi per coloro che si sono assicurati.

L'inflazione si sta avvicinando all'obiettivo del 2%, complice il rincaro del prezzo del petrolio. In novembre, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi PCE (*Personal Consumption Expenditures*) è aumentata a +1.8% a/a da +1.6% del mese precedente. L'indice *core*, depurato dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, ha corretto al rialzo solo parzialmente a +1.5% a/a da +1.4% di ottobre e rimane lontano dall'obiettivo della Fed. **L'aumento dei prezzi alla produzione (+0.4% m/m, +3% a/a) e il riaccendersi della dinamica salariale (a +2.5% da +2.3% i salari orari) fanno tuttavia temere un riallineamento dell'inflazione a un ciclo economico in espansione e un mercato del lavoro al pieno impiego.** Come sottolineato dalla Fed, l'inflazione dovrà essere "monitorata da vicino".

A fronte di tale scenario macroeconomico, assegniamo un'alta probabilità all'eventualità che nel 2018 la Fed mantenga la promessa di tre rialzi da 25 punti base ciascuno a marzo, giugno e settembre (Scenario C – probabilità 60%) ma non escludiamo che gli interventi possano essere quattro (Scenario A – probabilità 30%).

In Giappone, la revisione sostanziale dei dati sul PIL del terzo trimestre del 2017 delinea uno scenario molto più positivo per il ciclo economico nipponico di quanto non fosse emerso dai dati preliminari. La crescita congiunturale è stata corretta al rialzo a +0.6% t/t da +0.3% del preliminare e quella tendenziale a +2.1% a/a da +1.6%. **Si tratta del settimo trimestre consecutivo di crescita positiva.** Da segnalare, inoltre, che la revisione ha interessato anche il trimestre precedente, con un +0.7% t/t, anziché +0.6%, e +1.7% a/a anziché +1.5%. **Per il terzo trimestre, l'aggiustamento ha riguardato principalmente gli investimenti fissi, a +0.1% t/t da -0.5% del preliminare, ridimensionando il contributo negativo alla crescita del PIL da -0.1% t/t a zero, e le scorte che hanno supportato il ciclo economico per un +0.4% t/t da +0.2%. Il canale estero rimane la principale componente trainante, con un apporto alla ripresa di +0.5% t/t, mentre la più debole è quella dei consumi con un contributo negativo di -0.3% t/t.** Il Giappone sta quindi crescendo essenzialmente grazie alla domanda estera in un contesto globale di accelerazione del ciclo economico.

I dati mensili, prevalentemente relativi a novembre, sono tutti positivi sia dal lato dell'offerta sia della domanda, rafforzando la ripresa nella parte finale del 2017. Migliora il mercato del lavoro, con una limatura verso il basso del tasso di disoccupazione al 2.7% dal 2.8% del mese precedente. **La produzione industriale ha registrato un altro incremento consistente di +0.6% m/m, dopo il già importante aumento di +0.5% del mese precedente.** Gli ordini di macchinari industriali sono ritornati a crescere a ottobre di +5% m/m, riprendendo la dinamica positiva di luglio e agosto (+8% e +3.4%, rispettivamente) interrotta a settembre dal forte calo di -8.1%. **La ripresa nella parte finale del 2017 dovrebbe essere supportata anche dall'aumento della fiducia dei produttori: a dicembre, il PMI è salito a quota 54.2 da 53.6 del mese precedente.** Dal lato della domanda, due dati particolarmente positivi inducono a credere che la debolezza dei consumi rilevata nei dati trimestrali sia superata: a novembre, le vendite al dettaglio hanno messo a segno un forte balzo di +1.9% m/m e così pure la serie mensile dei consumi privati con un +1.1% m/m. In aumento è risultata anche la fiducia dei consumatori di dicembre, che si è portata a quota 44.9 da 44.5 del mese precedente.

GIAPPONE

La revisione del PIL del terzo trimestre ha portato la crescita sopra il 2% e i dati mensili di novembre sono tutti positivi

In sintonia con una ripresa più consistente, qualche segnale positivo di lotta alla deflazione è giunto dagli indicatori di prezzo: in novembre, la variazione tendenziale del CPI (*Consumer Price Index*) globale ha aggiustato verso l'alto a +0.6% a/a da +0.2% del mese precedente e quello *core* a +0.9% a/a da +0.8%.

Per la Zona Euro, i dati trimestrali del PIL del terzo trimestre del 2017, disponibili ora anche per le singole componenti, consolidano la ripresa sopra il 2.5% a/a e portano l'area al primo posto in termini di crescita economica rispetto a USA (+2.3%) e Giappone (+2.1%). Il PIL è, infatti, aumentato di +0.6% t/t e di +2.6% a/a (quest'ultimo rivisto da +2.5%) dopo il già importante incremento di +0.7% t/t del trimestre precedente. La domanda interna è equilibrata nelle due componenti dei consumi e degli investimenti fissi, che, pur con una dinamica in ridimensionamento rispetto al secondo trimestre (+0.3% t/t e +1.1% da +0.5% e +2.2%, rispettivamente) hanno contribuito alla crescita del PIL in modo paritetico per +0.2% t/t. Lieve è risultato l'accumulo di scorte (+0.1% t/t) mentre la spesa pubblica e il canale estero non hanno supportato la ripresa. In particolare quest'ultimo ha dimostrato un perfetto bilanciamento tra esportazioni e importazioni, entrambe aumentate di poco più dell'1%. I dati mensili, prevalentemente relativi a ottobre, hanno evidenziato un miglioramento del mercato del lavoro e ancora una volta dell'ottimismo di produttori e consumatori. In ottobre, il tasso di disoccupazione è sceso a 8.8% da 8.9% del mese precedente e la produzione industriale è aumentata di +0.2% m/m, battendo le attese di -0.1%. Il dato precedente è stato rivisto al rialzo a -0.5% da -0.6%. Qualche incertezza, invece, è giunta dal settore edilizio, con una contrazione di -0.4% m/m delle costruzioni e dalle vendite al dettaglio, che sono diminuite di -1.1% m/m. Queste ultime, tuttavia, in settembre avevano registrato un importante incremento di +0.8% m/m (rivisto da +0.7%). La contrazione del dato di ottobre era attesa, anche se di minore entità (-0.5%). 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) a dicembre è aumentato sia nel settore manifatturiero, raggiungendo il livello di 60.6 da 60.1 di novembre, sia in quello dei servizi, a quota 56.5 da 56.2, battendo, in entrambi i casi, le aspettative degli economisti che erano a favore di un ridimensionamento degli indici (59.8 e 56, rispettivamente).

L'inflazione rimane ancora debole, pur con un ciclo economico che intensifica la ripresa: in novembre, l'indice globale HCPI (*Harmonized Consumer Price Index*) è aumentato leggermente in termini tendenziali a +1.5% a/a da +1.4% del mese precedente, trovando la giustificazione nel recente rialzo del prezzo del petrolio, perché l'indice *core*, che esclude le componenti più volatili dell'energia e degli alimentari, 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 dicembre, nella quale ha confermato le linee di politica monetaria annunciate a ottobre. Assegniamo un'alta probabilità che tale atteggiamento sia mantenuto nel 2018 (Scenario C – probabilità 60%).

In Germania, non ci sono informazioni aggiuntive sui dati trimestrali rispetto al mese precedente. L'economia tedesca funge da locomotore per l'intera Area Euro, con una crescita congiunturale del PIL nel terzo trimestre del 2017 particolarmente sostenuta di +0.8% t/t, in rafforzamento da +0.6% dei tre mesi precedenti, e una variazione tendenziale di +2.8% a/a da +2.3%. Anche se il buon risultato è in parte dovuto all'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 supporto rilevante del canale estero.

AREA EURO

La crescita sopra il 2.5% non porta ancora con sé pressioni inflazionistiche

Germania

Praticamente assenti sono risultate, invece, le componenti di domanda interna, consumi, investimenti e spesa pubblica.

Come affermato il mese scorso, **il fatto che la crescita non derivi dalla domanda interna lascia più margini alla BCE per un proseguimento sulla linea di una politica monetaria accomodante**, perché non rappresenta un rischio di surriscaldamento dell'economia tedesca, dando il tempo agli altri Paesi dell'Area Euro di ridurre il divario di crescita.

Questa conclusione trova riscontro anche nei dati mensili, che presentano un momento di pausa nella ripresa, sia dal lato della domanda sia dell'offerta. In ottobre, infatti, la produzione industriale è diminuita di -1.4% m/m, dopo il -0.9% del mese precedente (rivisto al rialzo da -1.6%) e contro un'aspettativa completamente diversa di +0.8%. Anche le costruzioni hanno subito una contrazione consistente di -1.3% m/m. Le vendite al dettaglio, infine, sono diminuite di -1.2% m/m, contro un +0.5% del mese precedente, deludendo le attese di +0.3%. **I dati positivi sugli ordini e sulla fiducia dei produttori**, tuttavia, ci dicono che **la crescita sostenuta dovrebbe proseguire anche nell'ultima parte del 2017**: in ottobre gli ordini all'industria hanno registrato un incremento di +0.5% m/m che segue quello consistente di +1.2% di settembre (rivisto al rialzo da +1%); in dicembre, l'indice Ifo ha mantenuto più o meno il livello del mese precedente (117.2 da 117.6) e l'indice PMI ha continuato la sua corsa, sia nel settore manifatturiero (a 63.3 da 62.5 di novembre) sia in quello dei servizi (a 55.8 da 54.3).

Nonostante il buon passo di crescita del PIL, in dicembre l'inflazione globale è rimasta contenuta, ridimensionandosi a +1.6% a/a da +1.8% del mese precedente. Si registra solo un lieve aggiustamento verso l'alto dell'indice core a +1.3% a/a da +1.1%, che tuttavia si riferisce a novembre.

In Francia, l'ulteriore revisione dei dati del PIL relativi al terzo trimestre non ha portato modifiche significative, confermando la ripresa del ciclo economico d'oltralpe. La crescita in termini congiunturali si è attestata a +0.6% t/t (rivisto al rialzo da +0.5%) dopo il +0.6% del trimestre precedente, **determinando un progresso significativo in termini tendenziali a +2.3% a/a** (rivisto da +2.2%) da +1.8%. Come sottolineato il mese scorso, il corposo contributo delle scorte di +0.5% t/t non dovrebbe significare un eccesso di accumulo di magazzino, ma una sua semplice ricostituzione, visto che nel trimestre precedente questa componente aveva registrato un -0.4%. **La ripresa poggia su basi sane, grazie ad un bilanciamento tra consumi e investimenti**, con un contributo positivo di +0.3% t/t e +0.2% rispettivamente, **mentre il canale estero si è dimostrato 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, in gran parte riferiti a ottobre, hanno registrato buoni segnali soprattutto dal lato dell'offerta. La produzione industriale, infatti, ha messo a segno un forte rialzo di +2.7% m/m, confermando e rafforzando la tendenza positiva di settembre (+0.6%) e spiazzando completamente le aspettative pessimiste di -0.1%. **Il settore edilizio rimane debole**, con un calo delle costruzioni di -0.3% m/m, dopo un -0.2% di settembre, tuttavia, va sottolineato che quest'ultimo dato è stato rivisto al rialzo da -0.6%. **In dicembre, la fiducia dei produttori è rimasta abbastanza stabile su valori elevati**: l'indice pubblicato dall'Insee si è attestato a 112 da 113 del mese precedente, il PMI nel settore dei servizi, dopo il forte incremento di novembre a 60.4 da 57.3, ha riaggiustato leggermente a 59.4, mentre quello del settore manifatturiero è aumentato a 59.3 da 57.7. **Meno buone sono le notizie dal lato della domanda: le vendite al dettaglio hanno subito un ampio ridimensionamento di -2.3% m/m, però va tenuto conto che in settembre erano aumentate di +1.7%, riviste al rialzo da +1.2%, che in novembre i consumi delle famiglie sono cresciuti di +1.4% m/m e la fiducia dei consumatori ha proseguito la sua tendenza positiva, raggiungendo quota 102 da 100 di ottobre.**

Francia

Il mercato del lavoro, infine, dovrebbe dare una mano alla domanda grazie a un tasso di disoccupazione sceso in ottobre a 9.4% da 9.5% del mese precedente.

La Francia resta uno dei Paesi dell'Area Euro a più bassa inflazione, assieme all'Italia. In novembre, la revisione dell'indice globale armonizzato dei prezzi al consumo a +1.2% a/a in termini tendenziali da +1.3%, lascia invariato il percorso dell'inflazione rispetto al mese precedente, anche se si considera l'indice *core*, fermo a +0.6% a/a da sei mesi.

In Italia, i dati trimestrali del PIL del terzo trimestre, disponibili ora anche per le singole componenti, hanno rafforzato la ripresa, pur con una lieve correzione al ribasso dell'aggregato rispetto al preliminare. Il ciclo economico italiano ha trovato vigore con un aumento congiunturale di +0.4% t/t (rivisto da +0.5%) che ha consentito alla variazione tendenziale di portarsi a +1.7% a/a (rivisto da +1.8%) da +1.5% del trimestre precedente. Pur rimanendo in coda rispetto agli altri Paesi dell'Area (Germania +2.8% e Francia +2.3%) ha accorciato le distanze. La componente che ha maggiormente trainato la crescita è stata quella degli investimenti fissi, con un contributo di +0.5% t/t, ma anche i consumi e il canale estero hanno partecipato in modo soddisfacente con un +0.2% t/t ciascuno. Sia le esportazioni sia le importazioni, infatti, sono aumentate ma le prime hanno registrato una dinamica al rialzo più forte (+1.6% t/t rispetto a +1.2% delle importazioni). L'ampio decumulo di scorte, che ha sottratto crescita per un -0.5% t/t, è di auspicio per un proseguimento della ripresa anche nell'ultimo trimestre del 2017 per effetto della ricostituzione del magazzino. Resta comunque chiaro che l'evoluzione del ciclo economico italiano nel 2018 dipenderà dall'esito delle elezioni previste per il 4 marzo. Il clima preelettorale non gioverà alla ripresa e il rischio che dalle urne non emerga una maggioranza in grado di governare è elevato. Il fattore positivo è che l'attuale governo Gentiloni non si è dimesso, pertanto non si creerà un vuoto politico in mancanza di una maggioranza. Ad aprile sarà in ogni caso possibile definire il DEF, le linee guida per il bilancio statale.

Italia

I nuovi dati mensili hanno dimostrato più forza dal lato dell'offerta che della domanda, ma la fiducia di produttori e consumatori rimane elevata. Dal lato dell'offerta, in ottobre, la produzione industriale, le costruzioni e gli ordini sono stati tutti molto positivi, compensando l'incertezza emersa nel mese precedente: gli aumenti sono stati rispettivamente di +0.5% m/m, +0.4% e +1.9%. Si ricorda che in settembre gli indicatori erano diminuiti rispettivamente di -1.3% m/m, -1% e -4%, ma in agosto avevano registrato importanti incrementi di +1.2% m/m, +2.2% e +5.3%, rispettivamente. Il saldo complessivo degli ultimi tre mesi risulta quindi positivo e la componente degli ordini lascia sperare in un proseguimento della ripresa. **In dicembre, inoltre, la fiducia dei produttori è rimasta ai massimi degli ultimi 11 anni:** il PMI per il settore manifatturiero si è attestato a 110.5 da 110.7 (rivisto da 110.8) del mese precedente e quello per i servizi è aumentato ulteriormente a 108.9 da 108.3 (rivisto da 108.2).

Dal lato della domanda, in ottobre le vendite al dettaglio sono diminuite di -1% m/m cancellando il vantaggio del dato del mese precedente (+0.8% m/m) tuttavia, in dicembre la fiducia dei consumatori ha corretto in modo considerevole verso l'alto a 116.6 da 114.4 di novembre, contro un'aspettativa di una sostanziale invarianza (114.3, si ricorda che in agosto era a quota 111.2) e il tasso di disoccupazione è rimasto stabile all'11.1% ad ottobre.

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

Il clima preelettorale porterà inevitabili tensioni sui rendimenti dei titoli di Stato italiani, tuttavia, finché la BCE manterrà un atteggiamento accomodante (Scenario C – probabilità 60%) i rialzi saranno limitati.

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

GLI SCENARI

A (30%)

USA: la riforma fiscale ha un effetto molto espansivo, delineando una crescita del PIL tra +3% e +3.5% a/a. Il prezzo del petrolio aumenta alimentando rischi inflazionistici da materie prime che si vanno a sommare a quelli da salari. **La politica anticipata della Fed mantiene sotto controllo l'inflazione: la Banca Centrale effettua quattro rialzi dei tassi ufficiali di 25 punti base ciascuno, a gennaio, marzo, giugno e settembre.** Nel medio periodo, il dollaro ritorna verso quota 1.16-1.17 rispetto all'euro e i rendimenti del decennale americano si spingono anche sopra il 2.7%.

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

Una volta superate le elezioni italiane di marzo 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 superare il livello di 2.4% con uno *spread* superiore a 185 punti base rispetto al *Bund*.

B (10%)

USA: la riforma fiscale ha un effetto molto espansivo, delineando una crescita del PIL tra +3% e +3.5% a/a. Il prezzo del petrolio aumenta alimentando rischi inflazionistici da materie prime che si vanno a sommare a quelli da salari. **La Fed arriva in ritardo nel controllo dell'inflazione** che sale sopra il 2%: effettua quattro rialzi dei tassi ufficiali 25 punti base ciascuno, a marzo, giugno, settembre e dicembre. Nel medio termine, i rendimenti decennali americani si spingono sopra il 2.8% e il dollaro resta debole, intorno a 1.19 nei confronti dell'euro.

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

Una volta superate le elezioni italiane di marzo 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:** tenendo conto di un contesto globale di rendimenti più elevati rispetto allo scenario A, nel medio periodo il rendimento decennale può superare il livello di 2.5% con uno *spread* che potrebbe arrivare anche a 200 punti base rispetto al *Bund*.

C (60%)

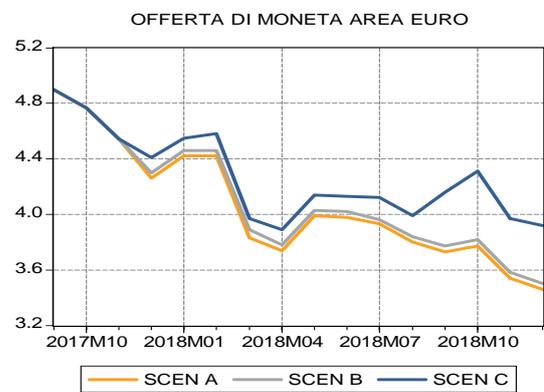
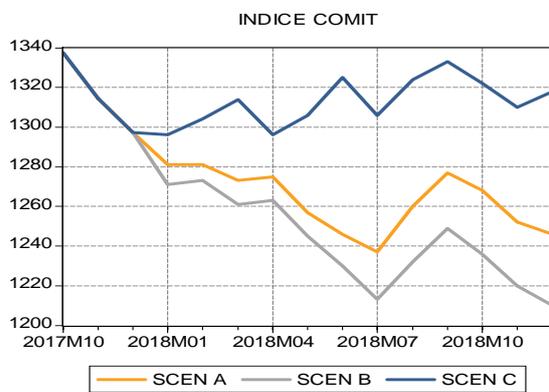
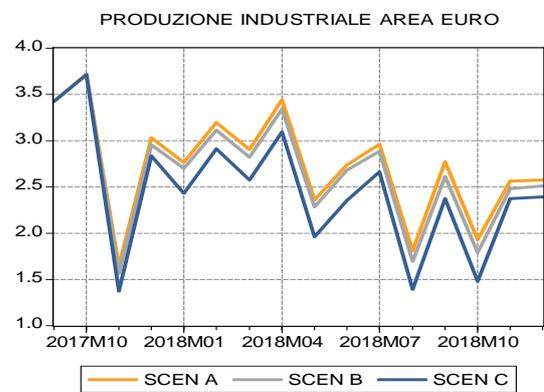
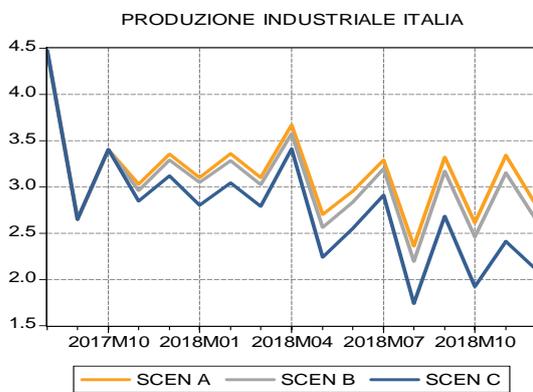
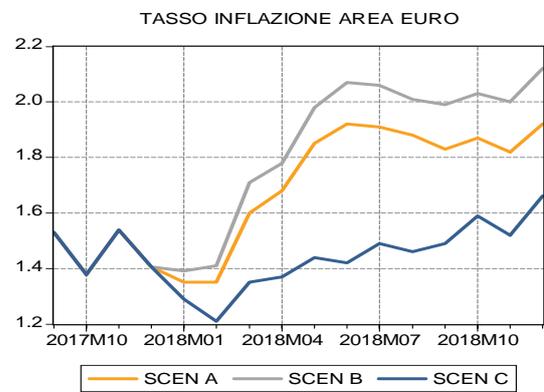
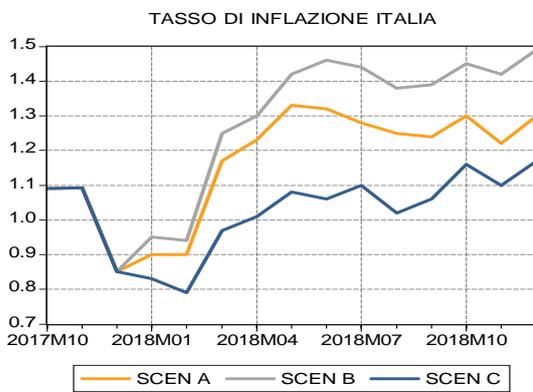
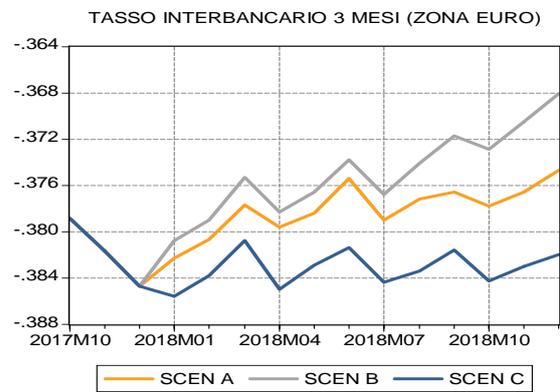
USA: la riforma fiscale ha un effetto più limitato di quanto ci si attende, delineando una crescita del PIL tra +2.5 e +3% a/a. Emergono rischi inflazionistici da salari, tuttavia il prezzo del petrolio aumenta solo moderatamente e l'inflazione rimane contenuta sia pur vicino all'obiettivo della Fed. **La Banca Centrale effettua tre rialzi dei tassi di riferimento di 25 punti base ciascuno nel 2018, a marzo, giugno e settembre.** Nel medio periodo, il dollaro si porta verso quota 1.17-1.18 rispetto all'euro e i rendimenti del decennale americano verso il 2.6-2.7%.

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 di marzo del 2018, ma contribuisce a mantenerli limitati,** portandoli verso il 2.3%-2.4% per fine anno e lo *spread* BTP/*Bund* verso i 185 punti base.

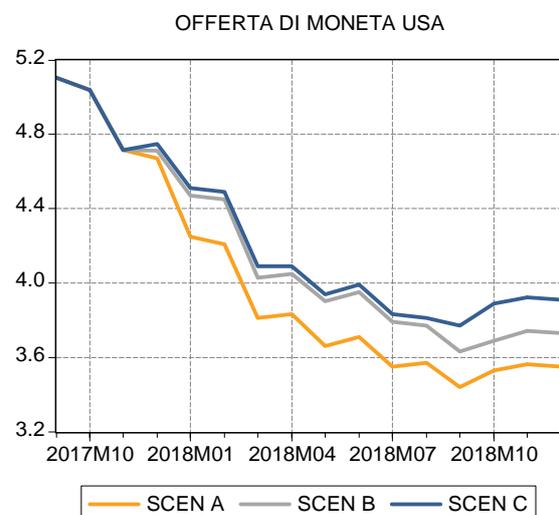
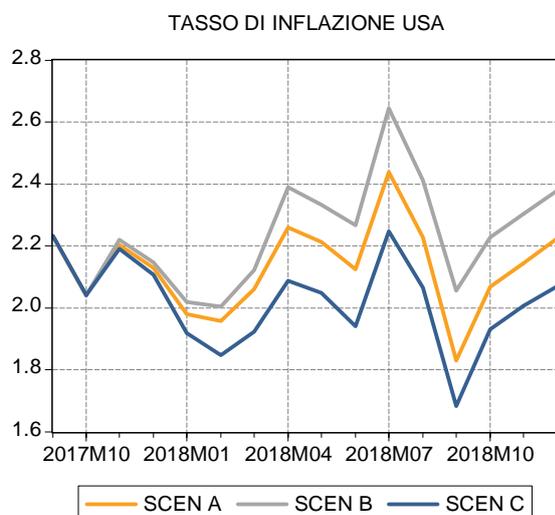
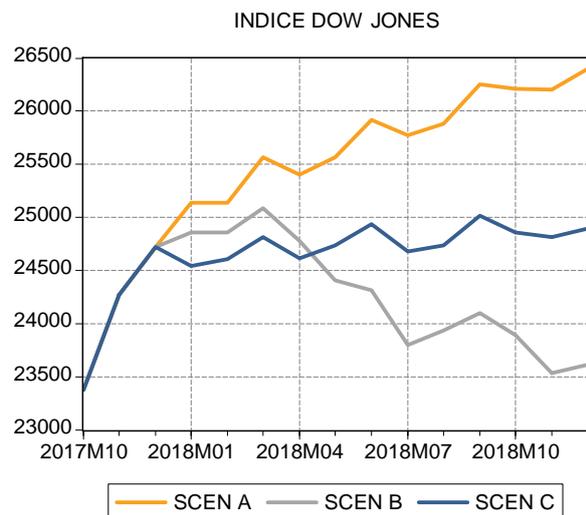
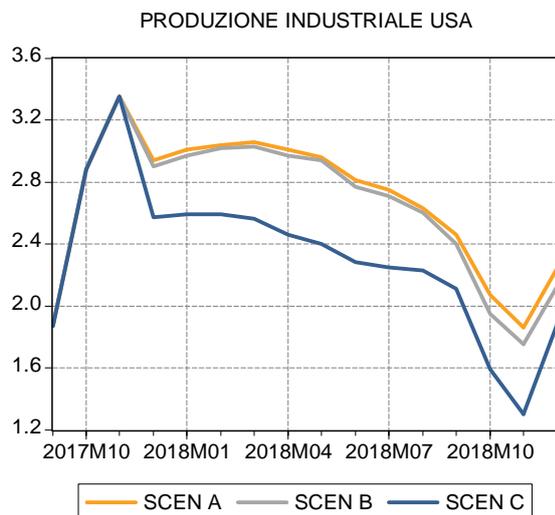
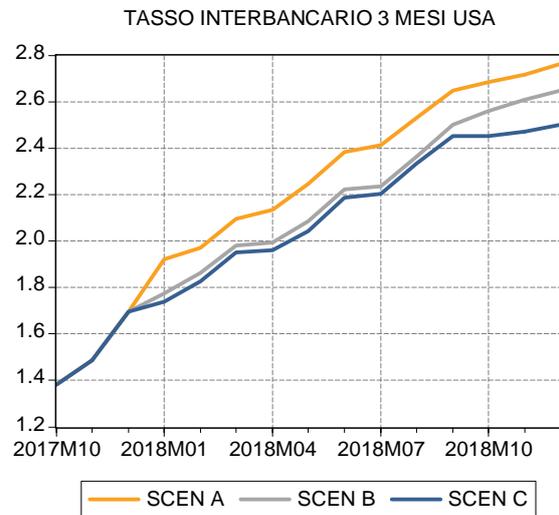
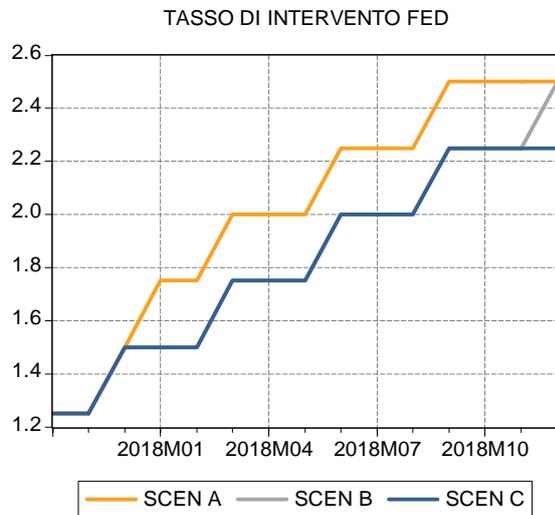
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

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: in dicembre -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) mentre, se le dinamiche dovessero accelerare, si potrebbe profilare la sua non estensione oltre settembre 2018 (Scen. A e B). I saggi interbancari sono visti comunque stabili sui livelli attuali in tutti e tre gli scenari.**

In Europa, i rendimenti dei titoli di Stato sono aumentati sulla scia dell'incremento dei tassi di riferimento negli USA. L'aumento è stato comunque calmierato dai buoni segnali derivanti dal contesto macroeconomico, con una crescita solida, ancora in assenza d'inflazione. In Italia, tuttavia, l'incertezza derivante dall'avvicinarsi delle prossime elezioni il 4 marzo, inizia a farsi sentire, come testimonia il leggero allargamento dello *spread* tra il decennale e il *Bund*. I rendimenti a tutte le scadenze hanno, infatti, completamente recuperato in dicembre il calo fatto segnare nel bimestre precedente (+2.13% da +1.86% il decennale, +1.49% da +1.22% il 7 anni, +0.86% da +0.59% il 5 anni e +0.24% da +0.02% il 3 anni). **Nello scenario C, se la riforma fiscale in USA avesse un effetto meno marcato di quanto auspicato dall'amministrazione Trump e il prezzo del petrolio aumentasse solo moderatamente nei prossimi mesi, la Fed potrebbe innalzare i tassi tre volte nel 2018, per contenere i rischi inflazionistici da salari. 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, limitando il rialzo dei rendimenti europei, sospinti da quelli statunitensi. Quelli italiani potrebbero comunque risentire delle tensioni per le elezioni politiche (+0.56%, +1.24%, +1.84% e +2.49% rispettivamente il 3, 5, 7, e 10 anni a dicembre 2018). Nello scenario A s'ipotizza che la riforma fiscale abbia un effetto espansivo consistente, accompagnato da pressioni inflazionistiche da salari e da materie prime, tanto da spingere la Fed a rialzare i tassi già a gennaio e poi a marzo, giugno e settembre. In Europa l'avvicinarsi del 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 essere più penalizzata (+0.66% il 3 anni, +1.34% il 5 anni, +1.93% il 7 anni e +2.58% il 10 anni alla fine del periodo di previsione). A parità di crescita economica con lo scenario A, se la Fed ritardasse i propri interventi, non riuscendo a controllare l'inflazione (scenario B) i rendimenti italiani potrebbero subire incrementi più consistenti (+0.82% il 3 anni, +1.51% il 5 anni, +2.09% il 7 anni e +2.74% il 10 anni a dicembre 2018).**

In ottobre 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, sono visti sostanzialmente stabili su questi livelli per tutto il periodo di previsione.**

In ottobre è proseguita la crescita dei depositi totali con un nuovo rafforzamento della dinamica a +4.5% a/a da +3.7%, ma sono stati i prestiti totali a esibire un vero balzo del 3% a/a dopo il moderato +0.6% di settembre. **In base ai risultati delle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica degli impieghi (+1.6% a/a in C, +2.3% in A e +2.1% in B, a dicembre 2018) e dei depositi totali (+4.5%, +5.1% e +4.9% rispettivamente) dovrebbe rimanere sostenuta per l'intero periodo di previsione.**

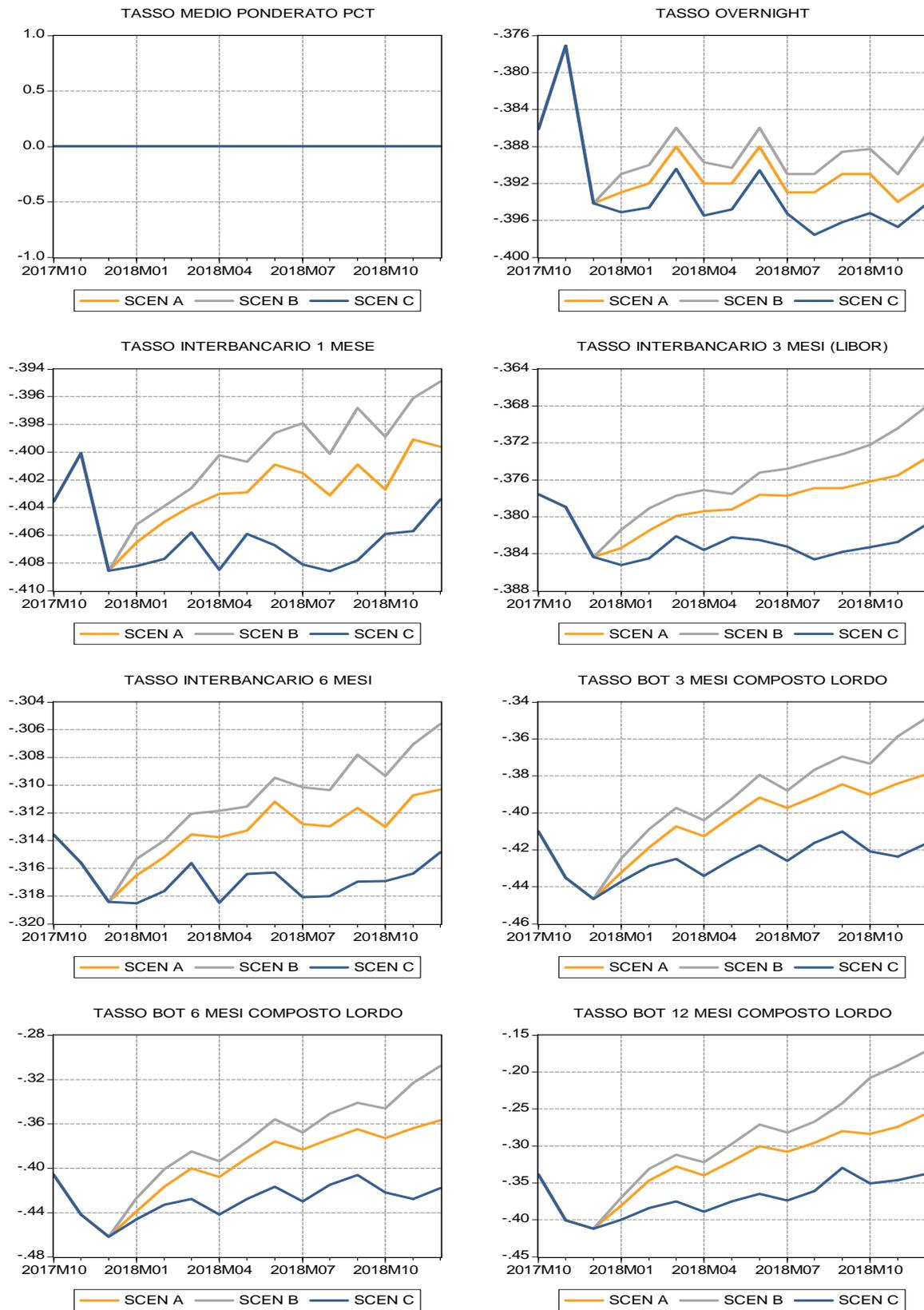
TASSI INTERBANCARI

STRUTTURA A TERMINE

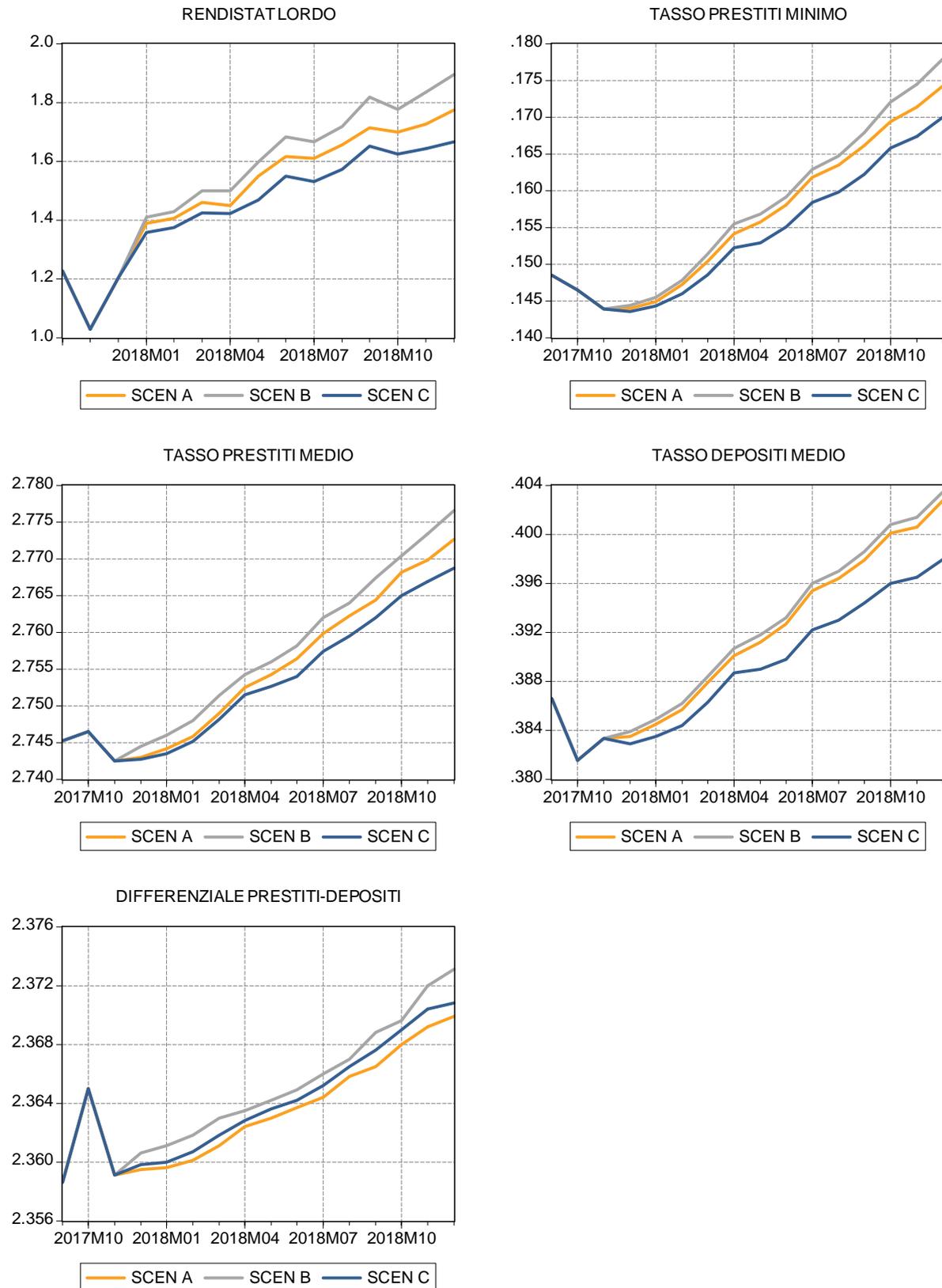
TASSI BANCARI

VOLUMI

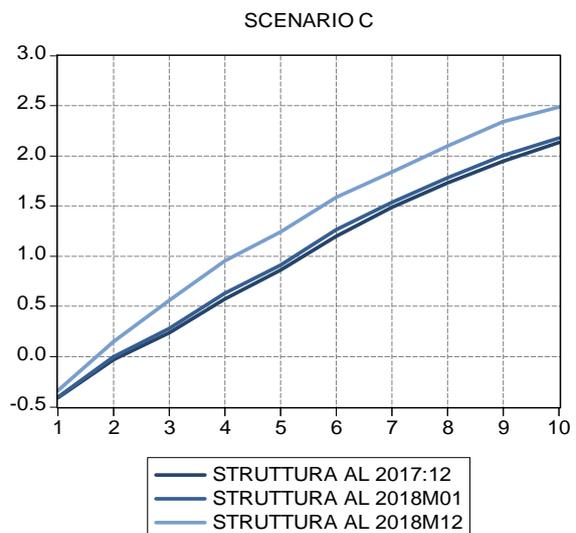
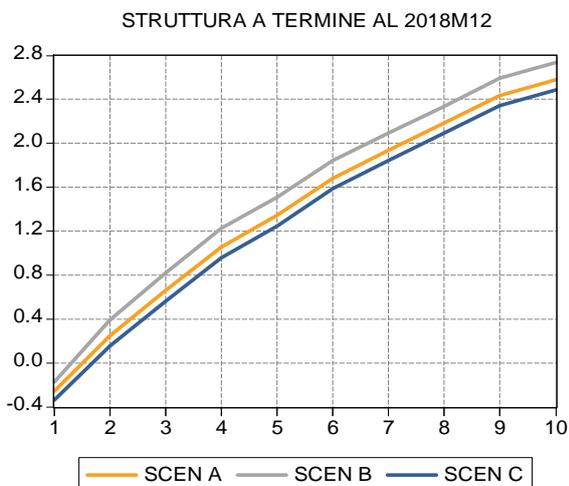
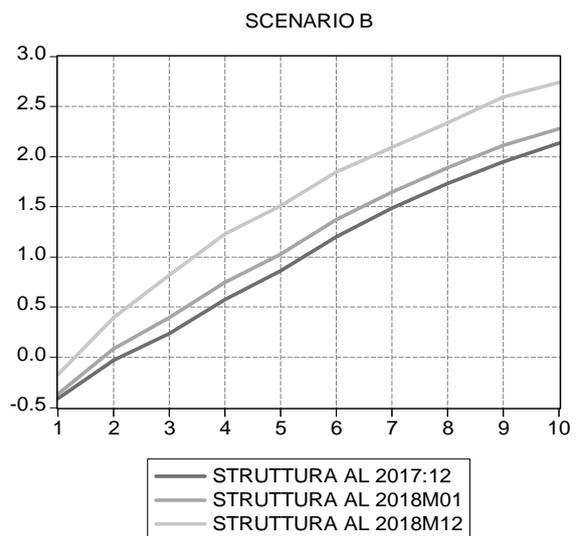
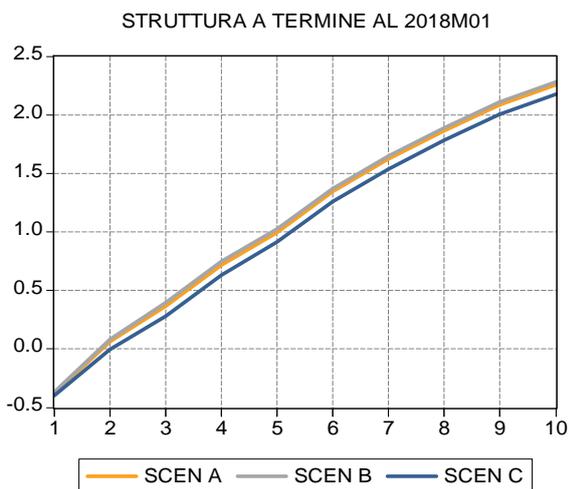
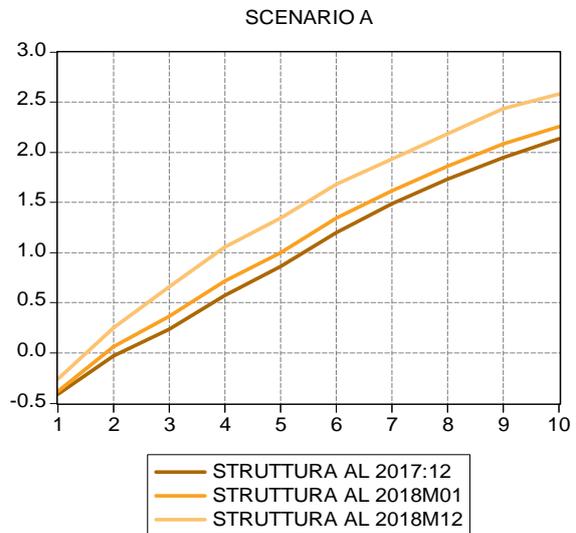
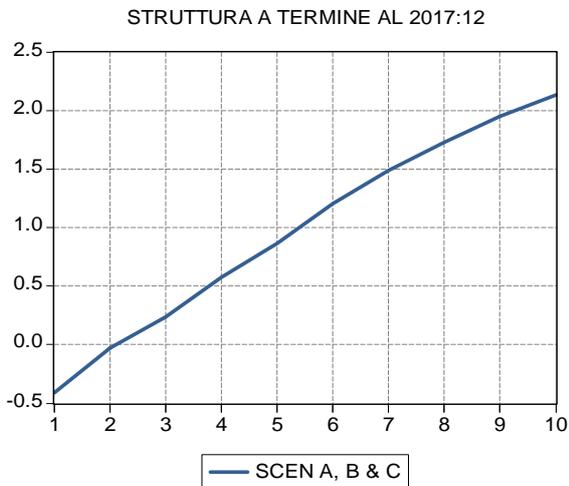
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



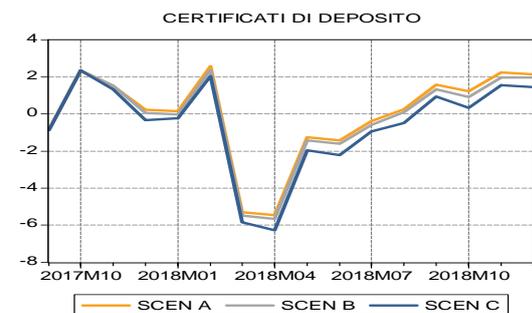
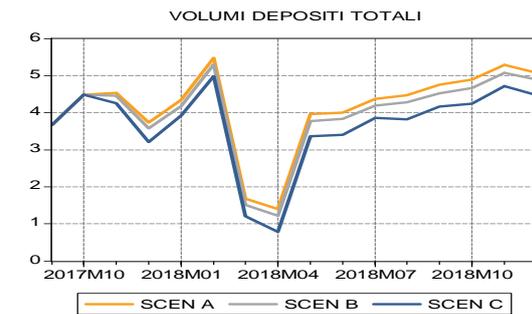
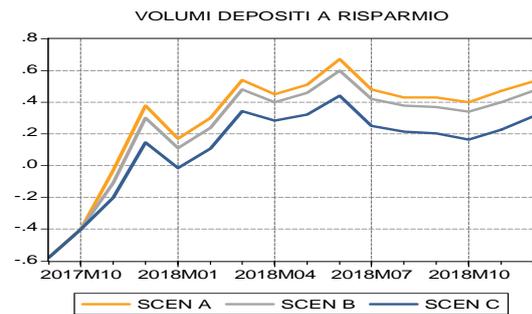
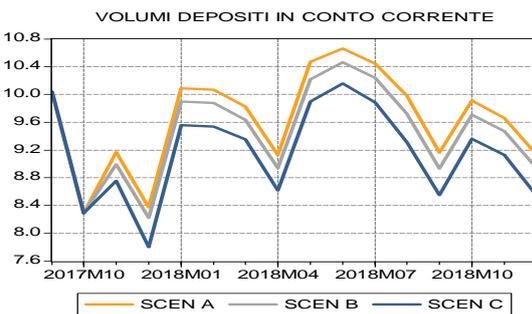
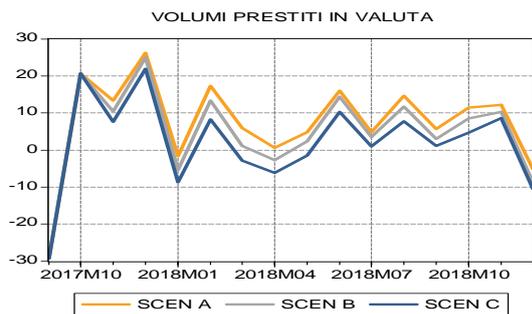
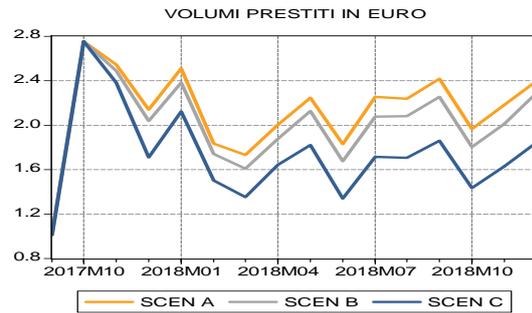
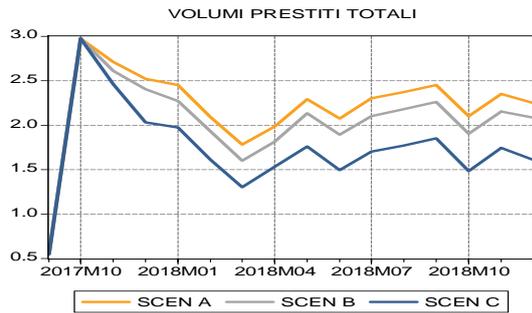
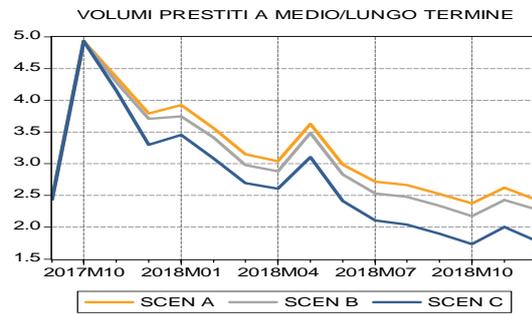
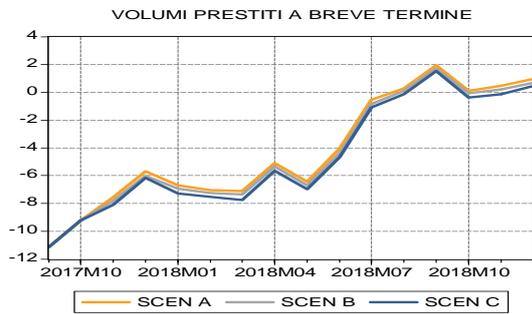
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



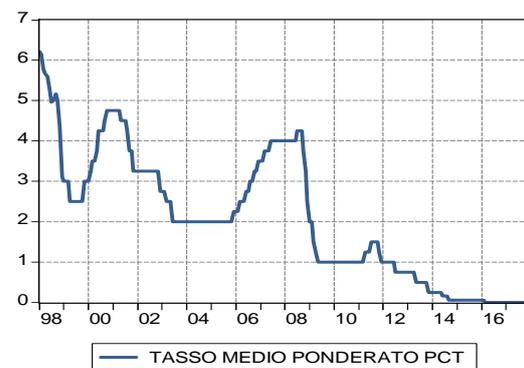
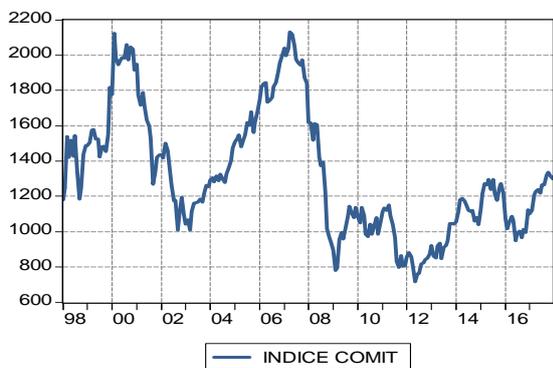
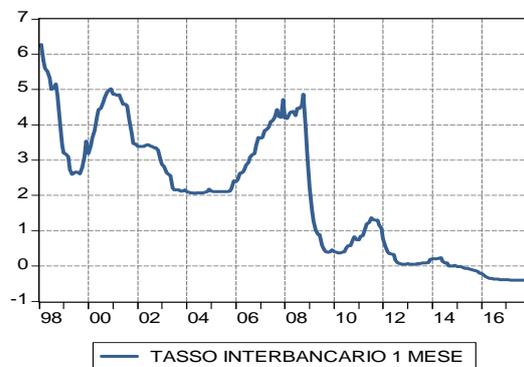
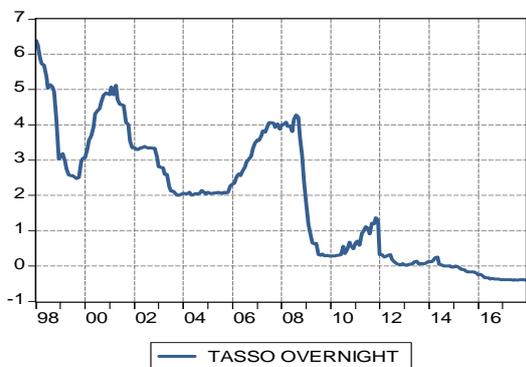
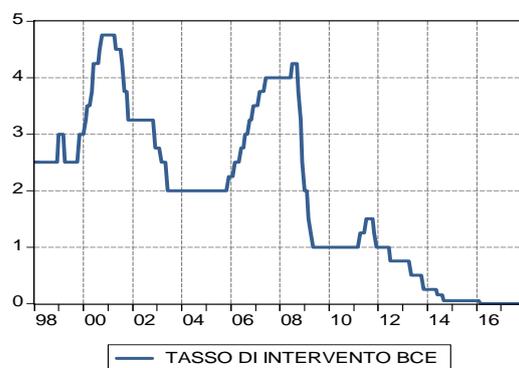
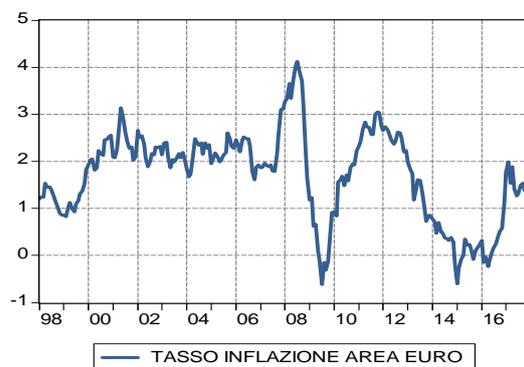
SCENARIO A	17 6	17 7	17 8	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1219	1264	1267	1319	1338	1314	1297	1281	1281	1273	1275	1257	1246	1237	1260	1277	1268	1252	1246
Produzione Industriale (Var. % a/a)	5.2	4.5	4.5	2.7	3.4	3.0	3.4	3.1	3.4	3.1	3.7	2.7	3.0	3.3	2.4	3.3	2.6	3.3	2.8
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.2	1.2	1.4	1.3	1.1	1.1	0.9	0.9	0.9	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.3	1.2	1.3
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.39	-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	-0.39	-0.39
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40
T. Interb. 3m lett.	-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	-0.38	-0.37
T. Interb. 6m lett.	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.31	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31
T. Depositi medio	0.40	0.39	0.39	0.39	0.38	0.38	0.38	0.38	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
T. Prestiti medio	2.80	2.78	2.77	2.75	2.75	2.74	2.74	2.74	2.75	2.75	2.75	2.75	2.76	2.76	2.76	2.76	2.77	2.77	2.77
T.prest. medio - T.dep. medio	2.40	2.38	2.38	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.37	2.37	2.37	2.37
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.39	-0.38	-0.38	-0.40	-0.41	-0.44	-0.45	-0.43	-0.42	-0.41	-0.41	-0.40	-0.39	-0.40	-0.39	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38
T. BOT comp. lordo 6m	-0.38	-0.37	-0.36	-0.39	-0.41	-0.44	-0.46	-0.44	-0.42	-0.40	-0.41	-0.39	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36
T. BOT comp. lordo 12m	-0.36	-0.36	-0.34	-0.33	-0.34	-0.40	-0.41	-0.38	-0.35	-0.33	-0.34	-0.32	-0.30	-0.31	-0.30	-0.28	-0.28	-0.27	-0.26
Rendistat lordo	1.25	1.34	1.27	1.25	1.23	1.03	1.20	1.39	1.41	1.46	1.45	1.55	1.62	1.61	1.66	1.71	1.70	1.73	1.77
Rendistat netto	1.09	1.17	1.11	1.10	1.07	0.90	1.05	1.21	1.23	1.28	1.27	1.36	1.41	1.41	1.45	1.50	1.49	1.51	1.55
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.26	0.22	0.19	0.20	0.10	0.02	0.24	0.37	0.37	0.39	0.37	0.44	0.53	0.49	0.55	0.62	0.59	0.63	0.66
Rend. BTP a 5 anni	0.95	0.90	0.86	0.88	0.69	0.59	0.86	1.00	1.01	1.03	1.02	1.09	1.19	1.15	1.21	1.29	1.27	1.31	1.34
Rend. BTP a 7 anni	1.63	1.55	1.53	1.57	1.30	1.22	1.49	1.62	1.63	1.65	1.63	1.70	1.79	1.76	1.82	1.89	1.86	1.91	1.93
Rend. BTP a 10 anni	2.23	2.18	2.14	2.23	1.92	1.86	2.13	2.25	2.27	2.29	2.27	2.34	2.43	2.40	2.46	2.53	2.51	2.55	2.58
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2386.871	2348.502	2344.704	2347.621	2397.287	2387.173	2401.138	2371.304	2351.316	2418.868	2430.71	2414.89	2436.28	2402.52	2400.27	2405.14	2447.63	2443.27	2455.16
Prestiti in euro	2346.092	2305.059	2319.404	2322.290	2362.809	2346.435	2354.410	2339.177	2306.652	2387.675	2396.919	2371.15	2388.955	2356.99	2371.27	2378.37	2409.21	2397.59	2410.82
Prestiti in valuta	40.779	43.443	25.299	25.331	34.478	40.739	46.728	32.127	44.664	31.193	33.794	43.741	47.324	45.525	29.007	26.764	38.415	45.685	44.341
Prestiti a breve	310.772	299.331	292.100	288.341	292.103	297.381	296.091	298.961	297.099	294.516	294.617	293.654	298.185	297.655	292.918	293.906	292.395	298.749	298.963
Prestiti a m / l	2076.100	2049.170	2052.603	2059.280	2105.184	2089.793	2105.047	2072.343	2054.217	2124.352	2136.097	2121.239	2138.094	2104.862	2107.355	2111.232	2155.235	2144.523	2156.200
Depositi totali	2334.866	2330.704	2333.245	2349.676	2362.835	2354.056	2392.954	2380.811	2385.610	2409.597	2422.536	2428.583	2428.260	2432.556	2437.541	2461.286	2478.613	2478.586	2514.277
Depositi in c / c	996.725	999.402	1005.412	1027.501	1028.534	1036.758	1070.549	1058.398	1063.254	1075.770	1095.701	1097.898	1102.976	1103.740	1105.752	1121.620	1130.462	1136.909	1168.290
Depositi a risparmio	294.928	295.909	297.201	297.368	296.910	297.234	299.052	299.281	299.178	298.638	297.667	297.188	296.904	297.329	298.479	298.646	298.097	298.631	300.637
Certif. deposito	1043.213	1035.393	1030.632	1024.808	1037.391	1020.064	1023.354	1023.132	1023.178	1035.189	1029.168	1033.497	1028.381	1031.486	1033.310	1041.020	1050.054	1043.046	1045.350
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	1.92	1.28	1.00	0.55	2.97	2.71	2.52	2.45	2.09	1.78	1.98	2.29	2.07	2.30	2.37	2.45	2.10	2.35	2.25
Prestiti in euro	1.69	1.28	1.70	1.01	2.75	2.54	2.14	2.51	1.83	1.73	2.00	2.25	1.83	2.25	2.24	2.41	1.96	2.18	2.40
Prestiti in valuta	17.43	1.17	-38.26	-29.28	20.63	13.34	26.17	-1.67	17.32	5.92	0.51	4.73	16.05	4.79	14.65	5.66	11.42	12.14	-5.11
Prestiti a breve	-7.53	-8.71	-10.04	-11.14	-9.23	-7.56	-5.70	-6.70	-7.04	-7.13	-5.10	-6.44	-4.05	-0.56	0.28	1.93	0.10	0.46	0.97
Prestiti a m / l	3.51	2.92	2.79	2.43	4.93	4.36	3.79	3.92	3.56	3.15	3.04	3.63	2.99	2.72	2.67	2.52	2.38	2.62	2.43
Depositi totali	2.64	2.91	3.48	3.67	4.49	4.54	3.74	4.35	5.48	1.68	1.40	3.96	4.00	4.37	4.47	4.75	4.90	5.29	5.07
Depositi in c / c	8.68	6.67	8.29	10.04	8.29	9.17	8.37	10.09	10.07	9.82	9.13	10.47	10.66	10.44	9.98	9.16	9.91	9.66	9.13
Depositi a risparmio	-1.84	-1.36	-0.91	-0.58	-0.40	-0.03	0.38	0.17	0.30	0.54	0.45	0.51	0.67	0.48	0.43	0.43	0.40	0.47	0.53
Certif. deposito	-1.32	0.73	0.41	-0.85	2.36	1.52	0.24	0.17	2.58	-5.30	-5.47	-1.25	-1.42	-0.38	0.26	1.58	1.22	2.25	2.15

SCENARIO B	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	18 12	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1219	1264	1267	1319	1338	1314	1297	1271	1273	1261	1263	1245	1230	1213	1232	1249	1236	1220	1210	1210
Produzione Industriale (Var. % a/a)	5.2	4.5	4.5	2.7	3.4	3.0	3.3	3.1	3.3	3.0	3.6	2.6	2.8	3.2	2.2	3.2	2.5	3.2	2.6	2.6
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.2	1.2	1.4	1.3	1.1	1.1	0.9	1.0	0.9	1.3	1.3	1.4	1.5	1.4	1.4	1.4	1.5	1.4	1.5	1.5
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.39	-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	-0.39	-0.39	-0.39
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39
T. Interb. 3m lett.	-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	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37
T. Interb. 6m lett.	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.31	-0.32	-0.32	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31
T. Depositi medio	0.40	0.39	0.39	0.39	0.38	0.38	0.38	0.38	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
T. Prestiti medio	2.80	2.78	2.77	2.75	2.75	2.74	2.74	2.75	2.75	2.75	2.75	2.76	2.76	2.76	2.76	2.77	2.77	2.77	2.77	2.78
T.prest. medio - T.dep. medio	2.40	2.38	2.38	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.39	-0.38	-0.38	-0.40	-0.41	-0.44	-0.45	-0.42	-0.41	-0.40	-0.40	-0.39	-0.38	-0.39	-0.38	-0.37	-0.37	-0.36	-0.35	-0.35
T. BOT comp. lordo 6m	-0.38	-0.37	-0.36	-0.39	-0.41	-0.44	-0.46	-0.43	-0.40	-0.39	-0.39	-0.38	-0.36	-0.37	-0.35	-0.34	-0.35	-0.32	-0.31	-0.31
T. BOT comp. lordo 12m	-0.36	-0.36	-0.34	-0.33	-0.34	-0.40	-0.41	-0.37	-0.33	-0.31	-0.32	-0.30	-0.27	-0.28	-0.27	-0.24	-0.21	-0.19	-0.17	-0.17
Rendistat lordo	1.25	1.34	1.27	1.25	1.23	1.03	1.20	1.41	1.43	1.50	1.50	1.60	1.68	1.67	1.72	1.82	1.78	1.84	1.89	1.89
Rendistat netto	1.09	1.17	1.11	1.10	1.07	0.90	1.05	1.23	1.25	1.31	1.31	1.40	1.47	1.46	1.50	1.59	1.55	1.61	1.66	1.66
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.26	0.22	0.19	0.20	0.10	0.02	0.24	0.40	0.40	0.44	0.42	0.49	0.59	0.55	0.63	0.74	0.70	0.76	0.82	0.82
Rend. BTP a 5 anni	0.95	0.90	0.86	0.88	0.69	0.59	0.86	1.02	1.04	1.08	1.06	1.14	1.25	1.22	1.29	1.41	1.39	1.45	1.51	1.51
Rend. BTP a 7 anni	1.63	1.55	1.53	1.57	1.30	1.22	1.49	1.65	1.66	1.70	1.68	1.75	1.85	1.82	1.89	2.00	1.98	2.04	2.09	2.09
Rend. BTP a 10 anni	2.23	2.18	2.14	2.23	1.92	1.86	2.13	2.28	2.29	2.33	2.32	2.39	2.49	2.46	2.53	2.64	2.62	2.68	2.74	2.74
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2386.871	2348.502	2344.704	2347.621	2397.287	2384.849	2398.327	2367.137	2347.631	2414.590	2426.66	2411.12	2431.98	2397.82	2395.82	2400.68	2442.84	2436.12	2448.21	2448.21
Prestiti in euro	2346.092	2305.059	2319.404	2322.290	2362.809	2345.153	2352.059	2336.256	2304.477	2384.835	2393.982	2368.35	2385.366	2352.87	2367.58	2374.59	2405.41	2392.34	2405.99	2405.99
Prestiti in valuta	40.779	43.443	25.299	25.331	34.478	39.696	46.268	30.882	43.154	29.755	32.679	42.769	46.617	44.954	28.240	26.089	37.425	43.786	42.221	42.221
Prestiti a breve	310.772	299.331	292.100	288.341	292.103	296.512	295.023	298.224	296.396	293.786	293.841	292.869	297.160	296.787	292.392	293.243	291.869	297.164	297.000	297.000
Prestiti a m / l	2076.100	2049.170	2052.603	2059.280	2105.184	2088.337	2103.304	2068.914	2051.235	2120.804	2132.821	2118.246	2134.823	2101.033	2103.426	2107.435	2150.966	2138.959	2151.212	2151.212
Depositi totali	2334.866	2330.704	2333.245	2349.676	2362.835	2352.255	2389.264	2376.933	2381.539	2405.568	2418.235	2424.144	2424.291	2428.360	2433.108	2456.116	2473.179	2471.514	2506.338	2506.338
Depositi in c / c	996.725	999.402	1005.412	1027.501	1028.534	1035.049	1069.067	1056.572	1061.418	1073.909	1093.794	1095.413	1100.982	1101.741	1103.138	1119.256	1128.405	1133.068	1164.535	1164.535
Depositi a risparmio	294.928	295.909	297.201	297.368	296.910	296.996	298.814	299.102	298.999	298.460	297.518	297.040	296.697	297.152	298.331	298.468	297.919	298.184	300.218	300.218
Certif. deposito	1043.213	1035.393	1030.632	1024.808	1037.391	1020.210	1021.383	1021.259	1021.122	1033.200	1026.923	1031.691	1026.611	1029.467	1031.639	1038.392	1046.855	1040.262	1041.585	1041.585
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	1.92	1.28	1.00	0.55	2.97	2.61	2.40	2.27	1.93	1.60	1.81	2.13	1.89	2.10	2.18	2.26	1.90	2.15	2.08	2.08
Prestiti in euro	1.69	1.28	1.70	1.01	2.75	2.49	2.04	2.38	1.74	1.61	1.88	2.13	1.67	2.07	2.08	2.25	1.80	2.01	2.29	2.29
Prestiti in valuta	17.43	1.17	-38.26	-29.28	20.63	10.44	24.93	-5.48	13.35	1.04	-2.80	2.41	14.32	3.48	11.62	2.99	8.55	10.30	-8.75	-8.75
Prestiti a breve	-7.53	-8.71	-10.04	-11.14	-9.23	-7.83	-6.04	-6.93	-7.26	-7.36	-5.35	-6.69	-4.38	-0.85	0.10	1.70	-0.08	0.22	0.67	0.67
Prestiti a m / l	3.51	2.92	2.79	2.43	4.93	4.29	3.71	3.75	3.41	2.98	2.88	3.48	2.83	2.53	2.48	2.34	2.17	2.42	2.28	2.28
Depositi totali	2.64	2.91	3.48	3.67	4.49	4.46	3.58	4.18	5.30	1.51	1.22	3.77	3.83	4.19	4.28	4.53	4.67	5.07	4.90	4.90
Depositi in c / c	8.68	6.67	8.29	10.04	8.29	8.99	8.22	9.90	9.88	9.63	8.94	10.22	10.46	10.24	9.72	8.93	9.71	9.47	8.93	8.93
Depositi a risparmio	-1.84	-1.36	-0.91	-0.58	-0.40	-0.11	0.30	0.11	0.24	0.48	0.40	0.46	0.60	0.42	0.38	0.37	0.34	0.40	0.47	0.47
Certif. deposito	-1.32	0.73	0.41	-0.85	2.36	1.53	0.05	-0.01	2.38	-5.49	-5.68	-1.42	-1.59	-0.57	0.10	1.33	0.91	1.97	1.98	1.98

SCENARIO C	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	18 12
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1219	1264	1267	1319	1338	1314	1297	1296	1304	1314	1296	1306	1325	1306	1324	1333	1322	1310	1318
Produzione Industriale (Var. % a/a)	5.2	4.5	4.5	2.7	3.4	2.8	3.1	2.8	3.0	2.8	3.4	2.2	2.6	2.9	1.7	2.7	1.9	2.4	2.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.2	1.2	1.4	1.3	1.1	1.1	0.9	0.8	0.8	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.0	1.1	1.2	1.1	1.2
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.38	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.40
T. Interb. 3m lett.	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 6m lett.	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.31	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.31
T. Depositi medio	0.40	0.39	0.39	0.39	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40
T. Prestiti medio	2.80	2.78	2.77	2.75	2.75	2.74	2.74	2.74	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.76	2.76	2.76	2.77	2.77	2.77
T.prest. medio - T.dep. medio	2.40	2.38	2.38	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.36	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.39	-0.38	-0.38	-0.40	-0.41	-0.44	-0.45	-0.44	-0.43	-0.42	-0.43	-0.43	-0.42	-0.43	-0.42	-0.41	-0.42	-0.42	-0.42
T. BOT comp. lordo 6m	-0.38	-0.37	-0.36	-0.39	-0.41	-0.44	-0.46	-0.45	-0.43	-0.43	-0.44	-0.43	-0.42	-0.43	-0.42	-0.41	-0.42	-0.43	-0.42
T. BOT comp. lordo 12m	-0.36	-0.36	-0.34	-0.33	-0.34	-0.40	-0.41	-0.40	-0.38	-0.38	-0.39	-0.38	-0.37	-0.37	-0.36	-0.33	-0.35	-0.35	-0.34
Rendistat lordo	1.25	1.34	1.27	1.25	1.23	1.03	1.20	1.36	1.37	1.42	1.42	1.47	1.55	1.53	1.57	1.65	1.62	1.64	1.67
Rendistat netto	1.09	1.17	1.11	1.10	1.07	0.90	1.05	1.19	1.20	1.25	1.24	1.28	1.36	1.34	1.37	1.44	1.42	1.44	1.46
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.26	0.22	0.19	0.20	0.10	0.02	0.24	0.28	0.30	0.33	0.30	0.36	0.43	0.41	0.46	0.53	0.50	0.53	0.56
Rend. BTP a 5 anni	0.95	0.90	0.86	0.88	0.69	0.59	0.86	0.91	0.94	0.97	0.95	1.01	1.09	1.07	1.12	1.20	1.18	1.21	1.24
Rend. BTP a 7 anni	1.63	1.55	1.53	1.57	1.30	1.22	1.49	1.54	1.56	1.60	1.57	1.63	1.70	1.68	1.73	1.80	1.78	1.81	1.84
Rend. BTP a 10 anni	2.23	2.18	2.14	2.23	1.92	1.86	2.13	2.18	2.20	2.23	2.21	2.26	2.34	2.32	2.37	2.44	2.42	2.45	2.49
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2386.871	2348.502	2344.704	2347.621	2397.287	2381.363	2389.661	2360.193	2340.261	2407.460	2419.99	2402.38	2422.44	2388.43	2386.21	2391.05	2432.77	2422.80	2428.13
Prestiti in euro	2346.092	2305.059	2319.404	2322.290	2362.809	2342.705	2344.498	2330.368	2299.041	2378.873	2388.436	2361.23	2377.459	2344.54	2358.95	2365.44	2396.67	2380.80	2387.71
Prestiti in valuta	40.779	43.443	25.299	25.331	34.478	38.658	45.163	29.825	41.220	28.587	31.551	41.154	44.976	43.881	27.255	25.614	36.099	42.001	40.427
Prestiti a breve	310.772	299.331	292.100	288.341	292.103	295.611	294.646	297.100	295.513	292.552	292.894	291.911	296.300	296.098	291.658	292.752	290.997	295.199	295.917
Prestiti a m / l	2076.100	2049.170	2052.603	2059.280	2105.184	2085.752	2095.015	2063.093	2044.748	2114.908	2127.094	2110.470	2126.136	2092.328	2094.547	2098.300	2141.770	2127.599	2132.218
Depositi totali	2334.866	2330.704	2333.245	2349.676	2362.835	2347.686	2380.869	2371.173	2374.468	2398.504	2407.995	2414.753	2414.353	2420.566	2422.524	2447.742	2463.169	2458.432	2487.508
Depositi in c / c	996.725	999.402	1005.412	1027.501	1028.534	1032.776	1064.940	1053.272	1058.138	1071.224	1090.536	1092.186	1097.948	1098.182	1099.024	1115.336	1124.816	1127.038	1155.859
Depositi a risparmio	294.928	295.909	297.201	297.368	296.910	296.719	298.352	298.730	298.604	298.050	297.174	296.634	296.230	296.647	297.838	297.969	297.393	297.389	299.277
Certif. deposito	1043.213	1035.393	1030.632	1024.808	1037.391	1018.191	1017.577	1019.171	1017.726	1029.230	1020.285	1025.933	1020.175	1025.737	1025.662	1034.437	1040.960	1034.005	1032.372
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	1.92	1.28	1.00	0.55	2.97	2.46	2.03	1.97	1.61	1.30	1.53	1.76	1.49	1.70	1.77	1.85	1.48	1.74	1.61
Prestiti in euro	1.69	1.28	1.70	1.01	2.75	2.38	1.71	2.12	1.50	1.35	1.64	1.82	1.34	1.71	1.71	1.86	1.43	1.63	1.84
Prestiti in valuta	17.43	1.17	-38.26	-29.28	20.63	7.55	21.95	-8.72	8.27	-2.92	-6.16	-1.46	10.29	1.01	7.73	1.12	4.70	8.65	-10.49
Prestiti a breve	-7.53	-8.71	-10.04	-11.14	-9.23	-8.11	-6.16	-7.28	-7.54	-7.75	-5.66	-7.00	-4.66	-1.08	-0.15	1.53	-0.38	-0.14	0.43
Prestiti a m / l	3.51	2.92	2.79	2.43	4.93	4.16	3.30	3.46	3.08	2.69	2.61	3.10	2.41	2.11	2.04	1.89	1.74	2.01	1.78
Depositi totali	2.64	2.91	3.48	3.67	4.49	4.26	3.22	3.93	4.99	1.21	0.79	3.37	3.40	3.86	3.83	4.17	4.25	4.72	4.48
Depositi in c / c	8.68	6.67	8.29	10.04	8.29	8.75	7.80	9.56	9.54	9.36	8.62	9.90	10.16	9.88	9.31	8.55	9.36	9.13	8.54
Depositi a risparmio	-1.84	-1.36	-0.91	-0.58	-0.40	-0.20	0.14	-0.01	0.11	0.34	0.28	0.32	0.44	0.25	0.21	0.20	0.16	0.23	0.31
Certif. deposito	-1.32	0.73	0.41	-0.85	2.36	1.33	-0.33	-0.22	2.04	-5.85	-6.29	-1.97	-2.21	-0.93	-0.48	0.94	0.34	1.55	1.45

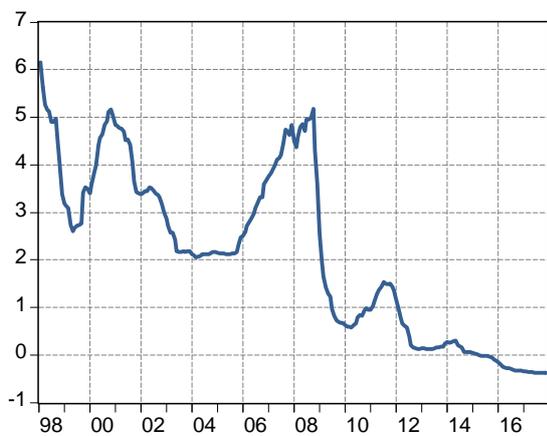
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili

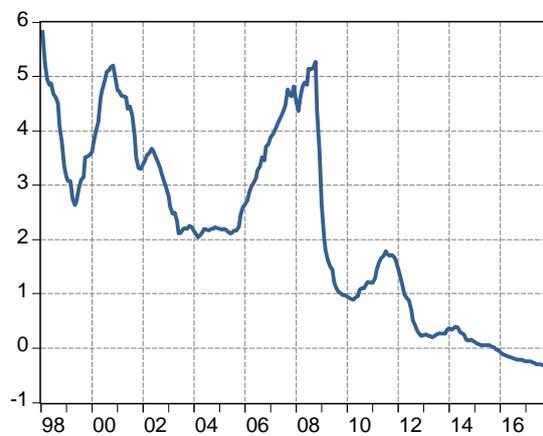


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

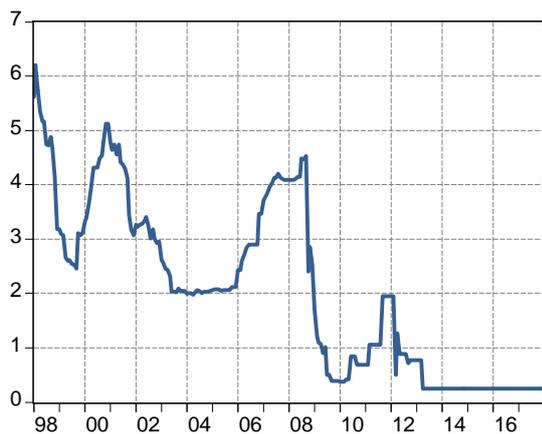
Dati mensili



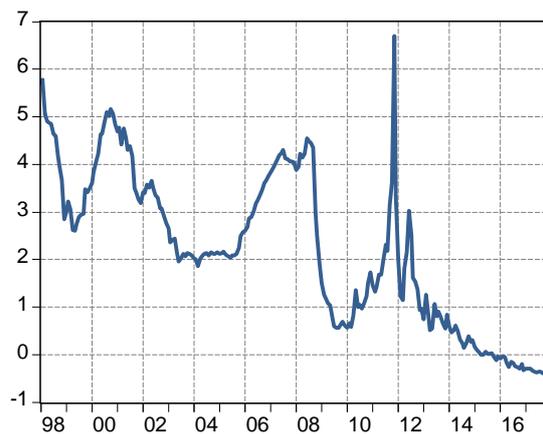
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI (LIBOR)



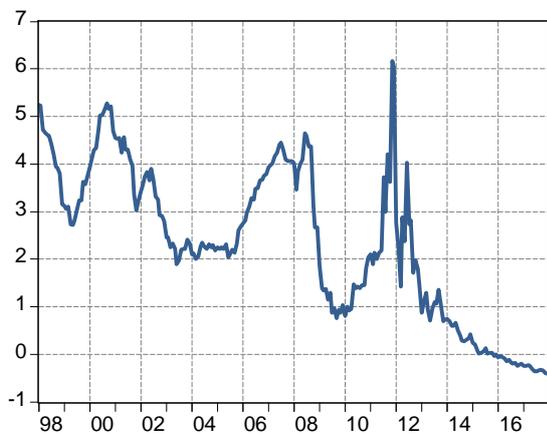
TASSO INTERBANCARIO 6 MESI



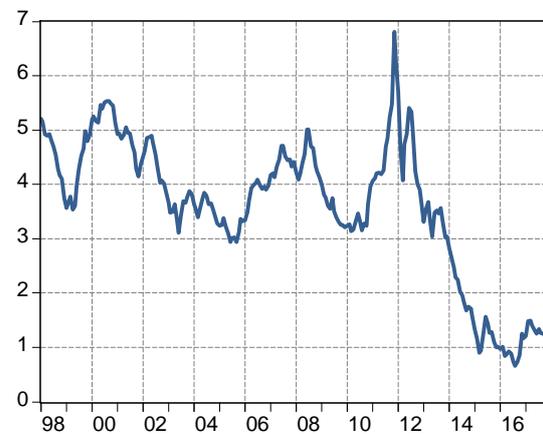
TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO



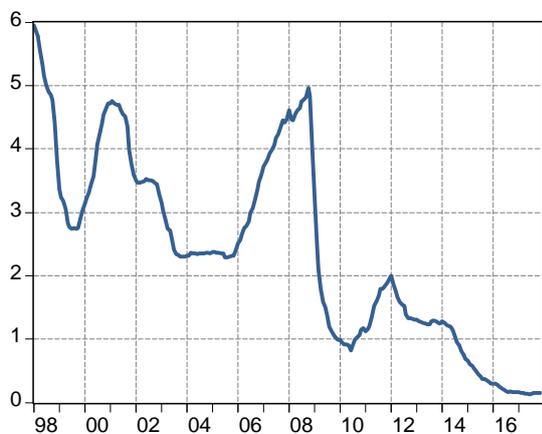
TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO



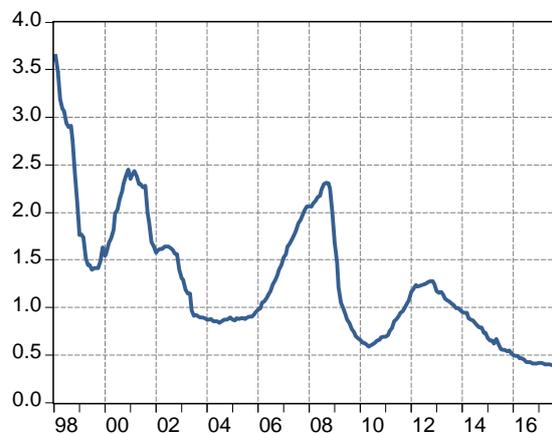
RENDISTAT LORDO

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

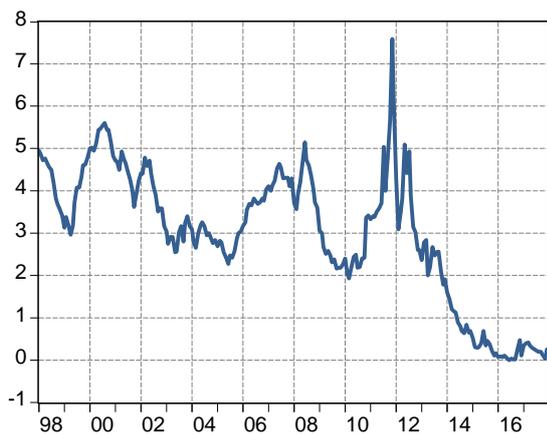
Dati mensili



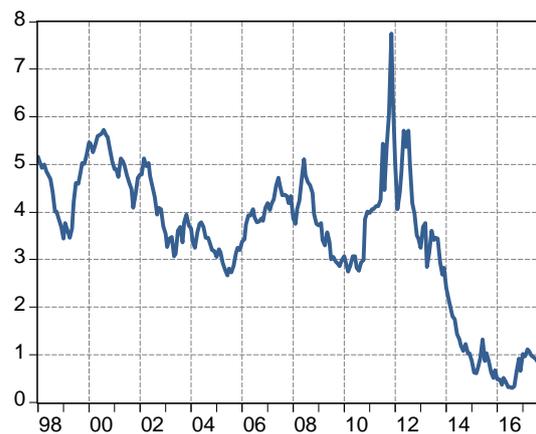
TASSO PRESTITI MINIMO



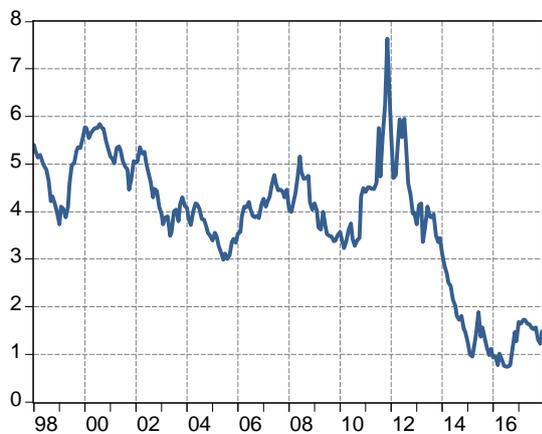
TASSO DEPOSITI MEDIO



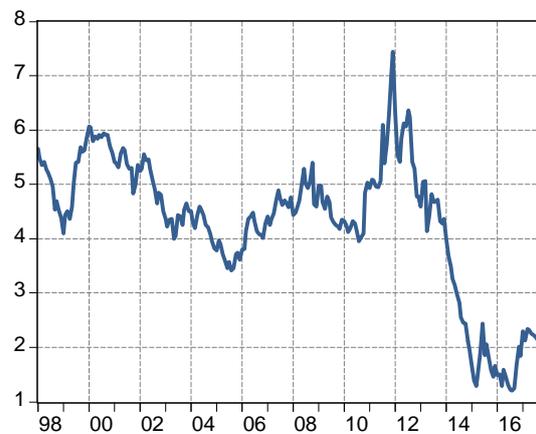
RENDIMENTO A 3 ANNI



RENDIMENTO A 5 ANNI



RENDIMENTO A 7 ANNI



RENDIMENTO A 10 ANNI

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

