

MEFIM

MODELLO
ECONOMETRICO
FINANZIARIO
INTERNAZIONALE
MENSILE

Aprile 2018



Federazione
Veneta



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 marzo 2018.

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

Come messo in evidenza il mese scorso, sullo scenario internazionale permangono i due fattori critici rappresentati dal protezionismo di Trump e dall'incertezza politica in Italia che potrebbe destabilizzare l'Area Euro.

Per quanto riguarda il primo fattore, il Presidente degli Stati Uniti ha proseguito sulla strada indicata a fine febbraio. Dopo l'annuncio di un dazio del 25% su tutte le importazioni americane di acciaio e del 10% su quelle dell'alluminio, l'attenzione si è rivolta in particolar modo alla Cina. Oltre a restrizioni sui visti e investimenti cinesi in USA, la manovra protezionistica annunciata riguarderebbe 1300 prodotti importati dalla Cina per un valore di 60 miliardi di dollari. Per il momento, la controparte ha risposto solo timidamente con dazi su 128 prodotti d'importazione dagli USA per un valore di 3

miliardi di dollari, escludendo i due settori nei quali i cinesi più importano dagli Stati Uniti, cioè i prodotti agricoli e le componenti per l'aeronautica, ma ha fatto intendere che si tratterebbe solo dell'inizio di una guerra commerciale qualora alle parole di Trump seguissero i fatti. Va sottolineato che all'interno del WTO vi è una clausola di reciprocità che permette a un Paese colpito da un dazio di rispondere con uno di pari entità anche in un altro settore. Ora spetta al Tesoro americano decidere se implementare o meno le misure protezionistiche. Molti sono contrari anche all'interno dello stesso partito del Presidente.

A livello globale, gli effetti temuti di tale politica sono, da un lato, una minore crescita perché le tariffe scoraggiano gli scambi internazionali e, dall'altro, un'inflazione più elevata per i probabili maggiori costi di una produzione autoctona. Questo vale per qualsiasi Paese. Difficile capire quale sarà l'impatto sulle politiche monetarie perché il primo effetto imporrebbe una minore restrizione monetaria, mentre il secondo la dovrebbe inasprire. Nei prossimi mesi quindi sarà rilevante verificare l'andamento degli indicatori di crescita e d'inflazione. Per il momento, dopo la chiusura del 2017 con risultati brillanti dal punto di vista della crescita economica, i dati mensili dimostrano un avvio dell'anno in corso più in sordina in tutte e tre le macro-aree, USA, Giappone e Area Euro. Finché si rimarrà a livello di semplici annunci, nel brevissimo termine, il timore è che il protezionismo agisca sulla fiducia dei produttori spingendo a un atteggiamento di *wait and see* e quindi influisca di più sulla crescita. Tuttavia, nel medio termine, soprattutto negli Stati Uniti che hanno un mercato del lavoro al pieno impiego, i rischi di pressioni inflazionistiche potrebbero diventare più pressanti.

Gli scenari non sono pertanto stati modificati rispetto al mese scorso, e si continua ad assegnare un'alta probabilità all'ipotesi nella quale la Fed, dopo il rialzo di marzo di 25 punti base già ampiamente scontato dai mercati, debba aumentare altre tre volte i tassi ufficiali nel 2018, a giugno, settembre e dicembre con incrementi di 25 centesimi ciascuno (Scenario C – probabilità 60%). Alla riunione di marzo, il Consiglio ha modificato le proiezioni sui *Fed fund* nel 2019 e nel 2020 da due a tre rialzi in ciascun anno, ma non per il 2018, per il quale quindi rimangono a tre i rialzi totali (due ancora da attuare). Queste indicazioni, tuttavia, si sono affermate per un solo voto, altrimenti avrebbero prevalso quattro rialzi totali nel 2018 (ancora tre da compiere) come ipotizzato nello scenario C, a testimonianza di un'ampia divisione anche all'interno dello stesso Board. Non si esclude una politica monetaria più cauta con solo altri due rialzi, ma a questa eventualità è assegnata una probabilità del 30% (Scenario A).

Se s'inserisce l'analisi precedente nel contesto dell'Area Euro, il discorso è ben diverso. Nel mercato del lavoro, pur in continuo miglioramento, il tasso di disoccupazione è ancora molto elevato (+8.6%) doppio rispetto a quello statunitense (+4.1%). Un'inflazione intorno all'1%, ben lontana dall'obiettivo del 2%, ha ampi margini al rialzo prima di imporre alla Banca Centrale una svolta più rapida nel processo di normalizzazione della politica monetaria, qualora prevalessero i rischi di rincari per effetto dei dazi. Infine, l'impatto restrittivo dovuto alla forza dell'euro è già in atto. I dati macroeconomici d'inizio anno non sono stati così brillanti come quelli di fine 2017. È probabile che un ruolo sia stato giocato da fattori meteorologici temporanei di un inverno particolarmente rigido che ha colpito l'intera Europa, ma l'analisi dei flussi commerciali indica che anche l'euro forte ha avuto il suo peso sulle esportazioni dell'area.

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

Da quanto è emerso alla riunione di marzo, la BCE continua a ritenere che i tassi ufficiali rimarranno sui livelli attuali *"per un prolungato periodo di tempo e ben oltre l'orizzonte del Quantitative Easing"*. Ha ribadito che gli acquisti di titoli sul mercato secondario per 30 miliardi di euro mensili saranno mantenuti fino a settembre 2018 e *"oltre se necessario e in ogni caso finché non si verificheranno progressi duraturi sull'inflazione"*. È stata tolta la frase introdotta nel 2016 quando si erano ridotti gli acquisti da 80 a 60 miliardi: *"se la previsione diventa meno favorevole siamo pronti ad aumentare gli acquisti in termini di dimensione e di durata"*. È stata quindi tolta la possibilità di un aumento di QE nella quantità, ma non quella di una sua estensione temporale. Draghi, comunque, durante la conferenza stampa, ha tenuto a precisare che, di fatto, l'omissione non rappresenta un nuovo segnale di politica monetaria, ma semplicemente un adeguamento alle condizioni attuali, poiché quella frase era stata inserita ancora nel 2016, quando vi era deflazione. Ha sottolineato, inoltre, che la politica rimane espansiva anche attraverso i reinvestimenti dei titoli già in portafoglio oltre la scadenza del QE e *"per quanto sarà necessario"*. Tra i rischi al ribasso sulla crescita sono stati menzionati fattori globali, come il protezionismo e l'andamento dei tassi di cambio. Riteniamo pertanto che Draghi continuerà a mantenere un atteggiamento accomodante in termini di politica monetaria per tutto l'anno in corso (Scenario C – Probabilità 60%). Tanto più che, come sottolineato all'inizio di quest'analisi, il fattore critico dell'incertezza politica italiana non si è risolto con le elezioni del 4 marzo scorso. La difficoltà di trovare una maggioranza o una coalizione in grado di governare potrebbe lasciare il nostro Paese in uno stallo politico ancora a lungo, non escludendo l'ipotesi di nuove elezioni.

In Giappone, la revisione dei dati trimestrali ha riportato la crescita tendenziale del PIL nipponico nel quarto trimestre del 2017 sopra il 2% (+2.1% a/a) e quelli mensili hanno dimostrato che l'incertezza del ciclo economico d'inizio anno era solo temporanea. Tutti gli indicatori riferiti prevalentemente a febbraio sono risultati molto positivi. Per il momento, la crescita ha trovato la forza trainante nei consumi, ma resta l'incognita dell'apprezzamento dello yen e del protezionismo di Trump sulla componente del canale estero, già in affanno a fine dello scorso anno.

Alla riunione di marzo, la Banca Centrale del Giappone ha sottolineato che sebbene gli aumenti dei rendimenti a livello internazionale non abbiano influito sull'economia giapponese, ne vanno monitorati gli effetti sulla fiducia di produttori e consumatori. All'avvio del nuovo anno fiscale (aprile) sarà necessario seguire le trattative salariali di primavera per verificare se la crescita dei salari reali sarà sufficientemente positiva, perché ci vorrà ancora del tempo per dissipare la mentalità deflazionistica. Poiché i profitti del sistema bancario hanno un impatto cumulativo sulla sua forza finanziaria, ci sarà il rischio di un ridimensionamento del credito, se il contesto di rendimenti bassissimi sarà molto prolungato. C'è tuttavia ancora molta strada da percorrere per raggiungere l'obiettivo di stabilità dei prezzi del 2% e non è ancora il momento di prendere in considerazione la normalizzazione della politica monetaria, anche se il Presidente Kuroda ha ribadito che è importante far comprendere agli individui che *normalizzazione non significa stretta monetaria*.

In marzo, il prezzo del petrolio ha ritrovato una fase di forza. Il Brent è ritornato a salire verso i 68 dollari al barile e il WTI verso i 63 senza però raggiungere le quotazioni di gennaio (70 e 66, rispettivamente). Si devono però tenere presenti tre punti importanti: 1) il fattore stagionale che tende in questo periodo dell'anno a mantenere basse le quotazioni per la manutenzione delle raffinerie; quindi se il prezzo cresce ora, significa che ha molta forza da sprigionare a maggio e giugno, una volta superata la bassa stagionalità; 2) l'Arabia Saudita ha dichiarato di voler estendere i tagli alla produzione anche al 2019; 3) la produzione venezuelana comincia a mancare. Queste forze rialziste dovrebbero prevalere nei prossimi mesi e quindi riteniamo che il prezzo del petrolio possa superare i 70 dollari per il Brent e i 65 per il WTI nel medio termine, a meno che la guerra commerciale non si realizzi con toni aspri tali da intaccare seriamente la crescita globale.

GLI ULTIMI DATI

In USA, i dati definitivi sul PIL del quarto trimestre del 2017 hanno portato la variazione trimestrale annualizzata a **+2.9% t/t** da +2.5% delle precedenti rilevazioni e quella tendenziale a **+2.6% a/a** da +2.5%, sorprendendo in positivo gli economisti che si aspettavano una crescita congiunturale più cauta a +2.7% t/t. **In definitiva, nella parte finale del 2017 il ciclo economico americano, pur con un leggero aggiustamento verso il basso rispetto al terzo trimestre in cui aveva registrato un +3.2% t/t, ha mantenuto la sua forza. La revisione al rialzo relativa agli ultimi tre mesi dello scorso anno ha riguardato in particolare: i consumi, che hanno rafforzato il già importante contributo positivo alla crescita del PIL a +2.8% t/t, rispetto alle precedenti rilevazioni di +2.6%; le esportazioni nette che hanno amplificato ulteriormente il loro apporto negativo a -1.2% t/t da -1.1%, dovuto all'esplosione delle importazioni; le scorte che hanno sottratto crescita per un -0.5% t/t anziché -0.7%, mantenendo in ogni caso un decumulo importante. I dati finali non hanno quindi fatto altro che enfatizzare le dinamiche già emerse in sede dei preliminari: la crescita americana rimane robusta, ma con un forte disequilibrio a favore dei consumi che sono stati soddisfatti da prodotti importati e dalle scorte. A fronte di un'economia vicina al pieno impiego, l'offerta non è stata in grado di soddisfare la domanda interna, costringendo da un lato a un'erosione del magazzino e dall'altro a importare prodotti dall'estero.**

I dati mensili, prevalentemente relativi a febbraio, sono rilevanti per verificare se l'incertezza dimostrata, sia dal lato dell'offerta sia della domanda, a inizio 2018, fosse dovuta all'effetto negativo temporaneo delle condizioni meteorologiche particolarmente rigide di gennaio o fosse un segnale d'indebolimento del ciclo economico. Il quadro che emerge va a favore della prima ipotesi. In febbraio, infatti, soprattutto dal lato dell'offerta, le rilevazioni hanno messo a segno forti incrementi, battendo le attese degli economisti: la produzione industriale, gli ordini di beni durevoli totali ed esclusi i trasporti sono aumentati rispetto al mese precedente rispettivamente di +0.9% m/m, +3.1% e +1.2%, contro aspettative di +0.4%, +1.6% e +0.5%. Il tasso di utilizzo degli impianti si è portato al 77.7% dal 77% di gennaio (rivisto da 77.5%). Dal lato della domanda, i dati sono meno brillanti, ma ciò va interpretato in senso positivo, visto lo squilibrio a favore di un eccesso dei consumi rilevato nei dati trimestrali di fine 2017 sopra menzionati: in febbraio, le vendite al dettaglio sono leggermente diminuite di -0.1% m/m rispetto al mese precedente; in termini reali, i consumi privati sono rimasti invariati e i redditi personali hanno registrato un incremento limitato di +0.2% m/m, dopo il rialzo di +0.6% di gennaio. Il mercato del lavoro ha continuato a rafforzarsi: in febbraio, pur con un tasso di disoccupazione fermo da sei mesi al livello minimo del 4.1%, l'occupazione ha registrato un forte incremento di +313 mila unità, dopo quello altrettanto consistente di gennaio di +239 mila (rivisto al rialzo da +200 mila) e contro le aspettative più caute di +205 mila.

Dall'altro lato, tuttavia, in marzo la fiducia di produttori e consumatori si è ridimensionata, forse per le preoccupazioni sul protezionismo annunciato da Trump che sta entrando nel vivo della discussione: l'INAPM si è portato a quota 57.4 da 61.9 del mese precedente e il *Conference Board* si è sgonfiato a quota 127.7 da 130. Entrambi gli indici erano previsti in lieve rialzo. Le preoccupazioni espresse da più parti sul fatto che il protezionismo potrebbe intaccare la fiducia degli individui rendono questi indicatori fattori chiave da seguire nella loro dinamica.

Nel contempo, i salari orari, osservati speciali per individuare tensioni inflazionistiche, hanno mantenuto una dinamica consistente, ma in ridimensionamento: in febbraio hanno registrato un incremento tendenziale di +2.6% da +2.8% del mese precedente.

Gli altri indicatori d'inflazione hanno registrato solo lievi incrementi, pur avvicinandosi lentamente all'obiettivo della Fed del 2%: in febbraio, la variazione tendenziale dello

USA

Il mercato del lavoro si mantiene molto forte, ma la dinamica dei salari si ridimensiona. Attenzione all'effetto del protezionismo annunciato

indice globale dei prezzi PCE (*Personal Consumption Expenditures*) si è portato a +1.8% a/a da +1.7% del mese precedente e quello *core*, depurato dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, ha raggiunto +1.6% a/a da +1.5%.

Tutto ciò si è riflesso sui rendimenti dei titoli di Stato: dopo la fiammata registrata in febbraio per un aggiustamento verso l'alto delle aspettative inflazionistiche, si sono ridimensionati, incorporando l'incertezza dovuta al doppio eventuale effetto contraddittorio del protezionismo di Trump: alimentare pressioni inflazionistiche, da un lato, ma allo stesso tempo scoraggiare la crescita economica, dall'altro.

A fronte dell'analisi precedente, gli scenari rimangono invariati rispetto al mese scorso e si assegna maggiore probabilità a quello nel quale, nel 2018, la Fed interviene sui tassi ufficiali con altri tre rialzi da 25 punti base ciascuno a giugno, settembre e dicembre (Scenario C – probabilità 60%) anziché con altri due, dopo quello già deciso a marzo, come prospettato dalla Fed alla riunione di dicembre del 2017.

In Giappone, la revisione al rialzo dei dati del PIL relativi al quarto trimestre del 2017, ha riportato la fiducia sulla ripresa economica, dopo la parziale delusione in occasione della pubblicazione di quelli preliminari: la crescita congiunturale, infatti, è stata pari a +0.4% t/t (rivisto da +0.1%) e quella tendenziale a +2.1% a/a (rivisto da +1.6%) mantenendosi tutto sommato in linea con i brillanti risultati del trimestre precedente di +0.6% t/t e +1.9% a/a. **La revisione ha interessato principalmente gli investimenti fissi e le scorte.** I primi hanno supportato positivamente la crescita, anche se in modo limitato, con +0.1% t/t rispetto al contributo nullo dei dati preliminari. Le scorte sono riuscite a invertire il risultato da un contributo negativo di -0.1% t/t a uno positivo di +0.1%. **Resta, in ogni caso, confermata la forza trainante dei consumi, che hanno supportato la crescita con un +0.3%, superando la debolezza che questa componente aveva registrato nel terzo trimestre (-0.4%).** La domanda interna ha determinato un incremento delle importazioni (+2.9% t/t) che, essendo sostanzialmente in linea con la dinamica delle esportazioni (+2.4%) ha azzerato il contributo del canale estero. Si ricorda che quest'ultimo aveva rappresentato la componente trainante nel terzo trimestre (+0.5%) a causa di un calo delle importazioni conseguente alla limitatezza dei consumi.

I dati mensili, prevalentemente relativi a febbraio, hanno registrato buoni risultati lasciando intendere che la crescita economica nipponica potrebbe proseguire anche nell'anno in corso e che le incertezze emerse dai dati di gennaio avevano carattere temporaneo. In febbraio, la produzione industriale ha messo a segno un importante incremento di +4.1% m/m, riuscendo ad annullare almeno parzialmente il pessimo risultato di gennaio (-6.8% m/m, rivisto da -6.6%). Non ha battuto le attese degli economisti (+5%) ma rappresenta, comunque, un risultato importante. Tanto più che gli ordini di macchinari, riferiti però a gennaio, hanno registrato un corposo +8.2% m/m a fronte di un crollo di -9.3% del mese precedente (rivisto da -11.9%). Tiepida, invece, è risultata la fiducia dei produttori, che in marzo si è ridimensionata a 53.2 da 54.1 del mese precedente.

Dal lato della domanda, in febbraio anche le vendite al dettaglio hanno recuperato con un +0.4% m/m, leggermente sotto le attese di +0.6%. Se si tiene conto che nei tre mesi precedenti i dati erano stati di -1.6% m/m nel mese precedente, +1% a dicembre e novembre, si può concludere che il dato di gennaio ha rappresentato una semplice pausa lungo una dinamica positiva. Da segnalare che la fiducia dei consumatori ha corretto verso il basso, ma solo limitatamente a 44.3 da 44.7 di gennaio.

Progressi sono infine stati registrati sul fronte della lotta alla deflazione: in febbraio, la variazione tendenziale del CPI (*Consumer Price Index*) globale si è portata a +1.5% a/a da +1.3% del mese precedente e quella *core* a +0.9% a/a da +0.8%.

Anche questo mese, si ritiene importante sottolineare che alla riunione della Banca

GIAPPONE

I dati trimestrali riportano la crescita sopra il 2% e quelli mensili sono positivi sia dal lato della domanda sia da quello dell'offerta

Centrale del Giappone si è enfatizzata l'importanza di far comprendere ai mercati che un'eventuale normalizzazione dello stimolo monetario non significherebbe una politica restrittiva.

In Area Euro, la revisione dei dati del PIL relativi al quarto trimestre del 2017, disponibili ora anche per le singole componenti, conferma la solidità del ciclo economico. **Il PIL è aumentato di +0.6% su base congiunturale e +2.7% in termini tendenziali**, in linea con le attese. Il ritmo di crescita è oramai stabile sopra il 2.5% (nel trimestre precedente era stato di +0.7% t/t e +2.7% a/a). **È stato soprattutto il canale estero a trainare la crescita** con un contributo di +0.4% t/t. Questo è il risultato di una dinamica positiva sia delle esportazioni (+1.9% t/t) sia delle importazioni (+1.1% t/t) ma con la prevarsa delle prime nonostante il rafforzamento dell'euro. Naturalmente, **nei prossimi mesi sarà da verificare con attenzione l'andamento del canale estero, dal momento che potrebbe essere influenzato negativamente dalla forza della valuta nazionale e dal protezionismo di Trump**. Sul fronte della domanda interna, a differenza degli USA, la crescita è stata più equilibrata tra consumi, investimenti fissi e spesa pubblica, con contributi rispettivamente di +0.1% t/t, +0.2% e +0.1%. Il decumulo di scorte di -0.2% t/t dovrebbe aiutare il buon passo di crescita per la ricostituzione del magazzino.

I dati mensili, prevalentemente relativi a gennaio, si sono dimostrati un po' deboli, sia dal lato dell'offerta sia della domanda. Tuttavia, anche se l'anno in corso non è iniziato bene, l'incertezza delle prime rilevazioni del 2018 non dovrebbe mettere in dubbio la crescita robusta in atto, anche perché attribuibile in parte a fattori temporanei di un inverno particolarmente rigido. La produzione industriale ha registrato una diminuzione di -1% m/m, dopo l'aumento di +0.4% m/m di dicembre, sorpendendo in negativo le aspettative (-0.5%); così pure le costruzioni che sono diminuite di -2.2% m/m, anche se si deve tenere conto che il dato del mese precedente è stato rivisto al rialzo a +0.7% m/m da +0.1%. **Il canale estero ha risentito della forza dell'euro, con un calo delle esportazioni di -0.7%**. Già a dicembre avevano dimostrato una certa sofferenza con un ridimensionamento a +1.7% m/m da +4.1% del mese precedente. **Infine, anche le vendite al dettaglio non hanno brillato, registrando una lieve diminuzione di -0.1% m/m**. Queste ultime, tuttavia, dovrebbero beneficiare nei prossimi mesi del buon andamento del mercato del lavoro: il tasso di disoccupazione è rimasto stabile all'8.6%, tenendo conto che il dato di dicembre è stato rivisto al ribasso dall'8.7%.

In marzo, la fiducia di consumatori e imprenditori si è ulteriormente ridimensionata: l'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) si è portato a quota 112.6 da 114.2 di febbraio; il PMI, che interpreta specificatamente la fiducia dei produttori, è sceso sia nel settore manifatturiero (a 56.6 da 58.6 del mese precedente) sia in quello dei servizi (a 55 da 56.2).

Rimangono ancora assenti i rischi inflazionistici: in febbraio, l'indice globale HCPI (*Harmonized Consumer Price Index*) in termini tendenziali si è ridimensionato a +1.1% a/a da +1.3% del mese precedente e l'indice *core* è rimasto stabile a +1% a/a.

I dati deboli sulla crescita economica, l'assenza di rischi inflazionistici, l'effetto restrittivo derivante da un euro forte e i timori del protezionismo di Trump lasciano ancora margini alla BCE per un atteggiamento accomodante. Pertanto, si assegna un'alta probabilità allo scenario nel quale tale comportamento è mantenuto per tutto il 2018 (Scenario C – probabilità 60%).

In Germania, non sono disponibili nuove informazioni sui dati trimestrali del PIL rispetto al mese scorso. Pertanto, possiamo solo ribadire che **nel quarto trimestre del 2017, l'economia tedesca ha registrato il passo di crescita più robusto dell'intera Area Euro con un incremento congiunturale di +0.6% t/t e tendenziale di +2.9% a/a**.

Dato che l'unica componente ad aver contribuito in modo rilevante alla crescita è stata il

AREA EURO

Avvio del 2018 più incerto sul fronte della crescita, forse per fattori meteorologici, ma non tale da intaccarne la solidità

Germania

canale estero, con un apporto di +0.5% t/t, sarà importante verificare nei prossimi mesi quanto la forza dell'euro e i dazi alle importazioni che il Presidente Trump vuole imporre impatteranno sull'economia tedesca. Di certo se l'attenzione si spostasse dalla Cina all'Area Euro, la Germania sarebbe la più colpita, vista la sua ampia propensione all'esportazione.

I dati mensili, relativi principalmente a gennaio, sono risultati in linea con quelli dell'intera Area Euro, evidenziando un'incertezza sia dal lato dell'offerta sia della domanda. La produzione industriale, le costruzioni, gli ordini all'industria e le vendite al dettaglio sono tutti diminuiti rispettivamente di -0.1% m/m, -2.2%, -3.9% e -0.3%, disattendendo in negativo le aspettative degli economisti. A parte la serie degli ordini, tutti gli altri indicatori hanno proseguito la tendenza al ribasso iniziata a dicembre del 2017. Sul fronte del canale estero, osservato speciale per le motivazioni sopra menzionate, in gennaio le esportazioni sono diminuite di -0.4% m/m, senza però per il momento intaccare la solidità del surplus commerciale, grazie ad un calo delle importazioni della stessa entità. Anche la fiducia dei produttori si è ridimensionata: in marzo, l'indice Ifo è sceso a 114.7 da 115.4 del mese precedente e l'indice PMI a 58.4 (da 60.6) nel settore manifatturiero, a 54.2 (da 55.3) in quello dei servizi.

Nonostante la debolezza degli indicatori precedenti, l'ottima situazione del mercato del lavoro, con un tasso di disoccupazione che a marzo si è ulteriormente ridimensionato al 5.3% dal 5.4% del mese precedente, dovrebbe garantire un buon andamento della domanda interna in futuro, tanto più che l'impasse politica è stata superata con il referendum interno all'SPD del 4 marzo e la formazione di un governo basato sulla grande coalizione Merkel-Schulz.

I prezzi hanno registrato qualche aggiustamento verso l'alto, senza per questo generare per il momento preoccupazioni inflazionistiche visto che gli indicatori sono ancora lontani dall'obiettivo della BCE (2%): in marzo, l'indice dei prezzi al consumo globale armonizzato si è portato a +1.6% a/a da +1.2% del mese precedente e il *core* a +1.4% a/a da +1.3%, anche se quest'ultimo si riferisce a febbraio. Tuttavia, questi dati saranno da monitorare nei prossimi mesi per verificare quanto degli incrementi salariali ottenuti a marzo nel settore metalmeccanico (+4.3%) verranno trasferiti ai prezzi al consumo.

In Francia, la revisione dei dati sul PIL relativi al quarto trimestre ha confermato la fase positiva del ciclo economico, correggendo al rialzo la crescita congiunturale a +0.7% t/t da +0.6% t/t della precedente stima. La variazione tendenziale è rimasta a +2.5% a/a, comunque in progresso rispetto a +2.3% a/a del terzo trimestre. La revisione ha semplicemente enfatizzato la forza del canale estero già emersa in sede delle rilevazioni provvisorie, con un contributo rilevante di +0.7% t/t (rivisto da +0.6%). Questo risultato è stato ottenuto grazie a una dinamica positiva delle esportazioni di +2.5% t/t a fronte di una timida crescita delle importazioni, limitata a +0.3% t/t. Dall'altro lato, viene confermato l'ampio decumulo di scorte che ha sottratto crescita per un -0.4% t/t. Questo dovrebbe essere visto positivamente in termini prospettici per la fisiologica ricostituzione del magazzino e quindi come spinta all'attività produttiva futura. Infine, la revisione non ha comportato modifiche a consumi e investimenti che hanno contribuito alla crescita del PIL per +0.1% t/t e +0.3%, rispettivamente.

I dati mensili hanno dimostrato una certa debolezza dal lato dell'offerta. In gennaio, la produzione industriale è diminuita di -2% m/m e le costruzioni di -7.6%. La negatività di quest'ultimo dato viene mitigata da una revisione al rialzo a +5.2% del dato precedente (da +4.1%). Dal lato della domanda, invece la tendenza rimane positiva, con un aumento delle vendite a dettaglio di +0.6%, supportata anche da un buon andamento del mercato del lavoro che ha registrato un tasso di disoccupazione invariato al 9%, ma tenendo conto che il dato di dicembre è stato rivisto da +9.2%.

A marzo la fiducia di produttori e consumatori francesi non ha subito variazioni di

Francia

rilievo: l'indice Insee per i produttori si è attestato a quota 111 da 112 del mese precedente e quello dei consumatori è rimasto fermo a 100.

Sul fronte inflazionistico, a marzo qualche tensione si è rilevata in termini di **indice globale armonizzato dei prezzi al consumo**, la cui variazione tendenziale è aumentata a +1.7% a/a da +1.3% a/a del mese precedente. Per il momento non è possibile valutare se si tratti di un aumento dovuto al prezzo del petrolio o sia generalizzato, perché l'indice *core* è disponibile solo per febbraio (+0.8% a/a).

In Italia, i dati preliminari sul PIL relativi al quarto trimestre del 2017, ora disponibili anche per le singole componenti, **dimostrano un probabile atteggiamento preventivo di attesa in vista dell'incertezza politica per il clima preelettorale**. Il risultato complessivo è stato comunque incoraggiante, visto che la crescita è stata pari a +0.3% in termini congiunturali e +1.6% in termini tendenziali, ma da un'analisi delle componenti **si può notare una tendenza al decumulo di scorte**: dopo un contributo negativo alla crescita del PIL di -0.5% t/t del terzo trimestre del 2017, anche nel quarto questa componente ha registrato un altro -0.4%. **Tale prudenza dovrebbe emergere anche dai dati dei primi trimestri dell'anno in corso, dal momento che il superamento delle elezioni politiche del 4 marzo non ha risolto il problema della formazione di un nuovo governo**. Le due componenti che hanno trainato la ripresa sono state le esportazioni nette e gli investimenti fissi con un +0.3% ciascuno, mentre i consumi e la spesa pubblica non hanno dato nessun apporto. Come per la Germania, **anche per l'Italia la politica dei dazi di Trump potrebbe avere ripercussioni rilevanti, vista la propensione all'esportazione del nostro Paese**.

I dati mensili si sono dimostrati deboli, sia dal lato dell'offerta sia della domanda. In gennaio, quasi tutti gli indicatori hanno registrato variazioni mensili negative. La produzione industriale, le costruzioni, gli ordini all'industria e le vendite al dettaglio sono tutti diminuiti di -1.9% m/m, -0.1%, -4.5% e -0.5%, rispettivamente, annullando gli incrementi registrati a dicembre. **Probabilmente all'incertezza politica si sono aggiunti anche fattori meteorologici temporanei di un inverno particolarmente rigido**. In febbraio, il canale estero ha risentito della forza dell'euro, indebolendosi nei confronti dei Paesi extra-EU: le esportazioni sono scese di -2.5% m/m a fronte di un incremento di +1.1% m/m delle importazioni. A marzo, la fiducia dei produttori dopo i grandi progressi registrati nel mese precedente, ha invertito la tendenza ridimensionandosi sia nel settore manifatturiero (a 109.1 da 110.4 del mese precedente) sia in quello dei servizi (a 107.2 da 109.8 di febbraio). **L'unico dato positivo è rappresentato dalla fiducia dei consumatori** che in marzo ha corretto al rialzo a quota 117.7 da 115.7 del mese precedente, battendo le attese degli economisti (115). Le promesse in campagna elettorale hanno giocato un loro ruolo, ma saranno difficilmente attuabili e quindi questo ottimismo potrebbe essere destinato a ridimensionarsi.

Infine, in sintonia con gli altri Paesi dell'Area Euro, a marzo si sono verificati aggiustamenti verso l'alto degli indicatori inflazionistici, senza però generare preoccupazioni dal momento che la distanza dall'obiettivo del 2% della BCE è ancora molto ampia, in particolar modo per il nostro Paese. In marzo, l'HCPI globale in termini di variazione tendenziale si è portato a +1.1% da +0.5% del mese precedente (rivisto da +0.7%) e l'indice *core* a 0.9% da 0.6% di febbraio (rivisto da +0.8%).

I rendimenti dei titoli di Stato italiani non hanno risentito per il momento dell'esito incerto delle elezioni del 4 marzo, mantenendosi ampiamente sotto la soglia del 2%. Il risultato incorpora un atteggiamento di attesa da parte degli investitori istituzionali e un probabile intervento della BCE attraverso il suo programma di acquisti. Tuttavia, un governo che non tenga in considerazione il controllo della finanza pubblica potrebbe sovvertire in breve tempo lo scenario.

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

GLI SCENARI

A (30%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sul ciclo economico, attraverso un ridimensionamento della fiducia di produttori e consumatori, prevale su quello dell'inflazione, delineando una crescita del PIL intorno al 2.5%. Il prezzo del petrolio e i salari aumentano ma non in modo consistente. L'inflazione rimane contenuta sia pur vicino all'obiettivo della Fed. **Un passo di crescita più limitato del previsto e il parziale rientro dei rischi inflazionistici ridimensionano a solo due gli interventi della Fed sui tassi ufficiali nel resto del 2018, ciascuno di 25 punti base, a giugno e settembre.** Nel medio periodo, il dollaro si porta verso quota 1.26 nei confronti dell'euro e i rendimenti del decennale americano restano intorno al 2.8%.

Area Euro: Il protezionismo di Trump, più focalizzato nei confronti della Cina, ha ripercussioni limitate sulla crescita economica europea che si porta verso il 3% e l'inflazione verso il 2%.

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. **In Italia, dalle elezioni emerge una grande coalizione in grado di governare senza populismi e senza mettere a rischio i conti pubblici.** I rendimenti salgono in sintonia con il resto dell'area, ma restano sotto il 2%. Lo *spread* rimane stabile intorno a 135 punti base nei confronti del *Bund* tedesco.

B (10%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sulla crescita viene più che compensato dall'effetto molto espansivo della riforma fiscale già approvata, delineando una crescita del PIL intorno al 3%. **In presenza di una buona domanda interna, i produttori scaricano sui prezzi al consumo i rincari dovuti ai dazi, quelli delle materie prime dovuti all'aumento del prezzo del petrolio e quelli dei salari per un mercato del lavoro al pieno impiego.** La Fed aumenta i tassi ufficiali ancora tre volte nel resto del 2018, di 25 punti base ciascuna, a giugno, settembre e dicembre, ma i mercati hanno la sensazione che sia in ritardo nel controllo dell'inflazione. Nel medio termine, i rendimenti decennali americani si spingono ben sopra il 3% e il dollaro resta debole intorno a quota 1.24 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. **In Italia, invece, la mancanza di una maggioranza e l'emergere di populismi penalizzano in particolar modo i rendimenti dei titoli di Stato** si portano ben sopra il 2%, con un allargamento dello *spread* a 150 punti base rispetto al *Bund*.

C (60%)

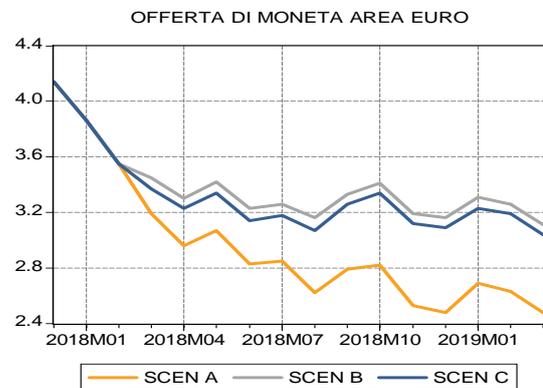
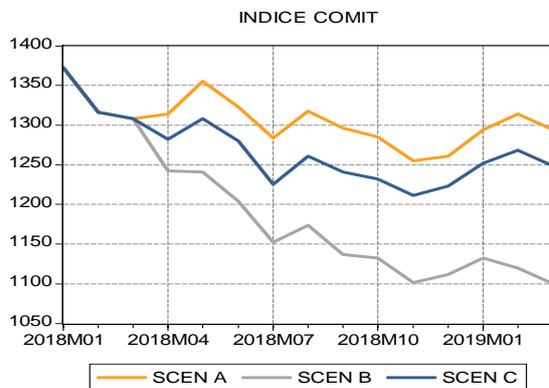
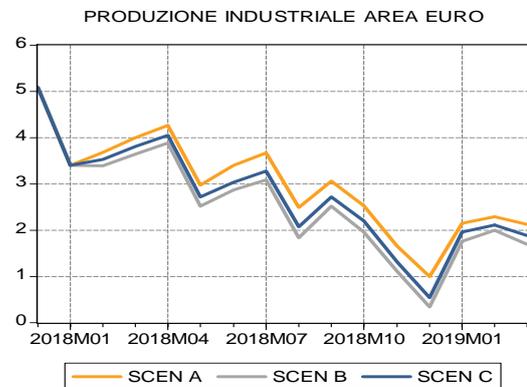
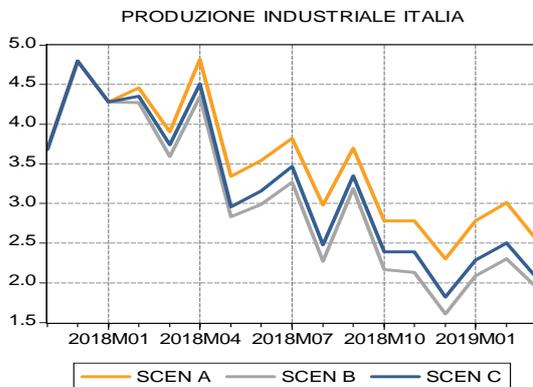
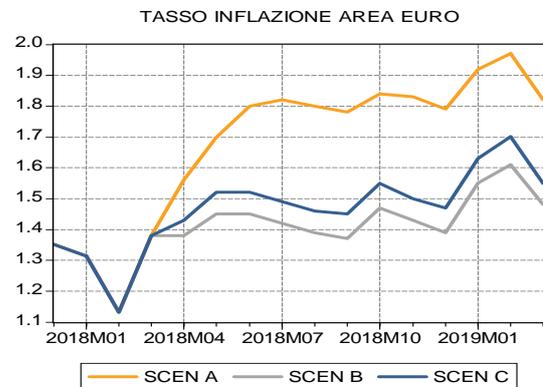
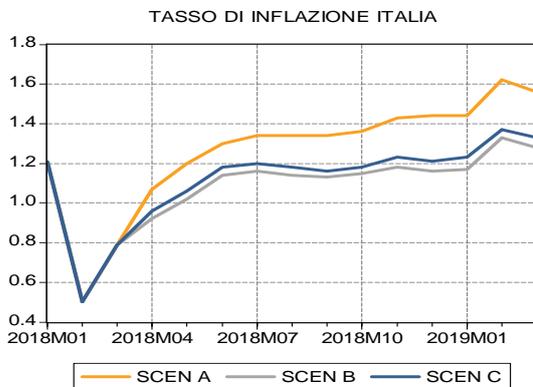
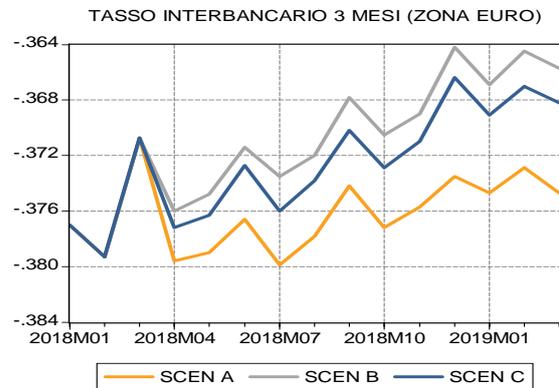
USA: l'effetto negativo del protezionismo sulla crescita viene più che compensato dall'effetto molto espansivo della riforma fiscale già approvata, delineando una crescita del PIL intorno al 3%. **In presenza di una buona domanda interna, i produttori scaricano sui prezzi al consumo i rincari dovuti ai dazi, quelli delle materie prime dovuti all'aumento del prezzo del petrolio e quelli dei salari per un mercato del lavoro al pieno impiego.** Per controllare l'inflazione, la Fed aumenta i tassi ufficiali ancora tre volte nel resto del 2018, di 25 punti base ciascuna, a giugno, settembre e dicembre. Nel medio termine, i rendimenti decennali americani si spingono sopra il 3% e il dollaro si rafforza leggermente, intorno a quota 1.21 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. **In Italia, dalle elezioni emerge una coalizione che, pur senza populismi, allenta il rigore sui conti pubblici penalizzando i rendimenti sui titoli di Stato,** portandoli sopra il 2% e lo *spread* BTP/*Bund* verso i 140-145 punti base.

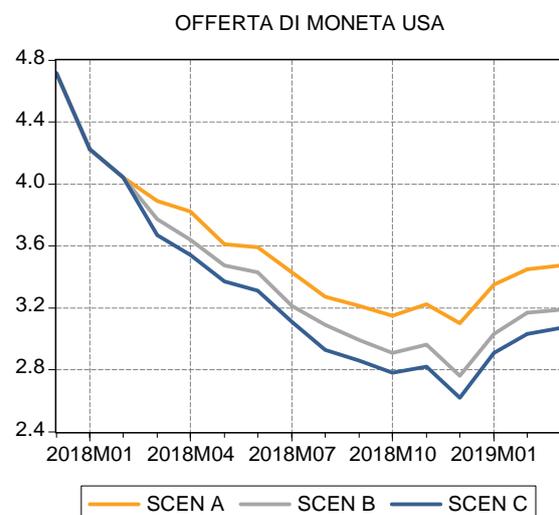
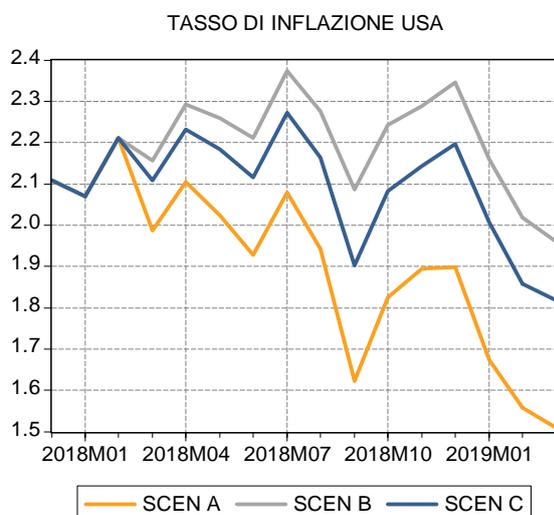
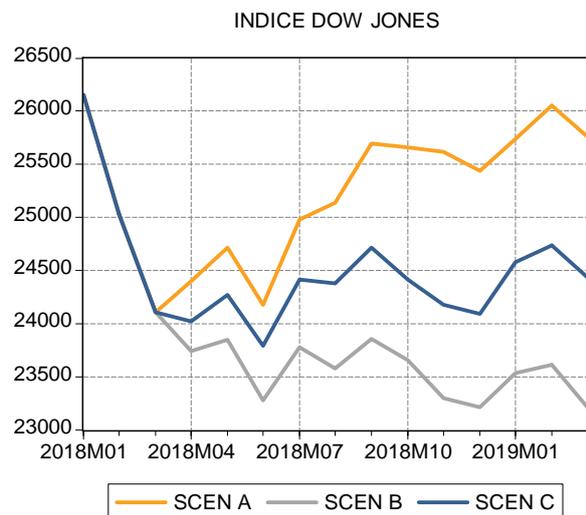
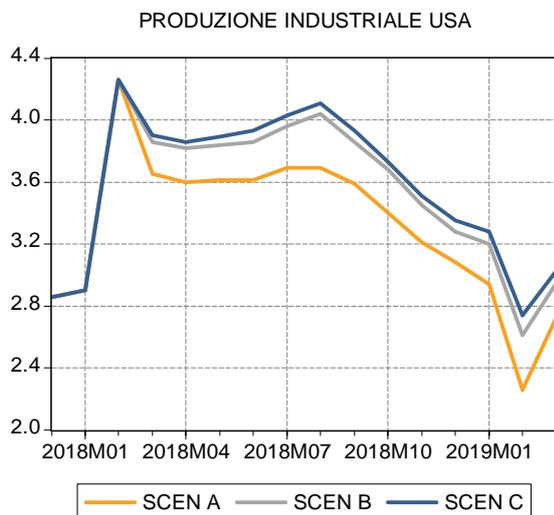
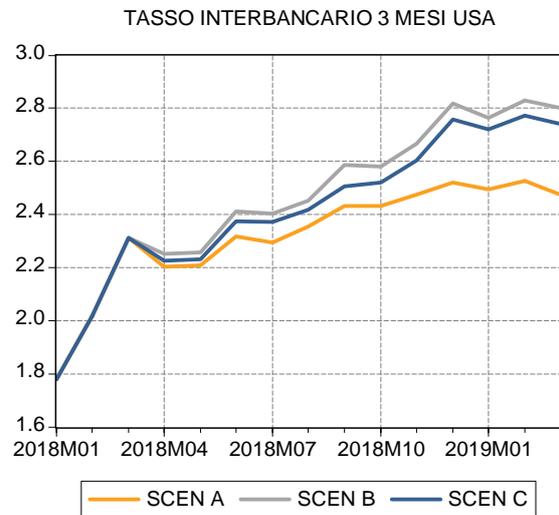
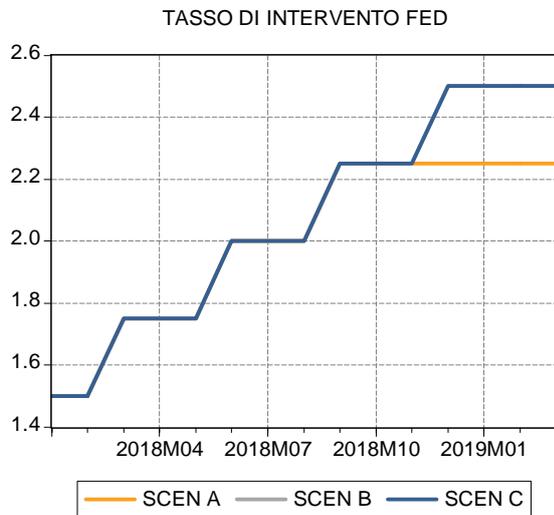
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

Il segmento dei tassi interbancari europei a breve termine è immobile: in marzo -0.4% per la scadenza a 1 e 3 mesi e -0.3% a sei mesi. **Una crescita economica solida e l'inflazione moderata 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 sua non-estensione oltre settembre 2018 (Scen. A). I saggi interbancari sono visti comunque stabili sui livelli attuali in tutti e tre gli scenari.**

TASSI INTERBANCARI

In marzo, negli USA, dopo il balzo di febbraio dovuto all'aggiustamento delle attese d'inflazione, i rendimenti dei titoli di Stato si sono ridimensionati, incorporando le incertezze dei mercati sui possibili effetti del protezionismo. Anche in Italia, nonostante l'esito incerto delle elezioni, i rendimenti si sono ridimensionati, trainati in parte da quelli statunitensi, ma anche per l'atteggiamento attendista degli investitori istituzionali e per il probabile intervento della BCE attraverso il suo programma di acquisti. Il decennale si è portato all'1.86% dal 2.12%, il 7 anni all'1.26% dall'1.52%, il 5 anni allo 0.67% dallo 0.9% e il 3 anni allo 0.03% dallo 0.22%. **Nello scenario C, se l'effetto negativo del protezionismo fosse più che compensato da quello molto espansivo della riforma fiscale già approvata, la Fed potrebbe aumentare i tassi ufficiali altre tre volte nel 2018. La BCE, invece, se la crescita rimanesse solida e l'inflazione moderata, potrebbe mantenere aperta la data di fine del QE, limitando il rialzo dei rendimenti europei. In Italia i rendimenti potrebbero però essere penalizzati dal prevalere di una coalizione politica meno ligia alle regole europee sui conti pubblici (+0.28%, +0.93%, +1.57% e +2.14% rispettivamente il 3, 5, 7, e 10 anni a marzo 2019). Ferme restando queste ipotesi, se dalle elezioni italiane non scaturisse una maggioranza in grado di governare ed emergessero forze populiste (scenario B) i rendimenti dei titoli di Stato europei ne risentirebbero, in particolar modo quelli italiani (+0.40% il 3 anni, +1.07% il 5 anni, +1.68% il 7 anni e +2.26% il 10 anni alla fine del periodo di previsione). Nello scenario A, se negli USA l'effetto negativo del protezionismo sul ciclo economico prevalesse su quello dell'inflazione, la Fed potrebbe limitare il proprio intervento ad altri due rialzi nel 2018. In Europa il protezionismo potrebbe avere effetti limitati sulla crescita e la BCE potrebbe 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 dell'Italia. Tale tendenza potrebbe tuttavia essere limitata dall'emergere di una grande coalizione in grado di governare senza mettere a repentaglio la stabilità economica (+0.13% il 3 anni, +0.83% il 5 anni, +1.42% il 7 anni e +1.99% il 10 anni a marzo 2019).**

STRUTTURA A TERMINE

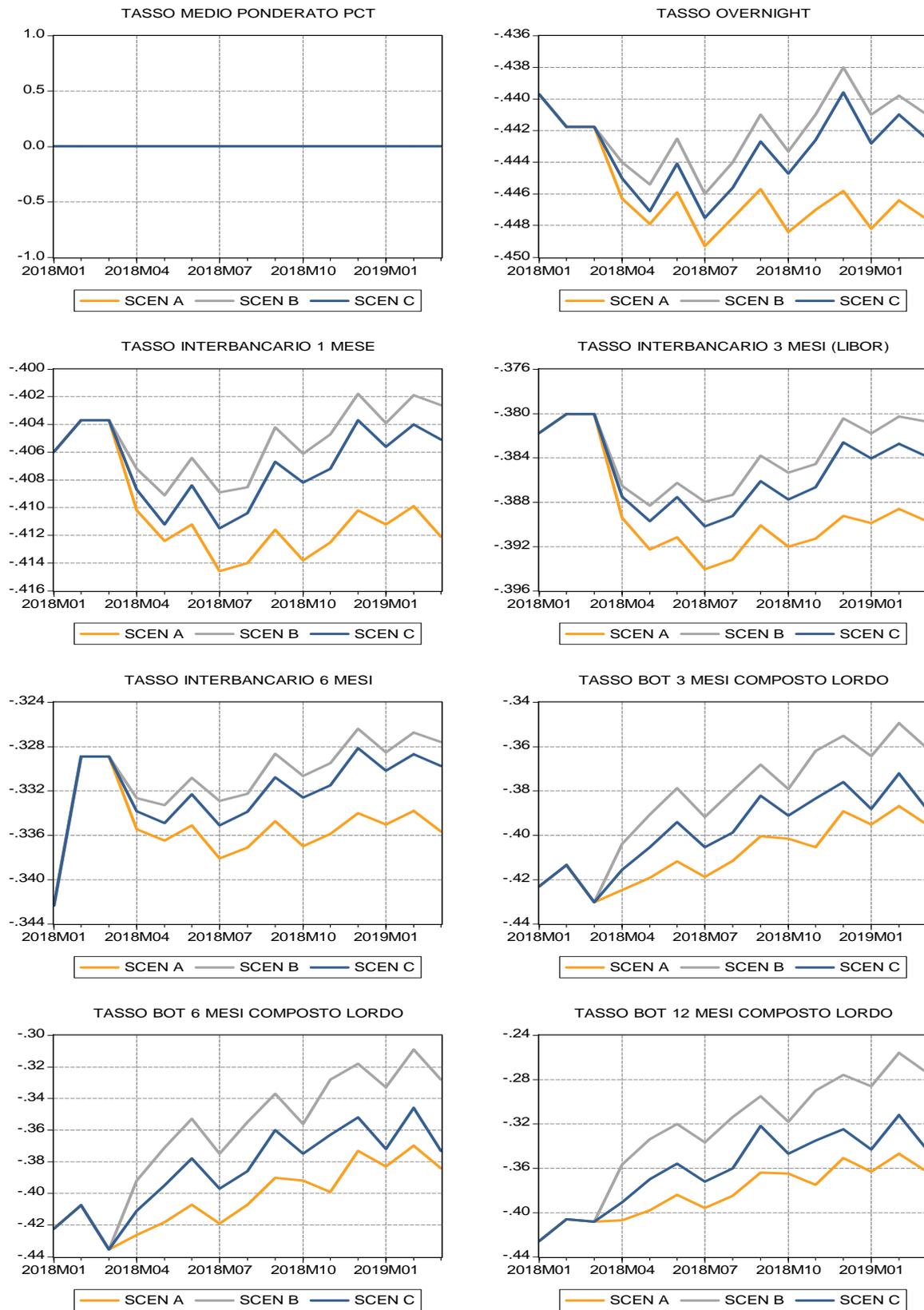
In gennaio i tassi medi sui depositi e sui prestiti sono rimasti invariati rispetto al mese precedente (+0.4% e +2.7% rispettivamente). **In tutti e tre gli scenari delineati, sono visti stabili sui livelli attuali.**

TASSI BANCARI

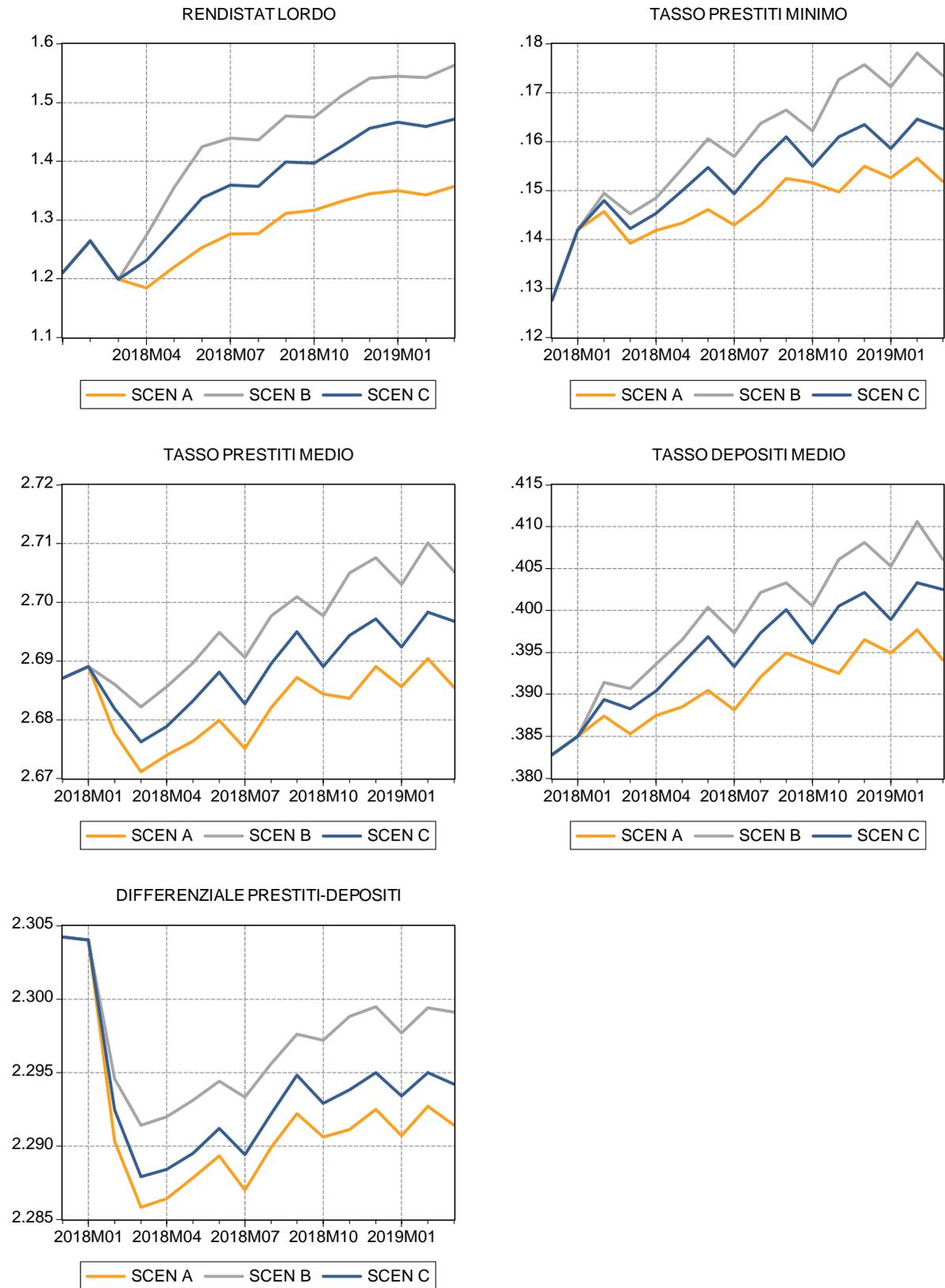
In gennaio, i prestiti totali sono nuovamente aumentati in modo vigoroso (+2.8% a/a) accelerando rispetto al mese precedente (+1.2%) per effetto della politica accomodante della BCE che continua a sostenere l'economia reale. Simile la dinamica dei depositi totali che, dopo un mese di crescita più moderata (+2.9%) sono tornati sul passo sostenuto osservato tra settembre e ottobre del 2017 (+4.1% in gennaio). **In base alle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica degli impieghi (+3.1% a/a in C, +2.9% in B e +3.4% in A, a marzo 2019) e dei depositi totali (+4.6%, +4.4% e +5.1% rispettivamente) dovrebbe rimanere sostenuta per l'intero periodo di previsione.**

VOLUMI

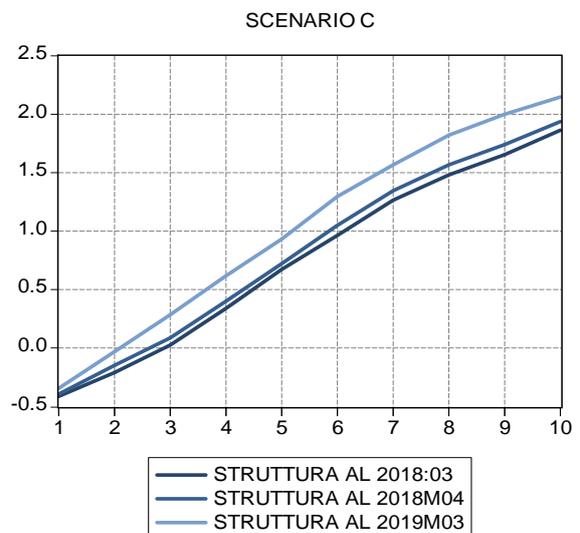
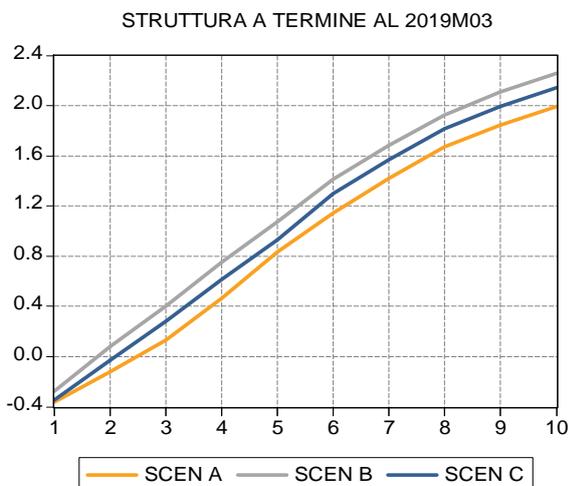
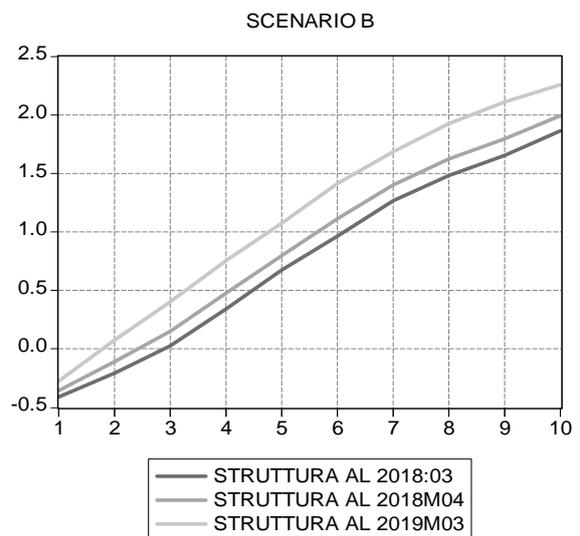
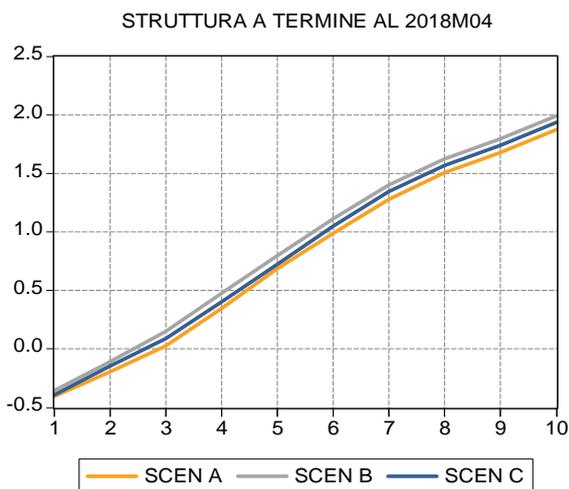
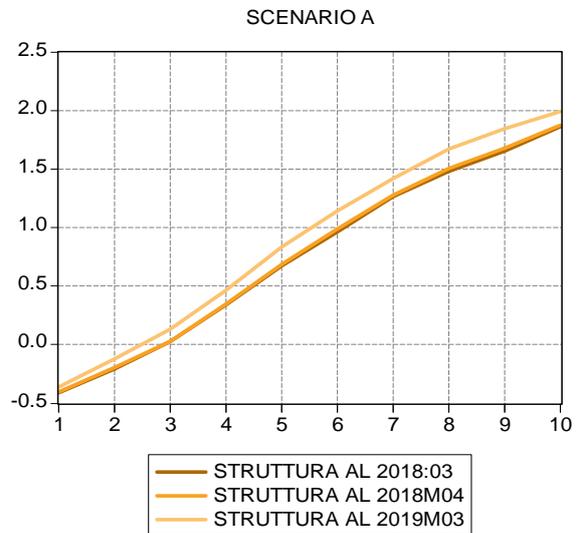
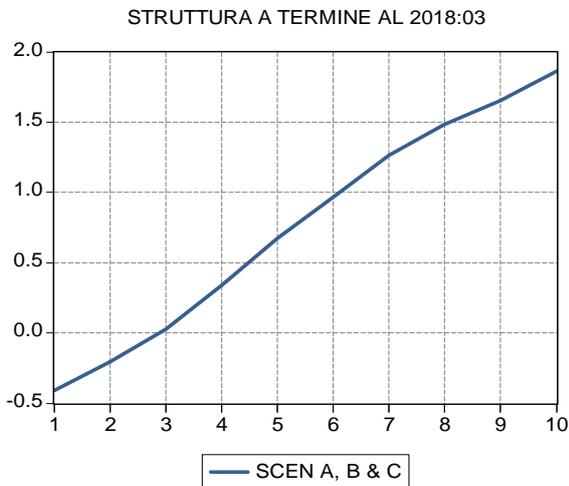
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



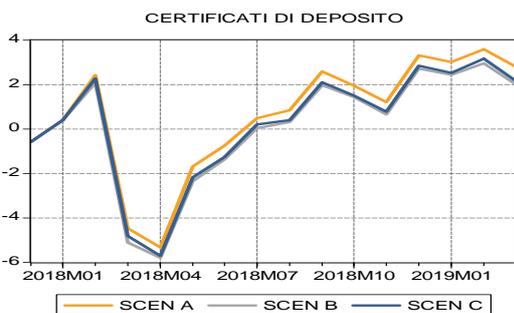
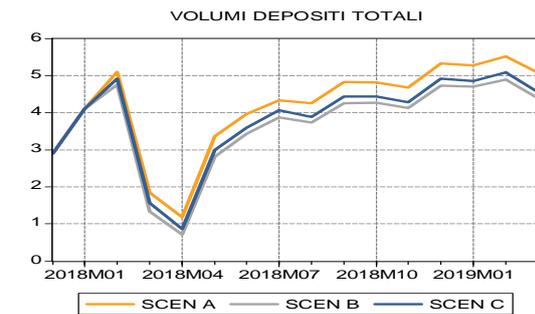
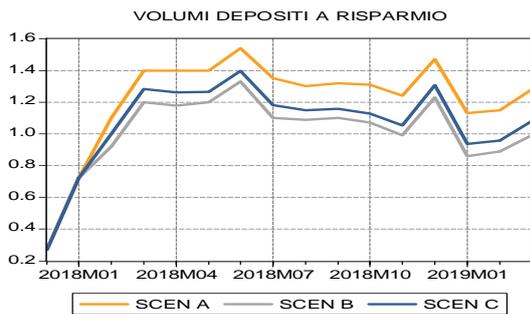
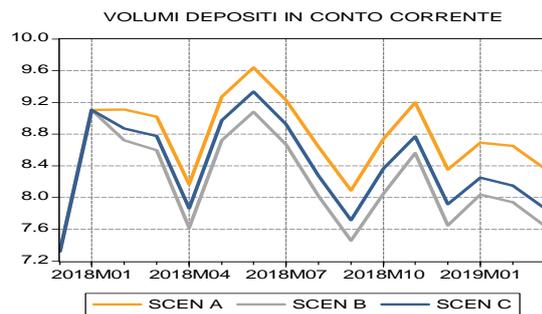
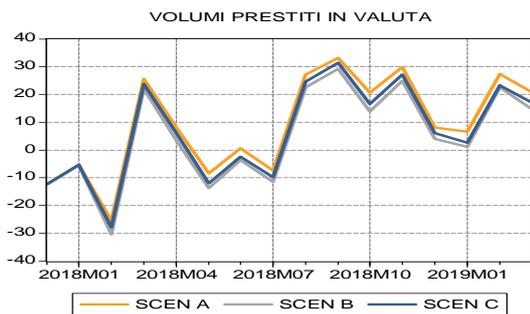
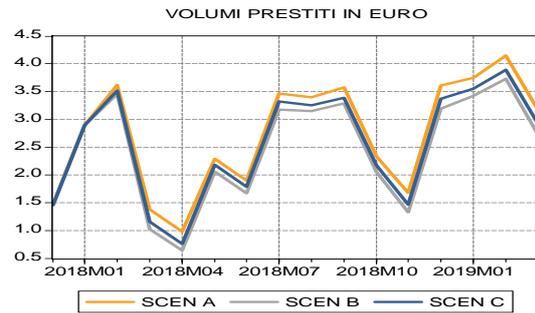
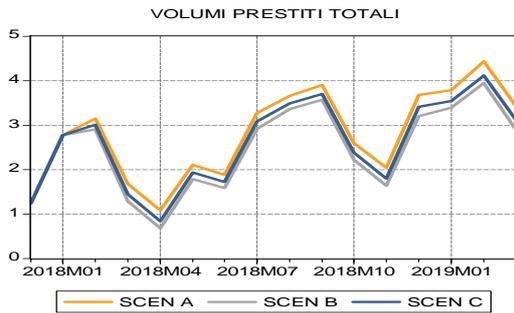
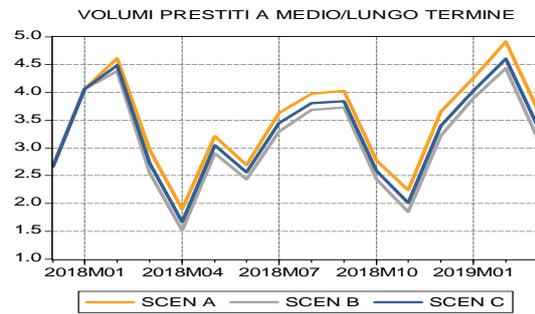
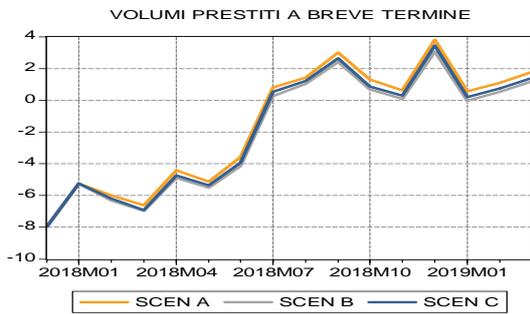
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



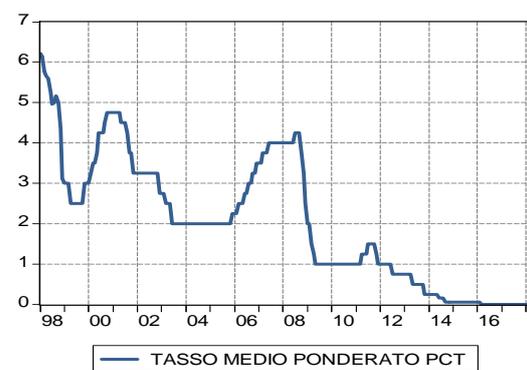
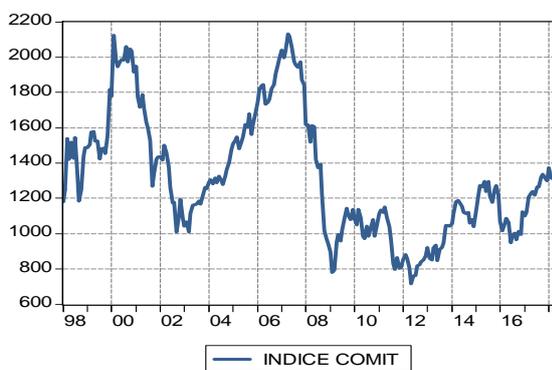
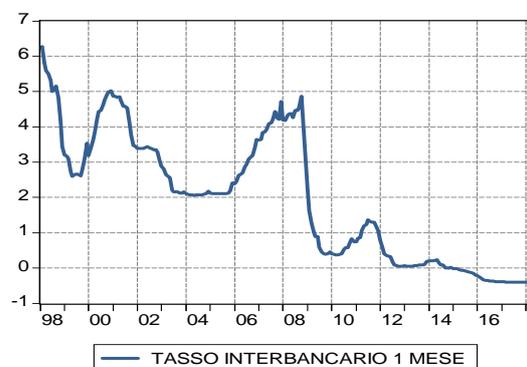
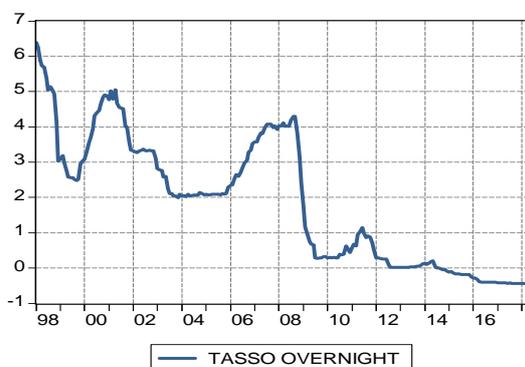
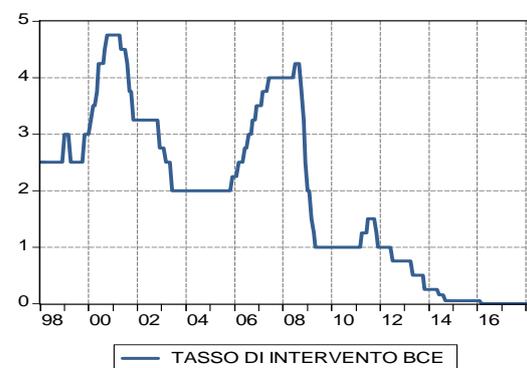
SCENARIO A	17 9	17 10	17 11	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1319	1338	1314	1297	1373	1316	1308	1314	1355	1323	1284	1318	1296	1285	1255	1261	1294	1314	1294	1294
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.4	3.3	3.7	4.8	4.3	4.5	3.9	4.8	3.3	3.5	3.8	3.0	3.7	2.8	2.8	2.3	2.8	3.0	2.5	2.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.3	1.1	1.1	1.0	1.2	0.5	0.8	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.6	1.6	1.6
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	-0.43	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-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	-0.41
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39
T. Interb. 6m lett.	-0.31	-0.31	-0.32	-0.32	-0.34	-0.33	-0.33	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.33	-0.34	-0.34	-0.33	-0.34	-0.33	-0.34	-0.34
T. Depositi medio	0.39	0.38	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	0.40	0.39	0.39
T. Prestiti medio	2.75	2.74	2.72	2.69	2.69	2.68	2.67	2.67	2.68	2.68	2.68	2.68	2.69	2.68	2.68	2.69	2.69	2.69	2.69	2.69
T.prest. medio - T.dep. medio	2.36	2.36	2.33	2.30	2.30	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.40	-0.41	-0.44	-0.45	-0.42	-0.41	-0.43	-0.42	-0.42	-0.41	-0.42	-0.41	-0.40	-0.40	-0.41	-0.39	-0.40	-0.39	-0.40	-0.40
T. BOT comp. lordo 6m	-0.39	-0.41	-0.44	-0.46	-0.42	-0.41	-0.44	-0.43	-0.42	-0.41	-0.42	-0.41	-0.39	-0.39	-0.40	-0.37	-0.38	-0.37	-0.38	-0.38
T. BOT comp. lordo 12m	-0.33	-0.34	-0.40	-0.41	-0.43	-0.41	-0.41	-0.41	-0.40	-0.38	-0.40	-0.39	-0.36	-0.37	-0.38	-0.35	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36
Rendistat lordo	1.25	1.23	1.03	1.05	1.21	1.26	1.20	1.18	1.22	1.25	1.28	1.28	1.31	1.32	1.33	1.34	1.35	1.34	1.36	1.36
Rendistat netto	1.10	1.07	0.90	0.92	1.06	1.11	1.05	1.04	1.07	1.10	1.12	1.12	1.15	1.15	1.17	1.18	1.18	1.17	1.19	1.19
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.20	0.10	0.02	0.24	0.25	0.22	0.03	0.03	0.07	0.11	0.09	0.12	0.15	0.13	0.12	0.16	0.13	0.17	0.13	0.13
Rend. BTP a 5 anni	0.88	0.69	0.59	0.86	0.90	0.90	0.67	0.69	0.74	0.80	0.76	0.80	0.84	0.83	0.83	0.86	0.83	0.88	0.83	0.83
Rend. BTP a 7 anni	1.57	1.30	1.22	1.49	1.54	1.52	1.26	1.28	1.33	1.38	1.37	1.39	1.43	1.41	1.41	1.44	1.42	1.46	1.42	1.42
Rend. BTP a 10 anni	2.23	1.92	1.86	2.13	2.16	2.12	1.86	1.87	1.91	1.96	1.95	1.97	2.01	1.99	1.99	2.02	1.99	2.03	1.99	1.99
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2347.621	2397.446	2421.582	2371.216	2378.847	2375.499	2416.491	2409.262	2410.407	2431.684	2425.24	2430.44	2439.17	2459.62	2470.96	2458.25	2468.94	2480.66	2499.38	2499.38
Prestiti in euro	2322.290	2362.965	2390.819	2338.729	2347.917	2347.106	2379.507	2372.927	2372.173	2390.668	2385.045	2398.26	2405.428	2418.02	2430.99	2423.16	2435.96	2444.51	2454.70	2454.70
Prestiti in valuta	25.331	34.480	30.762	32.488	30.930	28.393	36.984	36.335	38.235	41.016	40.191	32.175	33.737	41.593	39.971	35.094	32.974	36.153	44.677	44.677
Prestiti a breve	288.222	291.994	298.697	289.021	303.657	300.455	296.102	296.740	297.698	299.623	301.648	296.118	296.868	295.790	300.549	300.062	305.357	303.730	301.402	301.402
Prestiti a m / l	2059.399	2105.452	2122.885	2082.195	2075.191	2075.044	2120.390	2112.521	2112.709	2132.061	2123.588	2134.321	2142.297	2163.826	2170.407	2158.189	2163.581	2176.934	2197.975	2197.975
Depositi totali	2349.676	2363.714	2357.993	2373.761	2375.170	2377.016	2413.389	2417.280	2414.566	2427.560	2431.856	2432.642	2463.166	2477.645	2468.347	2500.282	2500.579	2508.227	2535.748	2535.748
Depositi in c / c	1027.501	1028.534	1023.392	1060.205	1048.904	1053.980	1067.933	1086.063	1085.971	1092.809	1091.647	1092.280	1110.625	1118.428	1117.544	1148.732	1140.054	1145.150	1157.212	1157.212
Depositi a risparmio	297.368	296.910	297.532	298.726	300.931	301.565	301.193	300.482	299.820	299.470	299.904	301.065	301.293	300.799	301.222	303.118	304.331	305.033	305.048	305.048
Certif. deposito	1024.808	1038.270	1037.069	1014.829	1025.335	1021.471	1044.263	1030.735	1028.775	1035.281	1040.305	1039.297	1051.247	1058.418	1049.582	1048.432	1056.194	1058.045	1073.487	1073.487
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	0.55	2.98	4.19	1.24	2.78	3.14	1.68	1.08	2.10	1.88	3.27	3.66	3.90	2.59	2.04	3.67	3.79	4.43	3.43	3.43
Prestiti in euro	1.01	2.76	4.48	1.46	2.89	3.62	1.38	0.98	2.29	1.90	3.47	3.40	3.58	2.33	1.68	3.61	3.75	4.15	3.16	3.16
Prestiti in valuta	-29.28	20.63	-14.41	-12.28	-5.33	-25.42	25.59	8.07	-8.45	0.58	-7.48	27.18	33.18	20.63	29.93	8.02	6.61	27.33	20.80	20.80
Prestiti a breve	-11.18	-9.26	-7.15	-7.95	-5.23	-5.99	-6.63	-4.41	-5.14	-3.57	0.80	1.41	3.00	1.30	0.62	3.82	0.56	1.09	1.79	1.79
Prestiti a m / l	2.44	4.94	6.01	2.67	4.06	4.61	2.96	1.90	3.21	2.69	3.63	3.98	4.03	2.77	2.24	3.65	4.26	4.91	3.66	3.66
Depositi totali	3.67	4.53	4.71	2.91	4.10	5.10	1.84	1.18	3.36	3.97	4.34	4.26	4.83	4.82	4.68	5.33	5.28	5.52	5.07	5.07
Depositi in c / c	10.04	8.29	7.76	7.32	9.10	9.11	9.02	8.17	9.27	9.64	9.23	8.64	8.09	8.74	9.20	8.35	8.69	8.65	8.36	8.36
Depositi a risparmio	-0.58	-0.40	0.07	0.27	0.72	1.10	1.40	1.40	1.40	1.54	1.35	1.30	1.32	1.31	1.24	1.47	1.13	1.15	1.28	1.28
Certif. deposito	-0.85	2.44	3.21	-0.59	0.39	2.41	-4.47	-5.33	-1.70	-0.76	0.47	0.84	2.58	1.94	1.21	3.31	3.01	3.58	2.80	2.80

SCENARIO B	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	19 1	19 2	19 3	
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)	1319	1338	1314	1297	1373	1316	1308	1242	1241	1204	1152	1174	1137	1132	1101	1112	1132	1120	1100	1100
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.4	3.3	3.7	4.8	4.3	4.3	3.6	4.4	2.8	3.0	3.3	2.3	3.2	2.2	2.1	1.6	2.1	2.3	1.9	1.9
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.3	1.1	1.1	1.0	1.2	0.5	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	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	0.00
T. Overnight media d/l	-0.43	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.45	-0.44	-0.45	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.40	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 6m lett.	-0.31	-0.31	-0.32	-0.32	-0.34	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33
T. Depositi medio	0.39	0.38	0.39	0.38	0.39	0.39	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41
T. Prestiti medio	2.75	2.74	2.72	2.69	2.69	2.69	2.68	2.69	2.69	2.69	2.69	2.70	2.70	2.70	2.70	2.71	2.70	2.71	2.71	2.71
T.prest. medio - T.dep. medio	2.36	2.36	2.33	2.30	2.30	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.30	2.30	2.30	2.30	2.30	2.30	2.30	2.30	2.30
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.40	-0.41	-0.44	-0.45	-0.42	-0.41	-0.43	-0.40	-0.39	-0.38	-0.39	-0.38	-0.37	-0.38	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.36
T. BOT comp. lordo 6m	-0.39	-0.41	-0.44	-0.46	-0.42	-0.41	-0.44	-0.39	-0.37	-0.35	-0.38	-0.36	-0.34	-0.36	-0.33	-0.32	-0.33	-0.31	-0.33	-0.33
T. BOT comp. lordo 12m	-0.33	-0.34	-0.40	-0.41	-0.43	-0.41	-0.41	-0.36	-0.33	-0.32	-0.34	-0.31	-0.30	-0.32	-0.29	-0.28	-0.29	-0.26	-0.27	-0.27
Rendistat lordo	1.25	1.23	1.03	1.05	1.21	1.26	1.20	1.27	1.36	1.43	1.44	1.44	1.48	1.47	1.51	1.54	1.54	1.54	1.54	1.56
Rendistat netto	1.10	1.07	0.90	0.92	1.06	1.11	1.05	1.11	1.19	1.25	1.26	1.26	1.29	1.29	1.32	1.35	1.35	1.35	1.35	1.37
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.20	0.10	0.02	0.24	0.25	0.22	0.03	0.15	0.26	0.34	0.29	0.33	0.36	0.34	0.38	0.42	0.38	0.44	0.40	0.40
Rend. BTP a 5 anni	0.88	0.69	0.59	0.86	0.90	0.90	0.67	0.80	0.93	1.00	0.97	1.01	1.04	1.01	1.06	1.10	1.07	1.12	1.07	1.07
Rend. BTP a 7 anni	1.57	1.30	1.22	1.49	1.54	1.52	1.26	1.40	1.52	1.59	1.56	1.60	1.63	1.61	1.66	1.69	1.67	1.71	1.68	1.68
Rend. BTP a 10 anni	2.23	1.92	1.86	2.13	2.16	2.12	1.86	1.99	2.09	2.17	2.14	2.18	2.21	2.19	2.24	2.27	2.24	2.29	2.26	2.26
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2347.621	2397.446	2421.582	2371.216	2378.847	2369.972	2406.985	2399.727	2402.853	2424.584	2416.84	2423.49	2431.43	2450.67	2461.05	2447.10	2459.49	2463.35	2476.79	2476.79
Prestiti in euro	2322.290	2362.965	2390.819	2338.729	2347.917	2343.482	2371.057	2364.937	2366.839	2385.272	2378.360	2392.47	2398.694	2411.41	2422.62	2413.33	2428.22	2430.89	2435.55	2435.55
Prestiti in valuta	25.331	34.480	30.762	32.488	30.930	26.489	35.928	34.790	36.014	39.312	38.483	31.020	32.738	39.263	38.436	33.761	31.274	32.454	41.237	41.237
Prestiti a breve	288.222	291.994	298.697	289.021	303.657	299.400	294.960	295.250	296.474	297.852	300.062	295.066	295.197	294.009	298.936	297.865	303.565	300.957	298.499	298.499
Prestiti a m / l	2059.399	2105.452	2122.885	2082.195	2075.191	2070.571	2112.025	2104.477	2106.379	2126.732	2116.781	2128.419	2136.235	2156.660	2162.118	2149.230	2155.925	2162.391	2178.288	2178.288
Depositi totali	2349.676	2363.714	2357.993	2373.761	2375.170	2369.326	2401.540	2406.051	2401.718	2414.951	2420.902	2420.275	2449.772	2464.644	2455.378	2486.039	2487.041	2485.423	2506.727	2506.727
Depositi in c / c	1027.501	1028.534	1023.392	1060.205	1048.904	1050.213	1063.819	1080.540	1080.505	1087.228	1086.051	1086.046	1104.152	1111.331	1110.994	1141.311	1133.236	1133.600	1145.095	1145.095
Depositi a risparmio	297.368	296.910	297.532	298.726	300.931	301.028	300.599	299.830	299.228	298.850	299.164	300.441	300.639	300.087	300.478	302.401	303.519	303.707	303.575	303.575
Certif. deposito	1024.808	1038.270	1037.069	1014.829	1025.335	1018.086	1037.122	1025.681	1021.985	1028.874	1035.688	1033.788	1044.982	1053.227	1043.906	1042.328	1050.286	1048.116	1058.058	1058.058
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	0.55	2.98	4.19	1.24	2.78	2.90	1.28	0.68	1.78	1.58	2.91	3.36	3.57	2.22	1.63	3.20	3.39	3.94	2.90	2.90
Prestiti in euro	1.01	2.76	4.48	1.46	2.89	3.46	1.02	0.64	2.06	1.67	3.18	3.15	3.29	2.05	1.33	3.19	3.42	3.73	2.72	2.72
Prestiti in valuta	-29.28	20.63	-14.41	-12.28	-5.33	-30.42	22.00	3.48	-13.77	-3.60	-11.42	22.61	29.24	13.87	24.95	3.92	1.11	22.52	14.78	14.78
Prestiti a breve	-11.18	-9.26	-7.15	-7.95	-5.23	-6.32	-6.99	-4.89	-5.53	-4.14	0.27	1.05	2.42	0.69	0.08	3.06	-0.03	0.52	1.20	1.20
Prestiti a m / l	2.44	4.94	6.01	2.67	4.06	4.39	2.55	1.51	2.90	2.44	3.30	3.69	3.73	2.43	1.85	3.22	3.89	4.43	3.14	3.14
Depositi totali	3.67	4.53	4.71	2.91	4.10	4.76	1.34	0.71	2.81	3.43	3.87	3.73	4.26	4.27	4.13	4.73	4.71	4.90	4.38	4.38
Depositi in c / c	10.04	8.29	7.76	7.32	9.10	8.72	8.60	7.62	8.72	9.08	8.67	8.02	7.46	8.05	8.56	7.65	8.04	7.94	7.64	7.64
Depositi a risparmio	-0.58	-0.40	0.07	0.27	0.72	0.92	1.20	1.18	1.20	1.33	1.10	1.09	1.10	1.07	0.99	1.23	0.86	0.89	0.99	0.99
Certif. deposito	-0.85	2.44	3.21	-0.59	0.39	2.07	-5.13	-5.79	-2.35	-1.37	0.03	0.31	1.97	1.44	0.66	2.71	2.43	2.95	2.02	2.02

SCENARIO C	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	19 1	19 2	19 3	
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)	1319	1338	1314	1297	1373	1316	1308	1282	1308	1280	1226	1261	1241	1232	1211	1223	1252	1268	1248	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.4	3.3	3.7	4.8	4.3	4.4	3.7	4.5	3.0	3.2	3.5	2.5	3.4	2.4	2.4	1.8	2.3	2.5	2.1	
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.3	1.1	1.1	1.0	1.2	0.5	0.8	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.4	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	0.00
T. Overnight media d/l	-0.43	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.44	-0.45	-0.45	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.40	-0.41	-0.40	-0.41	-0.41
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 6m lett.	-0.31	-0.31	-0.32	-0.32	-0.34	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.34	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33
T. Depositi medio	0.39	0.38	0.39	0.38	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.40	0.39	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
T. Prestiti medio	2.75	2.74	2.72	2.69	2.69	2.68	2.68	2.68	2.68	2.69	2.68	2.69	2.69	2.69	2.69	2.70	2.69	2.70	2.70	2.70
T.prest. medio - T.dep. medio	2.36	2.36	2.33	2.30	2.30	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29	2.30	2.29	2.30	2.30	2.29
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.40	-0.41	-0.44	-0.45	-0.42	-0.41	-0.43	-0.42	-0.41	-0.39	-0.41	-0.40	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.39	-0.37	-0.39	-0.39
T. BOT comp. lordo 6m	-0.39	-0.41	-0.44	-0.46	-0.42	-0.41	-0.44	-0.41	-0.40	-0.38	-0.40	-0.39	-0.36	-0.38	-0.36	-0.35	-0.37	-0.35	-0.37	-0.37
T. BOT comp. lordo 12m	-0.33	-0.34	-0.40	-0.41	-0.43	-0.41	-0.41	-0.39	-0.37	-0.36	-0.37	-0.36	-0.32	-0.35	-0.34	-0.33	-0.34	-0.31	-0.34	-0.34
Rendistat lordo	1.25	1.23	1.03	1.05	1.21	1.26	1.20	1.23	1.28	1.34	1.36	1.36	1.40	1.40	1.43	1.46	1.47	1.46	1.47	1.47
Rendistat netto	1.10	1.07	0.90	0.92	1.06	1.11	1.05	1.08	1.12	1.17	1.19	1.19	1.22	1.22	1.25	1.27	1.28	1.28	1.28	1.29
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.20	0.10	0.02	0.24	0.25	0.22	0.03	0.09	0.17	0.24	0.20	0.23	0.27	0.24	0.27	0.32	0.29	0.33	0.28	
Rend. BTP a 5 anni	0.88	0.69	0.59	0.86	0.90	0.90	0.67	0.72	0.79	0.87	0.83	0.88	0.91	0.88	0.93	0.97	0.94	0.98	0.93	
Rend. BTP a 7 anni	1.57	1.30	1.22	1.49	1.54	1.52	1.26	1.34	1.42	1.50	1.47	1.51	1.54	1.51	1.55	1.60	1.58	1.61	1.57	
Rend. BTP a 10 anni	2.23	1.92	1.86	2.13	2.16	2.12	1.86	1.93	2.00	2.07	2.05	2.08	2.12	2.09	2.13	2.17	2.15	2.18	2.14	
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2347.621	2397.446	2421.582	2371.216	2378.847	2372.318	2410.759	2403.436	2406.352	2427.827	2420.77	2426.33	2434.29	2454.43	2465.10	2452.00	2462.99	2469.93	2486.05	
Prestiti in euro	2322.290	2362.965	2390.819	2338.729	2347.917	2344.841	2374.343	2367.757	2369.622	2388.087	2381.587	2394.79	2401.016	2414.24	2425.96	2417.54	2431.27	2436.06	2443.44	
Prestiti in valuta	25.331	34.480	30.762	32.488	30.930	27.477	36.416	35.679	36.730	39.740	39.181	31.542	33.278	40.185	39.133	34.457	31.724	33.877	42.615	
Prestiti a breve	288.222	291.994	298.697	289.021	303.657	299.774	295.232	295.715	296.943	298.493	300.856	295.513	295.835	294.466	299.590	299.028	304.288	302.009	299.377	
Prestiti a m / l	2059.399	2105.452	2122.885	2082.195	2075.191	2072.544	2115.527	2107.721	2109.409	2129.334	2119.912	2130.814	2138.459	2159.962	2165.508	2152.973	2158.704	2167.924	2186.675	
Depositi totali	2349.676	2363.714	2357.993	2373.761	2375.170	2372.945	2406.811	2409.590	2406.128	2418.868	2425.586	2423.980	2453.859	2468.600	2458.873	2490.466	2490.481	2493.711	2516.309	
Depositi in c / c	1027.501	1028.534	1023.392	1060.205	1048.904	1051.686	1065.539	1082.977	1082.984	1089.749	1088.613	1088.624	1106.792	1114.574	1113.120	1144.148	1135.481	1137.404	1149.280	
Depositi a risparmio	297.368	296.910	297.532	298.726	300.931	301.268	300.849	300.071	299.420	299.044	299.409	300.618	300.806	300.258	300.666	302.625	303.754	304.158	304.096	
Certif. deposito	1024.808	1038.270	1037.069	1014.829	1025.335	1019.991	1040.423	1026.542	1023.724	1030.075	1037.564	1034.739	1046.261	1053.768	1045.088	1043.693	1051.246	1052.149	1062.933	
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	0.55	2.98	4.19	1.24	2.78	3.00	1.44	0.84	1.93	1.72	3.08	3.48	3.69	2.38	1.80	3.41	3.54	4.11	3.12	
Prestiti in euro	1.01	2.76	4.48	1.46	2.89	3.52	1.16	0.76	2.18	1.79	3.32	3.25	3.39	2.17	1.47	3.37	3.55	3.89	2.91	
Prestiti in valuta	-29.28	20.63	-14.41	-12.28	-5.33	-27.83	23.66	6.12	-12.05	-2.55	-9.81	24.67	31.37	16.55	27.21	6.06	2.57	23.29	17.02	
Prestiti a breve	-11.18	-9.26	-7.15	-7.95	-5.23	-6.20	-6.90	-4.74	-5.38	-3.93	0.54	1.20	2.64	0.85	0.30	3.46	0.21	0.75	1.40	
Prestiti a m / l	2.44	4.94	6.01	2.67	4.06	4.48	2.72	1.67	3.05	2.56	3.45	3.81	3.84	2.59	2.01	3.40	4.02	4.60	3.36	
Depositi totali	3.67	4.53	4.71	2.91	4.10	4.92	1.56	0.86	3.00	3.60	4.07	3.89	4.43	4.44	4.28	4.92	4.85	5.09	4.55	
Depositi in c / c	10.04	8.29	7.76	7.32	9.10	8.87	8.78	7.86	8.97	9.33	8.93	8.28	7.72	8.37	8.77	7.92	8.25	8.15	7.86	
Depositi a risparmio	-0.58	-0.40	0.07	0.27	0.72	1.00	1.28	1.26	1.26	1.40	1.18	1.15	1.16	1.13	1.05	1.31	0.94	0.96	1.08	
Certif. deposito	-0.85	2.44	3.21	-0.59	0.39	2.26	-4.83	-5.71	-2.18	-1.26	0.21	0.40	2.09	1.49	0.77	2.84	2.53	3.15	2.16	

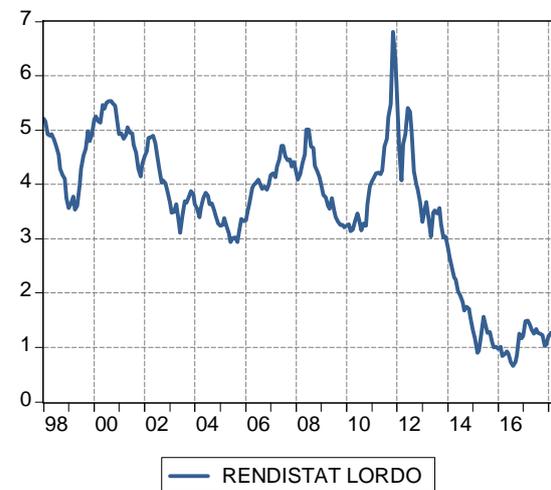
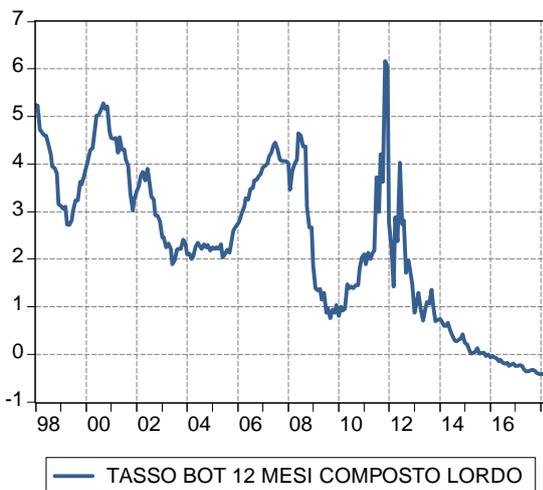
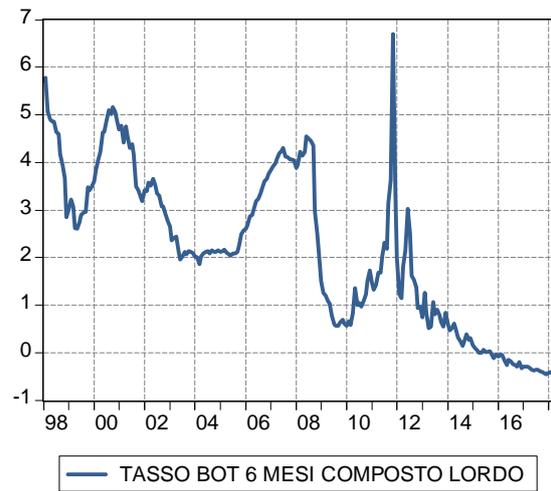
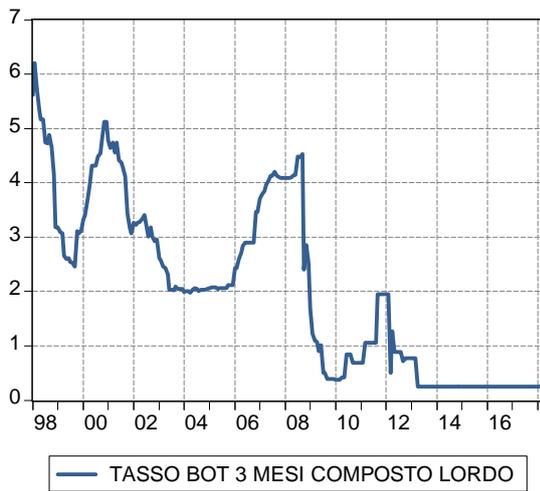
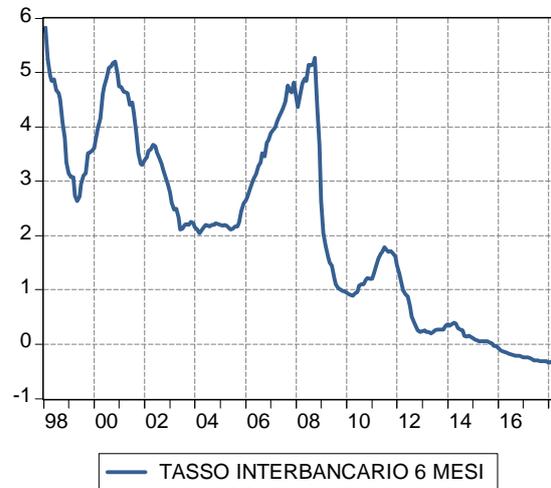
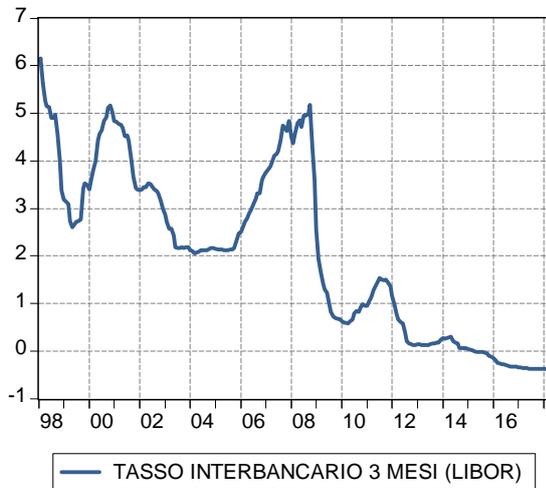
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



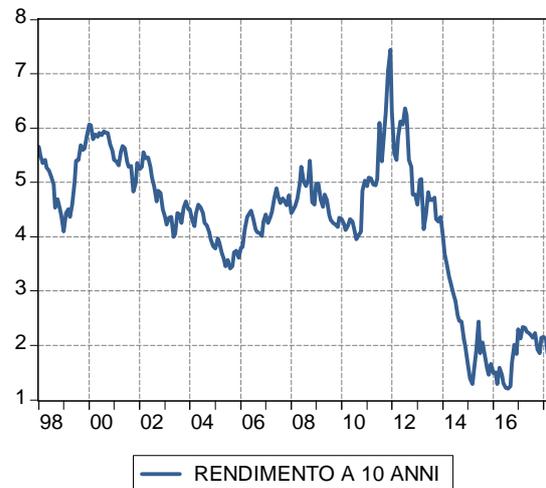
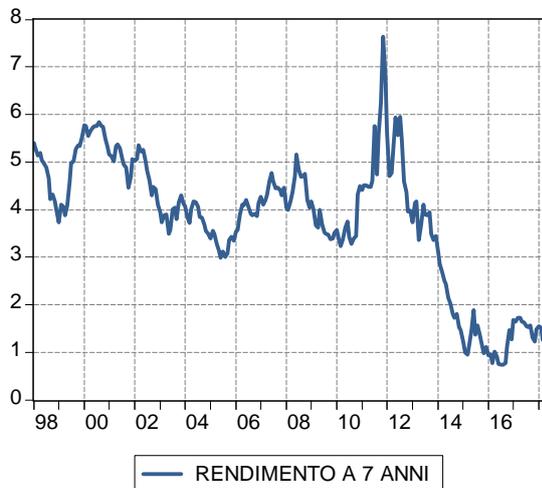
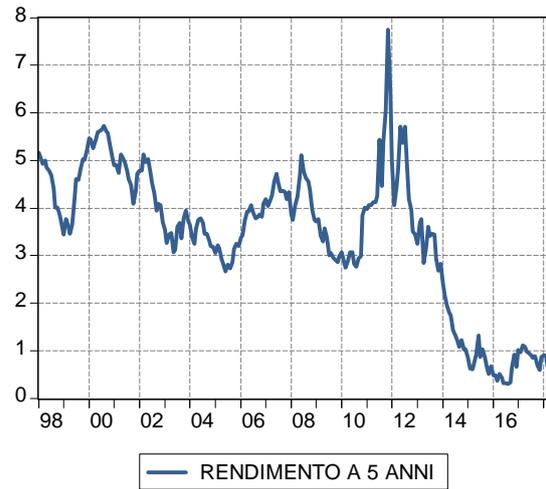
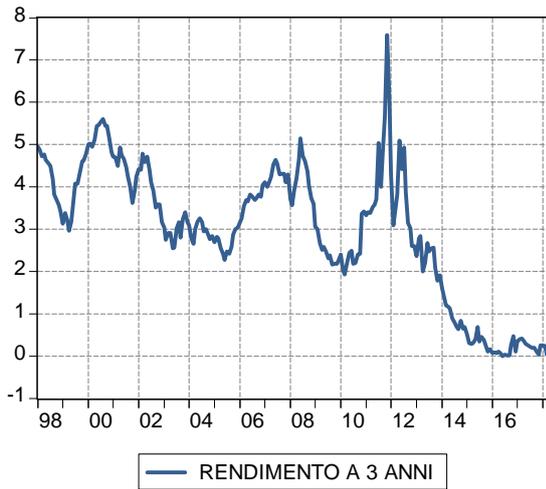
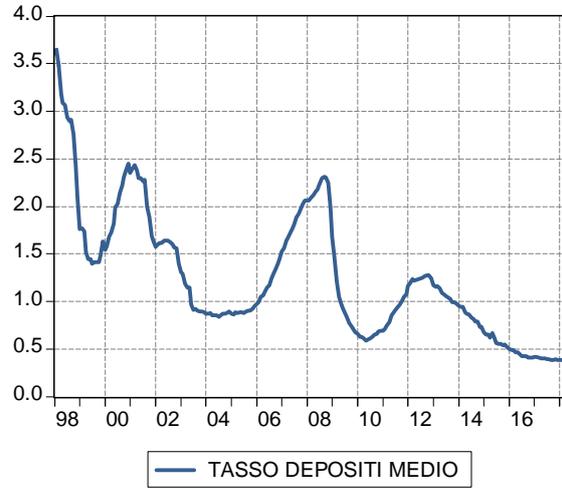
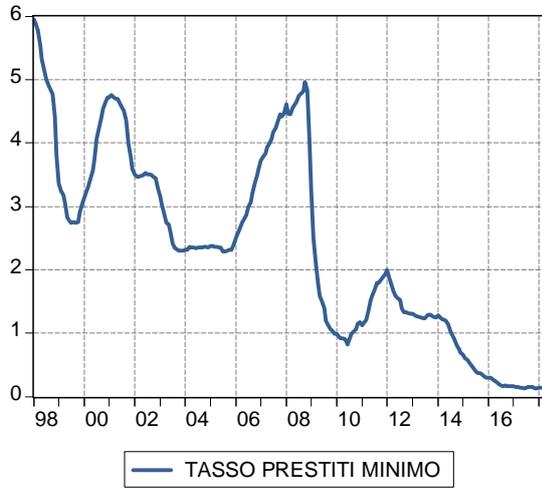
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



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

