

MEFIM

MODELLO
ECONOMETRICO
FINANZIARIO
INTERNAZIONALE
MENSILE

Novembre 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: il tasso di riferimento, l'indice BCI COMIT globale, l'indice della produzione industriale, il 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 ad ottobre 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

In ottobre, è aumentata la percezione di un indebolimento del ciclo economico globale. Secondo il Fondo Monetario Internazionale, la crescita si è stabilizzata intorno al 3.7% a/a, ma è meno bilanciata rispetto alle previsioni. In Cina, l'economia sta rallentando con un PIL ai minimi dal 2008 (+6.5 a/a). In Area Euro, la crescita si è portata sotto il 2% e in Giappone rimane poco sopra l'1%. I paesi emergenti soffrono per la politica monetaria restrittiva della Fed. Gli Stati Uniti rappresentano l'unico punto di forza dello scenario internazionale, con un PIL al 3%, ma il ridimensionamento della crescita congiunturale (a +3.5% t/t da +4.2%) è un segnale che il massimo è stato raggiunto. Tutto ciò si è tradotto in un aggiustamento verso il basso del prezzo del petrolio (si veda di seguito l'analisi più dettagliata) e in un *sell off* generalizzato nel mercato azionario, che in ottobre è stato caratterizzato da forte nervosismo e volatilità, con una preferenza per i titoli più difensivi.

La percezione di una minore crescita nel 2019 non ha trovato riscontro solo nei dati. La guerra dei dazi pesa sulle aspettative, minando la fiducia di produttori e consumatori in vari angoli del mondo. Il fronte più caldo rimane quello tra USA e Cina. A fine novembre è previsto un incontro tra i leader dei due Paesi. Fino ad oggi, la Cina non ha risposto positivamente a nessuna delle richieste americane e i toni più morbidi del Presidente Trump degli ultimi giorni di ottobre sembrano dettati più da esigenze elettorali in vista delle elezioni di *mid-term* del 6 novembre, che da un vero cambiamento di rotta.

Negli USA, le elezioni di metà mandato per il rinnovo del Congresso sono un referendum su Trump. Nel caso di un indebolimento dei repubblicani a favore dei democratici, il protezionismo portato avanti dal Presidente potrebbe subire un ammorbidimento, tanto più che tale politica non è appoggiata interamente neanche dal suo stesso partito. Al momento tuttavia assegniamo una bassissima probabilità all'eventualità che Trump faccia marcia indietro.

Dal *Beige book* di ottobre, il rapporto mensile della Fed, appare evidente che i temuti effetti inflazionistici di breve periodo della guerra dei dazi stiano emergendo. I produttori hanno incrementato i prezzi dei prodotti finiti a causa del rincaro delle materie prime, come i metalli, per effetto delle tariffe. Questo giustifica il tono più restrittivo della Banca Centrale americana alla riunione di settembre, reso noto con la pubblicazione delle minute. Già nel comunicato del 26 settembre era stata rimossa la parola "accomodante" per descrivere l'attuale politica monetaria, sostituendola con "restrittiva", ma dalle minute è emersa una discussione tra i componenti del Comitato sulla reale possibilità che i tassi d'interesse possano essere innalzati sopra il loro previsto tasso di "normalizzazione", che si ritiene fissato circa al 3%. Dai dati di ottobre, i rischi inflazionistici non si sono di fatto accentuati, ma evidentemente preoccupano la Fed, perché la crescita è sostenuta principalmente dai consumi. I componenti del Comitato sono convinti che i salari orari non abbiano registrato ancora interamente le tensioni nel mercato del lavoro, dovute alle difficoltà degli imprenditori a trovare nuova manodopera dopo l'ulteriore ridimensionamento del tasso di disoccupazione al 3.7%. Le imprese, infatti, finora, hanno implementato strategie non salariali per reclutare e trattenere i lavoratori, come dare bonus alla firma, offrire orari di lavoro flessibili e aumentare le indennità di ferie. Si tratta, però, solo di tempo.

Oltre che dai costi di manodopera, i rischi inflazionistici provengono anche dalle materie prime. Sempre dal *Beige book*, i dettaglianti e i grossisti di alcuni distretti hanno aumentato i prezzi di vendita a causa dei rincari nei costi di trasporto per l'aumento del prezzo del carburante. Se si tiene conto del rientro del prezzo del petrolio di fine ottobre, questi effetti dovrebbero essere transitori, ma la Fed non può correre il rischio di perdere la sua credibilità nel mantenere la stabilità dei prezzi.

Alla luce di quest'analisi, abbiamo lasciato invariato lo scenario delineato il mese scorso secondo il quale la Fed aumenterà i tassi ufficiali di 25 punti base anche a dicembre (Scenario C – probabilità 60%). Nel 2019, la prospettiva di un ridimensionamento del ciclo economico globale e il protezionismo che agirà nel medio periodo in termini di minore crescita, indurranno probabilmente la Fed a un solo altro rialzo a marzo, per poi assumere un atteggiamento attendista nel resto del primo semestre. Per il momento non è stato preso in considerazione un eventuale ridimensionamento del protezionismo, perché considerato prematuro.

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 Area Euro, l'attenzione è concentrata sull'Italia, per il rischio contagio che passa attraverso il canale di trasmissione dato dal legame tra debiti sovrani e banche che detengono in portafoglio un eccesso di titoli di Stato. Il giudizio delle agenzie di rating di fine ottobre è stato più clemente del previsto. Moody's ha deciso per un *downgrade* dell'Italia a Baa3 ma con *outlook* stabile mentre S&P ha mantenuto il *rating* a BBB e ha ridotto l'*outlook* a negativo. La partita si gioca ora tutta sul piano della manovra sui conti pubblici da 37 miliardi di euro dei quali 22 finanziati da nuovo deficit. Come si legge nel DEF (Documento di Economia e Finanza) essa implica un rapporto deficit/PIL all'1.8% nel 2018, al 2.4% nel 2019, al 2.1% nel 2020 e all'1.8% nel 2021 e un rapporto debito/PIL in calo progressivo al 130.5% nel 2019 e al 126.5% nel 2021 perché il Governo scommette sulla crescita del PIL. Il DEF di aprile 2018 del governo precedente prevedeva un rapporto deficit/PIL all'1.6% nel 2018, allo 0.8% nel 2019 e il pareggio di bilancio nel 2020-21. La Commissione Europea ha già espresso un parere contrario e l'Italia dovrebbe apportare le modifiche necessarie entro il 13 novembre, prima del giudizio definitivo di fine mese. Il rischio dell'avvio di una procedura di deficit eccessivo è elevato perché il Governo italiano non sembra essere intenzionato a cambiare la manovra di bilancio e perché gli ultimi dati sul PIL del terzo trimestre hanno riportato una crescita nulla. Ciò darà più elementi di critica alla Commissione Europea per una manovra troppo ottimistica. Si ricorda che la procedura di deficit eccessivo implica: 1) le raccomandazioni dell'ECOFIN (Consiglio dei Ministri) per una politica fiscale restrittiva che riporti il rapporto sotto il limite imposto e l'obbligo di aggiustare i conti pubblici entro un anno, salvo che lo sfioramento sia dovuto a una contrazione della crescita del PIL superiore al 2%; 2) se non si aggiustano i conti entro un anno, sanzioni sotto forma di deposito infruttifero dello 0.2% del PIL, più uno 0.1% per ogni punto percentuale in eccesso del deficit/PIL fino a un massimo dello 0.5%; 3) se la correzione non avviene entro due anni, la trasformazione del deposito in multa che non verrà più restituita.

A fronte di questa situazione italiana, l'indebolimento della Merkel dopo le elezioni in Bavaria e Assia a favore di partiti populistici e l'aumento della probabilità di un *hard Brexit*, date le difficoltà sui negoziati, impongono alla BCE un atteggiamento molto cauto nel processo di normalizzazione della politica monetaria. Non a caso alla riunione di ottobre non sono state apportate modifiche, ribadendo che l'accomodamento è ancora necessario. Nonostante la fine del *Quantitative Easing* fissata per gennaio 2019, la politica monetaria rimane distensiva attraverso i riacquisti dei titoli in scadenza. Abbiamo pertanto mantenuto invariato lo scenario con i tassi ufficiali stabili almeno fino all'autunno del 2019 (Scenario C – probabilità 60%).

In Giappone, non sono attese modifiche alla politica monetaria. La Banca Centrale intende mantenere gli attuali livelli estremamente bassi dei tassi d'interesse a breve e a lungo termine per un periodo esteso, tenendo conto delle incertezze relative all'attività economica e ai prezzi, compresi gli effetti dell'aumento dell'IVA programmato per ottobre 2019.

In ottobre, il prezzo del petrolio ha virato di 180 gradi, con cali superiori al 10% rispetto al mese precedente sia per il Brent, sceso a quota 73 dollari al barile da 82 di fine settembre, sia per il WTI, portatosi a quota 63 dollari al barile da 73. Si tratta di livelli minimi dalla primavera di quest'anno.

Fino a settembre, le quotazioni erano state spinte verso l'alto prevalentemente, dal lato della domanda, dalla forte crescita economica statunitense, dal lato dell'offerta, dalle preoccupazioni per l'entrata in vigore, il 5 novembre, delle sanzioni contro l'Iran, volute dagli USA, per il non rispetto del processo di de-nuclearizzazione da parte di Teheran.

L'inversione di tendenza delle quotazioni è da attribuire a: 1) i dati macroeconomici resi disponibili in ottobre che hanno dato segnali di rallentamento dell'economia globale, 2) la produzione russa che viaggia ai massimi dalla fine dell'era sovietica e quella americana *shale oil* che ha superato gli 11 milioni di barili al giorno, con un aumento in agosto di oltre 500.000 barili al giorno rispetto a luglio 2018, ben al di sopra, ancora una volta, delle attese. Nonostante le sanzioni, inoltre, è difficile che le esportazioni di petrolio iraniano si azzerino completamente, pertanto la quantità di greggio iraniano che verrà eliminata dal mercato a novembre potrebbe essere inferiore a quella prevista e questo potrebbe far restare i prezzi bassi almeno fino al vertice dell'OPEC di dicembre.

In un'ottica di previsione, pur consapevoli che nel forte calo del prezzo del petrolio vi è una componente transitoria dovuta alle elezioni americane di metà mandato del 6 novembre (quotazioni elevate danneggerebbero Trump) riteniamo che la guerra dei dazi con gli effetti negativi del protezionismo sull'economia globale sarà il fattore determinante a guidare le quotazioni nei prossimi mesi, pertanto non ci aspettiamo importanti rimbalzi del prezzo del petrolio.

GLI ULTIMI DATI

In USA, il dato preliminare del PIL del terzo trimestre ha confermato la forte crescita economica in atto, anche se ridimensionata in termini congiunturali rispetto al +4.2% dei tre mesi precedenti. La variazione del PIL, infatti, è stata pari a +3.5% t/t, rispetto al trimestre precedente, battendo le attese di +3.3% e portando quella tendenziale a +3% a/a da +2.9%. I consumi continuano a correre, registrando un altro importante aumento di +4% t/t. Si confermano, quindi, come la forza trainante del ciclo economico americano, grazie a un contributo di +2.7% t/t alla crescita del PIL. I produttori, che nel secondo trimestre, forse sorpresi dalla forza della domanda, avevano usato le scorte per far fronte alle richieste dei consumatori, ora si sono adeguati ricostituendo il magazzino, che ha supportato la crescita con un importante +2.1% t/t. Sul fronte degli investimenti fissi, che non hanno dato alcun apporto al ciclo economico, si è accentuata la debolezza del settore edilizio a causa dei rialzi dei tassi d'interesse, registrando un calo congiunturale di -4% t/t, che questa volta gli investimenti non-residenziali non sono riusciti a compensare: questi ultimi sono aumentati soltanto di +0.8% t/t rispetto al dato brillante di +8.7% del trimestre precedente.

L'aspetto più importante da segnalare è il capovolgimento dei flussi commerciali con l'estero: se nel secondo trimestre il canale estero aveva contribuito positivamente alla crescita del PIL con un +1.2% t/t, tutto dovuto al forte aumento delle esportazioni (+9.3% t/t), nel terzo trimestre il contributo è diventato negativo di -1.8% t/t per un forte incremento delle importazioni di +9.1% t/t a fronte di flussi commerciali in uscita in calo di -3.5%.

I dati mensili, ad oggi disponibili per settembre e quindi meno rilevanti perché già rientranti in quelli trimestrali sopra commentati, sono stati positivi ma in ridimensionamento sia dal lato dell'offerta sia della domanda, con un mercato del lavoro ancora in espansione, ma che comincia a risentire della difficoltà a trovare nuovi lavoratori. In settembre, infatti, il tasso di disoccupazione si è portato ancora più sotto il pieno impiego al 3.7% m/m dal 3.9% del mese precedente, battendo le attese del 3.8%, ma i nuovi occupati sono stati soltanto +134.000 unità, ben al di sotto sia dei +270.000 di agosto (rivisto al rialzo da +201.000) sia dei +185.000 stimati dagli economisti. Questo sembrerebbe un segnale che l'economia americana ha raggiunto il suo limite massimo di espansione. La produzione industriale è aumentata di +0.3% m/m, riuscendo a mantenersi in linea con la dinamica di agosto (+0.4%) tuttavia gli ordini di beni durevoli esclusi i trasporti hanno limitato l'incremento a +0.1%, contro un'aspettativa più ottimista di +0.4%. Tutti gli indicatori del settore edilizio sono diminuiti, con tassi di variazioni superiori a -5% m/m nell'avvio di nuovi cantieri e nella vendita di nuove case. Infine, la fiducia dei produttori, misurata attraverso l'indice PMI, nel settore manifatturiero forse ha cominciato a risentire dei timori di un aumento dei costi delle materie prime a causa dei dazi, poiché l'indice è sceso a quota 59.8 da 61.3 di agosto, mentre nel settore dei servizi ha continuato la sua corsa attestandosi a quota 61.6 da 58.5 di agosto. Si ricorda che quest'ultimo in luglio era a 55.7.

Dal lato della domanda, in settembre, le vendite al dettaglio sono aumentate limitatamente di +0.1% m/m, come in agosto, disattendendo completamente le previsioni degli economisti che si attendevano un +0.6%, ma la forza trainante dei consumi dovrebbe continuare anche nell'ultima parte dell'anno in corso, dato l'ottimismo dei consumatori: l'indice *Conference Board*, è aumentato a 137.9 da 135.3 (quest'ultimo rivisto al ribasso da 138.4).

In sintonia con il ridimensionamento della crescita economica, la tensione sui prezzi si è leggermente allentata. In settembre, la variazione tendenziale dell'indice PCE (*Personal Consumption Expenditures*, preferito dalla Fed) in termini globali si è portata a +2% a/a da +2.2% a/a del mese precedente e quello *core* depurato dalle componenti più volatili

USA

La crescita economica si ridimensiona leggermente ma i consumi continuano a correre e i produttori hanno difficoltà a trovare manodopera

di alimentari ed energia, è rimasto fermo a +2%. I salari orari hanno mantenuto la dinamica congiunturale a +0.3% m/m (ad agosto, infatti, è stata rivista da +0.4%), portando la variazione tendenziale a +2.8% a/a da +2.9% del mese precedente. Come emerge dal *Beige book* di ottobre, per il momento molte imprese hanno implementato strategie non salariali per reclutare e trattenere i lavoratori, ma si è acuita la difficoltà nel reperire manodopera e i primi effetti dei dazi si sono fatti sentire con un rincaro dei metalli. Riteniamo pertanto che, in un contesto di elevata domanda di beni, la Fed dovrà proseguire con la sua politica monetaria restrittiva per controllare i rischi inflazionistici nel breve termine. Confermiamo lo scenario delineato già nei mesi scorsi (Scenario C – probabilità 60%) nel quale la Fed interviene con un altro rialzo di 25 punti base dei tassi ufficiali a dicembre di quest'anno. Per il 2019, già nei mesi precedenti si era ipotizzato un atteggiamento più cauto, con un proseguimento della politica monetaria restrittiva ma più graduale rispetto al 2018, in attesa di quantificare gli effetti di medio termine della guerra dei dazi che, in questo caso, andranno a influire negativamente sulla crescita.

In Giappone, non sono disponibili nuove informazioni sui dati trimestrali del PIL rispetto al mese scorso. Possiamo pertanto solo ribadire il rafforzamento della crescita nel secondo trimestre (+0.7% t/t da -0.2% e quella tendenziale a +1.3% a/a da +1.1%) dopo il risultato negativo dei primi tre mesi. L'inversione di tendenza è stata dettata essenzialmente dalla domanda interna privata, poiché i consumi e gli investimenti fissi hanno contribuito entrambi con un +0.4% t/t. Le altre componenti sono risultate assenti, come la spesa pubblica e le scorte, o hanno leggermente sottratto crescita, come il canale estero.

I dati mensili, relativi prevalentemente a settembre, quindi rilevanti per conoscere l'andamento del ciclo economico nipponico nel terzo trimestre ancora non noto, presentano qualche incertezza sia dal lato dell'offerta sia della domanda, dopo un positivo mese di agosto. La produzione industriale è diminuita di -1.1% m/m e il dato di agosto è stato rivisto al ribasso a +0.2% m/m da +0.7%. Gli economisti si attendevano una contrazione (-0.3%) ma non di tale entità. Le vendite al dettaglio hanno registrato un calo di -0.2% m/m in linea con le attese, dopo l'aumento consistente del mese precedente di +0.9%, nonostante il tasso di disoccupazione sia migliorato ancora al 2.3% m/m dal 2.4% di agosto e, in quest'ultimo mese, i consumi delle famiglie e il reddito disponibile, entrambi in termini reali, siano aumentati di +4.5% m/m e di +3.6% m/m, rispettivamente. Va comunque sottolineato che tali incrementi andavano a compensare i pesanti cali di -2.2% e -8.1% di luglio. **Il canale estero continua a soffrire:** in settembre le esportazioni sono diminuite di -2.5% m/m, molto più delle importazioni (-1.7%). **L'unico dato veramente positivo è rappresentato dagli ordini di macchinari industriali**, disponibili però solo per agosto, che hanno proseguito su una tendenza positiva, registrando un +6.8% m/m dopo il già brillante incremento di +11% m/m del mese precedente. Hanno sorpreso ampiamente le aspettative, visto che si attendeva una contrazione di -3.9% m/m.

Questi dati non hanno intaccato la fiducia dei produttori che, letta attraverso l'indice PMI, è aumentata in ottobre a quota 53.1 da 52.5 del mese precedente (rivisto da 52.9) mentre quella dei consumatori ha aggiustato leggermente verso il basso, a 43 da 43.4 (rivisto da 43.3).

La dinamica inflazionistica non ha subito variazioni di rilievo. A parte una leggera limatura della variazione tendenziale dell'indice dei prezzi in termini globali a +1.2% a/a da +1.3%, in settembre l'indice *core* è rimasto fermo a +1%.

Dopo l'ammorbidente del controllo sui rendimenti dei titoli di Stato con scadenza decennale, permettendo oscillazioni di $\pm 0.2\%$ intorno allo zero, decise alla riunione di luglio, non sono attese modifiche alla politica monetaria.

GIAPPONE

I dati mensili mostrano qualche incertezza sia dal lato dell'offerta sia della domanda

In Area Euro, i dati preliminari del PIL del terzo trimestre, per il momento disponibili solo in aggregato, hanno confermato la tendenza al ridimensionamento già registrata nei tre mesi precedenti. La crescita congiunturale ha deluso le attese (+0.4%) registrando un più esiguo +0.2% t/t, erodendo ancora di più quella tendenziale che si è portata sotto la soglia del 2%, a +1.7% a/a da +2.2% del secondo trimestre (rivisto al rialzo da +2.1%) e da +2.5% del primo. L'indisponibilità dei dati per le singole componenti, per il momento, non consente di analizzare in dettaglio la derivazione di tale ridimensionamento.

I dati mensili, relativi prevalentemente ad agosto, ci dicono che probabilmente la debolezza proviene dai consumi. Le vendite al dettaglio, infatti, hanno proseguito sulla tendenza negativa di luglio, diminuendo di -0.2% m/m, dopo il -0.6% del mese precedente. Gli economisti si attendevano un rialzo di +0.2%. Ciò si è verificato nonostante il mercato del lavoro si mantenga in buona salute, con un tasso di disoccupazione stabile all'8.1% in settembre. Dall'altro lato, invece, la produzione industriale è riuscita a invertire la tendenza grazie a un aumento importante di +1% m/m in agosto, ben oltre le aspettative di +0.5%. Va tenuto in considerazione che in luglio era diminuita di -0.7%. Purtroppo, il cambiamento di rotta non ha interessato il settore delle costruzioni che ha subito un calo di -0.5% m/m dopo quello di luglio di -0.1% (quest'ultimo è stato rivisto al ribasso da +0.3%).

Buoni i segnali dei dati di agosto che sono giunti dal canale estero, con un aumento delle esportazioni di +2.1% m/m a fronte d'importazioni ferme (0%), anche se ci si aspetta che gli effetti negativi del protezionismo emergano da settembre. La minore forza del ciclo economico e la guerra dei dazi, che stenta a trovare una soluzione, hanno continuato a erodere la fiducia di produttori e consumatori. In ottobre, l'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) si è nuovamente ridimensionato a quota 109.8 da 110.9 del mese precedente e il PMI, che interpreta specificatamente la fiducia dei produttori, è diminuito a 52.1 da 53.2 nel settore manifatturiero e a 53.3 da 54.7 in quello dei servizi. In entrambi i casi sono state deluse le aspettative.

Sul fronte dell'inflazione, in ottobre si è rilevato soltanto qualche lieve aggiustamento verso l'alto degli indicatori. La variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi al consumo HCPI (*Harmonized Consumer Price Index*) si è portata a +2.2% a/a da +2.1% del mese precedente, e quella *core* a +1.1% a/a da +0.9%. Anche se in ottobre il prezzo del petrolio ha fermato la sua corsa, è probabile che i rincari del greggio finora registrati possano trasferirsi in parte all'indice *core* nei restanti mesi dell'anno in corso, senza, però, generare preoccupazioni inflazionistiche, visto l'ancora ampio margine disponibile rispetto all'obiettivo del 2% della BCE.

Alla luce di una crescita moderata, la BCE sarà molto cauta nel processo di normalizzazione dei tassi ufficiali. Alla riunione di settembre, è stato ribadito che la politica monetaria rimarrà accomodante anche dopo l'esaurimento del *Quantitative Easing*, fissato per fine dicembre di quest'anno, attraverso i reinvestimenti dei titoli in scadenza già in portafoglio della Banca Centrale e che i tassi ufficiali resteranno al livello attuale almeno fino all'estate del 2019.

In Germania, non ci sono nuove informazioni sui dati trimestrali del PIL rispetto al mese scorso. Possiamo pertanto solo ribadire che, nel secondo trimestre, la crescita congiunturale si è intensificata a +0.5% t/t da +0.4% dei primi tre mesi dell'anno, anche se ciò non ha permesso a quella tendenziale di migliorare, passando a +1.9% a/a da +2% del primo trimestre. Il dato congiunturale nasconde, però, due aspetti non del tutto positivi: 1) il buon risultato è dovuto in gran parte a un accumulo di scorte (+0.4% t/t); 2) il canale estero ha dato ancora segnali di debolezza, sottraendo crescita per un -0.4% t/t, a causa di un aumento delle importazioni più elevato di quello delle esportazioni. La domanda interna è equilibrata, con contributi alla crescita equamente

AREA EURO

La crescita economica si ridimensiona sotto il 2%

Germania

distribuiti tra consumi, investimenti e spesa pubblica.

I dati mensili hanno spesso deluso le attese. In agosto, la produzione industriale ha proseguito lungo la tendenza negativa dei mesi precedenti, registrando una diminuzione di -0.3% m/m dopo le contrazioni di -1.3% di luglio (rivisto al ribasso da -1.1%) e -0.7% di giugno. Gli economisti speravano in un aumento di +0.3% m/m. **Il dato positivo sulle costruzioni di luglio ha avuto vita breve**, con un calo di -1.8% m/m in agosto e una revisione verso il basso a +1.2% da +2.6% della rilevazione del mese precedente. **Solo gli ordini hanno recuperato** grazie a un incremento di +2% m/m da -0.9% di luglio. Le esportazioni sono rimaste invariate rispetto a luglio e il saldo della bilancia commerciale è migliorato solo grazie a una contrazione delle importazioni di -2.4% m/m a conferma della debolezza della domanda interna. **In settembre**, infatti, a fronte di aspettative ben ottimiste che prevedevano un rimbalzo di +0.5% m/m, **le vendite al dettaglio hanno tentato di contrastare il calo di -0.3% di agosto, ma si è trattato di un timido aumento** limitato a +0.1% m/m, **nonostante le buone condizioni del mercato del lavoro**, che in ottobre ha mantenuto il tasso di disoccupazione ai bassi livelli del mese precedente (5.1%). **In ottobre, tutti gli indici relativi alla fiducia dei produttori hanno risentito della prospettiva di indebolimento del ciclo economico globale e della guerra dei dazi**: l'indice Ifo si è ridimensionato a 102.8 da 103.7 del mese precedente e il PMI è sceso a 52.3 da 53.7 nel settore manifatturiero, a 53.6 da 55.9 in quello dei servizi (rivisto al ribasso da 56.5 il dato di settembre).

Gli indicatori dei prezzi sono stati interessati dal rincaro del greggio, verificatosi fino a settembre, solo per la componente energetica: in ottobre, la variazione tendenziale dell'indice HCPI globale si è portata a +2.4% a/a da +2.2% del mese precedente, **ma** le tensioni inflazionistiche si sono trasferite agli altri comparti solo limitatamente, visto che l'indice *core*, disponibile però solo per settembre, **si mantiene ben lontano dall'obiettivo del 2% della BCE, pur aumentando leggermente a +1.2% a/a da +1.1% del mese precedente**. In ogni caso, il rientro del prezzo del petrolio avvenuto in ottobre e la minor crescita dovrebbero smorzare i rischi inflazionistici.

In Francia, i dati sul PIL del terzo trimestre hanno un po' deluso le aspettative, registrando una crescita congiunturale di +0.4% t/t, contro un atteso +0.5%. Nonostante l'aumento comunque rilevante nei tre mesi, la variazione tendenziale si è ulteriormente ridimensionata a +1.5% a/a da +1.7% del secondo trimestre. Rispetto alla fine del 2017 l'economia francese ha perso mezzo punto percentuale. Leggendo tra le righe, tuttavia, il ciclo economico d'oltralpe presenta degli aspetti positivi: **1) la debolezza dei consumi del secondo trimestre è stata superata, trasformando questa componente nella forza trainante**, grazie a un contributo di +0.3% t/t. Ciò probabilmente ha determinato il ridimensionamento delle scorte, sottraendo un -0.2% t/t alla ripresa; **2) gli investimenti fissi hanno continuato a crescere mantenendo alta la dinamica**, con un +0.8% t/t da +0.9% del secondo trimestre, permettendo un contributo di +0.2% t/t; **3) è migliorato il canale estero**, che ha contribuito alla crescita per un +0.1%, grazie a un aumento delle esportazioni (+0.7% t/t) superiore a quello delle importazioni (+0.3%). Va ricordato che nel secondo trimestre questa componente aveva eroso un -0.2% alla ripresa.

I dati mensili sono positivi, ma la fiducia dei produttori risente del quadro d'incertezza globale. In agosto, la produzione industriale è aumentata di +0.3% m/m e il dato di luglio è stato rivisto al rialzo a +0.8% da +0.7%. Si riconferma, pertanto, la dinamica positiva dei due mesi precedenti. Il settore delle costruzioni ha registrato un incremento di +0.2% m/m ritornando a crescere dopo il -1.3% di luglio (rivisto al rialzo da -1.8%) che aveva risentito della forte spinta di +5% di giugno. In settembre, le vendite al dettaglio hanno registrato un +0.1% m/m, dopo l'aumento consistente di +1.4% del mese precedente. Si sono indebolite, ma hanno continuato a crescere e il leggero

Francia

aggiustamento verso l'alto della fiducia dei consumatori in ottobre a 95 da 94 del mese precedente dovrebbe supportare i consumi nella parte finale dell'anno.

Come anticipato la **nota negativa deriva dal ridimensionamento per il secondo mese consecutivo della fiducia dei produttori**, che in ottobre ha corretto verso il basso a 104 da 107 del mese precedente, facendo riferimento all'indice Insee, e a 51.2 da 52.5 per il PMI del settore manifatturiero.

Come messo in evidenza nei mesi scorsi, **la Francia è il Paese dell'Area Euro che sta soffrendo di più il rincaro dei prezzi petroliferi**. In ottobre, la variazione tendenziale dell'indice HCPI globale è rimasta a +2.5% a/a, ben sopra l'obiettivo della BCE, **ma ancora una volta le tensioni non hanno intaccato gli altri comparti**, grazie a un indice *core* stabile a +0.8% a/a e molto lontano dall'obiettivo della Banca Centrale.

In Italia, sono disponibili informazioni sul PIL del terzo trimestre solo in aggregato e non sono confortanti, poiché la crescita è stata nulla in termini congiunturali a fronte di un'aspettativa di +0.2% t/t. **S'interrompe così la dinamica positiva in atto da oltre tre anni**. La variazione tendenziale si è ridimensionata a un esiguo +0.8% a/a da +1.2% del secondo trimestre.

Italia

I dati mensili, che si riferiscono prevalentemente ad agosto, e quindi non molto rilevanti perché inclusi in quelli trimestrali sopra menzionati, **sono comunque stati positivi**. La **produzione industriale ha sorpreso i mercati** che si attendevano un +0.8% m/m, con un incremento di +1.7% che ha compensato il calo di luglio di -1.6%. Purtroppo, il settore delle costruzioni non ha brillato (-0.8% m/m dopo il -0.5% di luglio). **Molto forti si sono dimostrati gli ordini, con un balzo consistente di +4.9% m/m**. Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio hanno messo a segno un +0.7% m/m, riuscendo a recuperare dalla pausa di luglio (0%). **Le esportazioni verso l'Area Euro sono cresciute di +2.4% m/m**, ben al di sopra del flusso di importazioni (+1.3%). **Tuttavia, i primi dati di settembre e ottobre smorzano gli animi** in sintonia con quello preliminare del PIL sopra citato. In settembre, il canale estero relativo agli scambi extra-UE ha dimostrato un doppio effetto negativo sul saldo della bilancia commerciale, dato dalla forza delle importazioni (+4.1% m/m) e dalla debolezza delle esportazioni. Queste ultime, diminuendo di -3.7% m/m, hanno azzerato il progresso di agosto (+3.5%). **Il tasso di disoccupazione è tornato a salire al 10.1%** dopo il miglioramento al 9.8% di luglio. **In ottobre, infine, la fiducia dei produttori ha ripiegato a 104.9 da 105.6 del mese precedente nel settore manifatturiero, a 103.7 da 105.1 in quello dei servizi, riflettendo un giudizio negativo dal lato dell'offerta sulla manovra di bilancio presentata dal Governo**. Dal lato della domanda, invece, quest'ultima è stata accolta con favore, visto che la fiducia dei consumatori è aumentata a 116.6 da 116.1 di settembre.

Sul fronte dei prezzi, nonostante lievi aggiustamenti verso l'alto degli indicatori, l'Italia continua a registrare un profilo inflazionistico tra i più bassi dell'Area Euro, in sintonia con la maggiore debolezza del ciclo economico. In ottobre, la variazione tendenziale dell'indice HCPI globale si è portata a +1.7% a/a da +1.5% del mese precedente (rivisto al ribasso da +1.6%) e quella *core* a +0.9% a/a da +0.7%.

Gli occhi restano, tuttavia, puntati sui conti pubblici. La Commissione Europea ha **rigettato la manovra di bilancio da 37 miliardi, dei quali 22 finanziati con nuovo deficit**. Entro fine novembre, il Governo italiano dovrebbe apportare le modifiche necessarie. **Le dichiarazioni finora rilasciate d'indisponibilità a qualsiasi cambiamento aumentano i rischi di una procedura per deficit eccessivo, alimentando ulteriori tensioni sui rendimenti dei titoli di Stato italiani**. Si ricorda che alle aste di ottobre questi ultimi hanno registrato forti rialzi su tutte le scadenze.

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

GLI SCENARI

A (10%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sulla crescita viene più che compensato da quello molto espansivo della riforma fiscale, delineando una crescita del PIL intorno a +3% a/a. In presenza di una buona domanda interna, i produttori scaricano sui prezzi al consumo i rincari dovuti ai dazi, quelli sulle materie prime dovuti all'aumento del prezzo del petrolio e quelli sui salari per un mercato del lavoro al pieno impiego. La Fed aumenta i tassi ufficiali a dicembre del 2018 e prosegue con altri due rialzi nella prima parte del 2019, di 25 punti base ciascuno, a marzo e giugno, ma i mercati hanno la sensazione che sia in ritardo nel controllo dell'inflazione. Per questo, i rendimenti americani salgono di più rispetto allo scenario C. Nel medio termine, il decennale si spinge sopra il 3.3% e il dollaro si porta intorno a quota 1.15 nei confronti dell'euro.

Area Euro: la crescita si rafforza verso il +2.5% a/a anche grazie all'accordo Trump-Juncker di un azzeramento dei dazi tra le due aree e l'inflazione *core* si porta verso il 2%. La BCE, dopo l'azzeramento del QE, comincia a prospettare un rialzo dei tassi ufficiali in primavera del 2019 e tutti i rendimenti dell'Area Euro salgono per riflettere la fine della politica monetaria accomodante.

In Italia, la legge di bilancio, pur sfiorando i limiti imposti dalla Commissione Europea, dà un po' di credito alla maggiore crescita attesa. I rendimenti italiani restano comunque elevati, intorno al 3.35%, e lo *spread* intorno ai 280 punti base nei confronti del *Bund* tedesco.

B (30%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sul ciclo economico, attraverso un ridimensionamento della fiducia di produttori e consumatori, prevale su quello della riforma fiscale, delineando una crescita del PIL intorno a +2.5% nel medio termine. Il prezzo del petrolio e i salari rientrano dai massimi registrati nell'autunno del 2018. L'inflazione rimane contenuta sia pur vicino all'obiettivo della Fed. Un passo di crescita più limitato del previsto impone alla Fed un solo intervento di 25 punti base sui tassi ufficiali a dicembre del 2018, poi nel 2019 preferisce assumere un atteggiamento attendista. Le turbolenze finanziarie nell'Area Euro impediscono al dollaro di deprezzarsi per uno spostamento di capitali verso gli Stati Uniti. Nel medio periodo, il dollaro, visto come valuta rifugio, resta intorno a quota 1.14 nei confronti dell'euro e i rendimenti del decennale tornano sotto il 3%.

Area Euro: la crescita si ridimensiona sotto il +2% a/a a causa del protezionismo, con un'inflazione *core* moderata, ben sotto il 2%. La BCE mantiene un atteggiamento accomodante di politica monetaria, focalizzando l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio e rinviando almeno all'autunno del 2019 un eventuale rialzo dei tassi ufficiali. In Italia, le incertezze sulle coperture della legge di bilancio, la probabile procedura di infrazione per deficit eccessivo e lo scenario di minore crescita globale penalizzano fortemente i rendimenti sui titoli di Stato che aumentano anche sopra il 3.7% sul decennale, con uno *spread* che può spingersi oltre i 330 punti base rispetto al *Bund*.

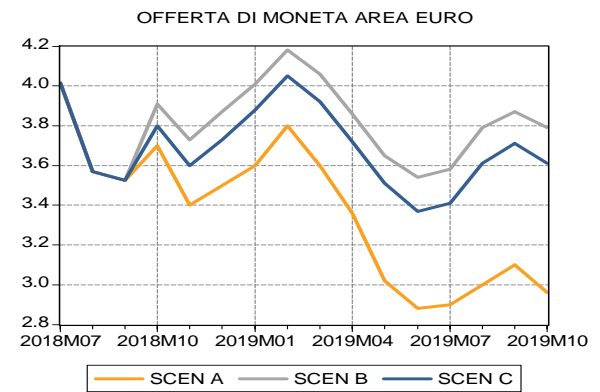
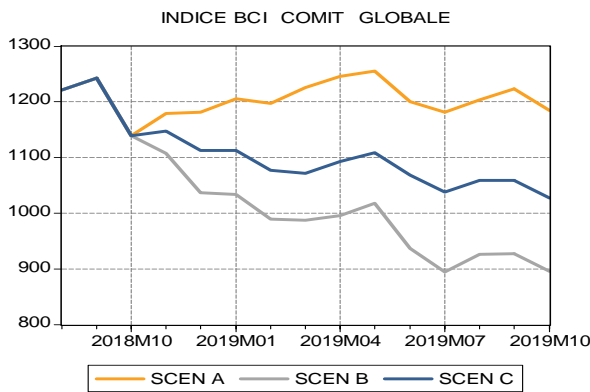
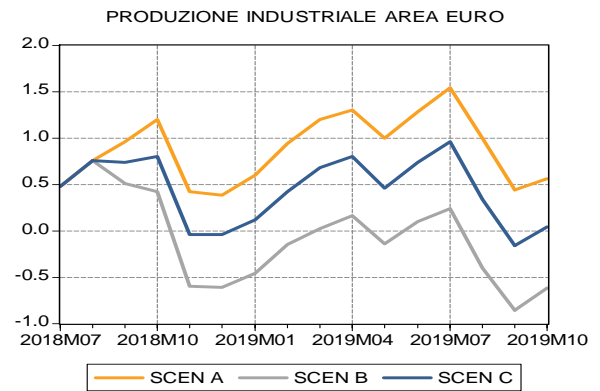
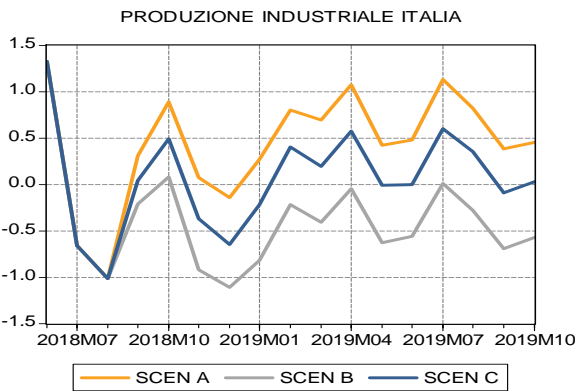
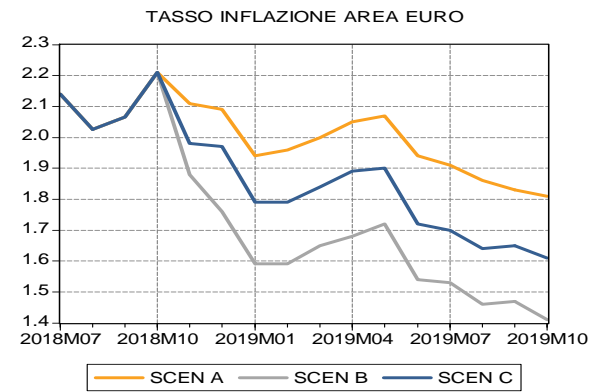
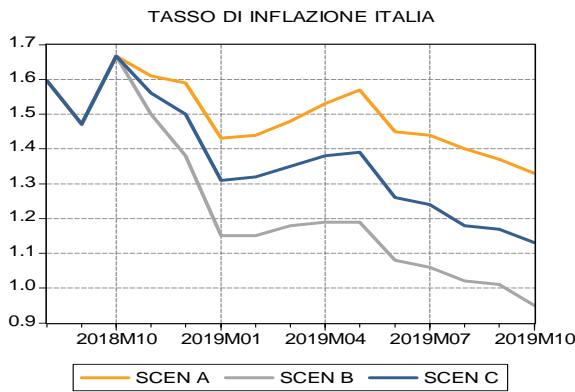
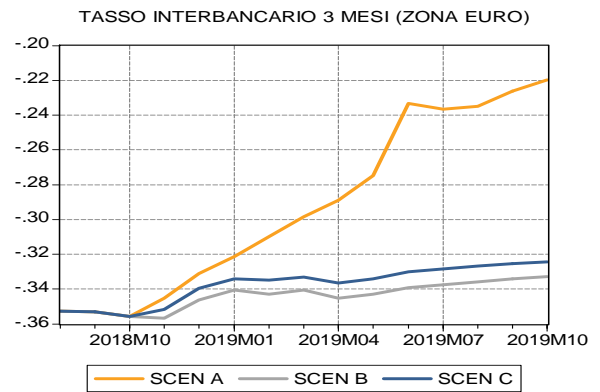
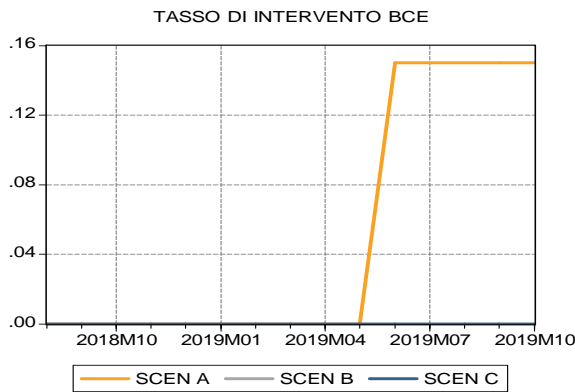
C (60%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sulla crescita viene più compensato dall'effetto molto espansivo della riforma fiscale, delineando una crescita del PIL intorno a +3% a/a. In presenza di una buona domanda interna, i produttori scaricano sui prezzi al consumo i rincari dovuti ai dazi, quelli sulle materie prime dovuti all'aumento del prezzo del petrolio e quelli sui salari per un mercato del lavoro sotto il pieno impiego. Per controllare l'inflazione, la Fed aumenta i tassi ufficiali a dicembre 2018 e a marzo 2019, di 25 punti base ciascuno. Le tensioni sui mercati emergenti limitano l'aumento dei rendimenti americani per uno spostamento di capitali verso l'area dollaro. Nel medio termine, i rendimenti decennali si spingono verso il 3.25% e il dollaro si rafforza verso quota 1.13 nei confronti dell'euro.

Area Euro: la crescita economica rimane positiva, intorno a +2% a/a, anche se meno intensa del 2017, con un'inflazione *core* ancora moderata, sotto il 2%. La BCE mantiene un atteggiamento accomodante di politica monetaria, focalizzando l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio e rinviando almeno all'autunno del 2019 un eventuale rialzo dei tassi ufficiali. In Italia, le incertezze sulle coperture della legge di bilancio e la probabile procedura di infrazione per deficit eccessivo penalizzano i rendimenti sui titoli di Stato, portandosi verso il 3.5% sul decennale, con uno *spread* BTP/*Bund* intorno ai 300 punti base.

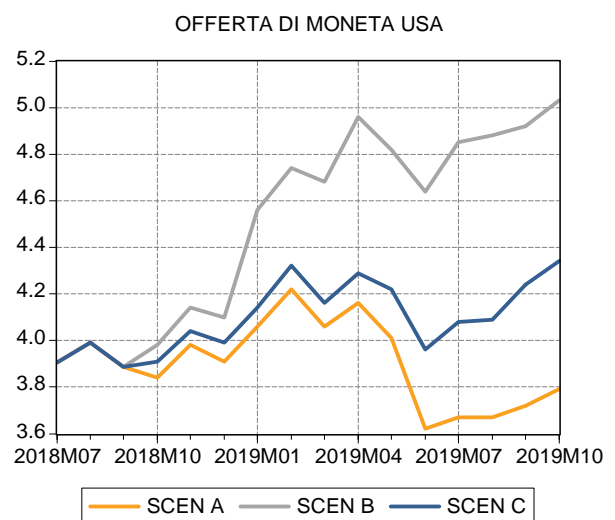
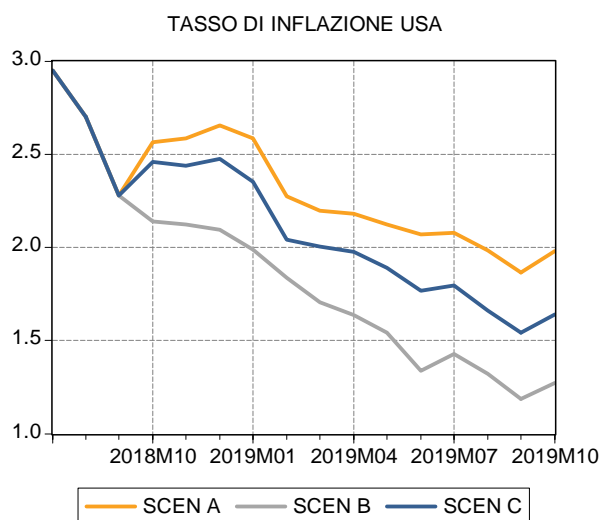
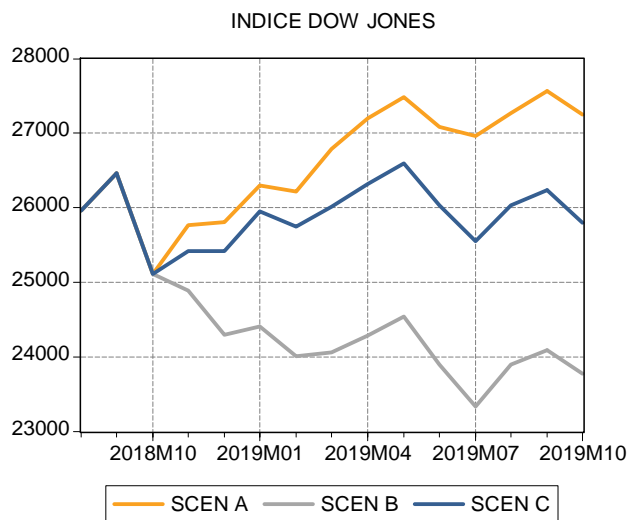
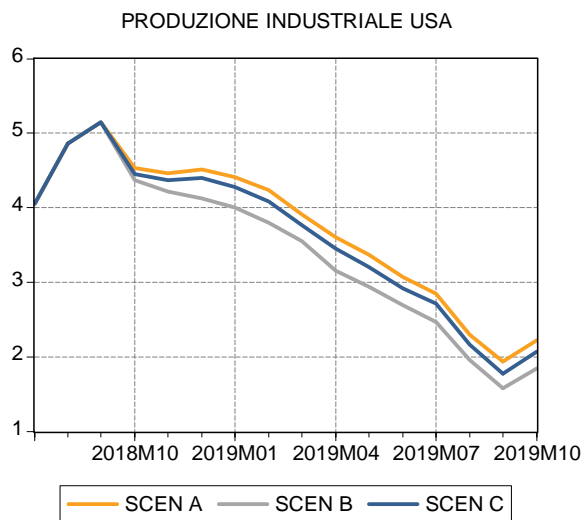
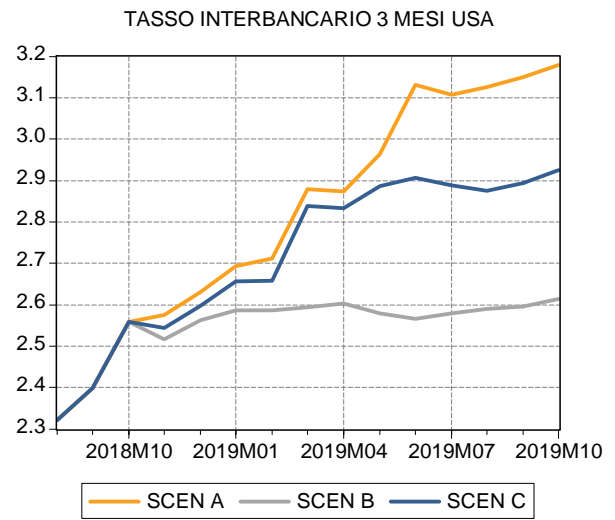
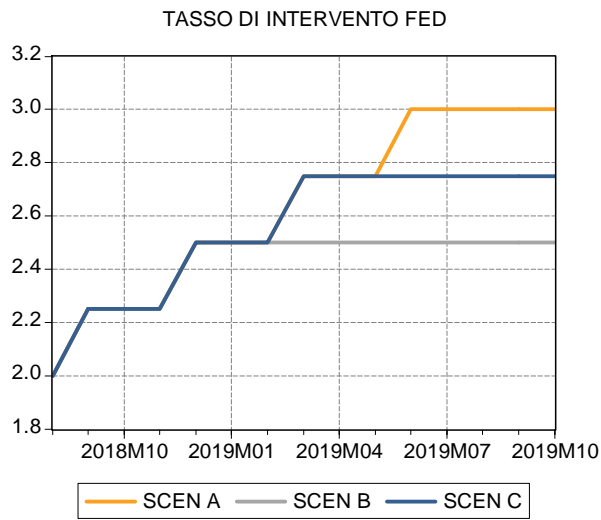
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

I tassi interbancari europei in ottobre non hanno subito variazioni di rilievo rispetto al mese precedente: -0.41% l'1 mese, -0.35% il 3 mesi e -0.32% il 6 mesi. **Una crescita economica positiva e un'inflazione *core* moderata potrebbero spingere la BCE a rinviare almeno all'autunno 2019 l'eventuale rialzo dei tassi (scen. C e B).** Se le dinamiche dovessero accelerare, potrebbe prospettarsi un primo rialzo nella primavera del 2019 (scen. A). **I saggi interbancari sono visti comunque stabili o in tenue ripresa** (tra -0.3 e -0.4% per la scadenza a 1 mese, tra -0.2 e -0.4% il 3 mesi e tra -0.2 e -0.3% il 6 mesi).

La struttura a termine italiana sta risentendo del clima di tensione creatosi tra la Commissione Europea e il governo, che continua a dichiararsi non disponibile ad apportare modifiche alla legge di bilancio, alimentando così il rischio dell'avvio della procedura per deficit eccessivo. Come conseguenza, in ottobre i rendimenti di fine periodo sono aumentati di 20-30 punti base rispetto a settembre (+1.95%, +2.65%, +3.11% e +3.44% per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni, rispettivamente da +1.78%, +2.39%, +2.78% e +3.15%). Lo scenario dipende ora dalla risposta dell'Italia alle richieste di Bruxelles. **Nello scenario C, se in USA l'effetto negativo del protezionismo fosse più che compensato da quello espansivo della riforma fiscale, la Fed potrebbe aumentare i tassi a dicembre 2018 e a marzo 2019.** La BCE, invece, se la crescita rimanesse positiva e l'inflazione *core* sotto il target, potrebbe focalizzare l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio e rinviare almeno all'autunno 2019 l'eventuale rialzo dei tassi. Nonostante il messaggio accomodante della BCE, se in Italia le coperture della legge di bilancio rimanessero incerte, rendendo probabile la procedura d'infrazione per deficit eccessivo, i rendimenti dei titoli italiani ne sarebbero penalizzati, attestandosi a ottobre 2019 al 2.19%, al 2.89%, al 3.40% e al 3.68% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni. Nello scenario A, la Fed rialza i tassi ufficiali a dicembre 2018 e poi a marzo e a giugno 2019 ma i mercati hanno la sensazione che l'inflazione non sia sotto controllo. In Europa la crescita si rafforza e l'inflazione *core* si porta verso il 2%. In Italia la legge di bilancio, pur sforando i limiti della Commissione Europea, dà credito alle previsioni di crescita del governo. In tal caso la BCE potrebbe prospettare un rialzo dei tassi già nella primavera del 2019: i rendimenti italiani rimarrebbero comunque elevati (+2.1% il 3 anni, +2.81% il 5 anni, +3.29% il 7 anni e +3.59% il 10 anni a ottobre 2019). Nello scenario B, negli USA s'ipotizza una crescita più moderata e un rientro delle pressioni inflazionistiche che consentono alla Fed di limitare il proprio intervento a un solo nuovo rialzo nel 2018. In Area Euro, il protezionismo limita la crescita e l'inflazione *core* stenta a raggiungere l'obiettivo. La BCE mantiene un atteggiamento accomodante, tuttavia in Italia le incertezze sulle coperture della legge di bilancio, la possibile procedura per deficit eccessivo e la minor crescita globale penalizzano fortemente i rendimenti dei titoli di Stato (+2.48% il 3 anni, +3.22% il 5 anni, +3.72% il 7 anni e +4.01% il 10 anni alla fine dell'orizzonte di previsione).

In agosto i tassi medi sia sui depositi sia sui prestiti sono rimasti invariati rispetto al mese precedente (+0.4% e +2.6% rispettivamente). **In tutti gli scenari, il tasso sui depositi è visto tra +0.4 e +0.5% e quello sui prestiti tra +2.7 e +2.8% a fine periodo.**

In agosto i prestiti totali hanno proseguito la tendenza negativa del bimestre precedente (-1.9% a/a, da -1.7% in luglio) mentre i depositi hanno continuato ad aumentare (+4.1% a/a, da +3.8%). **In base alle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica degli impieghi dovrebbe tornare positiva (+1.1% a/a in C, +0.9% in B e +1.5% in A, a ottobre 2019) e quella dei depositi totali dovrebbe rimanere abbastanza sostenuta (+2.6%, +2.3% e +3.0% rispettivamente).**

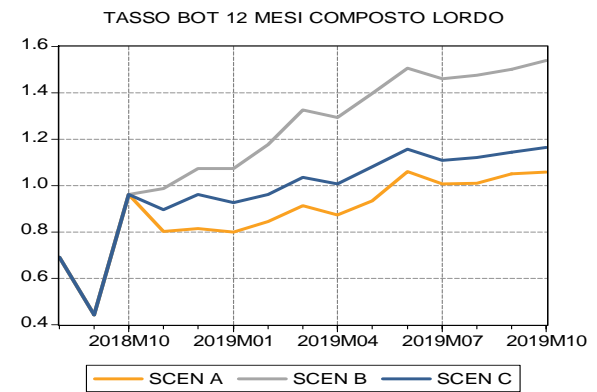
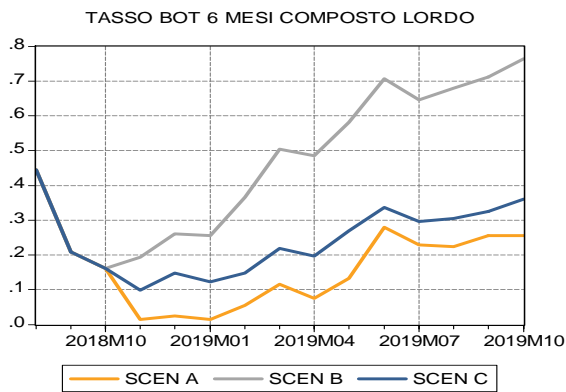
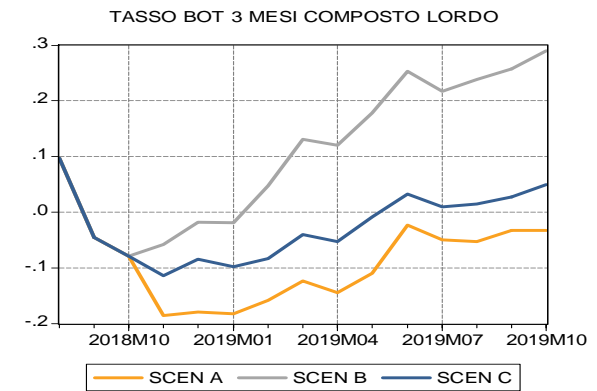
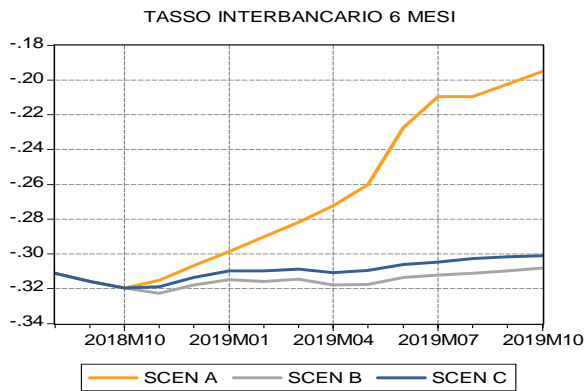
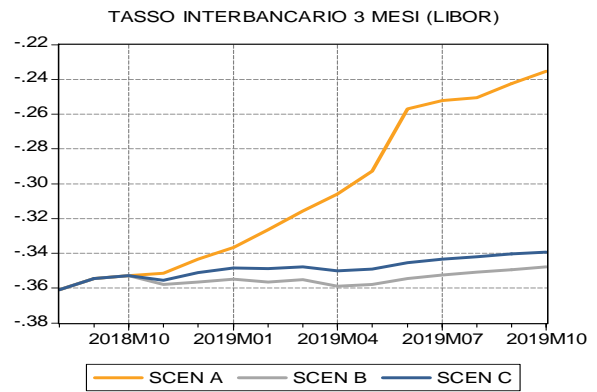
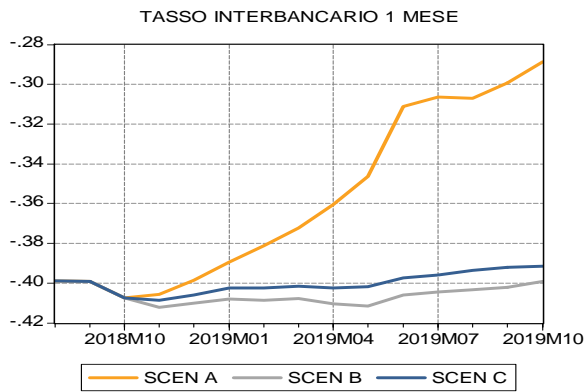
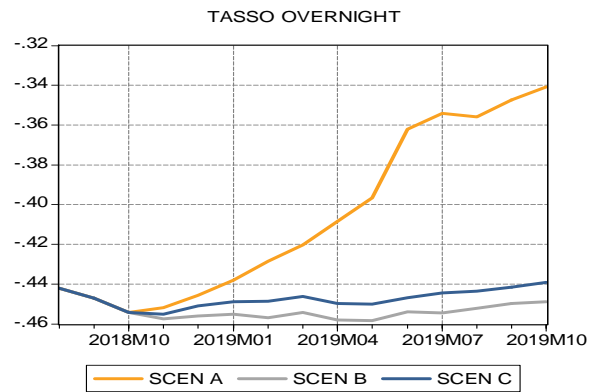
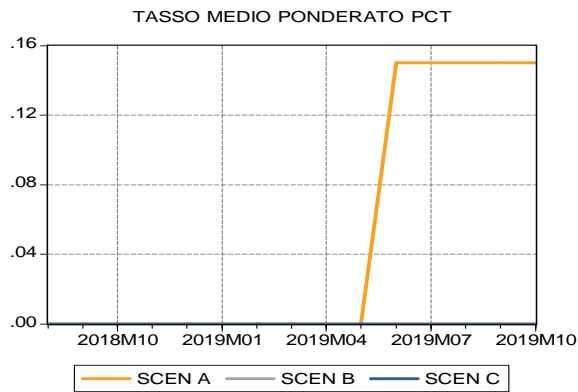
TASSI INTERBANCARI

STRUTTURA A TERMINE

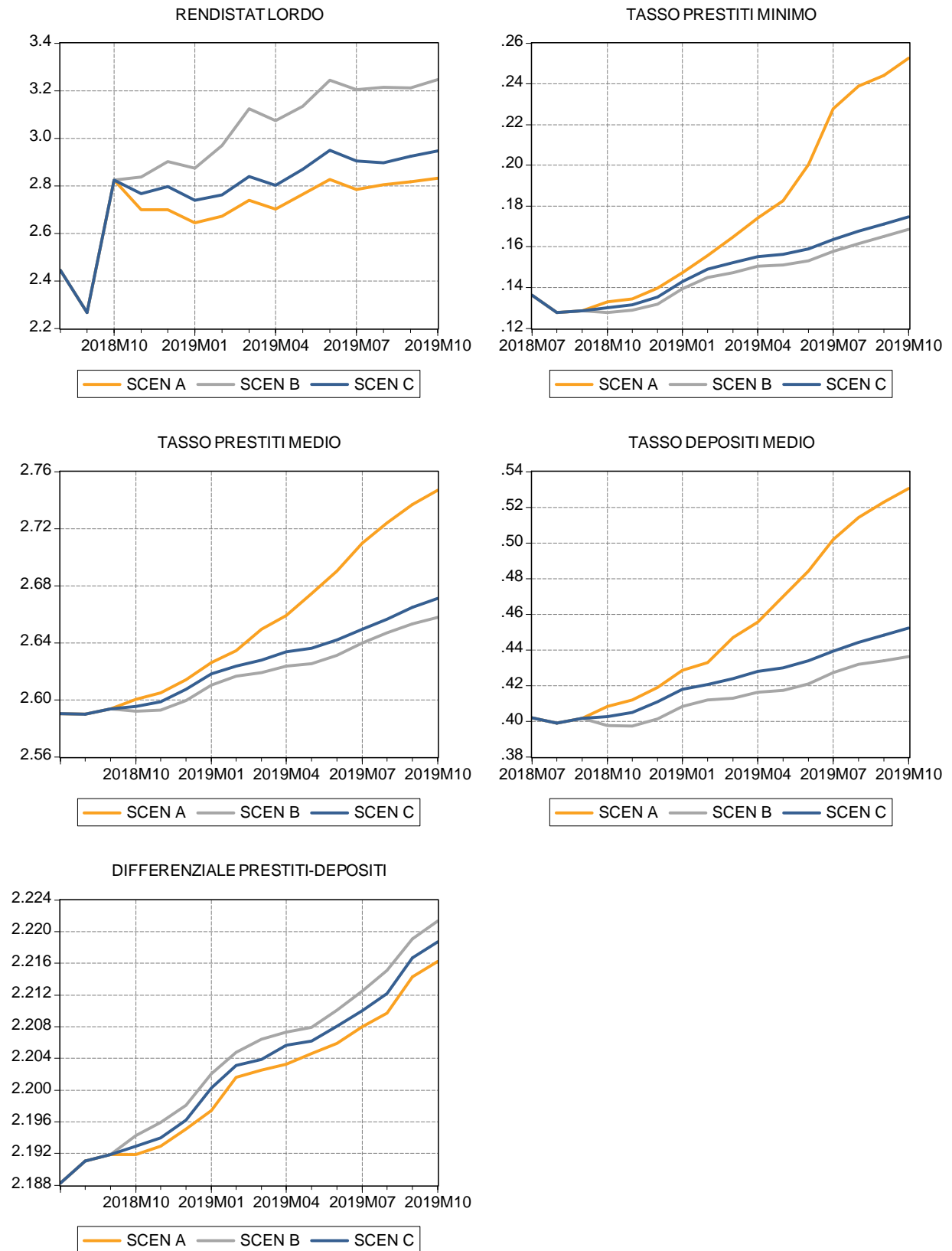
TASSI BANCARI

VOLUMI

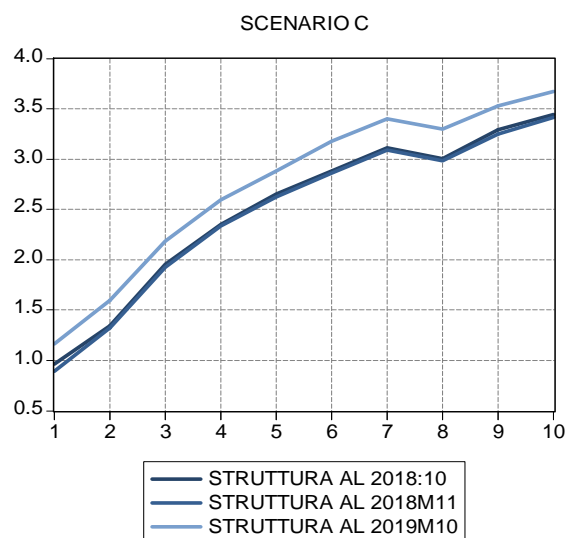
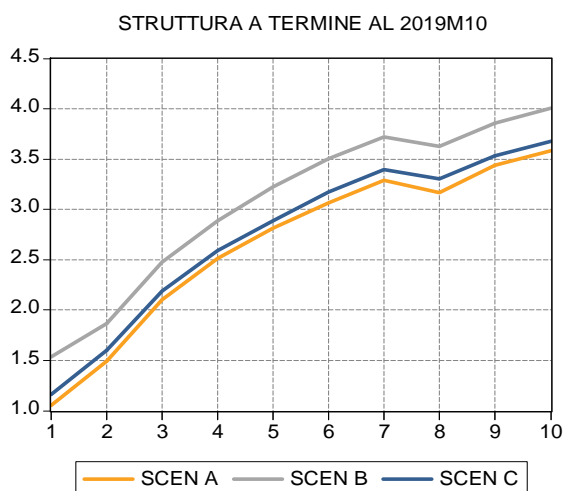
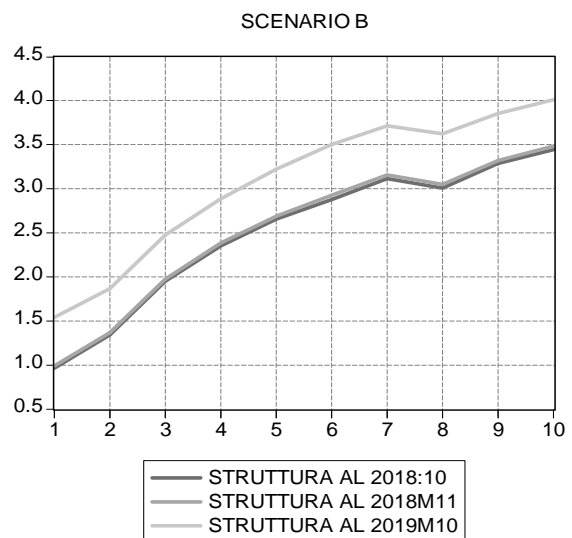
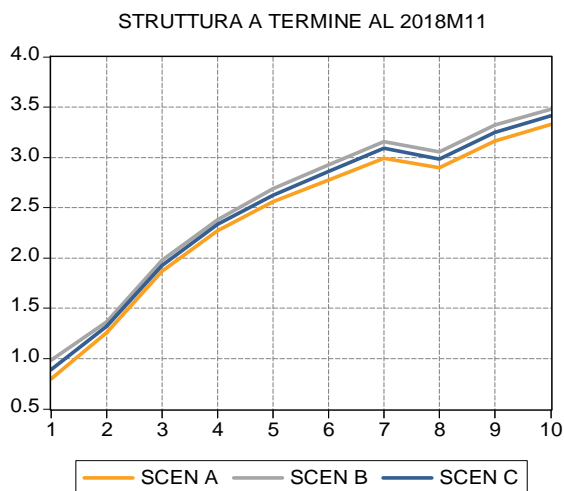
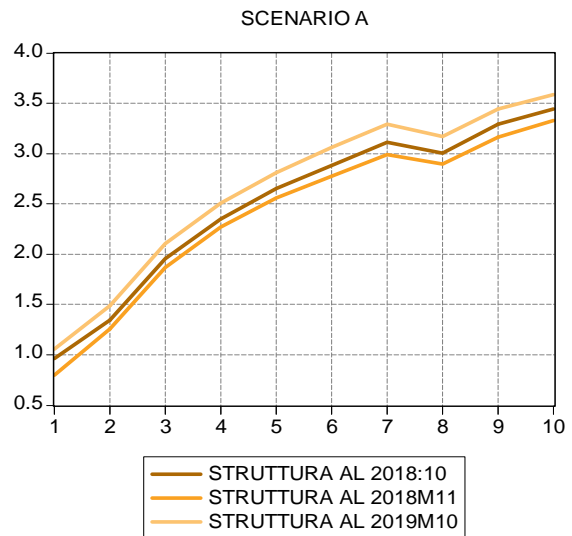
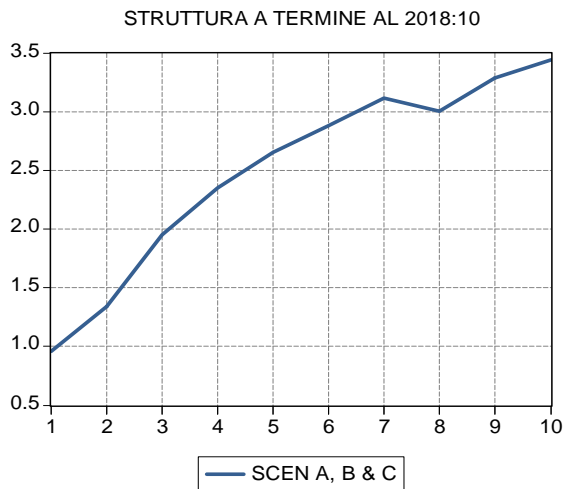
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



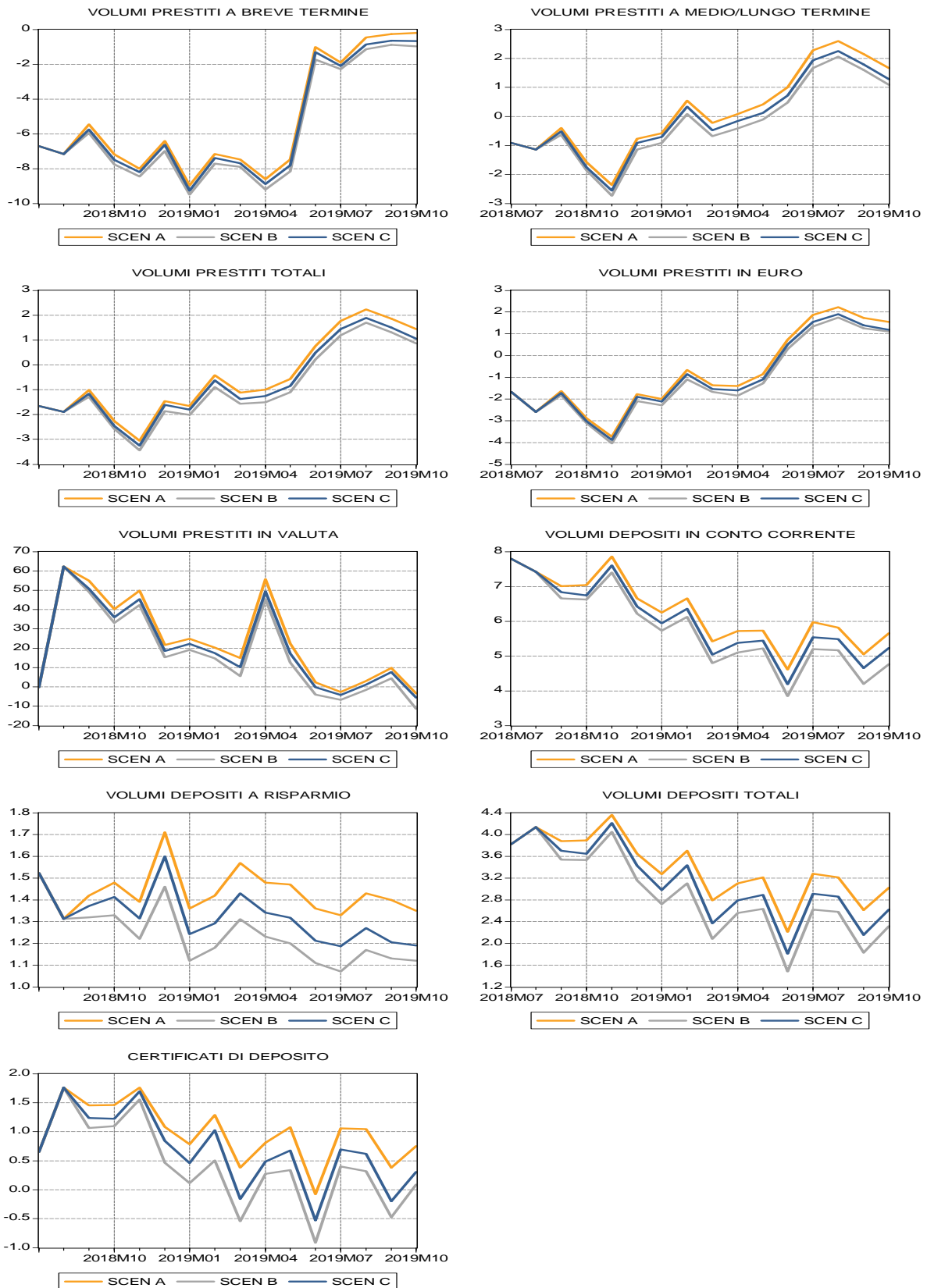
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



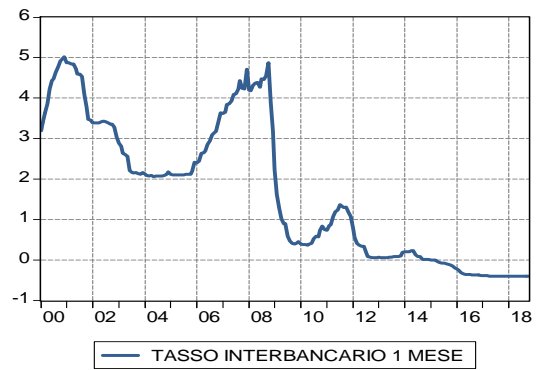
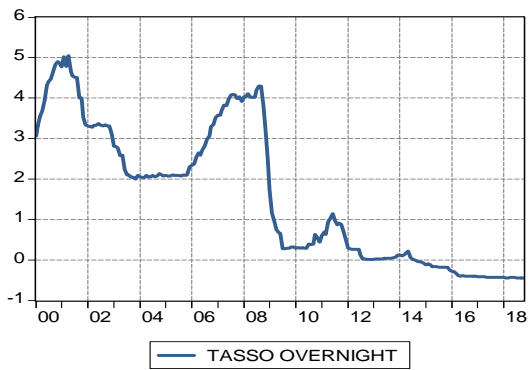
SCENARIO A	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9	19 10
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
Indice BCI COMIT (livello)	1387	1288	1284	1311	1221	1243	1139	1179	1181	1206	1197	1226	1246	1255	1200	1181	1203	1223	1185
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.2	2.3	1.3	-0.7	-1.0	0.3	0.9	0.1	-0.1	0.3	0.8	0.7	1.1	0.4	0.5	1.1	0.8	0.4	0.4
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.6	1.0	1.4	1.9	1.6	1.5	1.7	1.6	1.6	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6	1.5	1.4	1.4	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	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.44	-0.43	-0.42	-0.41	-0.40	-0.36	-0.35	-0.36	-0.35	-0.34
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.40	-0.39	-0.38	-0.37	-0.36	-0.35	-0.31	-0.31	-0.31	-0.30	-0.29
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.33	-0.32	-0.31	-0.29	-0.26	-0.25	-0.25	-0.24	-0.24
T. Interb. 6m lett.	-0.32	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.32	-0.31	-0.30	-0.29	-0.28	-0.27	-0.26	-0.23	-0.21	-0.21	-0.20	-0.19
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.42	0.43	0.43	0.45	0.46	0.47	0.48	0.50	0.51	0.52	0.53
T. Prestiti medio	2.64	2.62	2.60	2.59	2.59	2.59	2.60	2.60	2.61	2.63	2.63	2.65	2.66	2.67	2.69	2.71	2.72	2.74	2.75
T.prest. medio - T.dep. medio	2.24	2.22	2.20	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.21	2.21	2.21	2.22
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.42	0.57	-0.11	-0.13	0.10	-0.05	-0.08	-0.19	-0.18	-0.18	-0.16	-0.12	-0.14	-0.11	-0.02	-0.05	-0.05	-0.03	-0.03
T. BOT comp. lordo 6m	-0.43	1.23	0.09	0.07	0.45	0.21	0.16	0.02	0.03	0.02	0.06	0.12	0.08	0.13	0.28	0.23	0.22	0.26	0.26
T. BOT comp. lordo 12m	-0.40	-0.37	0.56	0.34	0.69	0.44	0.96	0.80	0.81	0.80	0.84	0.91	0.87	0.93	1.06	1.01	1.01	1.05	1.06
Rendistat lordo	1.05	1.49	2.12	2.00	2.45	2.27	2.82	2.70	2.70	2.64	2.67	2.74	2.70	2.76	2.83	2.78	2.81	2.82	2.83
Rendistat netto	0.92	1.30	1.85	1.75	2.14	1.98	2.47	2.36	2.36	2.31	2.34	2.40	2.36	2.42	2.47	2.44	2.45	2.46	2.48
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.14	1.40	1.13	1.26	2.11	1.78	1.95	1.87	1.90	1.92	1.95	2.00	1.97	2.03	2.09	2.05	2.07	2.11	2.10
Rend. BTP a 5 anni	0.69	2.02	1.83	1.93	2.70	2.39	2.65	2.56	2.61	2.61	2.62	2.68	2.66	2.71	2.77	2.74	2.76	2.80	2.81
Rend. BTP a 7 anni	1.27	2.39	2.30	2.37	3.01	2.78	3.11	2.99	3.05	3.07	3.07	3.14	3.12	3.17	3.26	3.23	3.24	3.28	3.29
Rend. BTP a 10 anni	1.88	2.81	2.73	2.79	3.26	3.15	3.44	3.33	3.36	3.36	3.40	3.46	3.44	3.49	3.57	3.54	3.54	3.58	3.59
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2380.593	2373.219	2332.401	2309.823	2300.420	2323.675	2343.263	2347.481	2336.597	2339.871	2337.37	2349.71	2356.79	2359.93	2350.13	2350.82	2351.83	2367.02	2377.20
Prestiti in euro	2363.953	2342.658	2288.574	2266.420	2259.362	2284.437	2294.912	2301.403	2297.099	2301.229	2303.648	2309.56	2330.858	2322.51	2305.28	2308.58	2309.52	2323.96	2330.48
Prestiti in valuta	16.640	30.561	43.827	43.403	41.058	39.238	48.351	46.078	39.497	38.642	33.727	40.149	25.930	37.417	44.847	42.246	42.305	43.061	46.720
Prestiti a breve	297.137	292.566	276.033	279.196	271.102	272.485	271.029	274.771	270.466	276.431	273.853	271.625	271.583	270.682	273.218	273.864	269.882	271.776	270.487
Prestiti a m / l	2083.457	2080.653	2056.368	2030.626	2029.318	2051.191	2072.235	2072.710	2066.131	2063.439	2063.522	2078.086	2085.204	2089.247	2076.910	2076.958	2081.943	2095.242	2106.716
Depositi totali	2391.160	2420.533	2445.843	2419.839	2429.841	2440.844	2455.662	2460.801	2460.403	2452.993	2438.072	2456.894	2465.286	2498.232	2499.896	2499.210	2507.839	2504.550	2529.823
Depositi in c / c	1073.970	1083.938	1101.372	1077.309	1079.978	1099.528	1100.943	1103.830	1130.709	1114.461	1120.508	1129.567	1135.401	1146.048	1152.145	1141.625	1142.724	1155.055	1163.146
Depositi a risparmio	300.202	299.777	300.313	300.418	301.104	301.590	301.304	301.668	303.835	305.023	305.311	305.229	304.645	304.184	304.397	304.413	305.410	305.812	305.372
Certif. deposito	1016.988	1036.818	1044.158	1042.112	1048.760	1039.725	1053.415	1055.303	1025.859	1033.509	1012.252	1022.098	1025.240	1048.001	1043.353	1053.172	1059.705	1043.683	1061.306
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	-0.12	0.52	-2.28	-1.65	-1.89	-1.02	-2.26	-3.06	-1.46	-1.65	-0.42	-1.12	-1.00	-0.56	0.76	1.77	2.23	1.87	1.45
Prestiti in euro	0.60	1.02	-2.45	-1.68	-2.59	-1.63	-2.88	-3.74	-1.78	-2.00	-0.67	-1.36	-1.40	-0.86	0.73	1.86	2.22	1.73	1.55
Prestiti in valuta	-50.51	-26.83	7.47	-0.09	62.29	54.90	40.23	49.79	21.58	24.92	20.25	14.97	55.82	22.44	2.33	-2.66	3.04	9.74	-3.38
Prestiti a breve	-4.28	-6.78	-11.16	-6.70	-7.16	-5.46	-7.18	-8.01	-6.42	-8.97	-7.16	-7.48	-8.60	-7.48	-1.02	-1.91	-0.45	-0.26	-0.20
Prestiti a m / l	0.50	1.64	-0.95	-0.91	-1.14	-0.40	-1.58	-2.36	-0.77	-0.58	0.55	-0.22	0.08	0.41	1.00	2.28	2.59	2.15	1.66
Depositi totali	0.09	3.62	4.75	3.82	4.14	3.88	3.89	4.36	3.65	3.27	3.70	2.79	3.10	3.21	2.21	3.28	3.21	2.61	3.02
Depositi in c / c	6.97	9.07	10.50	7.80	7.42	7.01	7.04	7.86	6.65	6.25	6.65	5.42	5.72	5.73	4.61	5.97	5.81	5.05	5.65
Depositi a risparmio	1.31	1.39	1.83	1.52	1.31	1.42	1.48	1.39	1.71	1.36	1.42	1.57	1.48	1.47	1.36	1.33	1.43	1.40	1.35
Certif. deposito	-6.59	-0.93	0.09	0.65	1.76	1.46	1.46	1.76	1.09	0.78	1.29	0.38	0.81	1.08	-0.08	1.06	1.04	0.38	0.75

SCENARIO B	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9	19 10
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 BCI COMIT (livello)	1387	1288	1284	1311	1221	1243	1139	1107	1037	1034	989	987	996	1018	937	894	926	927	895
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.2	2.3	1.3	-0.7	-1.0	-0.2	0.1	-0.9	-1.1	-0.8	-0.2	-0.4	-0.1	-0.6	-0.6	0.0	-0.3	-0.7	-0.6
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.6	1.0	1.4	1.9	1.6	1.5	1.7	1.5	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.46	-0.46	-0.46	-0.46	-0.45	-0.46	-0.46	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45
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	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.36	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35
T. Interb. 6m lett.	-0.32	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.31	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.43	0.44
T. Prestiti medio	2.64	2.62	2.60	2.59	2.59	2.59	2.59	2.59	2.60	2.61	2.62	2.62	2.62	2.63	2.63	2.64	2.65	2.65	2.66
T.prest. medio - T.dep. medio	2.24	2.22	2.20	2.19	2.19	2.19	2.19	2.20	2.20	2.20	2.20	2.21	2.21	2.21	2.21	2.21	2.22	2.22	2.22
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.42	0.57	-0.11	-0.13	0.10	-0.05	-0.08	-0.06	-0.02	-0.02	0.05	0.13	0.12	0.18	0.25	0.22	0.24	0.26	0.29
T. BOT comp. lordo 6m	-0.43	1.23	0.09	0.07	0.45	0.21	0.16	0.19	0.26	0.26	0.37	0.50	0.49	0.58	0.71	0.65	0.68	0.71	0.76
T. BOT comp. lordo 12m	-0.40	-0.37	0.56	0.34	0.69	0.44	0.96	0.99	1.07	1.07	1.18	1.33	1.29	1.40	1.51	1.46	1.47	1.50	1.54
Rendistat lordo	1.05	1.49	2.12	2.00	2.45	2.27	2.82	2.84	2.90	2.87	2.97	3.12	3.08	3.13	3.24	3.20	3.22	3.21	3.25
Rendistat netto	0.92	1.30	1.85	1.75	2.14	1.98	2.47	2.48	2.54	2.51	2.60	2.73	2.69	2.74	2.84	2.80	2.81	2.81	2.84
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.14	1.40	1.13	1.26	2.11	1.78	1.95	1.97	2.06	2.09	2.15	2.25	2.25	2.33	2.42	2.38	2.40	2.45	2.48
Rend. BTP a 5 anni	0.69	2.02	1.83	1.93	2.70	2.39	2.65	2.69	2.77	2.80	2.88	2.97	2.96	3.06	3.16	3.11	3.13	3.20	3.22
Rend. BTP a 7 anni	1.27	2.39	2.30	2.37	3.01	2.78	3.11	3.16	3.26	3.28	3.38	3.49	3.47	3.57	3.66	3.63	3.64	3.71	3.72
Rend. BTP a 10 anni	1.88	2.81	2.73	2.79	3.26	3.15	3.44	3.48	3.57	3.57	3.67	3.80	3.78	3.88	3.97	3.94	3.95	3.98	4.01
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2380.593	2373.219	2332.401	2309.823	2300.420	2317.572	2335.592	2338.279	2327.112	2331.306	2326.11	2338.96	2344.65	2347.11	2337.53	2337.31	2339.31	2347.96	2355.61
Prestiti in euro	2363.953	2342.658	2288.574	2266.420	2259.362	2279.792	2289.713	2294.469	2289.616	2294.419	2293.908	2302.07	2320.456	2312.67	2295.44	2296.79	2298.90	2308.52	2314.90
Prestiti in valuta	16.640	30.561	43.827	43.403	41.058	37.779	45.878	43.810	37.496	36.887	32.201	36.895	24.190	34.441	42.092	40.520	40.409	39.442	40.712
Prestiti a breve	297.137	292.566	276.033	279.196	271.102	271.101	269.364	273.427	268.818	274.791	272.201	270.392	269.771	268.722	271.230	272.803	268.039	268.716	266.778
Prestiti a m / l	2083.457	2080.653	2056.368	2030.626	2029.318	2046.470	2066.227	2064.852	2058.293	2056.514	2053.907	2068.572	2074.876	2078.391	2066.303	2064.507	2071.271	2079.244	2088.834
Depositi totali	2391.160	2420.533	2445.843	2419.839	2429.841	2432.855	2447.153	2453.492	2448.771	2439.929	2423.965	2439.924	2452.374	2484.193	2482.041	2483.239	2492.531	2477.376	2503.682
Depositi in c / c	1073.970	1083.938	1101.372	1077.309	1079.978	1095.829	1096.623	1099.123	1126.150	1109.007	1114.940	1122.816	1128.743	1140.520	1143.775	1133.329	1135.812	1141.854	1148.822
Depositi a risparmio	300.202	299.777	300.313	300.418	301.104	301.293	300.859	301.162	303.088	304.301	304.589	304.448	303.895	303.374	303.646	303.632	304.627	304.697	304.228
Certif. deposito	1016.988	1036.818	1044.158	1042.112	1048.760	1035.732	1049.671	1053.207	1019.534	1026.621	1004.436	1012.660	1019.737	1040.299	1034.620	1046.277	1052.092	1030.824	1050.632
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	-0.12	0.52	-2.28	-1.65	-1.89	-1.28	-2.58	-3.44	-1.86	-2.01	-0.90	-1.57	-1.51	-1.10	0.22	1.19	1.69	1.31	0.86
Prestiti in euro	0.60	1.02	-2.45	-1.68	-2.59	-1.83	-3.10	-4.03	-2.10	-2.29	-1.09	-1.68	-1.84	-1.28	0.30	1.34	1.75	1.26	1.10
Prestiti in valuta	-50.51	-26.83	7.47	-0.09	62.29	49.14	33.06	42.41	15.42	19.25	14.81	5.65	45.37	12.70	-3.96	-6.64	-1.58	4.40	-11.26
Prestiti a breve	-4.28	-6.78	-11.16	-6.70	-7.16	-5.94	-7.75	-8.46	-6.99	-9.51	-7.72	-7.90	-9.21	-8.15	-1.74	-2.29	-1.13	-0.88	-0.96
Prestiti a m / l	0.50	1.64	-0.95	-0.91	-1.14	-0.63	-1.86	-2.73	-1.15	-0.91	0.08	-0.68	-0.41	-0.11	0.48	1.67	2.07	1.60	1.09
Depositi totali	0.09	3.62	4.75	3.82	4.14	3.54	3.53	4.05	3.16	2.72	3.10	2.08	2.56	2.63	1.48	2.62	2.58	1.83	2.31
Depositi in c / c	6.97	9.07	10.50	7.80	7.42	6.65	6.62	7.40	6.22	5.73	6.12	4.79	5.10	5.22	3.85	5.20	5.17	4.20	4.76
Depositi a risparmio	1.31	1.39	1.83	1.52	1.31	1.32	1.33	1.22	1.46	1.12	1.18	1.31	1.23	1.20	1.11	1.07	1.17	1.13	1.12
Certif. deposito	-6.59	-0.93	0.09	0.65	1.76	1.07	1.10	1.56	0.46	0.11	0.50	-0.54	0.27	0.34	-0.91	0.40	0.32	-0.47	0.09

SCENARIO C	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9	19 10
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 BCI COMIT (livello)	1387	1288	1284	1311	1221	1243	1139	1148	1113	1113	1077	1072	1093	1109	1068	1038	1059	1059	1027
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.2	2.3	1.3	-0.7	-1.0	0.0	0.5	-0.4	-0.6	-0.2	0.4	0.2	0.6	0.0	0.0	0.6	0.4	-0.1	0.0
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.6	1.0	1.4	1.9	1.6	1.5	1.7	1.6	1.5	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1
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	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.46	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44
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	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34
T. Interb. 6m lett.	-0.32	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.43	0.44	0.44	0.45	0.45
T. Prestiti medio	2.64	2.62	2.60	2.59	2.59	2.59	2.60	2.60	2.61	2.62	2.62	2.63	2.63	2.64	2.64	2.65	2.66	2.67	2.67
T.prest. medio - T.dep. medio	2.24	2.22	2.20	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.20	2.20	2.20	2.20	2.21	2.21	2.21	2.21	2.21	2.22	2.22
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.42	0.57	-0.11	-0.13	0.10	-0.05	-0.08	-0.11	-0.08	-0.10	-0.08	-0.04	-0.05	-0.01	0.03	0.01	0.01	0.03	0.05
T. BOT comp. lordo 6m	-0.43	1.23	0.09	0.07	0.45	0.21	0.16	0.10	0.15	0.12	0.15	0.22	0.20	0.27	0.34	0.30	0.31	0.33	0.36
T. BOT comp. lordo 12m	-0.40	-0.37	0.56	0.34	0.69	0.44	0.96	0.89	0.96	0.93	0.96	1.03	1.01	1.08	1.16	1.11	1.12	1.14	1.16
Rendistat lordo	1.05	1.49	2.12	2.00	2.45	2.27	2.82	2.77	2.80	2.74	2.76	2.84	2.80	2.87	2.95	2.90	2.90	2.92	2.95
Rendistat netto	0.92	1.30	1.85	1.75	2.14	1.98	2.47	2.42	2.45	2.40	2.42	2.48	2.45	2.51	2.58	2.54	2.53	2.56	2.58
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.14	1.40	1.13	1.26	2.11	1.78	1.95	1.93	2.00	1.99	2.02	2.06	2.04	2.09	2.15	2.13	2.15	2.19	2.19
Rend. BTP a 5 anni	0.69	2.02	1.83	1.93	2.70	2.39	2.65	2.62	2.68	2.67	2.70	2.76	2.74	2.80	2.86	2.82	2.84	2.88	2.89
Rend. BTP a 7 anni	1.27	2.39	2.30	2.37	3.01	2.78	3.11	3.09	3.17	3.16	3.20	3.26	3.25	3.32	3.38	3.35	3.36	3.37	3.40
Rend. BTP a 10 anni	1.88	2.81	2.73	2.79	3.26	3.15	3.44	3.42	3.48	3.46	3.49	3.56	3.54	3.60	3.66	3.63	3.64	3.66	3.68
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2380.593	2373.219	2332.401	2309.823	2300.420	2320.288	2338.485	2342.797	2333.040	2336.202	2332.40	2343.82	2350.77	2352.93	2343.75	2343.15	2343.80	2355.17	2363.13
Prestiti in euro	2363.953	2342.658	2288.574	2266.420	2259.362	2282.115	2291.604	2298.056	2294.527	2298.411	2299.474	2305.35	2325.894	2317.12	2300.02	2301.55	2302.29	2314.06	2318.87
Prestiti in valuta	16.640	30.561	43.827	43.403	41.058	38.173	46.881	44.741	38.513	37.791	32.923	38.476	24.872	35.803	43.736	41.603	41.508	41.105	44.258
Prestiti a breve	297.137	292.566	276.033	279.196	271.102	271.633	270.068	274.221	269.852	275.534	273.162	271.016	270.733	269.663	272.441	273.316	268.791	269.889	268.275
Prestiti a m / l	2083.457	2080.653	2056.368	2030.626	2029.318	2048.655	2068.417	2068.576	2063.188	2060.668	2059.235	2072.808	2080.033	2083.263	2071.312	2069.837	2075.008	2085.280	2094.857
Depositi totali	2391.160	2420.533	2445.843	2419.839	2429.841	2436.614	2449.989	2457.264	2455.181	2446.105	2431.959	2446.856	2457.874	2490.487	2490.112	2490.256	2499.334	2489.245	2514.179
Depositi in c / c	1073.970	1083.938	1101.372	1077.309	1079.978	1097.707	1097.873	1101.166	1128.279	1111.214	1117.373	1125.481	1131.741	1142.927	1147.519	1136.934	1139.181	1148.761	1155.290
Depositi a risparmio	300.202	299.777	300.313	300.418	301.104	301.449	301.104	301.441	303.508	304.671	304.926	304.807	304.228	303.727	303.955	303.980	304.926	305.080	304.687
Certif. deposito	1016.988	1036.818	1044.158	1042.112	1048.760	1037.459	1051.013	1054.657	1023.393	1030.220	1009.660	1016.568	1021.905	1043.833	1038.639	1049.343	1055.228	1035.404	1054.202
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	-0.12	0.52	-2.28	-1.65	-1.89	-1.16	-2.46	-3.25	-1.61	-1.80	-0.63	-1.37	-1.25	-0.86	0.49	1.44	1.89	1.50	1.05
Prestiti in euro	0.60	1.02	-2.45	-1.68	-2.59	-1.73	-3.02	-3.88	-1.89	-2.12	-0.85	-1.54	-1.61	-1.09	0.50	1.55	1.90	1.40	1.19
Prestiti in valuta	-50.51	-26.83	7.47	-0.09	62.29	50.70	35.96	45.44	18.55	22.17	17.39	10.18	49.47	17.15	-0.21	-4.15	1.10	7.68	-5.60
Prestiti a breve	-4.28	-6.78	-11.16	-6.70	-7.16	-5.76	-7.51	-8.19	-6.63	-9.27	-7.39	-7.69	-8.89	-7.83	-1.30	-2.11	-0.85	-0.64	-0.66
Prestiti a m / l	0.50	1.64	-0.95	-0.91	-1.14	-0.52	-1.76	-2.56	-0.91	-0.71	0.34	-0.48	-0.16	0.13	0.73	1.93	2.25	1.79	1.28
Depositi totali	0.09	3.62	4.75	3.82	4.14	3.70	3.65	4.21	3.43	2.98	3.44	2.37	2.79	2.89	1.81	2.91	2.86	2.16	2.62
Depositi in c / c	6.97	9.07	10.50	7.80	7.42	6.83	6.74	7.60	6.42	5.94	6.35	5.04	5.38	5.44	4.19	5.53	5.48	4.65	5.23
Depositi a risparmio	1.31	1.39	1.83	1.52	1.31	1.37	1.41	1.31	1.60	1.24	1.29	1.43	1.34	1.32	1.21	1.19	1.27	1.20	1.19
Certif. deposito	-6.59	-0.93	0.09	0.65	1.76	1.23	1.23	1.70	0.84	0.46	1.03	-0.16	0.48	0.68	-0.53	0.69	0.62	-0.20	0.30

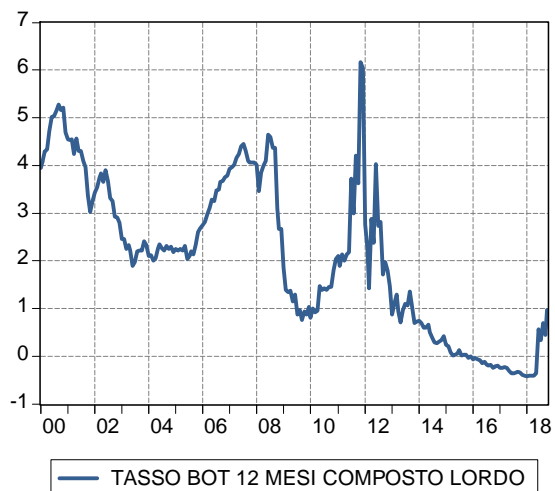
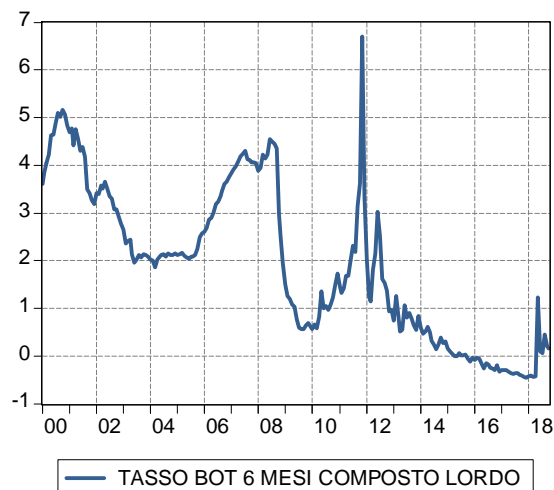
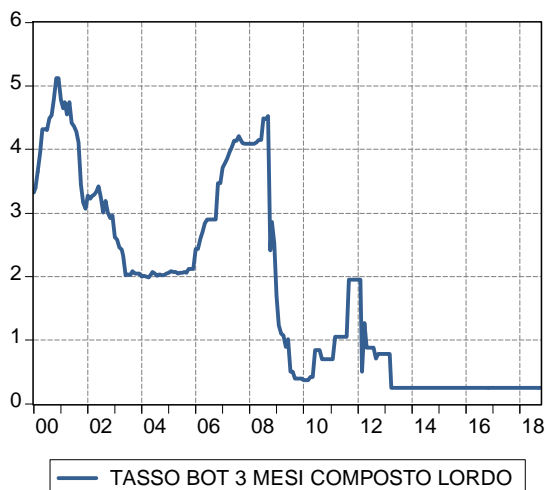
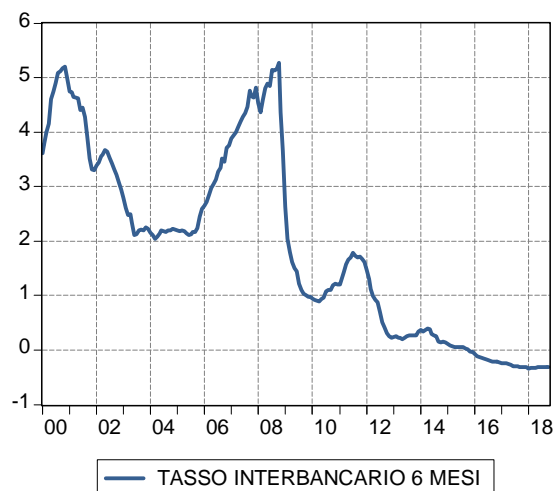
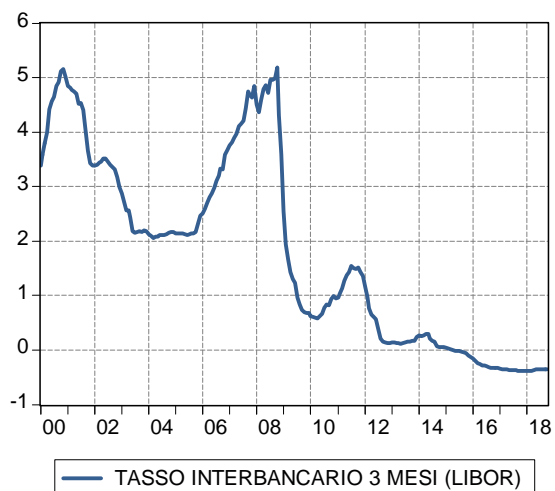
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



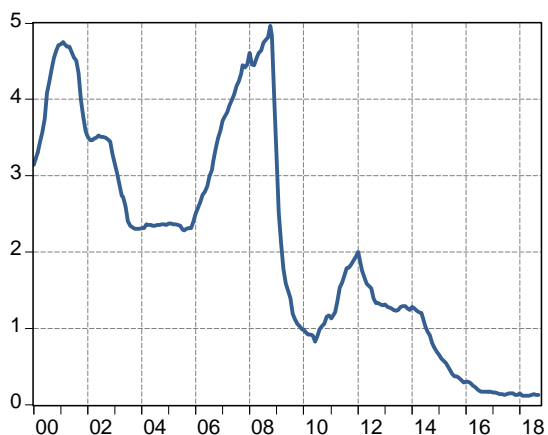
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili

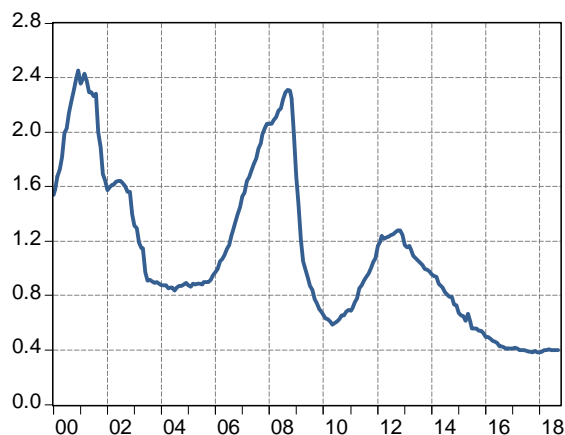


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

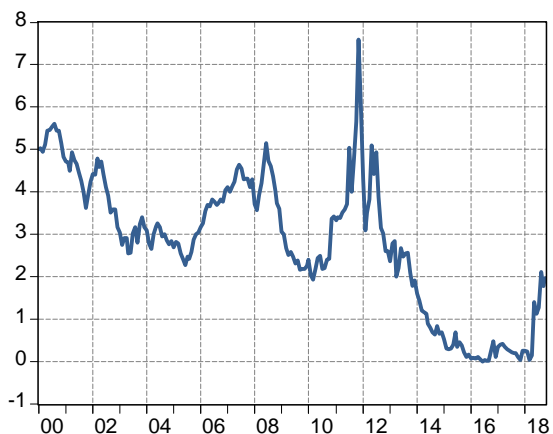
Dati mensili



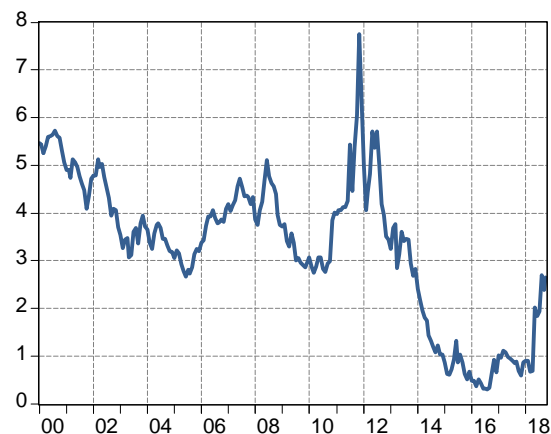
TASSO PRESTITI MINIMO



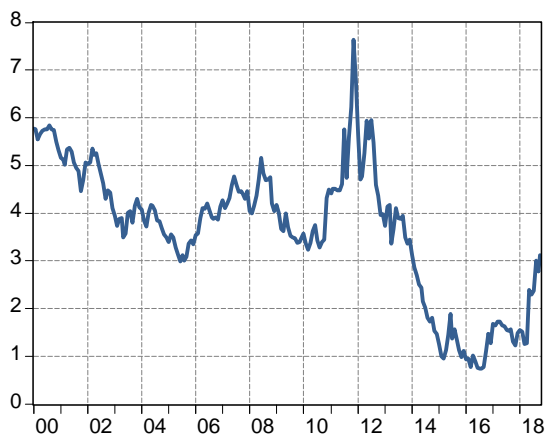
TASSO DEPOSITI MEDIO



RENDIMENTO A 3 ANNI



RENDIMENTO A 5 ANNI



RENDIMENTO A 7 ANNI



RENDIMENTO A 10 ANNI

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

