

MEFIM

MODELLO
ECONOMETRICO
FINANZIARIO
INTERNAZIONALE
MENSILE

Gennaio 2019

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 sia in alcuni principali sotto categorie;

Le esogene sono: il tasso di riferimento, l'indice COMIT globale (calcolato da Intesa Sanpaolo), 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 a dicembre 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.

I FATTORI CRITICI DELLO SCENARIO

- Guerra dei dazi
- Elezioni del Parlamento europeo
- Conti pubblici dell'Italia

IL QUADRO GENERALE

La prima preoccupazione per i mercati rimane il rallentamento dell'economia globale. I dati macroeconomici più recenti hanno evidenziato un ridimensionamento generalizzato dei cicli economici. Il PIL americano del terzo trimestre 2018 è riuscito a mantenere ancora un buon passo a +3% a/a, ma i dati mensili relativi agli ultimi tre mesi dell'anno hanno evidenziato una minore forza. In Area Euro la crescita si è portata sotto il 2%, a +1.6% (con una variazione congiunturale negativa per Germania e Italia) in Giappone vicino allo zero (+0.1%) e in Cina stenta a mantenere il ritmo di +6.5% (basso per i canoni cinesi), con un indice di fiducia dei produttori sceso per la prima volta da 19 mesi sotto la soglia dei 50 punti, che indica un'attività economica in contrazione. Cina e Giappone trascinano con sé anche il resto dell'area asiatica, come Taiwan, Malesia, Sud Corea e Singapore. L'elemento che accomuna tutti i Paesi è una contrazione delle esportazioni. In Area Euro fanno eccezione Francia e Italia, ma sull'aggregato prevale il peso della Germania. Tale tendenza è solo in parte dovuta a un fisiologico rientro dalla brillante crescita sincronizzata a livello internazionale del 2017 e della prima parte del 2018. Essa incorpora gli effetti della guerra dei dazi sia attraverso le aspettative che direttamente sui flussi commerciali, perché finora gli Stati Uniti hanno già applicato tariffe per un equivalente di 250 miliardi di dollari in merci cinesi e Pechino ha risposto con tariffe per 110 miliardi di dollari in beni statunitensi destinati a settori politicamente importanti come l'agricoltura. I mercati finanziari si chiedono, quindi se si sia di fronte a un semplice rallentamento o ci siano veri rischi di recessione provocati dal protezionismo. La risposta dipenderà dalle trattative in atto tra Stati Uniti e Cina e determinerà due scenari molto diversi. A fine novembre, è stato siglato un accordo tra i due Paesi per una tregua commerciale di 90 giorni. Gli Stati Uniti si sono impegnati a rinviare all'inizio di aprile 2019 l'ulteriore rialzo dei dazi dal 10% al 25%, che avrebbe dovuto scattare dall'1 gennaio, sulle importazioni di beni dalla Cina per 200 miliardi di dollari, a evitare ulteriori tariffe su nuovi prodotti e a eliminare i restanti dazi del 25%, in attesa che il Governo di Pechino avvii le riforme necessarie per salvaguardare la proprietà intellettuale delle imprese americane che investono in Cina.

Nel caso in cui si trovi un punto d'incontro che scongiuri nuovi dazi, la crescita economica a livello internazionale ritroverebbe fiato, le quotazioni azionarie si riprenderebbero dalla forte correzione subita a dicembre, il prezzo del petrolio smetterebbe di scendere, la Fed e la BCE proseguirebbero il processo di normalizzazione delle loro politiche monetarie, con un rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base a metà del 2019 in USA e semplici riacquisti dei titoli in scadenza nell'Area Euro (Scenario C – probabilità 60%). Se, invece, si proseguisse con nuovi dazi, i rischi di recessione determinerebbero altre correzioni al ribasso dei corsi azionari, un calo del prezzo del petrolio sotto i 50 dollari al barile e l'interruzione di politiche monetarie restrittive: la Fed rimarrebbe neutrale per tutto il 2019 e la BCE aprirebbe all'eventualità di una LTRO (operazioni di mercato aperto di lunga durata) nella seconda parte dell'anno in corso (Scenario B – probabilità 20%).

Prima della scadenza di fine marzo, il 7 gennaio quando è previsto un incontro tra due delegazioni governative statunitensi e cinesi e il 22/25 gennaio al *World Economic Forum* a Davos, potrebbero giungere informazioni utili sull'evoluzione della questione dei dazi. Sarà, inoltre, importante monitorare l'inclinazione della curva dei rendimenti americana: il suo appiattimento è per i mercati un segnale anticipatore di recessione futura.

Per il momento, assegniamo una maggiore probabilità all'ipotesi di un accordo favorevole per entrambi i Paesi per le seguenti considerazioni:

1) Il Presidente Trump, che aveva ingaggiato la guerra delle tariffe per risolvere il problema dell'eccessivo deficit commerciale statunitense, alla luce dei dati macroeconomici, dovrebbe essersi convinto che non è la strada giusta visto che il disavanzo è peggiorato e che colpendo gli altri Paesi ha finito per penalizzare le stesse multinazionali americane, come da più parti gli era stato suggerito fin dall'inizio. Anche se negli USA i profitti aziendali del quarto

I fattori critici dello scenario	3
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

trimestre sono stati positivi, molte società hanno dato messaggi di *profit warning* per il 2019 perché preoccupate per il rallentamento dell'economia cinese.

2) Tra gli effetti di ritorsione, la Cina ha temporaneamente sospeso i reinvestimenti del suo attivo commerciale in titoli del Tesoro americani, limitandosi al mantenimento di quelli già in portafoglio. Il protrarsi di tale atteggiamento porterebbe a esacerbare il problema dell'alto deficit pubblico che deve continuare a finanziare la politica fiscale ultra espansiva approvata a fine 2017.

3) Trump non può rischiare di strozzare con il protezionismo un'economia che, al suo decimo anno di fase espansiva, ha un'alta probabilità di invertire autonomamente la tendenza e sarà già penalizzata dall'effetto restrittivo dello *shutdown* (blocco parziale o totale delle attività pubbliche per mancanza di fondi federali con cui pagare gli stipendi dei dipendenti pubblici) se il braccio di ferro tra Repubblicani e Democratici sulla legge di bilancio si protrarrà a lungo. La Camera, diventata a maggioranza democratica dopo le elezioni di mid-term di novembre del 2018, si oppone all'approvazione del bilancio federale perché Trump chiede 5 miliardi di dollari per la costruzione del muro con il Messico. La chiusura degli uffici pubblici impedisce il regolare svolgimento di molte attività influenzando negativamente sulla crescita.

4) In caso del protrarsi della guerra dei dazi e il conseguente aumento dei rischi di recessione, il prezzo del petrolio potrebbe scendere sotto i 50 dollari al barile per il Brent e sotto i 45 per il WTI, nonostante la decisione dell'OPEC, a fine novembre, di ridurre la produzione di greggio di 1.2 milioni di barili per il 2019. Questo favorirebbe l'Area Euro per i minori costi da materie prime, ma penalizzerebbe fortemente gli Stati Uniti perché sono i primi produttori di petrolio e con le nuove tecniche di estrazione *shale oil*, i costi di produzione si aggirano intorno ai 45/50 dollari al barile.

Alla luce dell'analisi precedente, assegniamo un'alta probabilità che la Fed aumenti i tassi di interesse ufficiali solo una volta nel 2019, di 25 punti base e non prima di giugno (Scenario C), nonostante alla riunione di dicembre, Powell abbia ipotizzato due rialzi. Non escludiamo un'assenza di interventi, se la guerra dei dazi si protrasse a lungo (Scenario B).

Per quanto riguarda l'Area Euro, oltre alle considerazioni appena menzionate sul ciclo economico, si deve tenere conto che l'atteggiamento della BCE sarà condizionato anche dall'esito delle elezioni del Parlamento europeo e dal rischio di contagio che i conti pubblici dell'Italia potrebbero innescare. Le consultazioni elettorali che si terranno tra il 23 e il 26 maggio potrebbero far emergere populismi che destabilizzerebbero l'area. Inoltre, a metà dicembre del 2018 la Unione Europea ha dato il via libera alla manovra di bilancio italiana, scongiurando una procedura di infrazione per debito pubblico eccessivo, dopo che il Governo ha apportato alcune modifiche. È stata scorporata dal deficit tutta una serie di spese per circostanze eccezionali (investimenti per la messa in sicurezza delle infrastrutture, come la ricostruzione del Ponte di Genova, per la prevenzione del dissesto idrogeologico, per un piano di velocizzazione della giustizia civile e penale). Sono stati previsti 2 miliardi di euro in più da privatizzazioni e rinviati di qualche mese il reddito di cittadinanza e quota 100. La Commissione, tuttavia, potrebbe tornare sui propri passi se le voci di spesa sforassero il 2% di deficit/PIL o la crescita si attestasse sotto l'1% programmato nel 2019. Il rallentamento in atto del ciclo economico globale aumenta questo rischio.

Pertanto, assegniamo un'alta probabilità che la BCE non rialzi i tassi ufficiali per tutto l'anno in corso (Scenario C), ma non escludiamo che possa ritornare a una politica monetaria espansiva con LTRO se la guerra dei dazi perdurasse o se emergessero fattori destabilizzati interni all'area (Scenario B). Va ricordato, infatti, che dopo la riunione della BCE di dicembre Draghi ha dichiarato: "[...]riflettiamo su tutto, come su altri strumenti di politica monetaria" (rispetto al *Quantitative Easing*).

In Giappone, lo stallo della crescita economica è dovuto agli effetti negativi dei disastri naturali che hanno colpito il Paese nel terzo trimestre del 2018. Dovrebbe trattarsi quindi di un fattore temporaneo, tuttavia, come sottolineato dal Presidente della BoJ Kuroda, la domanda e la produzione legate al ripristino di tali calamità si sono dimostrate meno forti di quanto atteso nella parte finale del 2018. Non va, inoltre, dimenticato che in caso d'incertezza dello scenario internazionale, i capitali tendono a spostarsi verso lo yen (oltre che verso l'oro) e questo penalizzerebbe ulteriormente le esportazioni nipponiche. Se ciò accadesse, la Banca Centrale, che ha continuato a mantenere la politica monetaria ultra espansiva del *Quantitative e Qualitative Easing*, imponendo tassi di interesse nulli sia a breve sia a lungo termine, si troverebbe senza strumenti per contrastare una recessione.

GLI ULTIMI DATI

In USA, la revisione del PIL del terzo trimestre ha limato leggermente la variazione congiunturale a +3.4% t/t annualizzata da +3.5% della precedente stima, mantenendo la variazione tendenziale ferma a +3% a/a. Gli aggiustamenti significativi sono relativi agli investimenti fissi, che sono aumentati di meno (rivisti a +1.1% t/t da +1.4%) a causa di un calo più pesante di quelli residenziali (-3.5% t/t, anziché -2.6%) colpiti dalla politica monetaria restrittiva della Fed che ha reso meno convenienti i mutui, e al canale estero con un'accentuazione del divario tra esportazioni (riviste a -4.9% t/t da -4.4%) e importazioni (aumentate di +9.3% t/t, rispetto a +9.2% della stima precedente). In generale, comunque, la revisione lascia il quadro macroeconomico invariato. La crescita economica in atto negli Stati Uniti resta solida, anche se ridimensionata in termini congiunturali rispetto al +4.2% del secondo trimestre. La forza dei consumi traina ancora il ciclo economico con un contributo rilevante di +2.4% t/t (rivisto da +2.5%). Per contro, il canale estero ha sottratto crescita per un -2% a causa del forte aumento delle importazioni. La guerra commerciale, che negli obiettivi di Trump doveva servire a riequilibrare il deficit commerciale statunitense, di fatto si è trasformata, come era nelle previsioni, in un boomerang. In un'ottica prospettica, infine, va tenuto presente che il buon risultato trimestrale è stato sostenuto da un importante accumulo di scorte (+2.3% t/t) solo in parte giustificato da una dinamica di segno opposto del trimestre precedente (-1.2%). Ciò potrebbe pesare sulla crescita nella parte finale del 2018.

I dati mensili, riferiti prevalentemente a novembre e quindi rilevanti perché danno informazioni sul quarto trimestre ancora non noto, evidenziano una minore forza dal lato della domanda, mentre sono giunti segnali misti dal lato dell'offerta. In novembre, le vendite al dettaglio, i consumi privati e il reddito personale hanno registrato incrementi più contenuti rispetto al mese precedente: +0.2% m/m, +0.3% e +0.2%, rispettivamente, a fronte di un +1.1% m/m (rivisto da +0.8%) +0.6% e +0.3% di ottobre. La convinzione che, probabilmente, nel quarto trimestre del 2018 l'economia americana abbia potuto contare su di un minor sostegno alla crescita da parte dei consumi, che finora erano stati la forza trainante, trova supporto anche nell'ampia correzione al ribasso della fiducia dei consumatori che a dicembre si è portata a quota 128.1 da 134.6 del mese precedente, deludendo le aspettative degli economisti che si attendevano un ripiegamento (133.5) ma non di tale entità. Si ricorda che in ottobre il *Conference Board* era a +137.9. Ciò conferma che l'euforia dettata dai vantaggi della riforma fiscale si sta gradualmente smorzando. Se da un lato, inoltre, non si può mettere in discussione la forza del mercato del lavoro, con un tasso di disoccupazione ai minimi storici (3.7%), dall'altro, i dati sulle nuove assunzioni si sono dimostrati più altalenanti: dopo un +119.000 unità di settembre e +274.000 di ottobre (rivisto da +250.000) in novembre l'occupazione è ritornata su livelli più deboli di +155.000, deludendo le attese di +198.000.

Dal lato dell'offerta, in novembre, la produzione industriale è ritornata a crescere, sorprendendo in positivo gli analisti. È, infatti, aumentata di +0.6% m/m, contro un'aspettativa di +0.3%, dopo il calo -0.2% del mese precedente (rivisto al ribasso da +0.1%). Gli ordini di beni durevoli, che danno una lettura più prospettica del ciclo economico, hanno tuttavia deluso. In termini complessivi, pur riuscendo a invertire la pesante tendenza negativa di ottobre di -4.3% m/m, sono aumentati di +0.8% m/m a fronte di un atteso +1.6% e, se si depura la serie dalla componente più volatile dei trasporti, il segno è negativo (-0.3%). L'accordo raggiunto sulle tariffe a fine novembre tra USA e Cina, che ha rinviato di tre mesi l'eventuale incremento dei dazi dal 10% al 25% su merci importate dalla Cina per un controvalore di 200 miliardi di dollari, inizialmente previsto dall'1 gennaio 2019, non ha ridato fiducia ai produttori: gli indicatori disponibili per dicembre, il PMI di Chicago, l'indice di Philadelphia e il *New York Empire State Manufacturing* hanno tutti ripiegato. In particolare, il primo è sceso a

USA

La domanda rimane positiva, ma s'indebolisce. Si allentano i rischi inflazionistici per il calo del prezzo del petrolio

quota 65.4 da 66.4 di novembre.

Si sono allentati i rischi inflazionistici. In novembre, la variazione tendenziale dell'indice PCE (*Personal Consumption Expenditures*, preferito dalla Fed) in termini globali si è ridimensionata a +1.8% a/a da +2% del mese precedente. Quella dell'indice *core*, depurato dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, pur aggiustando leggermente verso l'alto a +1.9% a/a da +1.8%, si è mantenuta sotto l'obiettivo della Fed del 2%. Il rilevante calo del prezzo del petrolio registrato in novembre e dicembre dovrebbe garantire un sentiero inflazionistico più moderato nel prossimo futuro. Soltanto i salari hanno mantenuto segnali di tensione, confermando la variazione tendenziale di +3.1% di ottobre. L'aumento dei costi della manodopera dovrebbe, tuttavia, essere compensato da una riduzione dei costi da materie prime.

Alla luce della precedente analisi, riteniamo che una crescita in ridimensionamento e le minori tensioni inflazionistiche dal lato delle materie prime renderanno la Fed molto più cauta nel 2019. Anche se la guerra dei dazi si risolvesse con un accordo favorevole per entrambi i partner commerciali, USA e Cina, la Fed alzerebbe al massimo una sola volta i tassi ufficiali nel 2019 di 25 punti base a giugno (Scenario C – probabilità 60%).

In Giappone, la revisione dei dati relativi al PIL del terzo trimestre ha accentuato il ripiegamento del ciclo economico, portando la variazione congiunturale a un pesante -0.6% t/t dal preliminare di -0.3%. Le aspettative, pur negative, erano leggermente meno pessimiste (-0.5%). Ciò ha praticamente azzerato la variazione tendenziale (+0.1% a/a). L'aggiustamento ha riguardato principalmente gli investimenti fissi che hanno ridotto la loro dinamica a -2.2% t/t dal dato provvisorio di -0.5%, sottraendo alla crescita del PIL un -0.5% t/t anziché -0.1%. Le difficoltà dell'economia giapponese emergono anche dal lato dei consumi e del canale estero, che hanno contribuito negativamente alla ripresa con un -0.1% ciascuno. I primi si sono contratti di -0.2% t/t, il secondo ha registrato un calo di -1.8% t/t e -1.4%, rispettivamente, nelle esportazioni e importazioni. La spesa pubblica e le scorte sono risultate neutrali. Come già messo in evidenza il mese scorso, questi dati vanno interpretati con cautela, perché distorti da una serie di disastri naturali, come inondazioni, un tifone e un terremoto, che hanno colpito seriamente l'attività economica, ma dalle stesse dichiarazioni della Banca Centrale e dai dati mensili della parte finale dell'anno la domanda e la produzione legate al ripristino di tali calamità non si sono dimostrate forti quanto nelle attese.

I dati mensili, relativi prevalentemente a novembre, infatti, sono risultati deboli sia dal lato dell'offerta sia della domanda, dopo il parziale recupero di ottobre. La produzione industriale è diminuita di -1.1% m/m, dopo il brillante incremento di +2.9% del mese precedente. Gli ordini di macchinari industriali hanno recuperato solo parzialmente, ma si riferiscono a ottobre. L'aumento di +7.6% ha compensato meno della metà la pesante contrazione di -18.3% m/m di settembre. In novembre, le vendite al dettaglio sono scivolose di -1% m/m, deludendo le aspettative di -0.4% e azzerando il progresso di +1.3% del mese precedente. Il mercato del lavoro rimane solido, ma il tasso di disoccupazione ha per la seconda volta aggiustato leggermente verso l'alto al 2.5% dal 2.4% di ottobre. Infine, il canale estero ha sofferto anche nella parte finale del 2018 con un calo delle esportazioni di -3% m/m a fronte di una sostanziale invarianza delle importazioni (-0.1%). L'unico dato disponibile relativo a dicembre è la fiducia dei produttori che si mantiene pressoché stabile a 52.4 da 52.2 del mese precedente.

La fase negativa del ciclo economico giapponese ha accentuato il problema della debolezza della dinamica inflazionistica. In novembre, la variazione tendenziale dell'indice dei prezzi in termini globali si è dimezzata a +0.7% a/a da +1.4% del mese precedente, a causa del forte calo del prezzo del petrolio. Più stabile è risultato l'indice *core*, che ha aggiustato verso il basso solo limitatamente a +1% a/a da +1.1%. Le prospettive di basse quotazioni del greggio anche nel 2019 non agevoleranno il compito della Banca Centrale del Giappone di riportare l'inflazione verso il 2%.

GIAPPONE

I dati del terzo trimestre sono distorti dai disastri naturali. Quelli mensili di novembre sono deboli sia dal lato della domanda sia dell'offerta

In Area Euro, i dati del PIL del terzo trimestre, ora disponibili anche per le componenti, confermano il ridimensionamento del ciclo economico in gran parte dovuto agli effetti negativi della guerra dei dazi che ha pesato sulle esportazioni. La crescita congiunturale è stata di +0.2% t/t da +0.4% del trimestre precedente. Quella tendenziale è stata di +1.6% a/a (rivista da +1.7%) da +2.2%. Il canale estero ha rappresentato l'anello debole del ciclo economico, contribuendo negativamente con un -0.3% t/t, per il doppio effetto di esportazioni in calo di -0.1% e importazioni in aumento di +0.5%. Il risultato sui flussi commerciali è da attribuire in gran parte alle difficoltà della Germania. Nemmeno le componenti di domanda interna hanno brillato: i consumi hanno supportato la crescita del PIL per un limitato +0.1% t/t e gli investimenti sono rimasti neutrali. Il contributo delle scorte di +0.3% t/t va pertanto interpretato come probabile merce invenduta e questo potrebbe pesare sui risultati del quarto trimestre del 2018.

I dati mensili, relativi prevalentemente a ottobre, sono riusciti a invertire la tendenza negativa di settembre e a battere le attese sia dal lato della domanda sia dell'offerta, ma con incrementi limitati. La produzione industriale è aumentata di +0.2% m/m, a fronte di un'aspettativa di +0.1%, da -0.6% m/m del mese precedente (rivisto al ribasso da -0.3%). Le vendite al dettaglio hanno registrato un aumento di +0.3% m/m contro un -0.5% di settembre (rivisto al ribasso da 0%) e un atteso +0.2%. In parte recupera anche il canale estero grazie a una ripresa delle esportazioni di +2.1% m/m da -1.3% del mese precedente. Purtroppo ciò è accaduto anche dal lato delle importazioni, che sono aumentate di +2.6% da +0.3%. Il mercato del lavoro si mantiene in buona salute, con un tasso di disoccupazione stabile in ottobre all'8.1%, anche se nel terzo trimestre i nuovi occupati si sono dimezzati a +311.000 da 608.000 dei tre mesi precedenti.

I risultati nel settore edilizio hanno invece deluso, con un calo delle costruzioni di -1.6% da +2.1% di settembre.

I dati disponibili per novembre e dicembre dimostrano che anche nella parte finale del 2018 la minore forza del ciclo economico e la guerra dei dazi hanno continuato a erodere la fiducia di produttori e consumatori. L'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) in novembre si è nuovamente ridimensionato a quota 109.5 da 109.7 del mese precedente. Il PMI, che interpreta specificatamente la fiducia dei produttori, in dicembre è diminuito a 51.4 da 51.8 nel settore manifatturiero e a 51.4 da 53.5 in quello dei servizi. Va sottolineato, comunque, che l'indicatore resta superiore ai 50 punti, livello sopra il quale l'economia è in espansione.

Coerentemente con il ridimensionamento della crescita e il calo del prezzo del petrolio negli ultimi due mesi del 2018, i rischi inflazionistici sono diminuiti: in novembre, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi al consumo HCPI (*Harmonized Consumer Price Index*) si è portata a +1.9% a/a da +2.2% del mese precedente, e quella core a +1% a/a da +1.1%.

Alla luce di 1) una crescita moderata dell'Area Euro, 2) un rallentamento generalizzato a livello globale, 3) le incognite derivanti dal quadro dei conti pubblici italiani, 4) il rischio di un rafforzamento dei populismi in sede di elezioni del Parlamento europeo a maggio, è molto probabile che la BCE mantenga una politica monetaria accomodante dopo l'esaurimento del *Quantitative Easing* a fine dicembre del 2018, lasciando invariati i tassi per tutto il 2019 (Scenario C – 60%).

In Germania, non sono disponibili nuove informazioni sui dati trimestrali del PIL rispetto al mese scorso. Possiamo pertanto solo ribadire che, nel terzo trimestre, l'economia ha registrato una brusca frenata, con un calo congiunturale di -0.2% t/t, da +0.5% dei tre mesi precedenti, che ha limitato la crescita tendenziale a +1.2% a/a da +1.9%. Le cause vanno ricercate nella debolezza del canale estero e dei consumi interni. Il primo ha sottratto -1% t/t alla crescita, per un calo delle esportazioni di -0.9% t/t e un concomitante incremento delle importazioni di +1.3%, i secondi, un -0.1% per una dinamica negativa di -0.3% t/t. Dovrebbe trattarsi di un fattore temporaneo dovuto

AREA EURO

Nel terzo trimestre la guerra dei dazi ha pesato sulle esportazioni. Domanda e offerta recuperano con i dati di ottobre ma solo limitatamente.

Germania

a criticità nel settore dell'auto per la nuova normativa, che vieta la circolazione delle vecchie auto diesel, alla quale i produttori tedeschi non si sono adeguati in tempo. Il risultato complessivo del PIL, tuttavia, è stato arginato da un importante accumulo di scorte di +0.7%, che probabilmente riflette merce invenduta data la debolezza dei consumi. Pertanto, difficilmente, il quarto trimestre potrà tornare a una crescita rilevante.

I dati mensili, relativi prevalentemente a ottobre, hanno deluso le aspettative sia dal lato della domanda sia dell'offerta. La produzione industriale è diminuita di -0.5% m/m, dopo il limitato incremento di +0.1% di settembre (rivisto al ribasso da +0.2%) e contro un atteso +0.3%. Hanno registrato un calo anche le costruzioni (-0.3%). Le vendite al dettaglio hanno confermato la dinamica negativa di settembre di -0.3% m/m, in controtendenza all'aspettativa di +0.4%. Segnali incoraggianti, tuttavia, provengono dagli ordini all'industria, aumentati di +0.3%, dalle esportazioni, che sono ritornate a crescere (+0.9%) e dal mercato del lavoro, che in novembre ha visto un'ulteriore limatura del tasso di disoccupazione al 5% dal 5.1% del mese precedente.

La fiducia di produttori e consumatori, disponibile per dicembre, lascia comunque il quadro di fine 2018 incerto: l'indice Ifo ha corretto nuovamente al ribasso a 101 da 102 del mese precedente e così pure il PMI, sia nel settore manifatturiero (a 51.5 da 52) sia in quello dei servizi (a 52.5 da 53.4).

L'aspettativa di un proseguimento della tendenza al ridimensionamento dell'inflazione globale, preannunciata il mese scorso sulla base del calo delle quotazioni del greggio, si è concretizzata nei dati di dicembre: la variazione tendenziale dell'indice HCPI si è portata ben sotto dell'obiettivo della BCE, a +1.7 a/a da +2.2% del mese precedente. La correzione al ribasso anche dell'indice *core*, disponibile però solo per novembre, a +1.2% a/a da +1.5% testimonia che il rientro dei rischi inflazionistici è legato anche alla minor forza del ciclo economico e non solo ai minori costi delle materie prime come il petrolio.

In Italia, la revisione dei dati trimestrali del PIL non ha apportato modifiche sul terzo trimestre, quindi possiamo solo ribadire quanto messo in evidenza il mese scorso. La crescita congiunturale è stata negativa, anche se di poco (-0.1% t/t), indebolendo quella tendenziale a +0.7% a/a da 1.2% del trimestre precedente. Il rallentamento è da attribuire agli investimenti fissi che sono diminuiti di -1.1% t/t, sottraendo -0.2% t/t alla crescita. La mancanza di chiarezza da parte del Governo in termini di politica fiscale, prima, e gli scarsi incentivi destinati alle imprese nella manovra di bilancio 2019, poi, hanno trasformato questa componente da forza trainante (nel secondo trimestre avevano contribuito alla crescita con un +0.5%) ad anello debole dell'economia. I consumi sono rimasti fermi com'era accaduto nel trimestre precedente e, insieme a scorte e spesa pubblica, non hanno dato alcun contributo al ciclo economico. Sorprendentemente l'unica componente che ha supportato il ciclo economico italiano è stata quella del canale estero, anche se limitatamente a un +0.1% t/t. La dinamica positiva delle esportazioni (+1.1% t/t) è risultata più incisiva di quella delle importazioni (+0.8%), probabilmente beneficiando della debolezza dell'euro.

I dati mensili che si riferiscono a ottobre ci dicono che la crescita nel quarto trimestre potrà ancora contare sulla domanda estera: le esportazioni verso i Paesi extra UE hanno registrato un forte incremento di +5.3% m/m a fronte di importazioni deboli (-0.1%) consentendo al surplus commerciale di raddoppiare rispetto al mese precedente. Dal lato della domanda interna, invece, è probabile un proseguimento dello stallo dei consumi: le vendite al dettaglio sono riuscite a invertire la tendenza negativa di settembre (-0.8% m/m) ma limitatamente a un +0.1%; il tasso di disoccupazione in ottobre è salito al 10.6% dal 10.3% del mese precedente e nel terzo trimestre l'occupazione è diminuita di 52300 unità. Anche dal lato dell'offerta i segnali positivi sono pochi: la produzione industriale è riuscita a registrare un +0.1% m/m dopo il -0.1% di settembre, sorpendendo le aspettative che erano più pessimiste (-0.3%).

Italia

Il settore delle costruzioni e gli ordini all'industria sono, tuttavia, diminuiti di -1.6% m/m e -0.3%, rispettivamente, e questi ultimi avevano già registrato un calo rilevante anche in settembre (-3.1%, rivisto da -2.9%). I dati disponibili per dicembre sulla fiducia di produttori e consumatori evidenziano come il braccio di ferro tra il Governo e la Commissione Europea sulla questione dei conti pubblici abbia lasciato il segno. Dopo la pesante correzione al ribasso degli indicatori Istat registrata in novembre, la tendenza è proseguita anche nell'ultimo mese del 2018, deludendo le aspettative. La fiducia dei consumatori è scesa a quota 113.1 da 114.7 di novembre e 116.4 di ottobre; quella delle imprese è diminuita nel settore manifatturiero a 103.6 da 104.3 e 104.8 dei due mesi precedenti e nei servizi a 99.5 da 101.7 e 103.5 (in settembre era a 104.9). Va sottolineato, inoltre, che il PMI, disponibile soltanto per novembre, nel settore manifatturiero è sotto la soglia dei 50 punti a 48.6, indicando un'economia in contrazione. Anche per l'Italia, l'inflazione si è ridimensionata. In novembre, la variazione tendenziale dell'indice HCPI globale si è portata a +1.6% a/a da +1.7% del mese precedente e quella *core* a +0.7% a/a da +0.9%.

Nonostante il via libera della Commissione Europea alla manovra di bilancio 2019, gli occhi restano puntati sui conti pubblici: il rischio di una procedura d'infrazione per debito eccessivo è rientrato solo in parte, poiché la debolezza del ciclo economico manterrà alta l'attenzione dei mercati finanziari sulla capacità di contenere il rapporto deficit/PIL.

In Francia, la revisione dei dati sul PIL del terzo trimestre ha modificato solo la crescita congiunturale a +0.3% t/t da +0.4% della precedente stima, lasciando invariata quella tendenziale a +1.4%. Nonostante il ridimensionamento rispetto al trimestre precedente, che aveva registrato una crescita di +1.7%, l'economia d'oltralpe si ritrova a essere la locomotiva dell'Area Euro, un ruolo generalmente ricoperto dalla Germania. Questo deriva probabilmente dal fatto che è un Paese meno *export oriented* e quindi risente in misura più limitata della guerra dei dazi. La revisione ha interessato principalmente le scorte che hanno sottratto crescita per un pesante -0.5% t/t rispetto a -0.3% della precedente stima. A differenza degli altri Paesi dell'Area Euro, il canale estero ha rappresentato la forza trainante del ciclo economico con un contributo positivo di +0.3% t/t (rivisto da +0.2%) seguito, in modo equilibrato, da un +0.2% sia dei consumi sia degli investimenti. I dati mensili di ottobre confermano questa tendenza: le esportazioni sono aumentate in modo consistente di +6.2% m/m a fronte di una dinamica positiva più cauta delle importazioni (+2.5%). Ne ha beneficiato la produzione industriale, che ha messo a segno un rilevante incremento di +1.2% m/m, riuscendo quasi a compensare il -1.6% di settembre e sorprendendo le aspettative (-1.1%). Di riflesso, ne ha tratto vantaggio anche il mercato del lavoro che ha visto il tasso di disoccupazione scendere all'8.9% dal 9% di settembre. Meno bene il settore edilizio che ha registrato un importante calo di -5.9% m/m delle costruzioni, anche se il dato va letto alla luce del buon risultato di +3.6% del mese precedente.

Le rilevazioni disponibili per novembre e dicembre dimostrano, tuttavia, qualche incertezza, soprattutto dal lato della domanda: in novembre, le vendite al dettaglio sono rimaste in pratica ferme (+0.1% m/m) risentendo forse anche delle proteste dei "gilet gialli" che hanno indotto la chiusura precauzionale dei negozi nei week end. I consumi delle famiglie sono scesi di -0.6% m/m e la fiducia dei consumatori si è ridimensionata a 92 da 95 del mese precedente. Anche quella dei produttori, riferita a dicembre, ha ripiegato portandosi sotto la soglia dei 50 punti che implica un'economia in contrazione.

Come per gli altri Paesi dell'Area Euro, anche per la Francia i rischi inflazionistici sono diminuiti. In novembre, la variazione tendenziale dell'indice HCPI globale è scesa a +2.2% a/a da +2.5% a/a del mese precedente e il *core* a +0.7% da +0.8% di ottobre.

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

GLI SCENARI

A (20%)

USA: nonostante l'accordo con la Cina sui dazi, la crescita economica si ridimensiona comunque intorno a **+1% a/a**, dopo dieci anni di fase positiva ininterrotta del ciclo economico e l'esaurirsi dell'effetto espansivo della politica fiscale. **I rischi inflazionistici scompaiono** per il venir meno delle tensioni sui salari e per il calo del prezzo del petrolio, **facendo rientrare le esigenze di ulteriori rialzi dei tassi ufficiali nel 2019**. Nel medio termine, il decennale americano scende sotto il 2.7% e il dollaro si deprezza leggermente intorno a quota 1.15 nei confronti dell'euro.

Area Euro: la crescita del PIL reale si ridimensiona a **+1% a/a**, in sintonia con un contesto internazionale di cicli economici deboli. **La BCE mantiene un atteggiamento accomodante di politica monetaria**, focalizzando l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio. **In Italia, lo scenario di minore crescita globale e uno stallo nella domanda interna riaprono il problema dell'elevato debito pubblico**. I rendimenti sui titoli di Stato italiani sono penalizzati e si portano sopra il 3% sulla scadenza decennale, con uno *spread* intorno ai 300 punti base nei confronti del *Bund* tedesco.

B (20%)

USA: il protrarsi delle trattative con la Cina sui dazi frena pesantemente la crescita per aspettative di ritorsioni tra Paesi. Tutto ciò, unito all'esaurimento dell'effetto espansivo della politica fiscale, **rende concreti i rischi di recessione**. L'importante calo del prezzo del petrolio e il rientro della dinamica salariale a causa del ripiegamento del ciclo economico, riportano l'inflazione ben sotto l'obiettivo del 2%. **Il timore, da parte della Fed, che dopo dieci anni di crescita ininterrotta s'innesci un trend negativo, le impone un atteggiamento neutrale di politica monetaria**. I rendimenti del decennale scendono anche sotto il 2.5% e il dollaro si deprezza verso quota 1.16 nei confronti dell'euro.

Area Euro: la crescita si porta sotto il **+1% a/a** a causa del **protezionismo** e delle serie difficoltà del ciclo economico internazionale. **La BCE apre alla possibilità di una politica monetaria espansiva attraverso lo strumento delle LTRO nella seconda parte del 2019**. **In Italia, i rischi di recessione si fanno più incalzanti, enfatizzando il problema dell'elevato debito pubblico e riaprendo la questione di una procedura d'infrazione presso la Commissione Europea**. **Tutto ciò penalizza fortemente i rendimenti sui titoli di Stato italiani** che aumentano ben sopra il 3.2% sulla scadenza decennale. **Lo *spread* può spingersi fino a 330 punti base rispetto al *Bund***.

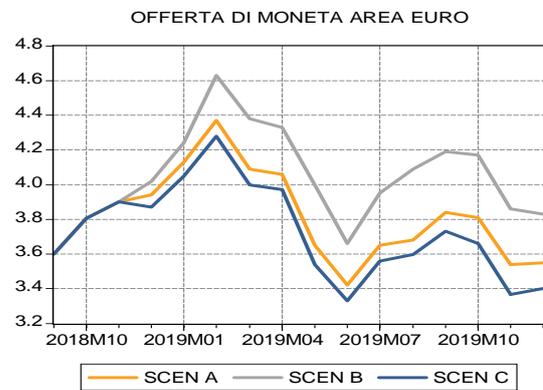
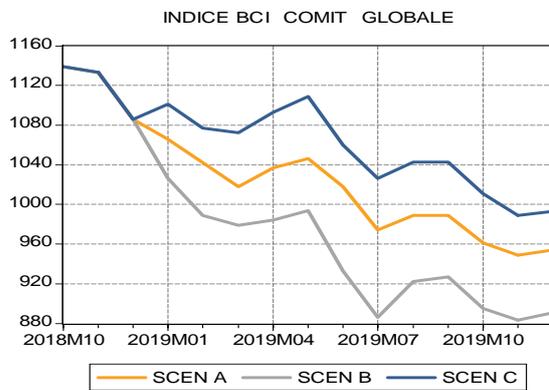
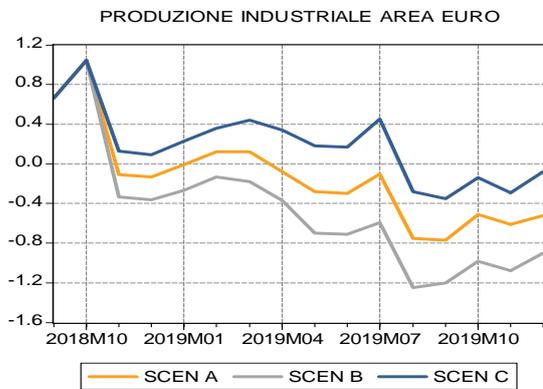
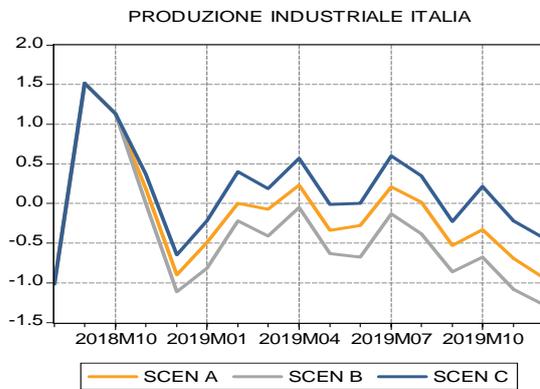
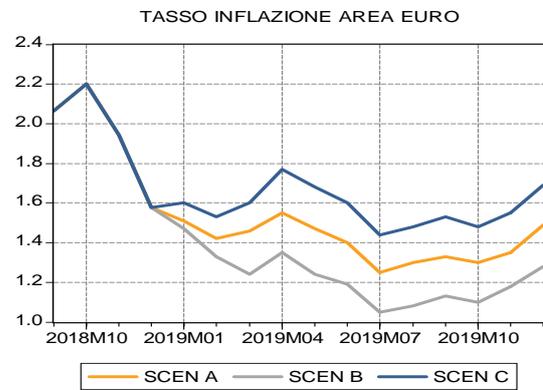
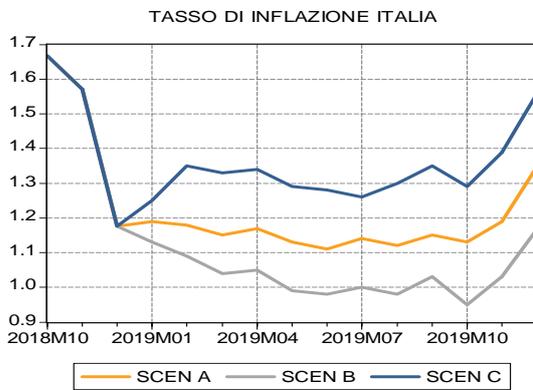
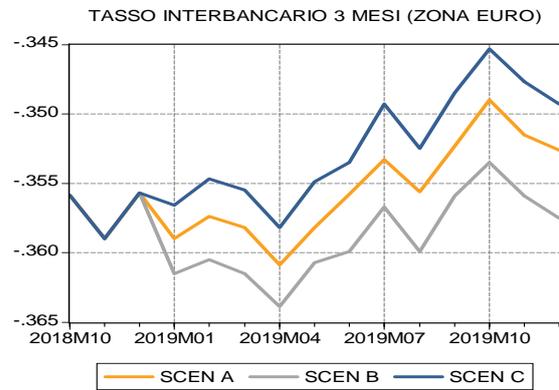
C (60%)

USA: un accordo con la Cina sui dazi, che scongiura un'escalation delle ritorsioni, lascia più spazio al proseguimento della crescita economica, che, pur in ridimensionamento, si mantiene intorno a **+2% a/a**. **I rischi inflazionistici** derivanti dalla forza del mercato del lavoro **sono mitigati** dalle basse quotazioni del prezzo del petrolio, **pertanto la Fed si limita a un solo rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base a giugno**. I rendimenti sul decennale americano aumentano, ma si mantengono sotto il 2.9% e il dollaro intorno a quota 1.14 nei confronti dell'euro.

Area Euro: continua la crescita positiva anche se inferiore a quella del 2018, rimanendo intorno a **+1.5% a/a**, con un'inflazione moderata. **La BCE mantiene un atteggiamento accomodante di politica monetaria**, focalizzando l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio per tutto il 2019. **In Italia, la promessa della Commissione Europea di vigilare sugli effetti della manovra di bilancio, di fatto, non riapre il problema di un avvio della procedura d'infrazione per debito pubblico eccessivo**. Il rendimento sul decennale italiano si porta intorno al 3%, con uno *spread* BTP/*Bund* a 270 punti base.

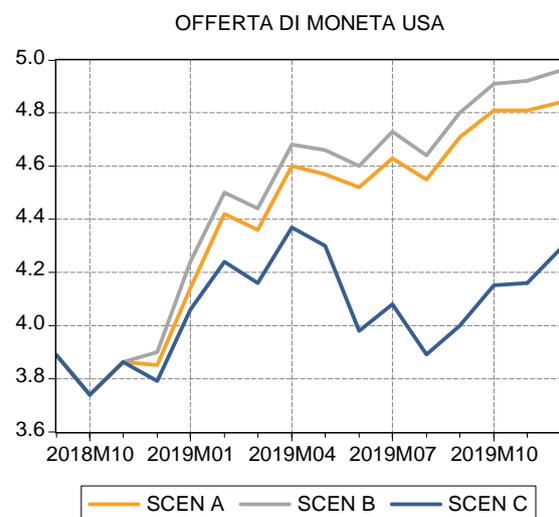
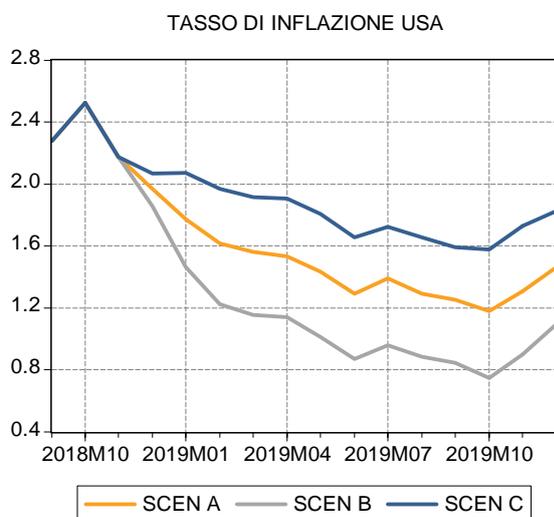
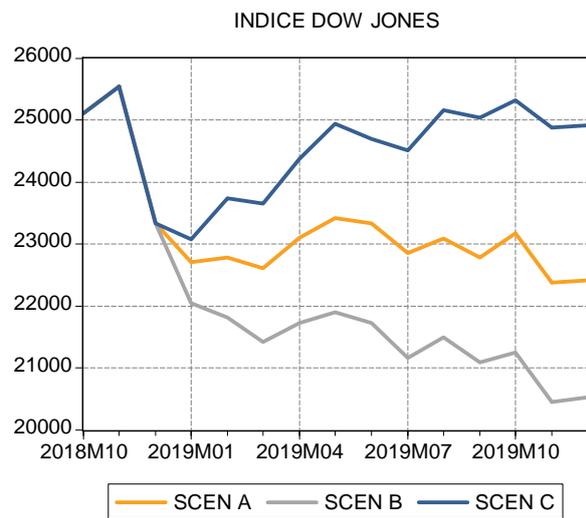
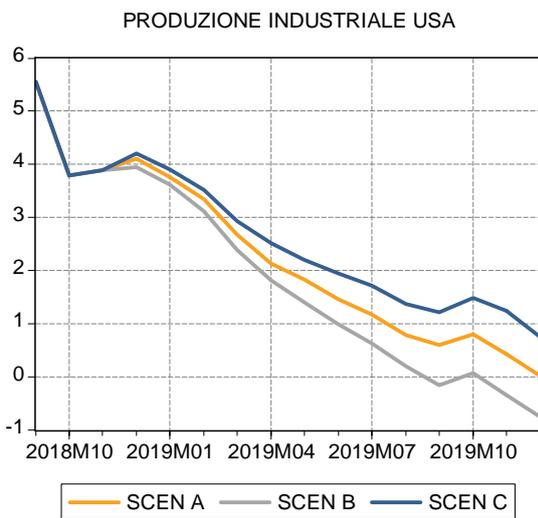
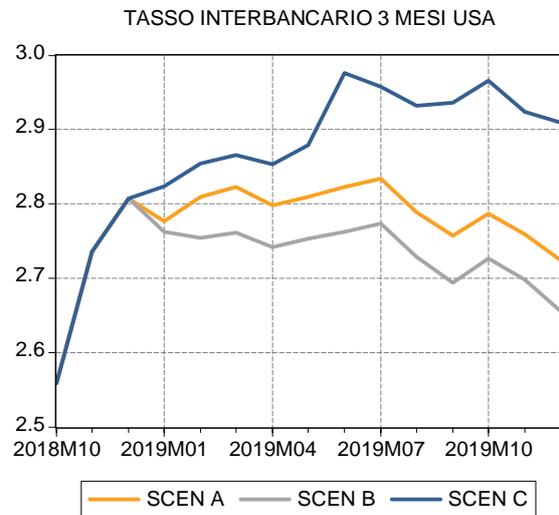
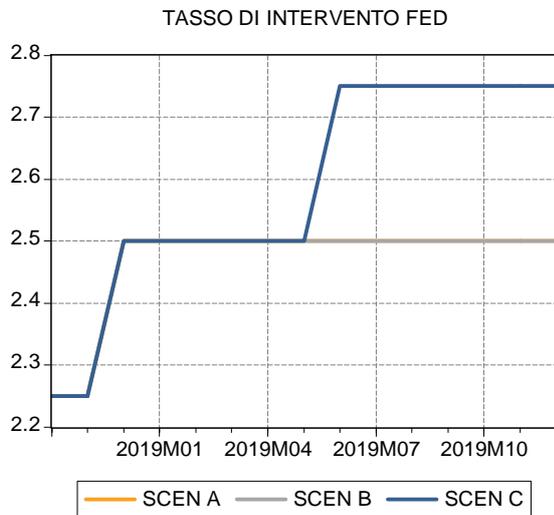
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

In dicembre i tassi interbancari europei continuano a rimanere piatti su livelli minimi (l'un mese e il tre mesi a -0.4 e il 6 mesi a -0.3%). **Una crescita economica positiva ma meno intensa del 2018 (o ridimensionata all'1% a/a) e un'inflazione *core* moderata potrebbero consentire alla BCE di mantenere un atteggiamento accomodante per tutto il 2019 (scen. C e A).** Se il ridimensionamento fosse molto marcato, la BCE potrebbe nuovamente ricorrere alle LTRO (scen. B). **I saggi interbancari sono visti comunque stabili sui livelli attuali.**

TASSI INTERBANCARI

L'intesa Roma-Bruxelles sulla manovra ha portato, a dicembre, al calo dello *spread* BTP/*Bund*, che rimane comunque elevato, e dei rendimenti della struttura a termine italiana a tutte le scadenze (+1.16%, +1.88%, +2.33% e +2.80% per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni, rispettivamente da +1.68%, +2.38%, +2.86% e +3.25%). Alla correzione potrebbe aver concorso anche l'effetto trascinamento dei rendimenti statunitensi. In USA, infatti, i timori che il decennale ciclo di crescita sia ormai arrivato a termine, e che la guerra dei dazi porti con sé l'apertura di una fase recessiva sono confermati dall'appiattimento della struttura a termine. **Nello scenario C, l'accordo USA-Cina ha esito positivo e consente una crescita moderata con deboli rischi inflazionistici.** La Fed decide quindi di aumentare i tassi solo a giugno 2019. La BCE, con una crescita in ridimensionamento ma positiva e l'inflazione *core* moderata, mantiene un atteggiamento accomodante focalizzando l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio. In Italia, non si riapre la questione della procedura d'infrazione per debito eccessivo, tuttavia, i rendimenti si mantengono elevati, penalizzati dallo scetticismo dei mercati sulla manovra (a dicembre 2019, 1.48%, al 2.23%, al 2.75% e al 3.14% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni). Nello scenario A, nonostante l'accordo con la Cina, la crescita statunitense si ridimensiona notevolmente per l'esaurirsi degli effetti positivi della politica fiscale. La Fed interrompe, per tutto il 2019, la fase di rialzi. Anche in Europa la crescita s'indebolisce a causa del contesto internazionale poco favorevole. La BCE mantiene un atteggiamento accomodante ma, in Italia, la minor crescita attesa accentua i dubbi sulla manovra e sulla sua capacità di soddisfare l'obiettivo di deficit al 2.04% sul PIL. I rendimenti italiani ne escono penalizzati (+1.65% il 3 anni, +2.41% il 5 anni, +2.91% il 7 anni e +3.30% il 10 anni a dicembre 2019). Nello scenario B, le tensioni commerciali tra USA e Cina e il calo dell'impulso della politica fiscale rendono concreti i rischi di una recessione. Tale timore spinge la Fed a non effettuare più alcun rialzo nei prossimi dodici mesi. In Area Euro, il protezionismo e il calo della domanda internazionale limitano notevolmente la crescita. La BCE rivaluta la possibilità di ricorrere nuovamente alle LTRO. In Italia il rischio di recessione è maggiore e riapre la questione della procedura d'infrazione da parte della Commissione Europea, penalizzando fortemente i rendimenti dei titoli di Stato (+1.89% il 3 anni, +2.67% il 5 anni, +3.16% il 7 anni e +3.54% il 10 anni alla fine dell'orizzonte di previsione).

STRUTTURA A TERMINE

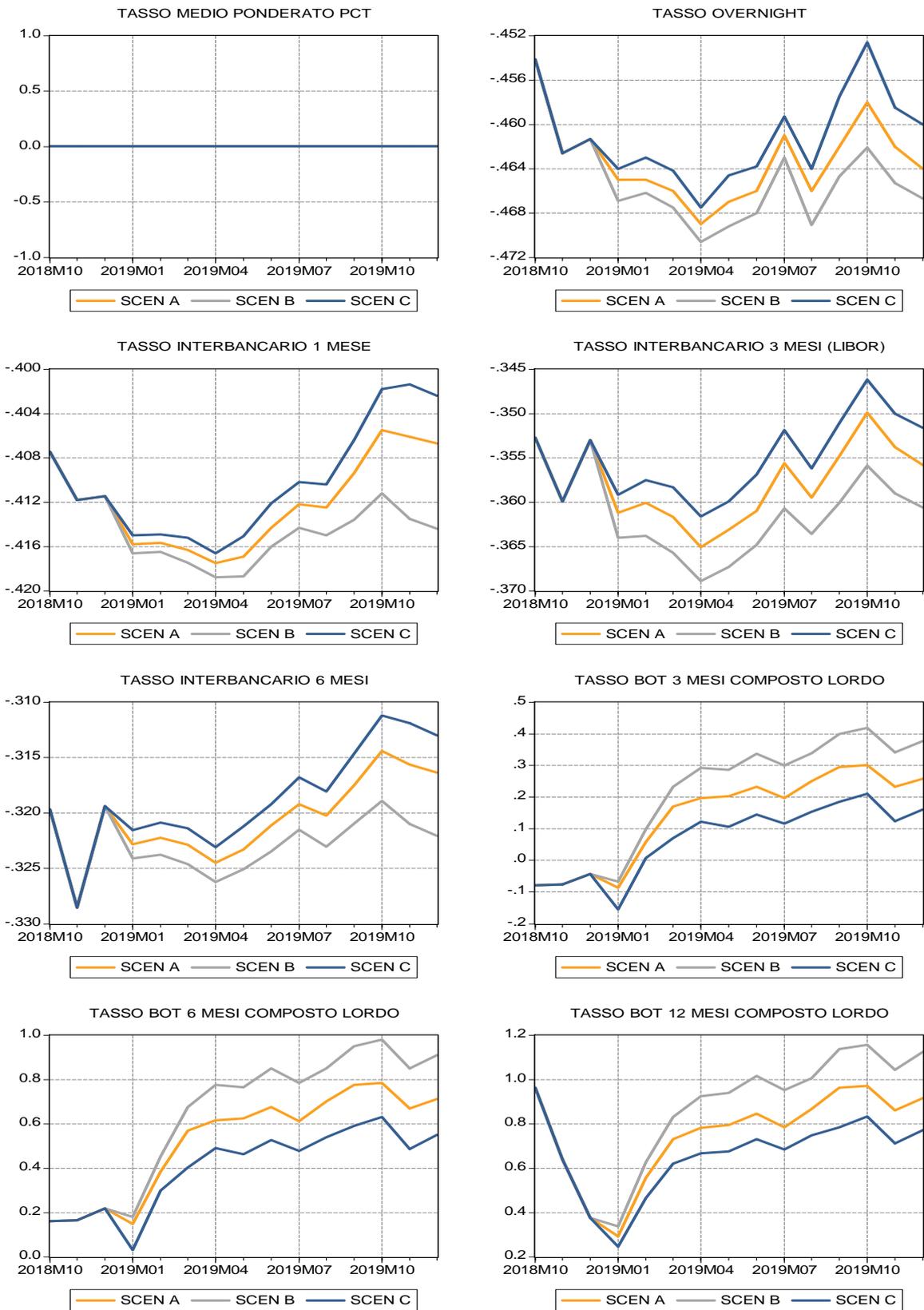
In ottobre i tassi medi sia sui depositi sia sui prestiti sono rimasti pressoché invariati rispetto al mese precedente (+0.4% e +2.6% rispettivamente). **In tutti gli scenari, il tasso sui depositi e quello sui prestiti sono stabili sui valori attuali.**

TASSI BANCARI

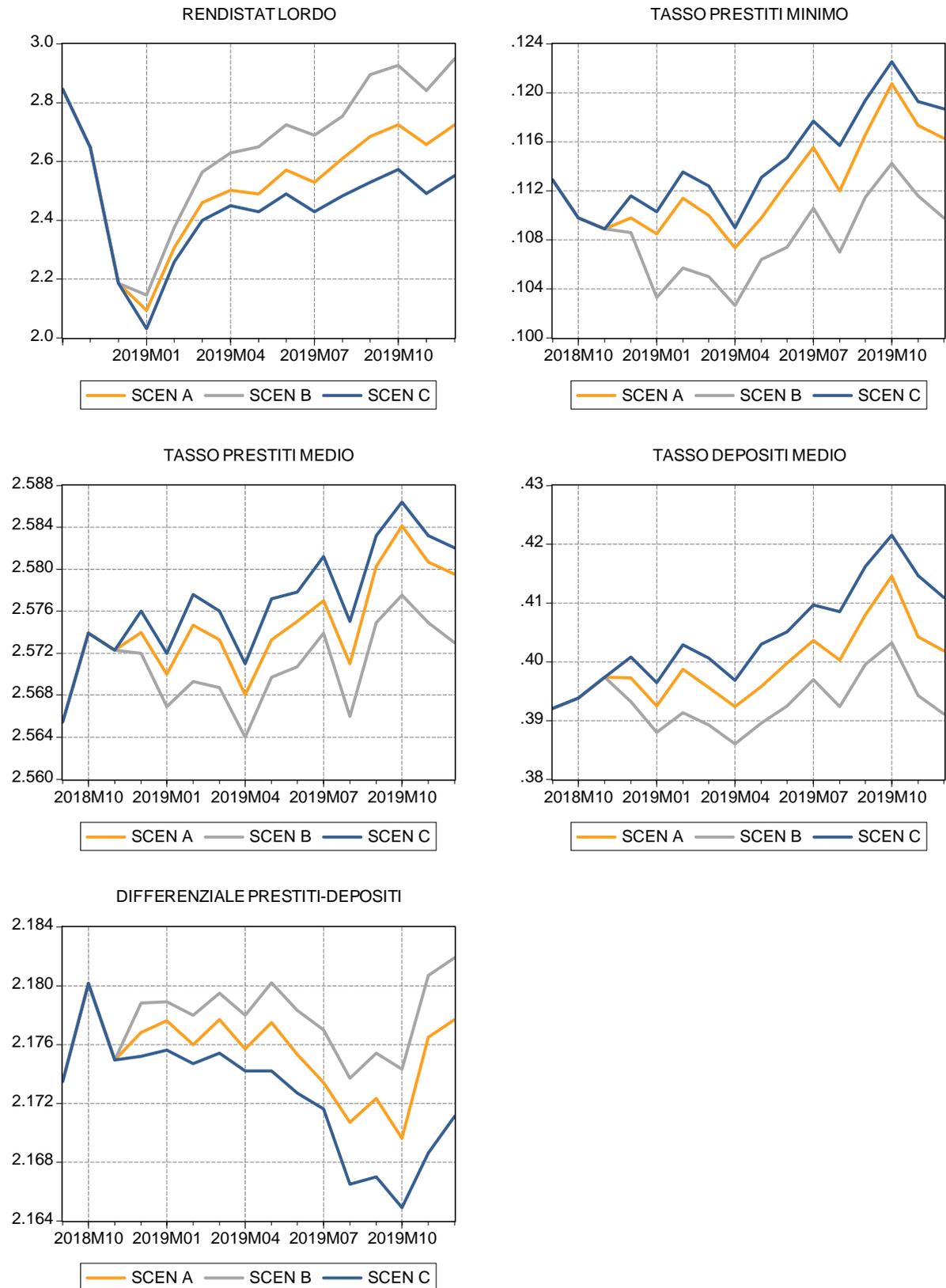
In ottobre i prestiti totali, già in calo, hanno subito una vera caduta (-4.1% a/a, da -0.8% di settembre) mentre i depositi hanno continuato ad aumentare (+2.9% a/a, da +4.8%). **In base alle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica degli impieghi dovrebbe tornare positiva dalla prossima estate (+1.7% a/a in C, +1.3% in A e +1.1% in B, a dicembre 2019) e i depositi totali dovrebbero mantenere il trend in salita (+2.8%, +1.9% e +1.3% rispettivamente).**

VOLUMI

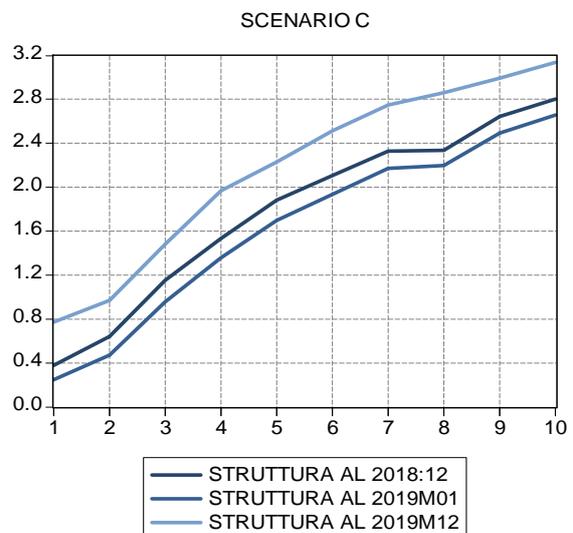
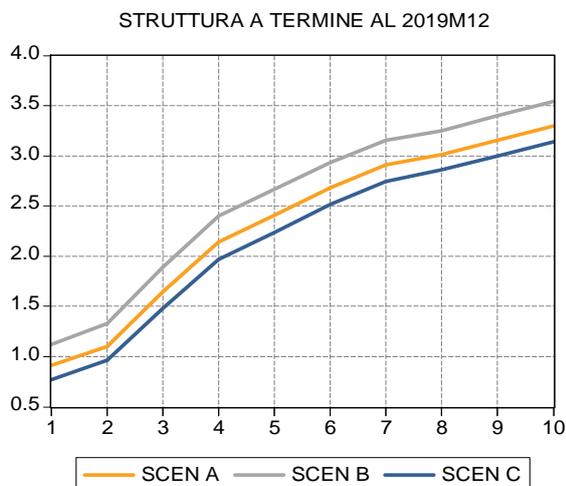
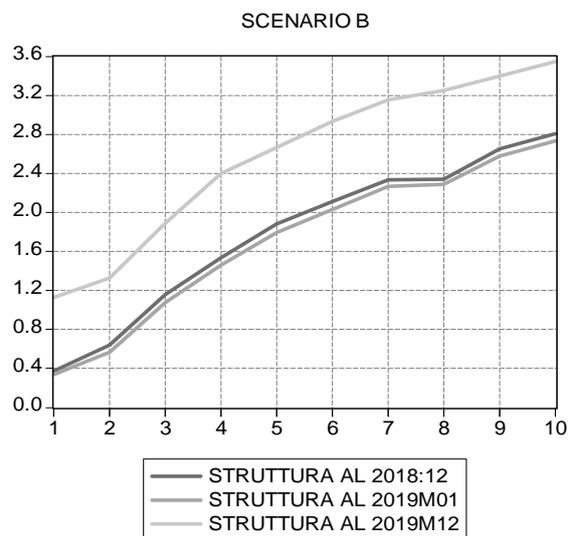
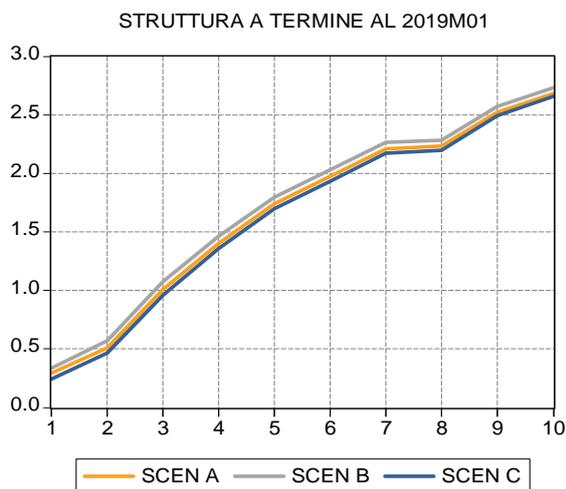
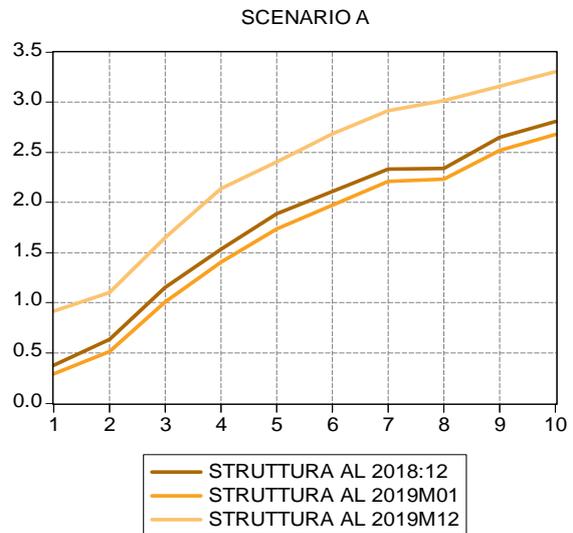
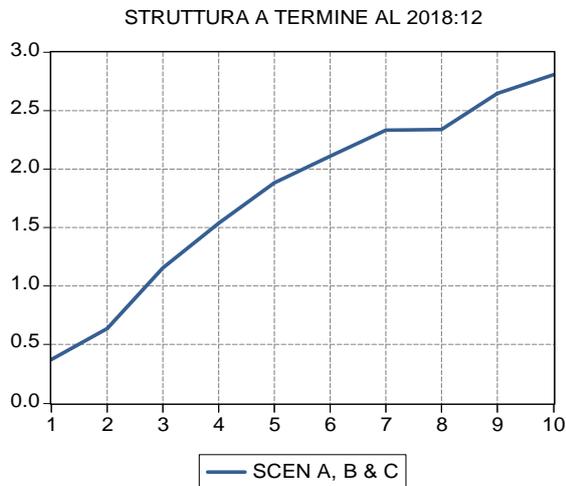
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



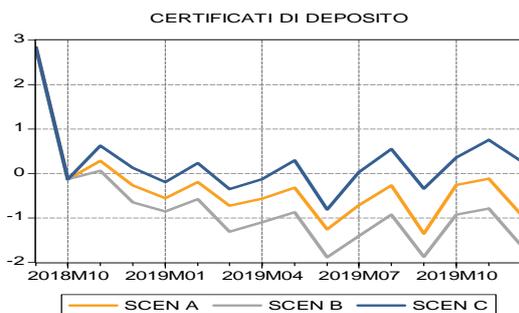
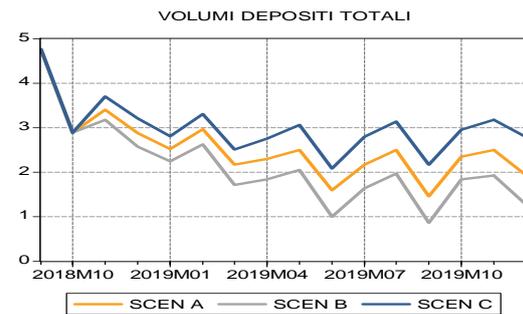
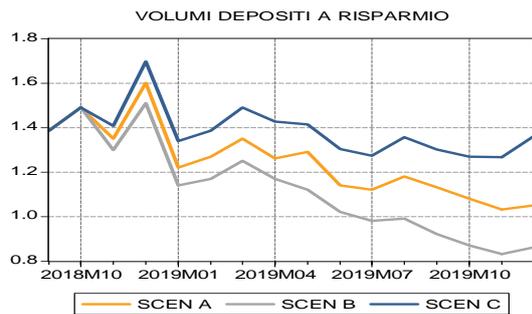
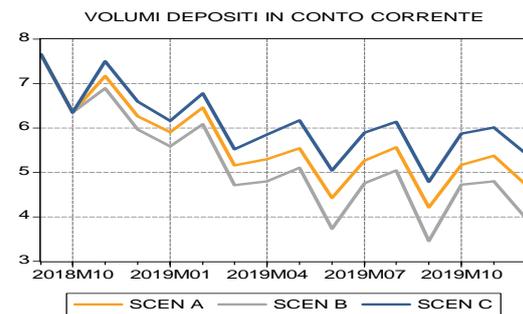
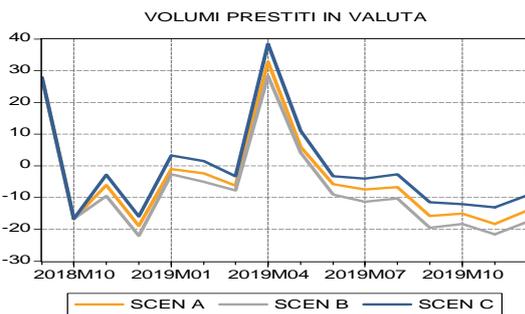
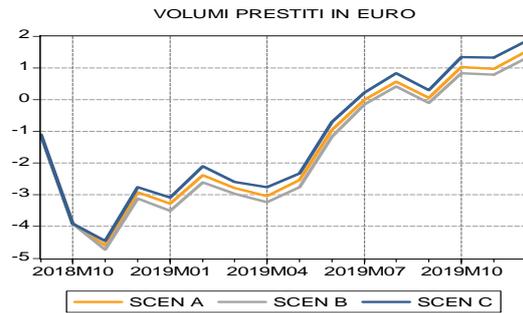
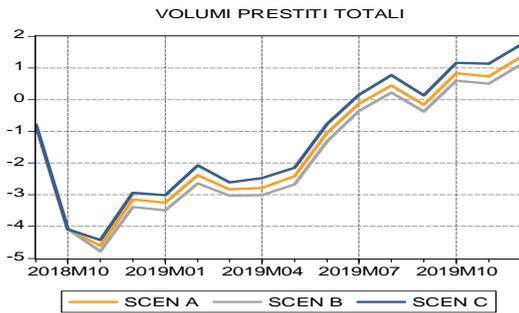
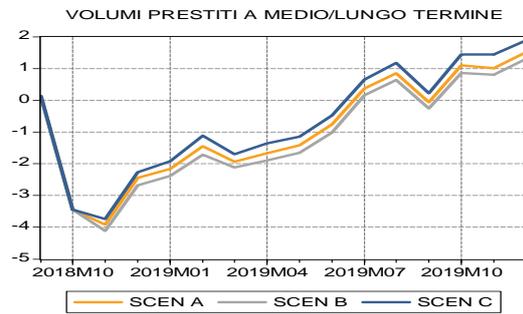
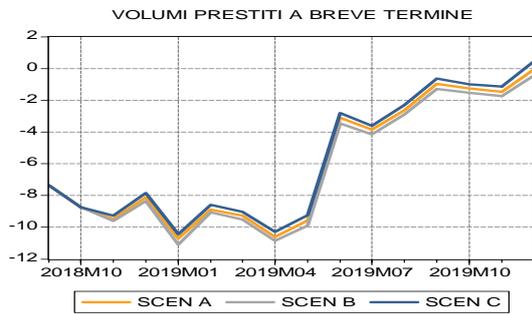
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



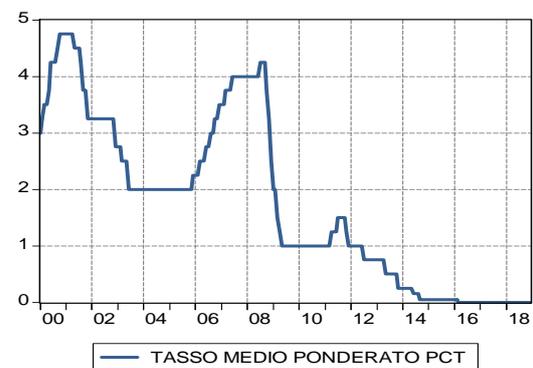
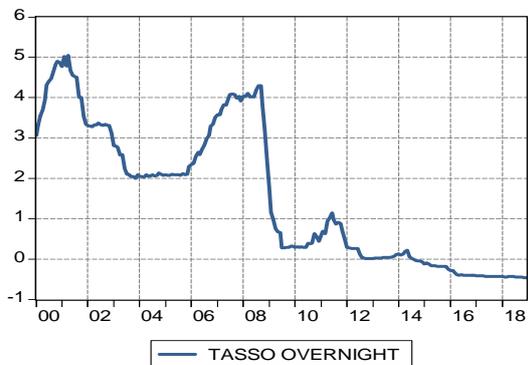
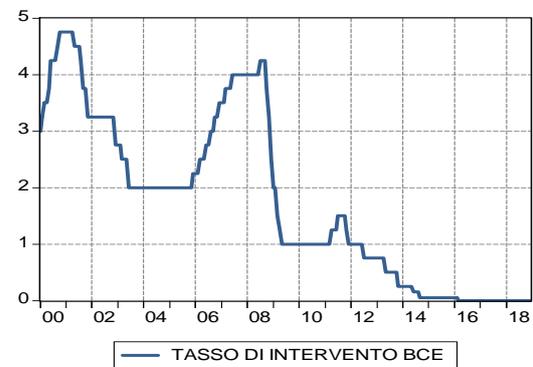
SCENARIO A	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9	19 10	19 11	19 12	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice BCI COMIT (livello)	1284	1311	1221	1243	1139	1133	1086	1066	1042	1018	1037	1046	1018	974	989	989	961	949	954	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	1.3	-0.7	-1.0	1.5	1.1	0.2	-0.9	-0.5	0.0	-0.1	0.2	-0.3	-0.3	0.2	0.0	-0.5	-0.3	-0.7	-0.9	
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.4	1.9	1.6	1.5	1.7	1.6	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.1	1.2	1.4	
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	-0.44	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.46	-0.46	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.46	-0.47	-0.46	-0.46	-0.46	-0.46	-0.46
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.41	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.36
T. Interb. 6m lett.	-0.31	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.32
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.40	0.39	0.39	0.40	0.40	0.39	0.40	0.40	0.39	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.40	0.40	0.40
T. Prestiti medio	2.60	2.59	2.59	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.58	2.58	2.57	2.58	2.58	2.58	2.58	2.58
T.prest. medio - T.dep. medio	2.20	2.19	2.19	2.17	2.18	2.17	2.18	2.18	2.18	2.18	2.18	2.18	2.18	2.18	2.17	2.17	2.17	2.17	2.18	2.18
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.11	-0.13	0.10	-0.05	-0.08	-0.08	-0.04	-0.09	0.06	0.17	0.20	0.20	0.23	0.20	0.25	0.30	0.30	0.23	0.26	0.26
T. BOT comp. lordo 6m	0.09	0.07	0.45	0.21	0.16	0.16	0.22	0.15	0.39	0.57	0.62	0.62	0.68	0.61	0.70	0.78	0.78	0.67	0.71	0.71
T. BOT comp. lordo 12m	0.56	0.34	0.69	0.44	0.96	0.64	0.38	0.29	0.56	0.73	0.78	0.79	0.85	0.79	0.87	0.96	0.97	0.86	0.92	0.92
Rendistat lordo	2.12	2.00	2.45	2.27	2.84	2.65	2.19	2.09	2.31	2.46	2.50	2.49	2.57	2.53	2.61	2.69	2.72	2.66	2.72	2.72
Rendistat netto	1.85	1.75	2.14	1.98	2.49	2.32	1.91	1.83	2.02	2.15	2.19	2.18	2.25	2.21	2.28	2.35	2.38	2.32	2.38	2.38
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	1.13	1.26	2.11	1.78	1.95	1.68	1.16	1.01	1.30	1.46	1.50	1.51	1.56	1.51	1.60	1.68	1.71	1.60	1.65	1.65
Rend. BTP a 5 anni	1.83	1.93	2.70	2.39	2.65	2.38	1.88	1.74	2.03	2.18	2.22	2.23	2.29	2.24	2.34	2.43	2.46	2.35	2.41	2.41
Rend. BTP a 7 anni	2.30	2.37	3.01	2.78	3.11	2.86	2.33	2.21	2.51	2.66	2.70	2.72	2.78	2.74	2.84	2.93	2.96	2.86	2.91	2.91
Rend. BTP a 10 anni	2.73	2.79	3.26	3.15	3.44	3.25	2.80	2.68	2.95	3.08	3.12	3.14	3.19	3.15	3.24	3.32	3.35	3.25	3.30	3.30
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2332.401	2309.823	2300.377	2328.962	2299.530	2309.947	2296.760	2301.805	2291.369	2308.838	2314.17	2315.79	2308.14	2306.59	2310.50	2325.24	2318.62	2326.58	2327.31	2327.31
Prestiti in euro	2288.574	2266.420	2259.320	2296.555	2270.774	2281.081	2270.438	2271.172	2263.990	2276.080	2292.089	2283.39	2266.833	2266.42	2272.20	2297.93	2294.16	2302.98	2304.72	2304.72
Prestiti in valuta	43.827	43.403	41.057	32.407	28.756	28.866	26.322	30.633	27.379	32.758	22.086	32.398	41.311	40.169	38.301	27.303	24.453	23.599	22.586	22.586
Prestiti a breve	276.033	279.196	271.059	266.974	266.457	270.350	265.581	271.208	268.721	266.370	265.640	264.568	267.421	268.419	263.903	264.438	263.073	266.376	265.422	265.422
Prestiti a m / l	2056.368	2030.626	2029.318	2061.987	2033.073	2039.596	2031.179	2030.597	2022.649	2042.469	2048.535	2051.219	2040.724	2038.170	2046.596	2060.797	2055.543	2060.202	2061.885	2061.885
Depositi totali	2445.843	2419.839	2429.916	2461.539	2432.013	2438.165	2442.125	2435.178	2420.674	2442.075	2445.918	2481.046	2484.731	2472.349	2490.664	2497.232	2489.166	2498.875	2489.014	2489.014
Depositi in c / c	1101.372	1077.309	1079.979	1106.157	1093.823	1096.666	1126.574	1110.790	1118.407	1126.674	1130.783	1143.988	1150.053	1133.976	1140.025	1152.726	1150.373	1155.557	1179.636	1179.636
Depositi a risparmio	300.313	300.418	301.104	301.490	301.335	301.549	303.506	304.602	304.860	304.568	303.985	303.644	303.737	303.783	304.657	304.896	304.589	304.655	306.693	306.693
Certif. deposito	1044.158	1042.112	1048.834	1053.893	1036.856	1039.949	1012.045	1019.787	997.407	1010.833	1011.150	1033.414	1030.942	1034.591	1045.982	1039.609	1034.203	1038.663	1002.685	1002.685
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	-2.28	-1.65	-1.89	-0.79	-4.08	-4.61	-3.14	-3.25	-2.38	-2.84	-2.79	-2.42	-1.04	-0.14	0.44	-0.16	0.83	0.72	1.33	1.33
Prestiti in euro	-2.45	-1.68	-2.59	-1.11	-3.90	-4.59	-2.92	-3.28	-2.38	-2.79	-3.04	-2.53	-0.95	0.00	0.57	0.06	1.03	0.96	1.51	1.51
Prestiti in valuta	7.47	-0.09	62.29	27.94	-16.60	-6.16	-18.98	-0.97	-2.38	-6.19	32.73	6.01	-5.74	-7.45	-6.71	-15.75	-14.96	-18.25	-14.20	-14.20
Prestiti a breve	-11.16	-6.70	-7.17	-7.37	-8.75	-9.49	-8.11	-10.69	-8.90	-9.27	-10.60	-9.57	-3.12	-3.86	-2.64	-0.95	-1.27	-1.47	-0.06	-0.06
Prestiti a m / l	-0.95	-0.91	-1.14	0.13	-3.44	-3.92	-2.45	-2.16	-1.44	-1.93	-1.68	-1.41	-0.76	0.37	0.85	-0.06	1.11	1.01	1.51	1.51
Depositi totali	4.75	3.82	4.14	4.76	2.89	3.40	2.88	2.52	2.96	2.17	2.29	2.50	1.59	2.17	2.50	1.45	2.35	2.49	1.92	1.92
Depositi in c / c	10.50	7.80	7.42	7.66	6.35	7.16	6.26	5.90	6.45	5.15	5.29	5.54	4.42	5.26	5.56	4.21	5.17	5.37	4.71	4.71
Depositi a risparmio	1.83	1.52	1.31	1.39	1.49	1.35	1.60	1.22	1.27	1.35	1.26	1.29	1.14	1.12	1.18	1.13	1.08	1.03	1.05	1.05
Certif. deposito	0.09	0.65	1.77	2.84	-0.14	0.28	-0.27	-0.56	-0.20	-0.72	-0.57	-0.33	-1.27	-0.72	-0.27	-1.36	-0.26	-0.12	-0.92	-0.92

SCENARIO B	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	19 11	19 12	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice BCI COMIT (livello)	1284	1311	1221	1243	1139	1133	1086	1026	989	979	984	994	933	886	922	927	895	883	891	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	1.3	-0.7	-1.0	1.5	1.1	0.0	-1.1	-0.8	-0.2	-0.4	-0.1	-0.6	-0.7	-0.1	-0.4	-0.9	-0.7	-1.1	-1.3	
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.4	1.9	1.6	1.5	1.7	1.6	1.2	1.1	1.1	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.2
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.46	-0.46	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.46	-0.46	-0.46	-0.47	-0.47	-0.47
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.41	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.41	-0.42	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36
T. Interb. 6m lett.	-0.31	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.40	0.39	0.39	0.40	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.40	0.39	0.40	0.40	0.39	0.39	0.39
T. Prestiti medio	2.60	2.59	2.59	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.56	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.58	2.57	2.57	2.57
T.prest. medio - T.dep. medio	2.20	2.19	2.19	2.17	2.18	2.17	2.18	2.18	2.18	2.18	2.18	2.18	2.18	2.18	2.18	2.17	2.18	2.17	2.18	2.18
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.11	-0.13	0.10	-0.05	-0.08	-0.08	-0.04	-0.07	0.10	0.23	0.29	0.29	0.34	0.30	0.34	0.40	0.42	0.34	0.38	
T. BOT comp. lordo 6m	0.09	0.07	0.45	0.21	0.16	0.16	0.22	0.18	0.45	0.68	0.78	0.77	0.85	0.79	0.85	0.95	0.98	0.85	0.91	
T. BOT comp. lordo 12m	0.56	0.34	0.69	0.44	0.96	0.64	0.38	0.34	0.63	0.83	0.93	0.94	1.02	0.95	1.01	1.14	1.16	1.04	1.12	
Rendistat lordo	2.12	2.00	2.45	2.27	2.84	2.65	2.19	2.15	2.38	2.56	2.63	2.65	2.72	2.69	2.75	2.90	2.93	2.84	2.95	
Rendistat netto	1.85	1.75	2.14	1.98	2.49	2.32	1.91	1.88	2.08	2.24	2.30	2.32	2.38	2.35	2.41	2.53	2.56	2.49	2.58	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	1.13	1.26	2.11	1.78	1.95	1.68	1.16	1.07	1.39	1.58	1.64	1.66	1.73	1.69	1.75	1.90	1.92	1.80	1.89	
Rend. BTP a 5 anni	1.83	1.93	2.70	2.39	2.65	2.38	1.88	1.79	2.11	2.30	2.35	2.39	2.46	2.43	2.49	2.66	2.68	2.57	2.67	
Rend. BTP a 7 anni	2.30	2.37	3.01	2.78	3.11	2.86	2.33	2.26	2.58	2.77	2.83	2.87	2.95	2.92	2.98	3.14	3.16	3.06	3.16	
Rend. BTP a 10 anni	2.73	2.79	3.26	3.15	3.44	3.25	2.80	2.73	3.02	3.19	3.24	3.28	3.35	3.32	3.38	3.53	3.55	3.45	3.54	
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2332.401	2309.823	2300.377	2328.962	2299.530	2305.588	2291.069	2296.095	2285.266	2304.323	2308.94	2309.85	2301.85	2301.51	2305.44	2320.11	2313.10	2317.35	2316.27	
Prestiti in euro	2288.574	2266.420	2259.320	2296.555	2270.774	2277.734	2265.760	2266.006	2258.656	2272.099	2287.597	2278.00	2262.027	2263.02	2268.58	2294.03	2289.62	2295.50	2295.44	
Prestiti in valuta	43.827	43.403	41.057	32.407	28.756	27.854	25.309	30.089	26.610	32.224	21.340	31.853	39.820	38.487	36.855	26.083	23.476	21.846	20.829	
Prestiti a breve	276.033	279.196	271.059	266.974	266.457	269.992	264.888	270.024	268.190	265.636	264.898	263.602	266.482	267.638	263.198	263.557	262.380	265.321	263.696	
Prestiti a m / l	2056.368	2030.626	2029.318	2061.987	2033.073	2035.596	2026.181	2026.071	2017.077	2038.687	2044.040	2046.252	2035.365	2033.870	2042.240	2056.554	2050.717	2052.025	2052.575	
Depositi totali	2445.843	2419.839	2429.916	2461.539	2432.013	2432.977	2434.766	2428.527	2412.680	2431.080	2434.919	2470.154	2470.301	2459.282	2477.543	2482.709	2476.519	2479.690	2465.444	
Depositi in c / c	1101.372	1077.309	1079.979	1106.157	1093.823	1093.903	1123.393	1107.442	1114.520	1121.959	1125.456	1139.252	1142.475	1128.488	1134.433	1144.347	1145.373	1146.297	1167.746	
Depositi a risparmio	300.313	300.418	301.104	301.490	301.335	301.400	303.237	304.361	304.559	304.268	303.715	303.134	303.376	303.362	304.085	304.263	303.956	303.902	305.845	
Certif. deposito	1044.158	1042.112	1048.834	1053.893	1036.856	1037.674	1008.136	1016.724	993.601	1004.853	1005.748	1027.768	1024.450	1027.432	1039.025	1034.098	1027.190	1029.492	991.853	
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	-2.28	-1.65	-1.89	-0.79	-4.08	-4.79	-3.38	-3.49	-2.64	-3.03	-3.01	-2.67	-1.31	-0.36	0.22	-0.38	0.59	0.51	1.10	
Prestiti in euro	-2.45	-1.68	-2.59	-1.11	-3.90	-4.73	-3.12	-3.50	-2.61	-2.96	-3.23	-2.76	-1.16	-0.15	0.41	-0.11	0.83	0.78	1.31	
Prestiti in valuta	7.47	-0.09	62.29	27.94	-16.60	-9.45	-22.10	-2.73	-5.12	-7.72	28.24	4.23	-9.14	-11.33	-10.24	-19.51	-18.36	-21.57	-17.70	
Prestiti a breve	-11.16	-6.70	-7.17	-7.37	-8.75	-9.61	-8.35	-11.08	-9.08	-9.52	-10.85	-9.90	-3.46	-4.14	-2.90	-1.28	-1.53	-1.73	-0.45	
Prestiti a m / l	-0.95	-0.91	-1.14	0.13	-3.44	-4.11	-2.69	-2.38	-1.71	-2.12	-1.89	-1.65	-1.02	0.16	0.64	-0.26	0.87	0.81	1.30	
Depositi totali	4.75	3.82	4.14	4.76	2.89	3.18	2.57	2.24	2.62	1.71	1.83	2.05	1.00	1.63	1.96	0.86	1.83	1.92	1.26	
Depositi in c / c	10.50	7.80	7.42	7.66	6.35	6.89	5.96	5.58	6.08	4.71	4.79	5.10	3.73	4.75	5.04	3.45	4.71	4.79	3.95	
Depositi a risparmio	1.83	1.52	1.31	1.39	1.49	1.30	1.51	1.14	1.17	1.25	1.17	1.12	1.02	0.98	0.99	0.92	0.87	0.83	0.86	
Certif. deposito	0.09	0.65	1.77	2.84	-0.14	0.06	-0.66	-0.85	-0.58	-1.31	-1.11	-0.87	-1.89	-1.41	-0.94	-1.88	-0.93	-0.79	-1.62	

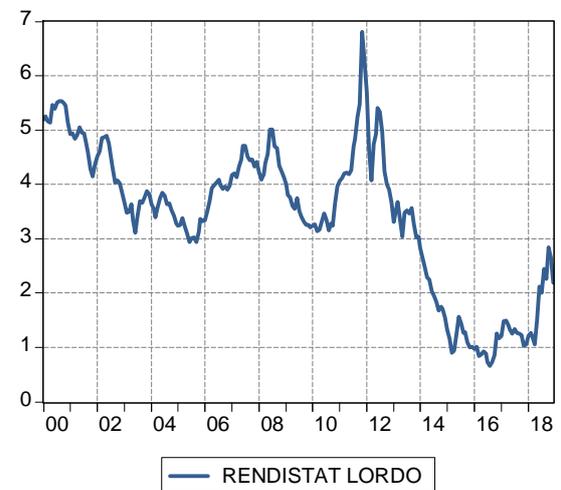
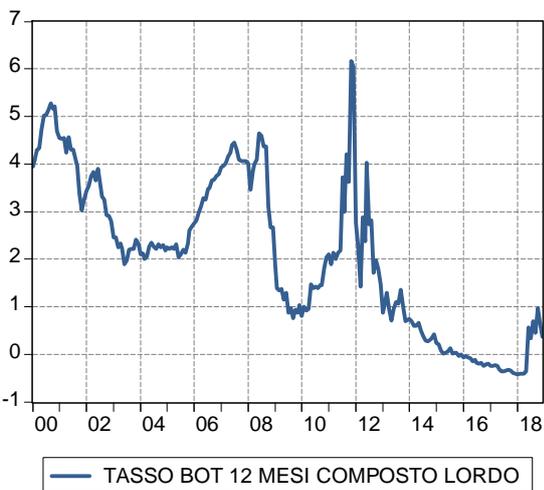
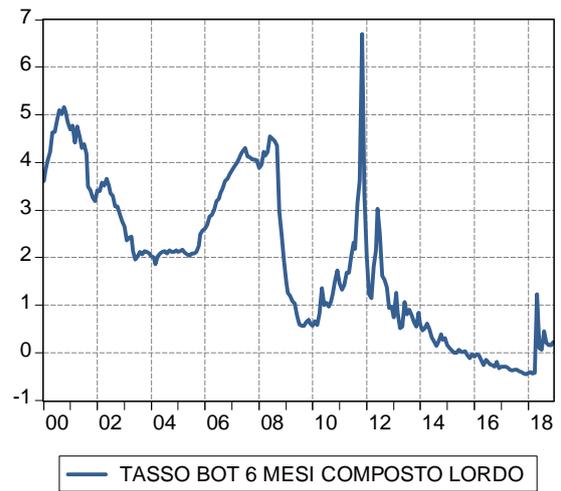
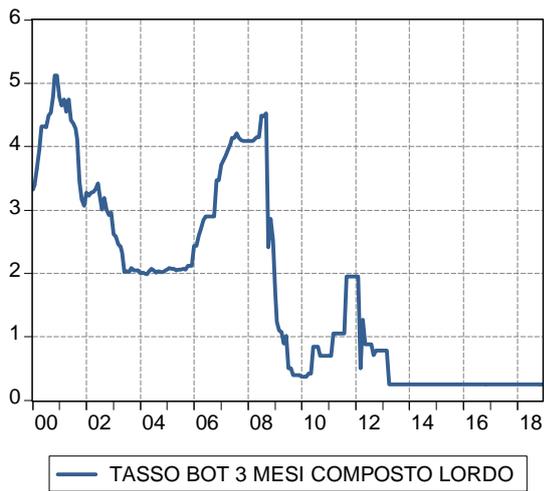
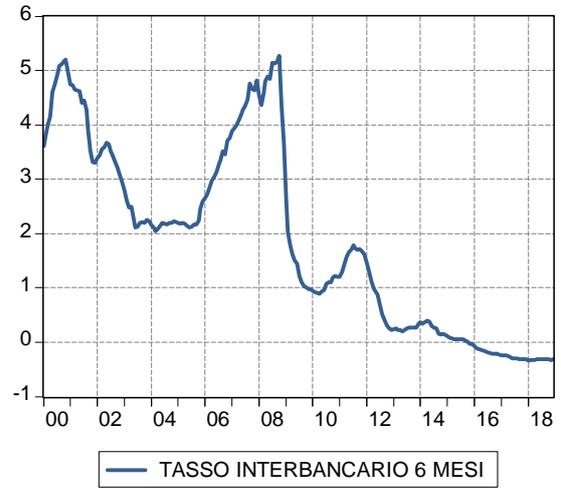
SCENARIO C	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9	19 10	19 11	19 12	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice BCI COMIT (livello)	1284	1311	1221	1243	1139	1133	1086	1101	1077	1072	1093	1109	1060	1026	1043	1043	1011	989	993	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	1.3	-0.7	-1.0	1.5	1.1	0.4	-0.6	-0.2	0.4	0.2	0.6	0.0	0.0	0.6	0.4	-0.2	0.2	-0.2	-0.4	
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.4	1.9	1.6	1.5	1.7	1.6	1.2	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.3	1.4	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	-0.44	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.46	-0.46	-0.46	-0.46	-0.46	-0.47	-0.46	-0.46	-0.46	-0.46	-0.46	-0.45	-0.46	-0.46	-0.46
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.41	-0.42	-0.41	-0.42	-0.42	-0.42	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35
T. Interb. 6m lett.	-0.31	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.40	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.41	0.41	0.41
T. Prestiti medio	2.60	2.59	2.59	2.57	2.57	2.57	2.58	2.57	2.58	2.58	2.57	2.58	2.58	2.58	2.58	2.58	2.59	2.58	2.58	2.58
T.prest. medio - T.dep. medio	2.20	2.19	2.19	2.17	2.18	2.17	2.18	2.18	2.17	2.18	2.17	2.17	2.17	2.17	2.17	2.17	2.16	2.17	2.17	2.17
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.11	-0.13	0.10	-0.05	-0.08	-0.08	-0.04	-0.15	0.01	0.07	0.12	0.11	0.15	0.12	0.15	0.19	0.21	0.12	0.16	
T. BOT comp. lordo 6m	0.09	0.07	0.45	0.21	0.16	0.16	0.22	0.03	0.30	0.40	0.49	0.46	0.53	0.48	0.54	0.59	0.63	0.49	0.55	
T. BOT comp. lordo 12m	0.56	0.34	0.69	0.44	0.96	0.64	0.38	0.25	0.46	0.62	0.67	0.68	0.73	0.69	0.75	0.78	0.83	0.71	0.77	
Rendistat lordo	2.12	2.00	2.45	2.27	2.84	2.65	2.19	2.03	2.26	2.40	2.45	2.43	2.49	2.43	2.48	2.53	2.57	2.49	2.55	
Rendistat netto	1.85	1.75	2.14	1.98	2.49	2.32	1.91	1.78	1.97	2.10	2.14	2.13	2.18	2.12	2.17	2.21	2.25	2.18	2.23	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	1.13	1.26	2.11	1.78	1.95	1.68	1.16	0.96	1.23	1.34	1.41	1.39	1.45	1.39	1.47	1.51	1.55	1.42	1.48	
Rend. BTP a 5 anni	1.83	1.93	2.70	2.39	2.65	2.38	1.88	1.70	1.96	2.10	2.15	2.15	2.19	2.13	2.20	2.25	2.30	2.17	2.23	
Rend. BTP a 7 anni	2.30	2.37	3.01	2.78	3.11	2.86	2.33	2.17	2.44	2.59	2.64	2.65	2.69	2.64	2.71	2.76	2.80	2.68	2.75	
Rend. BTP a 10 anni	2.73	2.79	3.26	3.15	3.44	3.25	2.80	2.66	2.88	3.02	3.06	3.06	3.10	3.04	3.11	3.16	3.20	3.08	3.14	
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2332.401	2309.823	2300.377	2328.962	2299.530	2314.306	2301.494	2307.587	2298.726	2314.319	2321.74	2322.23	2314.73	2313.05	2318.04	2331.90	2326.27	2340.55	2341.02	
Prestiti in euro	2288.574	2266.420	2259.320	2296.555	2270.774	2284.428	2274.180	2275.634	2270.252	2280.528	2298.708	2288.31	2272.326	2271.41	2278.07	2303.21	2300.97	2314.58	2316.25	
Prestiti in valuta	43.827	43.403	41.057	32.407	28.756	29.878	27.314	31.953	28.474	33.791	23.032	33.922	42.401	41.639	39.964	28.682	25.294	25.965	24.763	
Prestiti a breve	276.033	279.196	271.059	266.974	266.457	270.966	266.372	271.940	269.599	267.032	266.570	265.505	268.259	269.125	264.774	265.261	263.813	267.844	267.538	
Prestiti a m / l	2056.368	2030.626	2029.318	2061.987	2033.073	2043.339	2035.122	2035.647	2029.127	2047.287	2055.170	2056.726	2046.468	2043.920	2053.262	2066.636	2062.456	2072.703	2073.477	
Depositi totali	2445.843	2419.839	2429.916	2461.539	2432.013	2445.239	2449.958	2441.829	2428.667	2450.202	2456.917	2494.601	2496.716	2487.352	2505.973	2514.709	2503.758	2522.997	2518.067	
Depositi in c / c	1101.372	1077.309	1079.979	1106.157	1093.823	1100.049	1130.073	1113.412	1121.769	1130.638	1136.797	1150.709	1156.881	1140.763	1146.181	1159.031	1158.030	1166.162	1191.210	
Depositi a risparmio	300.313	300.418	301.104	301.490	301.335	301.718	303.794	304.959	305.211	304.991	304.488	304.017	304.230	304.242	305.188	305.411	305.159	305.543	307.929	
Certif. deposito	1044.158	1042.112	1048.834	1053.893	1036.856	1043.471	1016.092	1023.458	1001.688	1014.573	1015.632	1039.875	1035.605	1042.347	1054.604	1050.267	1040.569	1051.292	1018.928	
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	-2.28	-1.65	-1.89	-0.79	-4.08	-4.43	-2.94	-3.01	-2.07	-2.61	-2.47	-2.15	-0.76	0.14	0.77	0.13	1.16	1.13	1.72	
Prestiti in euro	-2.45	-1.68	-2.59	-1.11	-3.90	-4.45	-2.76	-3.09	-2.11	-2.60	-2.76	-2.32	-0.71	0.22	0.83	0.29	1.33	1.32	1.85	
Prestiti in valuta	7.47	-0.09	62.29	27.94	-16.60	-2.88	-15.92	3.30	1.52	-3.24	38.41	11.00	-3.25	-4.06	-2.66	-11.49	-12.04	-13.10	-9.34	
Prestiti a breve	-11.16	-6.70	-7.17	-7.37	-8.75	-9.28	-7.84	-10.45	-8.60	-9.04	-10.29	-9.25	-2.82	-3.61	-2.32	-0.64	-0.99	-1.15	0.44	
Prestiti a m / l	-0.95	-0.91	-1.14	0.13	-3.44	-3.75	-2.26	-1.92	-1.13	-1.70	-1.36	-1.15	-0.48	0.65	1.18	0.23	1.45	1.44	1.88	
Depositi totali	4.75	3.82	4.14	4.76	2.89	3.70	3.21	2.80	3.30	2.51	2.75	3.06	2.08	2.79	3.13	2.16	2.95	3.18	2.78	
Depositi in c / c	10.50	7.80	7.42	7.66	6.35	7.49	6.59	6.15	6.77	5.52	5.85	6.16	5.04	5.89	6.13	4.78	5.87	6.01	5.41	
Depositi a risparmio	1.83	1.52	1.31	1.39	1.49	1.41	1.70	1.34	1.39	1.49	1.43	1.41	1.30	1.27	1.36	1.30	1.27	1.27	1.36	
Certif. deposito	0.09	0.65	1.77	2.84	-0.14	0.62	0.12	-0.20	0.23	-0.36	-0.13	0.29	-0.82	0.02	0.55	-0.34	0.36	0.75	0.28	

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili

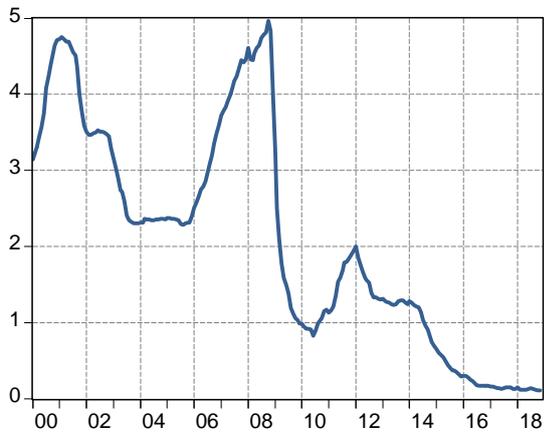


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
 Dati mensili

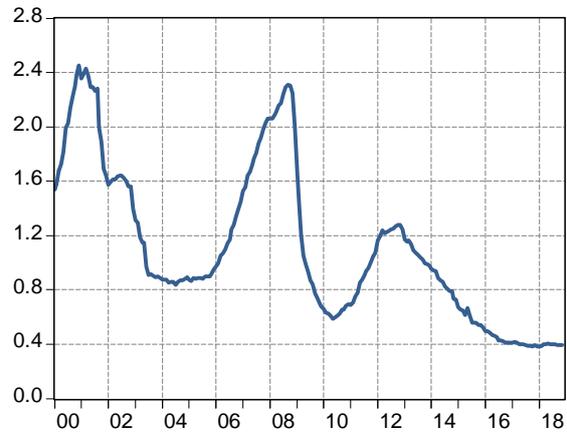


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

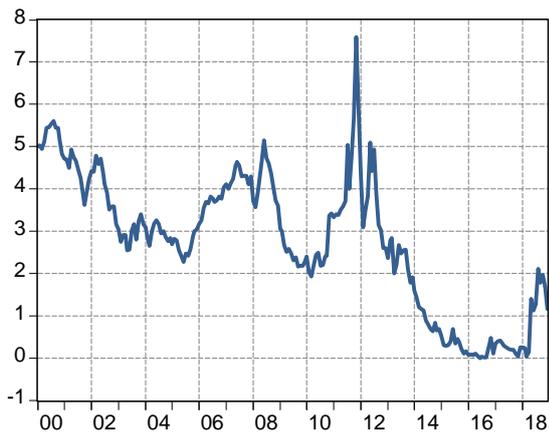
Dati mensili



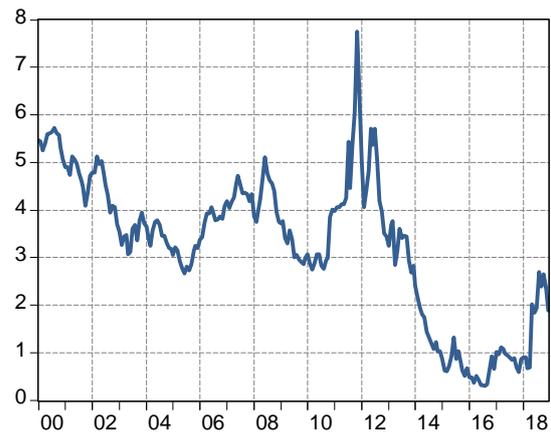
TASSO PRESTITI MINIMO



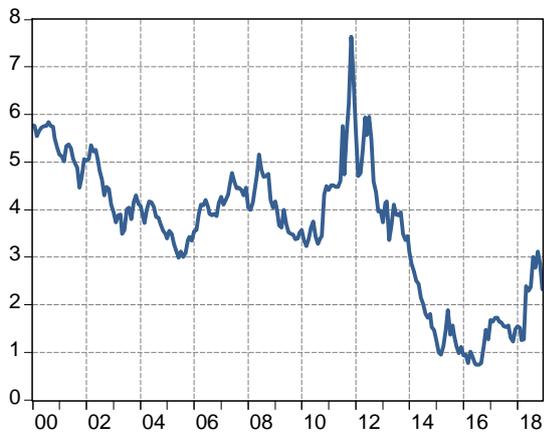
TASSO DEPOSITI MEDIO



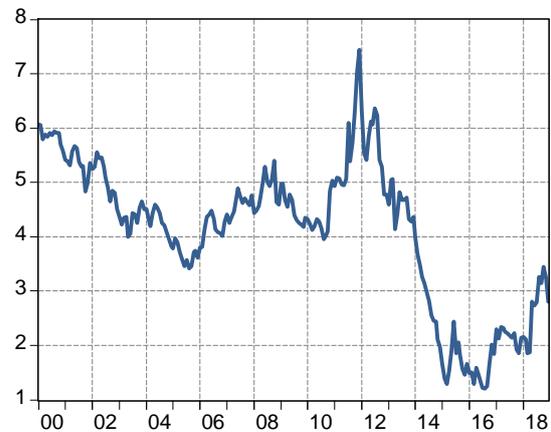
RENDIMENTO A 3 ANNI



RENDIMENTO A 5 ANNI



RENDIMENTO A 7 ANNI



RENDIMENTO A 10 ANNI

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

