

MEFIM

MODELLO
ECONOMETRICO
FINANZIARIO
INTERNAZIONALE
MENSILE

Marzo 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 febbraio 2019.

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 e *Brexit*
- Conti pubblici dell'Italia

IL QUADRO GENERALE

In febbraio, a livello internazionale, i mercati azionari hanno proseguito la tendenza al rialzo del mese precedente, recuperando gran parte delle perdite registrate alla fine del 2018, mentre i rendimenti obbligazionari sono rimasti stabili. La domanda spontanea è se queste tendenze continueranno anche nel prossimo futuro. La risposta sta nelle cause che hanno determinato tali movimenti. Esse derivano dal fatto che 1) alcuni fattori critici sono stati risolti, come lo *shutdown* in USA, o hanno dato segnali positivi, come la guerra dei dazi tra Stati Uniti e Cina, e 2) le Banche Centrali hanno dato messaggi distensivi sulle politiche monetarie.

1) Il 15 febbraio lo *shutdown*, la chiusura degli uffici governativi per la mancata approvazione del bilancio federale, è stato superato. Si è trattato del periodo più lungo nella storia degli Stati Uniti, durato dal 22 dicembre al 4 febbraio e che probabilmente ha eroso alla crescita del PIL un complessivo -0.8%/-1% stimato, ma si è concluso. Questo dovrebbe lasciare tranquilli soprattutto i corsi azionari.

Il 1° marzo, **la guerra dei dazi** avrebbe dovuto portare a un aumento delle tariffe dal 10% al 25% sui beni cinesi importati negli USA in caso di un mancato accordo tra i due Paesi. L'incremento è stato rinviato "fino a nuovo avviso". Si tratta soltanto di una tregua in attesa che si concludano le trattative, ma è una buona notizia per i mercati. Il problema è che, anche se si arrivasse a un accordo, le tensioni su questo fronte si attenueranno, ma non scompariranno. In cambio dell'eliminazione dei dazi imposti a luglio del 2018 su 200 miliardi di dollari di merci cinesi importate in USA e di altri già esistenti, Trump chiede a Pechino non solo di rimuovere tutte le tariffe sulle merci agricole americane importate in Cina, ma anche, e soprattutto, di apportare modifiche strutturali alle attuali politiche di proprietà intellettuale che richiedono alle società statunitensi di trasferire la loro tecnologia alle entità cinesi come condizione per fare affari nel Paese. Questo processo potrebbe richiedere mesi o addirittura anni, con il rischio che poi la Cina non mantenga fede agli impegni presi, com'è già successo più volte in passato. Pertanto, Trump potrebbe decidere di mantenere i dazi finché Pechino non abbia reso effettivo il cambio strutturale o di eliminarli al momento dell'accordo, con l'istituzione di un sistema di consultazioni regolari per verificare i progressi e la possibilità di reintrodurre le tariffe, se la Cina non si attiene all'intesa. Entrambe le ipotesi lasciano sempre incombenza sullo scenario lo spettro delle tariffe. Questa non è una buona notizia per i mercati.

2) I dati hanno confermato il deterioramento del ciclo economico internazionale, inducendo a un cambiamento dell'orientamento di politica monetaria delle principali banche centrali verso una minore restrizione o neutralità in USA, un atteggiamento più accomodante o addirittura espansivo nell'Area Euro e una ricerca di nuovi stimoli da aggiungere alla politica già ultra espansiva in Giappone. Questo processo era già iniziato in gennaio, ma si è intensificato in febbraio, inviando ai mercati finanziari nuovi messaggi in tal senso.

Nel quarto trimestre del 2018, in USA il PIL, pur mantenendo una crescita tendenziale di circa +3%, si è quasi dimezzato in termini congiunturali intorno a +2.5% annualizzato in due trimestri e i dati mensili relativi all'inizio dell'anno in corso hanno avuto prevalentemente segno negativo o hanno deluso le aspettative degli economisti. Pur tenendo in considerazione il peso del fattore temporaneo dello *shutdown* e del fatto che il mercato del lavoro resta al pieno impiego con forti incrementi nei nuovi occupati, **la Fed ha riusato il termine 'pazienza'**, per indicare le sue intenzioni a interrompere il processo di normalizzazione dei tassi d'interesse ufficiali e dai verbali della riunione di gennaio è emerso che la maggior parte dei componenti del Comitato è disposto, se necessario, ad allungare i tempi dell'*exit strategy*, cioè ridurre il tetto dei non-reinvestimenti dei titoli in scadenza presenti nel portafoglio della Banca Centrale, acquistati in precedenza con il QE (per i dettagli *sull'exit strategy* si veda il Mefim di febbraio). Tradotto più semplicemente, si tratterebbe di una minore restrizione monetaria, perché la Fed riacquisterebbe più titoli in scadenza.

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

In Area Euro, il PIL del quarto trimestre è cresciuto limitatamente intorno a +1% in termini tendenziali e i dati mensili d'inizio 2019 hanno evidenziato non solo un canale estero penalizzato dalla guerra dei dazi, ma anche una debolezza nelle componenti interne di consumi e investimenti. Le preoccupazioni sul ciclo economico dell'Area sono enfatizzate dal fatto che, a parte un'Italia in recessione tecnica, è la stessa Germania a essere in difficoltà con un'economia ferma a livello congiunturale nei ultimi tre mesi del 2018 e un forte deterioramento del clima di fiducia. Si ricorda che Germania e Italia concorrono a formare il 50% circa del PIL dell'intera Area Euro. Alla luce di una crescita economica inferiore alle attese, **le dichiarazioni di Coeuré, membro del Consiglio della BCE, a metà febbraio su un possibile intervento attraverso una TLTRO (Targeted Long Term Refinancing Operation) hanno aumentato la probabilità di una manovra espansiva nel breve termine.** Le TLTRO sono operazioni di mercato aperto (OMA) con le quali la Banca Centrale acquista titoli dal sistema bancario al tasso ufficiale mediante asta in cambio di moneta. Rispetto alle OMA ordinarie, che servono per garantire la liquidità necessaria alle banche nel breve/brevissimo termine, i primi hanno una durata più lunga e, rispetto alle LTRO, vincolavano l'operazione all'impiego delle risorse per prestiti a famiglie e imprese. Nel 2011 e 2012, la BCE era ricorsa a quest'ultimo strumento (le LTRO) con durata di 3 anni per superare la crisi del debito sovrano dell'Area Euro, ma la liquidità concessa non è sempre arrivata all'economia reale. Per questo, nel 2014 e nel 2016 ha introdotto le TLTRO, estendendo la durata a 4 anni con la possibilità di ottenerli a un costo inferiore (tra il tasso ufficiale e quello sui depositi che le banche hanno presso la Banca centrale, attualmente a -0.4%), in base alla quantità di prestiti concessi a famiglie e imprese (esclusi quelli per l'acquisto di immobili). **Le TLTRO emesse nel 2016 dovranno essere rimborsate entro giugno 2020 (si tratta di 727 miliardi di euro, di cui 250 concessi in Italia), però, già un anno prima, le banche non potranno più includerli per un 50% nell'indice Net Stable Funding Ratio (NSFR) che misura l'equilibrio della liquidità di lungo periodo dei loro bilanci. Per rimpiazzare la parte di TLTRO che uscirà dall'indicatore, già da giugno 2019 le banche di tutta l'Area Euro saranno costrette a emettere grandi quantità di obbligazioni, altrimenti dovranno razionare gli impieghi per essere in equilibrio nei confronti dell'NSFR. Per evitare tutto ciò, la BCE dovrebbe intervenire entro giugno, con la possibilità che l'annuncio sia anticipato alle riunioni di marzo o aprile, tenendo conto anche delle possibili tensioni sui mercati finanziari che potrebbero emergere in prossimità delle elezioni del Parlamento Europeo fissate tra il 23 e il 26 maggio. Sulla Brexit si sono aperti due possibili scenari: la richiesta di rinvio dell'uscita dall'Unione Europea rispetto al 29 marzo o un nuovo referendum.** Tali soluzioni potrebbero allentare le tensioni almeno nel breve, ma la materia rimane ancora molto fluida.

In Giappone, nel quarto trimestre del 2018 la crescita tendenziale del PIL è stata nulla e i primi dati mensili del 2019 indicano un'economia in contrazione, se letta attraverso il clima di fiducia di produttori e consumatori. Il conseguente aumento del rischio di deflazione ha indotto il **Presidente della Banca Centrale, Kuroda**, a dichiarare in un'intervista che **potrebbe prendere in considerazione quattro opzioni per un ulteriore allentamento monetario, qualora i prezzi dovessero perdere slancio: a) abbassare il tasso ufficiale, che per il Giappone è il tasso di interesse applicato sui depositi che le banche hanno presso la Banca Centrale, attualmente a -0.1%; b) tagliare sotto lo zero l'obiettivo del rendimento decennale sui titoli di Stato giapponesi; c) acquistare più attività incluse le obbligazioni governative o d) aumentare il ritmo di espansione della base monetaria.** Anche una combinazione di queste quattro opzioni sarebbe possibile.

Ritornando alla domanda iniziale se nel prossimo futuro il mercato azionario continuerà a correre e se quello obbligazionario manterrà i rendimenti sui livelli attuali, possiamo rispondere che, mentre il primo ha già in gran parte scontato gli effetti positivi del cambiamento di rotta delle politiche monetarie, l'obbligazionario è rimasto in attesa che le dichiarazioni si concretizzino in interventi effettivi alle prossime riunioni delle Banche Centrali.

Alla luce della precedente analisi, si assegna un'elevata probabilità all'eventualità che: 1) entro il 1° marzo, USA e Cina raggiungano un accordo solo di massima, lasciando uno scenario migliore, ma con l'ombra dei dazi ancora incombenza; questo imporrebbe alla Fed un atteggiamento neutrale per tutto l'anno in corso e 2) la BCE intervenga con una TLTRO a giugno (con l'annuncio anticipato alla riunione di marzo o aprile) (Scenario A – probabilità 70%). Nel caso non si raggiunga un accordo per quella data e scattino i nuovi dazi, non si esclude che vi siano allentamenti monetari attraverso strumenti non convenzionali anche in USA e che la BCE anticipi le TLTRO a marzo (Scenario C – probabilità 20%).

Sul fronte del prezzo del petrolio, se le intenzioni delle Banche Centrali si realizzeranno con interventi più espansivi, come ipotizzato, le aspettative di un ridimensionamento nel medio termine delle quotazioni potrebbero allentarsi.

GLI ULTIMI DATI

Negli USA, dopo il vuoto informativo causato dello *shutdown* (la chiusura degli uffici governativi in assenza dell'approvazione del bilancio federale) il flusso dei dati è tornato alla normalità. Nel quarto trimestre del 2018, l'economia americana ha registrato un ridimensionamento a livello congiunturale a +2.6% t/t annualizzato, da +3.4% del trimestre precedente, anche se ha mantenuto un buon passo di crescita tendenziale a +3.1% a/a da +3%. I dati hanno sorpreso in positivo gli economisti che si attendevano un +2.2% t/t. **Il minor incremento a livello congiunturale è dovuto all'assenza di un contributo alla crescita da parte delle scorte (+0.1% t/t) a fronte di un supporto di +2.3% del trimestre precedente e a una minore forza dei consumi, che rimangono comunque la componente trainante, con un contributo di +1.9% t/t alla crescita del PIL, dovuto a una dinamica più contenuta di +2.8% t/t da +3.5% del terzo trimestre. Anche l'altra componente della domanda interna, gli investimenti, ha supportato il ciclo economico con un +0.7% t/t, grazie esclusivamente al comparto dei non residenziali, che è aumentato di +6.2% da +2.5%. Si confermano, invece, deboli gli investimenti residenziali, con un calo di -3.5% che replica la variazione congiunturale precedente, prolungando sui mutui gli effetti negativi della politica monetaria restrittiva della Fed attuata nel 2018. Il canale estero rimane l'anello debole del ciclo economico americano, anche se il contributo negativo si è limitato a un -0.2% t/t dal pesante -2% del trimestre precedente.** Le esportazioni sono ritornate timidamente a crescere (+1.6% t/t da -4.9%) e le importazioni hanno registrato un incremento più limitato (+2.7%) dopo il dato esplosivo di +9.3% del terzo trimestre, ma non in modo da invertire il segno del contributo delle esportazioni nette. In generale si può concludere che l'economia statunitense rimane solida, ma è atteso un nuovo ridimensionamento del ciclo economico nei primi tre mesi dell'anno in corso, durante il quale il fattore temporaneo dello *shutdown*, che ha colpito l'economia per tutto gennaio, si è sommato al clima di incertezza sulla guerra dei dazi. Il proseguimento della debolezza nei trimestri successivi dipenderà dall'evoluzione delle trattative sulle tariffe tra Cina e USA.

Dai dati mensili emergono tre considerazioni: 1) la forza del mercato del lavoro rimane indiscutibile; 2) dopo le drastiche correzioni registrate verso la fine del 2018 dal clima di fiducia sia dei produttori sia dei consumatori, un lieve miglioramento è emerso dai dati di inizio dell'anno; tuttavia, dall'altro lato, 3) i principali indicatori di offerta e domanda evidenziano dinamiche negative che lasciano ombre sul prossimo futuro. Nel dettaglio, l'ottima salute del mercato del lavoro è testimoniata dal forte incremento di +304.000 nuovi occupati registrato in gennaio, il doppio di quanto atteso dagli economisti (+165.000). Il dato di dicembre è stato rivisto ampiamente al ribasso a +222.000 dai +312.000 inizialmente stimati, ma resta comunque molto elevato. Il tasso di disoccupazione rimane a un livello considerato di piena occupazione, anche se ha registrato un lieve aumento al 4% dal 3.9% del mese precedente. In sintonia con il buon andamento del mercato del lavoro, il clima di fiducia ha invertito la tendenza negativa nei primi mesi del 2019. Dal lato dei consumatori, in febbraio, il *Conference Board* è ritornato a crescere a 131.4 da 121.7 di gennaio (rivisto da 120.2), quando si era fortemente ridimensionato. Dal lato dei produttori, in gennaio, l'indice ISM nel settore manifatturiero si è ripreso a 56.6 da 54.3 del mese precedente e in febbraio il PMI di Chicago è rimbalsato a 64.7 da 56.7. Tutti i dati hanno sorpreso in positivo i mercati, tuttavia, in gennaio, la produzione industriale ha registrato un pesante calo di -0.6% m/m ed è stato rivisto al ribasso il dato del mese precedente a +0.1% m/m da +0.3%; la capacità produttiva si è ridimensionata a 78.2% da 78.8%; gli ordini di beni durevoli, esclusi i trasporti disponibili per dicembre, sono rimasti praticamente fermi (+0.1% m/m); le vendite al dettaglio, sempre in dicembre, sono diminuite di -1.2% m/m, deludendo le attese di +0.1%. **In conclusione, è presumibile che i dati tra dicembre e**

USA

In febbraio la fiducia di produttori e consumatori ha ripreso quota

gennaio siano stati influenzati negativamente dal fattore temporaneo dello *shutdown* e che quelli di febbraio abbiano ripreso quota per una maggiore fiducia sul superamento della guerra dei dazi, ma un attento monitoraggio sull'evoluzione della produzione industriale e delle vendite al dettaglio sarà necessario.

Sul fronte inflazionistico sono disponibili nuovi dati solo sui salari orari che in gennaio hanno mantenuto una dinamica tendenziale sopra il 3% (+3.2% a/a da +3.3%), un livello tutto sommato contenuto rispetto alla forza del mercato del lavoro. Come sottolineato dalla Fed, i rischi inflazionistici si sono sopiti.

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 cauta nel 2019. È probabile che a fine febbraio la guerra dei dazi trovi solo un accordo di massima tra USA e Cina, imponendo alla Fed un prolungato periodo di neutralità (Scenario A – probabilità 70%).

In Giappone, i dati preliminari sul PIL del quarto trimestre del 2018 hanno scongiurato la recessione tecnica, grazie a un incremento congiunturale di +0.3% t/t dopo la pesante contrazione di -0.7% t/t (rivista da -0.6%) dei tre mesi precedenti. Nonostante ciò, le difficoltà del ciclo economico permangono, visto che in termini tendenziali la crescita è rimasta nulla. Gli investimenti fissi sono aumentati di +1.5% t/t, consentendo a tale componente di diventare la forza trainante dell'economia, con un contributo alla crescita del PIL di +0.4% t/t, seguiti dai consumi con un apporto positivo di +0.3%. Il canale estero, invece, rimane l'anello debole, risentendo del ripiegamento delle economie asiatiche, in particolare della Cina, a causa della guerra dei dazi. Le esportazioni sono ritornate a crescere (+0.9% t/t da -1.4%) ma non abbastanza da neutralizzare la dinamica delle importazioni (+2.7%). Per questo il comparto estero ha sottratto alla crescita un -0.3% t/t. Il decumulo di scorte ne ha eroso un altro -0.2%.

I dati mensili, relativi prevalentemente a gennaio, non promettono un'inversione di tendenza significativa all'inizio del 2019, né dal lato dell'offerta né da quello della domanda: la produzione industriale ha registrato una pesante contrazione di -3.7% m/m, seguita dalle vendite al dettaglio con un -2.3%. Entrambi i dati hanno deluso le aspettative già negative di -2.5% m/m e -0.8%, rispettivamente. Il canale estero continua a soffrire, con un ampliamento del deficit commerciale a causa di un più ampio calo delle esportazioni (-6.6% m/m) rispetto a quello delle importazioni (-4.2%). Gli ordini di macchinari industriali, disponibili per dicembre, sono diminuiti di -0.1%. Tutto ciò ha pesato sulla fiducia sia dei produttori sia dei consumatori: in febbraio, la prima si è contratta a 48.5 da 50.3 del mese precedente (rivisto da 50) scendendo sotto la soglia critica dei 50 punti che rappresenta un'attività economica in contrazione; la seconda è scesa a 41.9 da 42.7 di dicembre. Gli economisti speravano in un aggiustamento più contenuto (42.4).

La debolezza del ciclo economico ha riaperto il rischio di deflazione, perché gli indicatori dei prezzi sono troppo vicini allo zero. In gennaio, la variazione tendenziale dell'indice dei prezzi in termini globali è rimasta a +0.2% a/a e quella *core* a +0.7% a/a. Per questo, Kuroda, il Presidente della Banca Centrale del Giappone, ha aperto il dibattito su possibili nuovi interventi di politica monetaria espansiva.

In Area Euro non sono ancora disponibili informazioni sulle componenti del PIL del quarto trimestre, pertanto sulla base del dato preliminare aggregato possiamo solo ribadire che la crescita congiunturale è stata positiva ma ha mantenuto il passo ridotto di +0.2% t/t del trimestre precedente. Il ritmo cauto ha ridimensionato la variazione tendenziale a +1.2% a/a da +1.6% del terzo trimestre. Non avendo a disposizione i dati sulle componenti non è possibile, al momento, individuare la causa dell'incertezza del ciclo economico dell'area. Sarà importante verificare se ciò sia stato determinato, ancora

GIAPPONE

I dati deboli sull'economia deteriorano ulteriormente il clima di fiducia. Si rafforzano i rischi deflazionistici

AREA EURO

I dati mensili sono deboli sia dal lato della domanda sia dell'offerta

una volta dal canale estero penalizzato dalla guerra dei dazi. I dati mensili, che seguono, vanno un po' in questa direzione. In base all'analisi per Paese, sul risultato globale ha pesato la contrazione del PIL italiano e la stagnazione di quello tedesco.

I dati mensili, relativi prevalentemente a dicembre, ci dicono che a fronte di un canale estero fermo, la debolezza è emersa anche nelle componenti interne sia dal lato dell'offerta sia della domanda. Infatti, a fronte di un'assenza di variazioni di rilievo nelle esportazioni e importazioni (0% m/m per le prime, -0.1% per le seconde) gli altri dati sono risultati negativi. La produzione industriale ha proseguito su un trend discendente, diminuendo di -0.9% m/m, dopo la pesante contrazione di -1.7% di novembre. Gli economisti si attendevano un calo ma di minore entità (-1.5%). Le costruzioni, nonostante una revisione al rialzo del dato di novembre a +0.3% m/m da -0.1%, sono diminuite di -0.4%. Le vendite al dettaglio si sono contratte di -1.6% m/m, in linea con le aspettative, non beneficiando del buon andamento del mercato del lavoro che ha mantenuto il tasso di disoccupazione stabile al 7.9%. **I risultati deludenti non hanno consentito al clima di fiducia nel settore manifatturiero di riprendersi con il nuovo anno.** In febbraio, l'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) ha subito un'altra limatura a 106.1 da 106.3 del mese precedente. Si tenga in considerazione che a dicembre era a 107.4. Il pessimismo proviene principalmente dai produttori: il PMI del settore manifatturiero è sceso a 49.2 da 50.5 di gennaio, sotto la soglia dei 50 punti, indicando un'economia in contrazione; quella del settore dei servizi è, invece, migliorata a 52.3 da 51.2. La fiducia dei consumatori, letta attraverso la sotto-componente dell'ESI, ha aggiustato leggermente verso l'alto a -7.4% da -7.9% del mese.

La minor forza del ciclo economico ha mantenuto l'inflazione globale sotto a +1.5% a/a e quella core intorno a +1%: in gennaio, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi al consumo HCPI (*Harmonized Consumer Price Index*) si è portata a +1.4% a/a da +1.5% del mese precedente e quella *core* a +1.1% a/a da +0.9%.

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 e 5) una *Brexit* ancora da definire, **è molto probabile che la BCE intervenga con un TLTRO a giugno dell'anno in corso (Scenario A – probabilità 70%).**

In Germania, i dati preliminari del PIL del quarto trimestre, hanno scongiurato la recessione tecnica, ma solo di un soffio e il quadro rimane preoccupante. Infatti, dopo la contrazione di -0.2% t/t nel terzo trimestre, **la crescita congiunturale è stata nulla, dimezzando quella tendenziale a +0.6% a/a da +1.2% dei tre mesi precedenti.** Al di là della stagnazione che emerge dal dato aggregato, un fatto positivo deriva da un importante decumulo di scorte che ha sottratto crescita per un -0.6% t/t a fronte di un accumulo di +0.8% del terzo trimestre. Inoltre, il canale estero ha smesso di penalizzare il ciclo economico con un contributo nullo, grazie ad un recupero delle esportazioni (+0.7% t/t da -0.9%) e un incremento minore delle importazioni (+0.7% da +1.3%). Nei tre mesi precedenti questa componente aveva sottratto crescita per un -0.9%. Tuttavia, la forza trainante è stata la spesa pubblica, con un contributo di +0.3% t/t, perché le altre componenti di domanda interna, consumi e investimenti fissi, sono risultate deboli, supportando la crescita per un limitato +0.1% e +0.2%, rispettivamente.

La criticità del ciclo economico tedesco è confermata dai dati mensili, relativi prevalentemente a dicembre, che sono stati tutti in contrazione, sia dal lato dell'offerta sia della domanda, e ancora una volta deludenti rispetto alle aspettative. La produzione industriale, le costruzioni e gli ordini all'industria hanno proseguito nella tendenza negativa già verificatasi in ottobre e novembre, diminuendo rispettivamente di -0.4% m/m, -4.1% e -1.6%. I mercati si attendevano, sulla produzione, un risultato positivo di +0.8% e sugli ordini +0.3%. Nel mese precedente, i dati, nonostante siano stati rivisti al

Germania

rialzo, hanno mantenuto il segno negativo (-1.3%, -0.5% e -0.2%, rivisti da -1.9%, -1.7% e -1%) rispettivamente. Dal lato della domanda, le informazioni sono ancora più critiche, con una pesante contrazione delle vendite al dettaglio -3.1% m/m, ben al di sotto dell'atteso -0.6%. L'unica nota positiva proviene dal mercato del lavoro che in gennaio ha mantenuto il tasso di disoccupazione fermo ai livelli bassi del 5%.

La fiducia di produttori e consumatori, disponibile per febbraio, lascia presagire un ciclo economico tedesco debole anche all'inizio dell'anno in corso: l'indice Ifo ha corretto nuovamente al ribasso a 98.5 da 99.3 di gennaio (in dicembre era a 101.1). Il pessimismo proviene dal settore manifatturiero, con l'indice PMI che si è confermato ampiamente sotto la soglia dei 50 punti (a 47.6 da 49.7, quest'ultimo rivisto da 49.9), testimoniando un'economia in contrazione. Solo nel settore dei servizi la fiducia è migliorata a 55.1 da 53. È evidente che tutto ciò deriva dalla penalizzazione più marcata per la Germania rispetto agli altri Paesi dell'Area derivante dal rallentamento della crescita globale e dalla guerra dei dazi, poiché l'economia tedesca è *export-oriented*.

Dall'altro lato, l'inflazione ha stupito, perché, nonostante la debolezza del ciclo economico, si è mantenuta stabile in termini globali e in aumento per il *core*: in febbraio, infatti, la variazione tendenziale dell'indice HCPI complessivo è rimasta ferma a +1.7 a/a e quella dell'indice *core*, disponibile però solo per gennaio, ha corretto al rialzo a +1.7% a/a da +1.2% (quest'ultimo rivisto da +1.4%). Alla luce dell'analisi precedente, è tuttavia lecito attendersi un ridimensionamento nei prossimi mesi.

In Italia, non sono ancora disponibili i dati per le singole componenti del PIL del quarto trimestre, pertanto possiamo solo ribadire l'entrata in recessione dal punto di vista tecnico del nostro Paese: la variazione congiunturale è stata negativa per la seconda volta consecutiva, con un -0.2% t/t dopo il -0.1% del terzo trimestre. In termini tendenziali il ciclo economico ha ripiegato a +0.1% a/a rispetto a +0.7% dei tre mesi precedenti. In mancanza dei dati per le singole componenti, per ora non si possono trarre conclusioni sulle cause. Fino all'autunno, la negatività non era da attribuire al contesto internazionale debole, visto che il canale estero aveva contribuito positivamente alla crescita con un +0.1% t/t ma a fattori interni di incertezza politica che avevano penalizzato la componente degli investimenti, che aveva sottratto al ciclo economico un -0.2%, e lasciato neutrali i consumi, con un contributo nullo.

I dati mensili, che si riferiscono prevalentemente a dicembre e gennaio, hanno confermato, da un lato, la debolezza delle componenti interne del ciclo economico nella parte finale del 2018, ma, dall'altro, hanno evidenziato una ripresa del canale estero a inizio anno, anche se ciò non è riuscito a invertire la tendenza al ribasso del clima di fiducia di produttori e consumatori. In dicembre, infatti, la produzione industriale ha continuato a diminuire, registrando un -0.8% m/m, dopo il pesante calo di -1.7% del mese precedente (rivisto al ribasso da -1.6%) e contro un'aspettativa di inversione di tendenza di +0.4%. La diminuzione degli ordini è stata anche più ampia, con un -1.8% m/m da -0.4% di novembre (rivisto da -0.2%). Solo il settore delle costruzioni è riuscito a registrare un timido incremento di +0.2%. Sul fronte della domanda la situazione non è migliore, dato che le vendite al dettaglio sono scese di -0.7% m/m da +0.6% di novembre, nonostante un miglioramento del tasso di disoccupazione al 10.3%, che è ritornato ai livelli di tre mesi prima dopo il momentaneo aumento al 10.6% di ottobre e al 10.5% di novembre. I dati disponibili riferiti al nuovo anno presentano aspetti positivi e negativi, insieme. In gennaio, i primi riguardano le esportazioni verso i Paesi extra UE, che sono ritornate a crescere di +5.9% m/m più che compensando il crollo di -5.6% del mese precedente. Quindi, la loro debolezza di dicembre ha rappresentato solo un fattore temporaneo, visto che in ottobre e novembre avevano mantenuto una dinamica positiva di +5.3% e +0.6%, rispettivamente. Le importazioni, invece, hanno risentito delle difficoltà interne,

Italia

registrando un'altra contrazione di -2.6% dopo quella di -2.3% di dicembre. Tutto ciò ha consentito al saldo della bilancia commerciale di raddoppiare. **Tra gli aspetti negativi va sottolineato il peggioramento della fiducia di produttori e consumatori.** In febbraio, la prima, letta attraverso l'indice Istat sulle imprese, ha registrato un nuovo ridimensionamento a 101.7 da 102 del mese precedente nel settore manifatturiero e a 98.3 da 98.6 nei servizi. Va sottolineato, inoltre, che il PMI, disponibile soltanto per gennaio, si è confermato sotto la soglia dei 50 punti, indicando un'economia in contrazione, sia nel manifatturiero, con un crollo a 47.8 da 49.2, sia nei servizi a 49.7 da 50.5. L'approvazione della manovra fiscale sul reddito di cittadinanza e di quota 100 sulle pensioni non ha sostenuto la fiducia dei consumatori, che in febbraio è scesa a 112.4 da 113.9 del mese precedente.

La recessione potrebbe riaprire il rischio di deflazione, poiché in febbraio la variazione tendenziale dell'indice HCPI *core* è rimasta pericolosamente ferma a +0.6% a/a, anche se quella globale ha aggiustato leggermente verso l'alto a +1.2% da +0.9%.

Infine, la recessione e l'indebolimento della congiuntura internazionale acuiranno il rischio sui **conti pubblici italiani**, anche nel caso la BCE decidesse di allentare la politica monetaria.

In Francia, la revisione dei dati sul PIL del quarto trimestre del 2018 ha confermato la dinamica congiunturale di +0.3% dei tre mesi precedenti. Nonostante si sia ridimensionata la variazione tendenziale a +0.9% a/a da +1.3%, i risultati testimoniano che l'economia d'oltralpe gode di salute migliore rispetto a Germania e Italia. La revisione ha rafforzato il contributo alla crescita a +0.3% t/t dal preliminare +0.2% del canale estero, che rimane sorprendentemente la componente trainante del ciclo economico. Una limatura della dinamica delle importazioni (a +1.4% t/t da +1.6%) leggermente più ampia di quella delle esportazioni (a +2.3% da +2.4%) ha permesso il miglioramento del supporto alla crescita. **Il risultato aggregato del PIL non è cambiato per un concomitante ampliamento del decumulo di scorte** a -0.2% t/t da -0.1%. La ricostituzione del magazzino potrebbe fornire un supporto alla crescita nella prima parte del 2019. Scarso è rimasto l'apporto della domanda interna, con i consumi che sono rimasti neutrali e un limitato contributo positivo degli investimenti fissi di +0.1%.

I dati mensili testimoniano che la posizione migliore dell'economia francese rispetto a Italia e Germania deriva da un canale estero meno penalizzato e questo si è riflesso positivamente sull'offerta. In dicembre, le esportazioni, che dopo il brillante +6.1% m/m di ottobre, avevano registrato una contrazione di -3.1% in novembre (rivisto al rialzo da -4.4%) sono ritornate a crescere di +2.2% in chiusura d'anno, trasformando il dato del mese precedente in un fatto isolato. Ne ha beneficiato la produzione industriale, che è tornata a crescere di +0.8% m/m, a fronte di una diminuzione di -1.5% in novembre. Più solido è stato anche il settore delle costruzioni che ha proseguito la tendenza positiva, aumentando di +1.9% m/m dopo un +1.3% del mese precedente. Tutto ciò si è riflesso positivamente sulla fiducia dei produttori, letta attraverso l'indice PMI, che in febbraio nel settore manifatturiero si è consolidata sopra l'importante soglia dei 50 punti a 51.4 da 51.2; solo in quello dei servizi è permans qualche difficoltà (49.8 da 47.8).

Più incerta è stata la domanda, con le vendite al dettaglio che in dicembre hanno registrato un lieve calo di -0.1%. Tuttavia, i primi dati del 2019 evidenziano un miglioramento sotto questo aspetto, grazie alla crescita dei consumi delle famiglie di +1.1% in gennaio e l'aumento della fiducia dei consumatori in febbraio a 95 da 92 del mese precedente. L'inflazione ha aggiustato verso l'alto solo lievemente in termini globali, mentre quella *core*, come in Italia, è rimasta ferma a livelli pericolosamente troppo vicini allo zero: in febbraio la variazione tendenziale dell'HCPI si è portata a +1.5% a/a da +1.4% del mese precedente, mentre quella *core*, riferita però a gennaio, si è mantenuta a +0.6% a/a.

Francia

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

GLI SCENARI

A (70%)

USA: un accordo con la Cina sui dazi a marzo solo di massima non impedisce alla crescita economica di ridimensionarsi 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 prezzo del petrolio moderato, **facendo rientrare le esigenze di ulteriori rialzi dei tassi ufficiali nel 2019**. Nel medio termine, il decennale americano si porta intorno a 2.6% e il dollaro intorno a 1.14 nei confronti dell'euro.

Area Euro: la crescita del PIL reale si ridimensiona all'1% in sintonia con un contesto internazionale di cicli economici deboli. **La BCE apre alla possibilità di politica monetaria espansiva attraverso lo strumento delle TLTRO a giugno del 2019**. In Italia, lo scenario di minore crescita globale e uno stallo nella domanda interna riaprono il problema dell'elevato debito pubblico, compensato tuttavia dalla politica monetaria espansiva della BCE. I rendimenti sui titoli di Stato italiani subiscono solo un leggero rialzo sulla scadenza decennale e lo *spread* si porta sopra i 260 punti base nei confronti del Bund tedesco.

B (10%)

USA: un accordo con la Cina sui dazi chiaro e completo a marzo che scongiura un'escalation delle ritorsioni commerciali, **lascia più spazio al proseguimento della crescita economica**, che, pur in ridimensionamento, si mantiene intorno al 2% a/a. I rischi inflazionistici derivanti dalla forza del mercato del lavoro sono mitigati dalle moderate quotazioni del prezzo del petrolio, pertanto **la Fed si limita a un solo rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base a settembre**. I rendimenti sul decennale americano aumentano sopra il 2.7% e il dollaro si apprezza a quota 1.13 nei confronti dell'euro.

Area Euro: continua la crescita positiva anche se inferiore a quella del 2018, rimanendo intorno all'1.5%, 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, il rendimento sul decennale italiano aumenta per le disattese di un allentamento monetario più incisivo tramite le TLTRO, con uno *spread* BTP/*Bund* intorno ai 260 punti base.

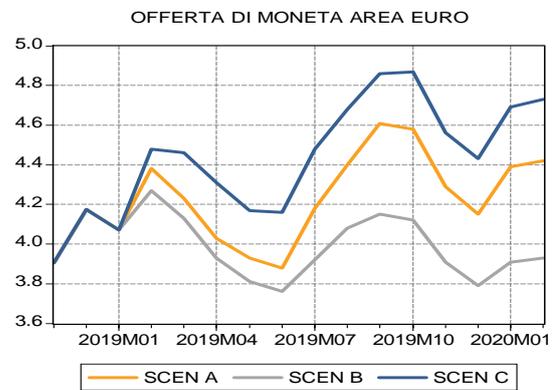
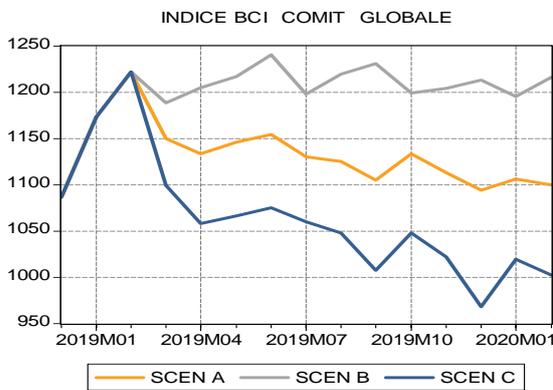
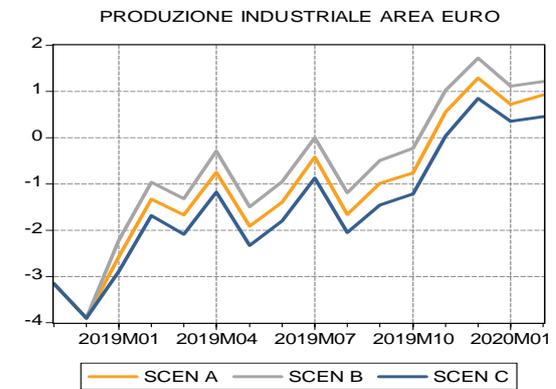
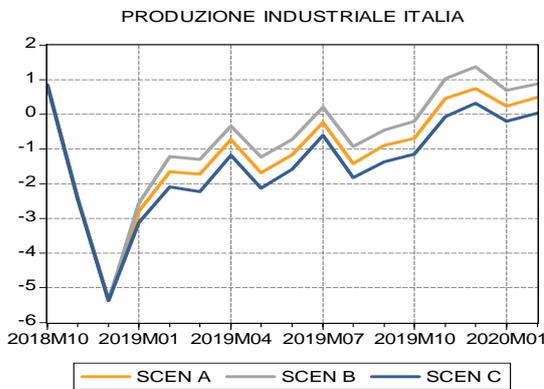
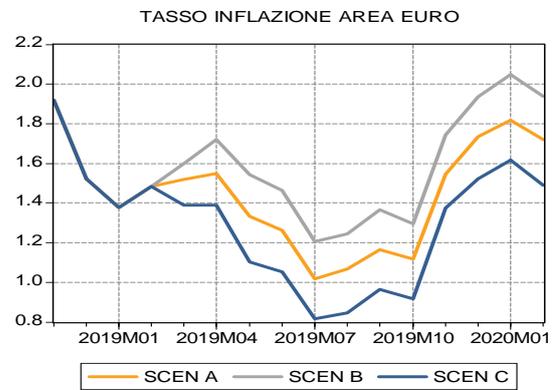
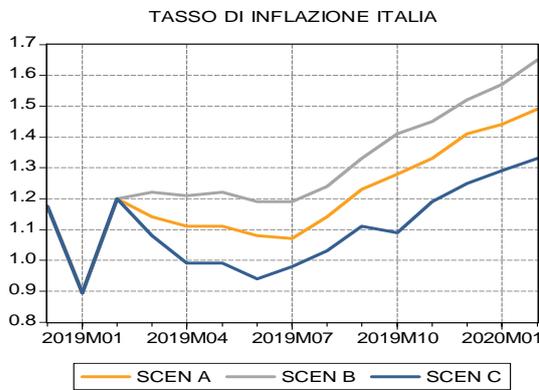
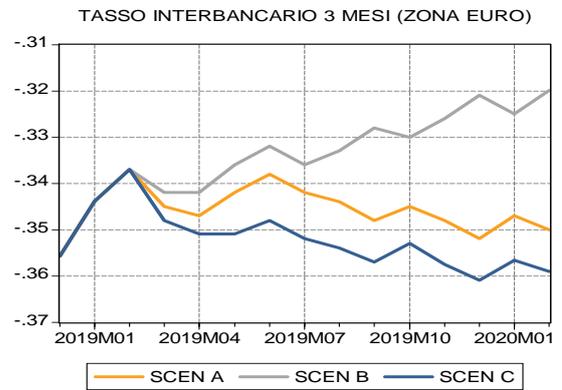
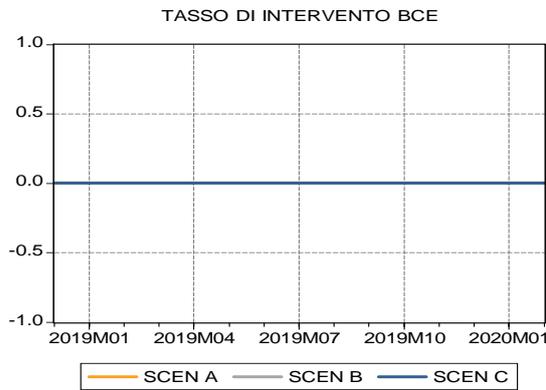
C (20%)

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 nel medio termine**. 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 d'ininterrotta crescita s'ineschi un trend negativo, impone alla Banca Centrale di ritornare sui suoi passi non solo lasciando i tassi ufficiali invariati, ma anche di aprire la strada a nuovi allentamenti monetari attraverso una rimodulazione più lenta dell'*exit strategy* (maggiori riacquisti dei titoli in scadenza)**. 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 l'1% a causa del **protezionismo** e delle serie difficoltà del ciclo economico internazionale. **La BCE apre alla possibilità di politica monetaria espansiva attraverso lo strumento delle TLTRO già da marzo del 2019**. In Italia, i rischi di una seria 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, nonostante l'allentamento monetario anticipato a marzo del 2019, penalizza i rendimenti sui titoli di Stato italiani, che aumentano verso il 2.9% sulla scadenza decennale. Lo *spread* può spingersi fino a 280 punti base rispetto al *Bund*.

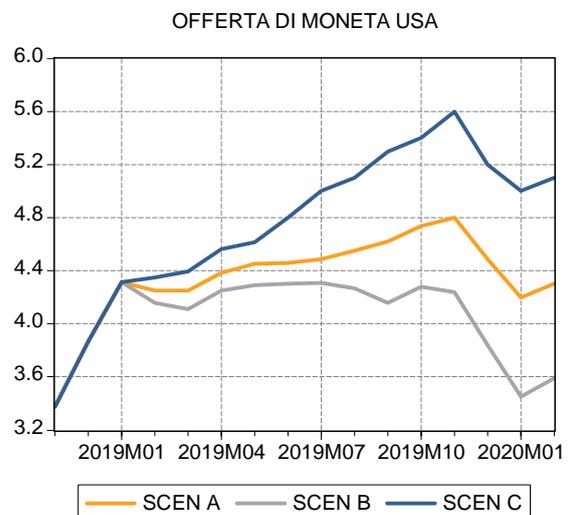
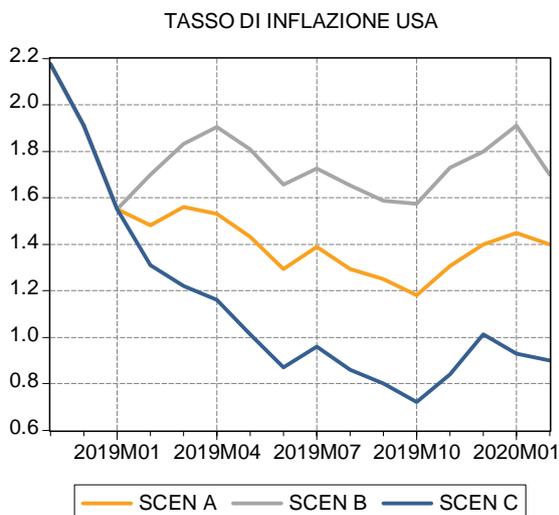
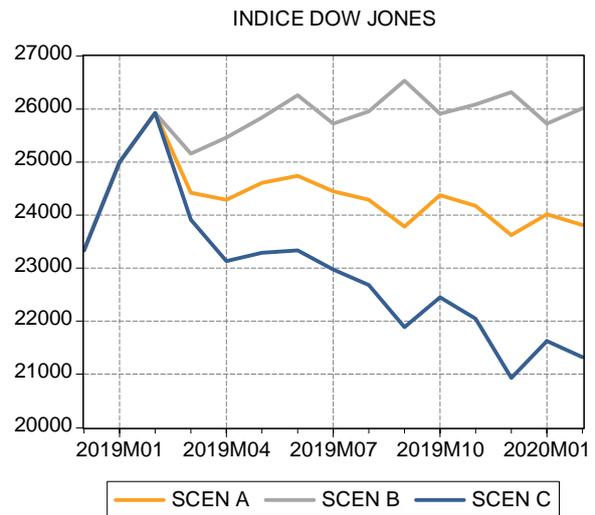
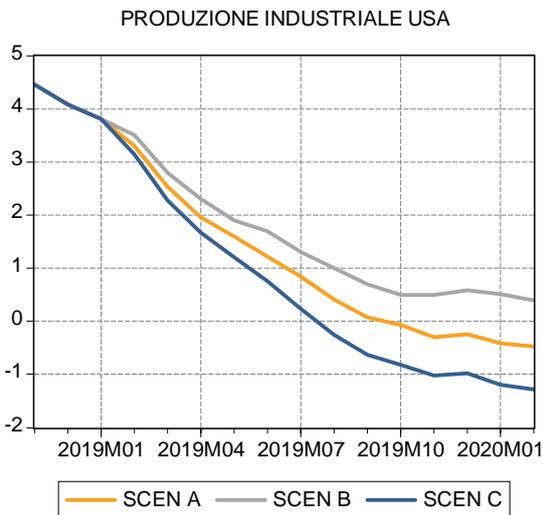
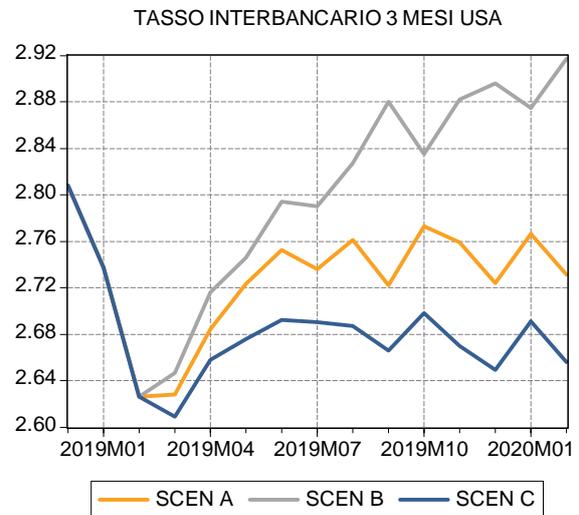
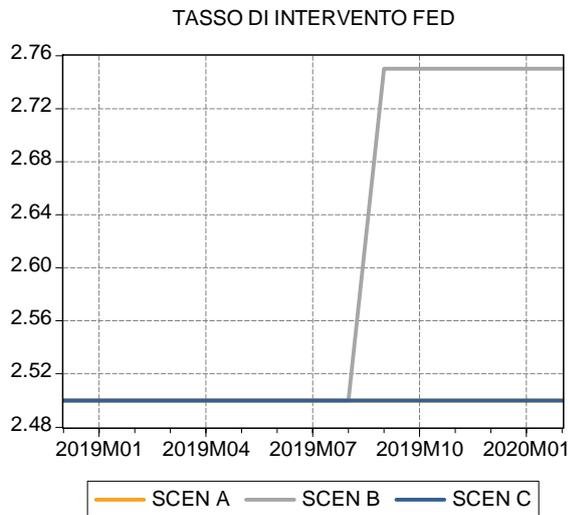
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

Anche in questo inizio 2019 i tassi interbancari europei sono rimasti appiattiti per tutte le scadenze, a quote comprese tra il -0.4 e il -0.3%. Sia che la BCE decida di fare ricorso alle LTRO a giugno (scenario A) o già a marzo (C) sia che decida di mantenere un atteggiamento accomodante per tutto il 2019, focalizzandosi sul reinvestimento dei titoli già in portafoglio (B) i saggi interbancari dovrebbero mantenersi in questo intervallo di variazione.

Il deterioramento del ciclo economico internazionale potrebbe indurre le principali Banche Centrali a cambiare o rafforzare il proprio orientamento di politica monetaria. In attesa che le dichiarazioni relative al cambiamento di rotta delle politiche monetarie si concretizzino in interventi effettivi alle prossime riunioni delle Banche Centrali, i rendimenti obbligazionari sono rimasti pressoché stabili nei mercati internazionali. In Italia, penalizzati dagli ultimi dati negativi che hanno confermato la recessione tecnica, sono invece aumentati a tutte le scadenze (+1.11%, +1.82%, +2.28% e +2.85% per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni, rispettivamente da +0.95%, +1.63%, +2.12% e +2.68%). Nei prossimi 12 mesi, se l'accordo commerciale tra Cina e USA fosse solo di massima e portasse a un ridimensionamento della crescita intorno all'1% del PIL sia americano sia europeo (scenario A) la Fed potrebbe decidere di rimanere neutrale, mentre la BCE potrebbe fare ricorso alle operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO) a giugno del 2019. In Italia i rendimenti della struttura a termine restano sui livelli attuali, secondo le simulazioni del modello econometrico (a febbraio 2020, 1.11%, 1.80%, 2.26% e 2.78% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni). Se invece l'accordo USA-Cina fosse chiaro e definito fin da subito (scenario B) la crescita, pur ridimensionandosi, potrebbe proseguire in entrambe le macro-aree. La Fed potrebbe rialzare i tassi a settembre mentre la BCE potrebbe mantenere l'attuale politica di reinvestimento dei titoli già in suo possesso. In Italia, la delusione delle attese di un allentamento monetario più incisivo potrebbe determinare un incremento lieve dei rendimenti (+1.21% il 3 anni, +1.92% il 5 anni, +2.39% il 7 anni e +2.88% il 10 anni a febbraio 2020). Il protrarsi delle trattative commerciali tra USA e Cina (scenario C) potrebbe invece frenare pesantemente la crescita, spingendo la Fed a ricorrere nuovamente a strumenti non convenzionali e la BCE alle LTRO già a marzo 2019. Il rischio di una seria recessione in Italia azzerava il beneficio della politica accomodante della Banca Centrale penalizzando i rendimenti dei titoli di Stato (+1.28% il 3 anni, +1.97% il 5 anni, +2.42% il 7 anni e +2.95% il 10 anni alla fine dell'orizzonte di previsione).

In dicembre 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, entrambi i tassi sono visti stabili sui valori attuali.**

In dicembre è proseguito il pesante calo dei prestiti totali (-4.1% a/a, da -6.1% di novembre) mentre i depositi hanno continuato ad aumentare (+1.8% a/a, da +1.4%). **In base alle simulazioni, la dinamica degli impieghi dovrebbe tornare positiva dal prossimo autunno (+2.0% a/a in A, +2.4% in B e +1.6% in C, a febbraio 2020) e i depositi totali dovrebbero mantenere il trend in salita (+2.3%, +2.9% e +1.8% rispettivamente).**

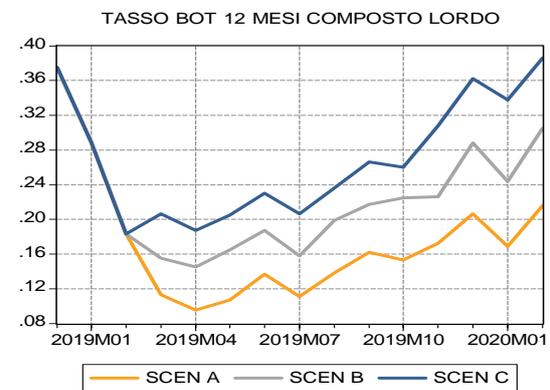
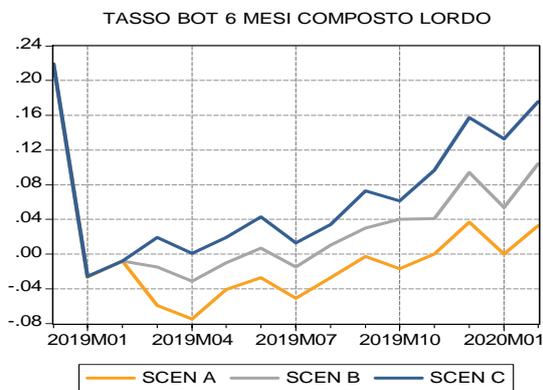
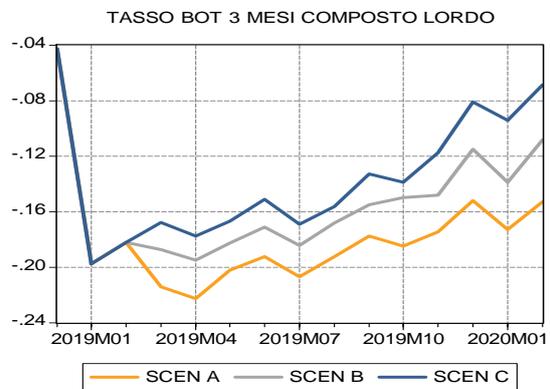
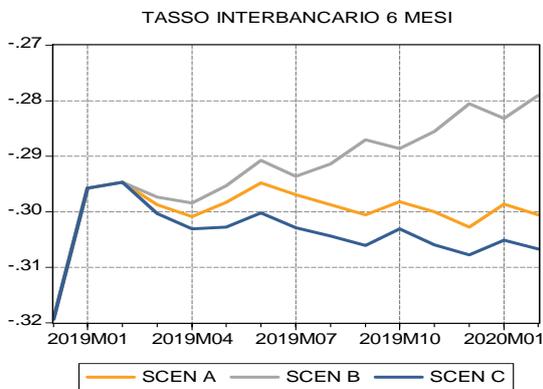
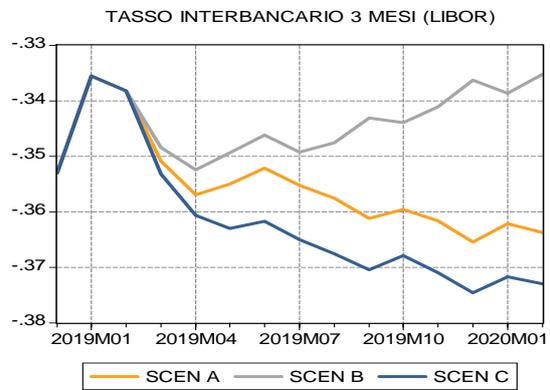
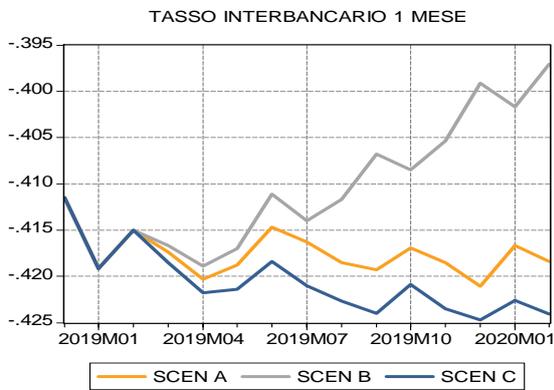
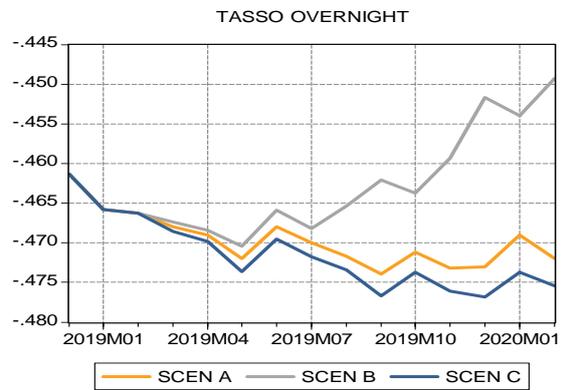
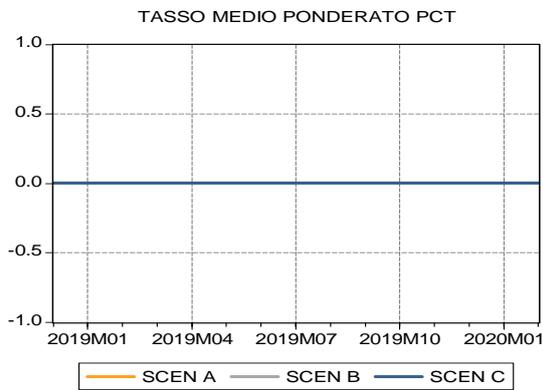
TASSI INTERBANCARI

STRUTTURA A TERMINE

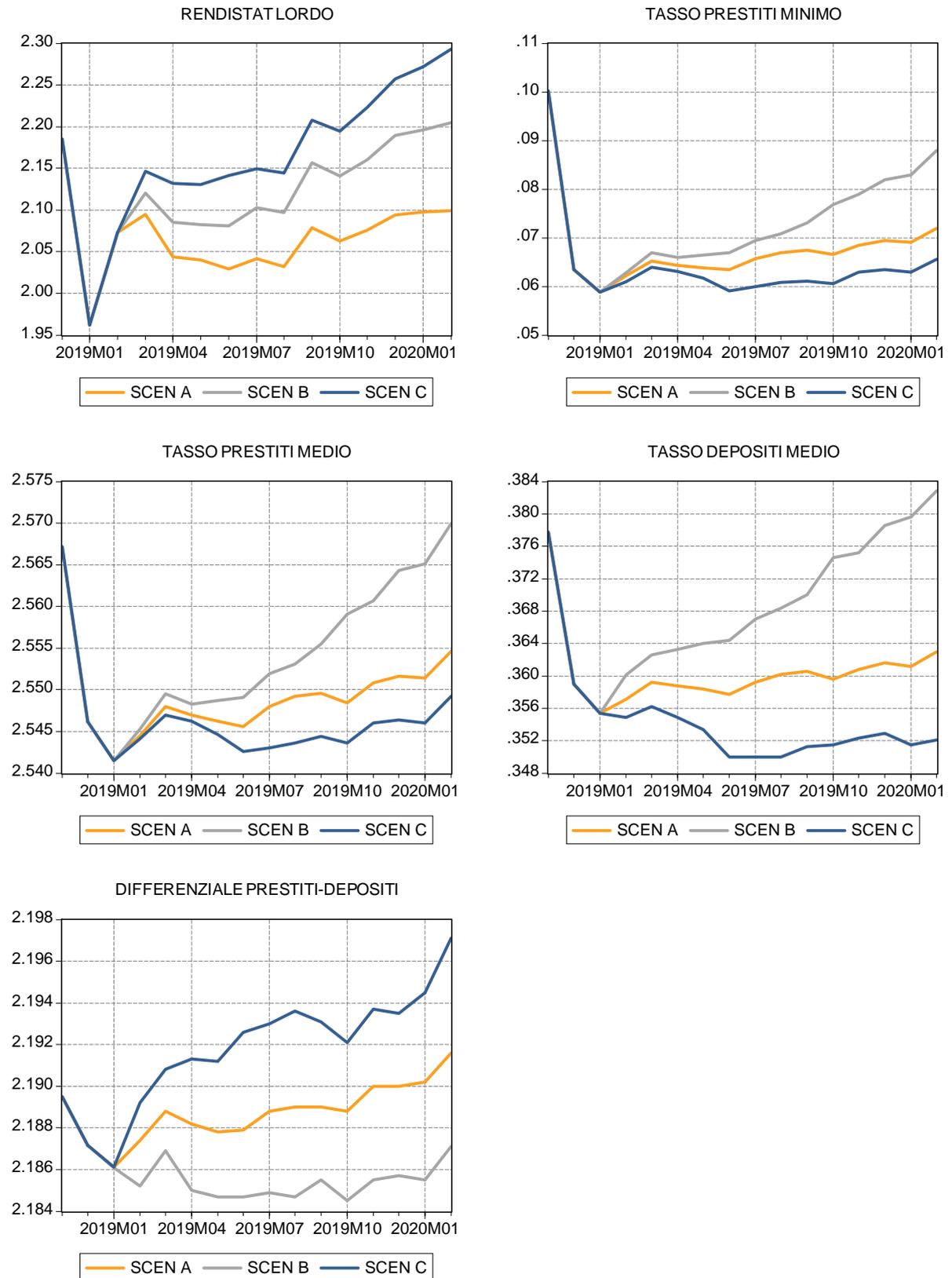
TASSI BANCARI

VOLUMI

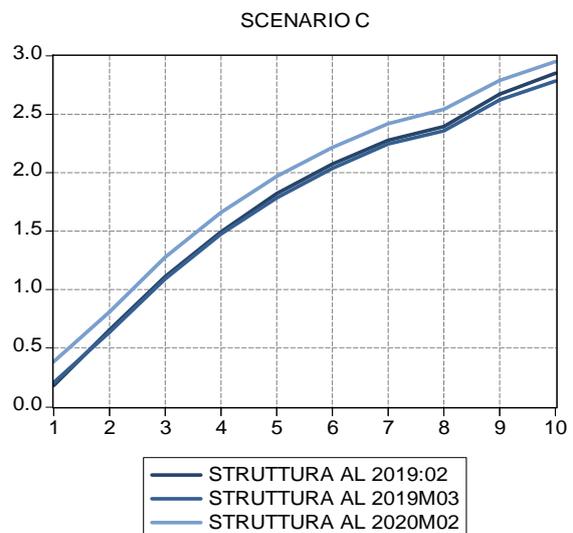
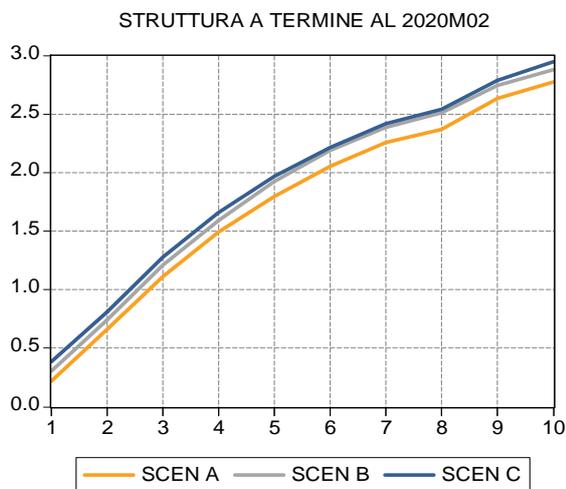
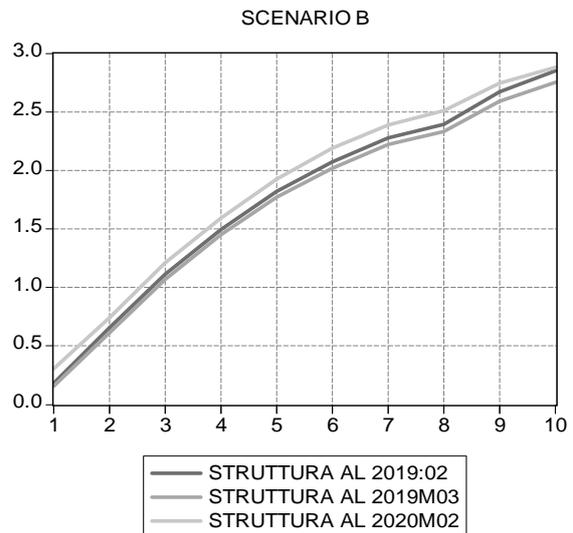
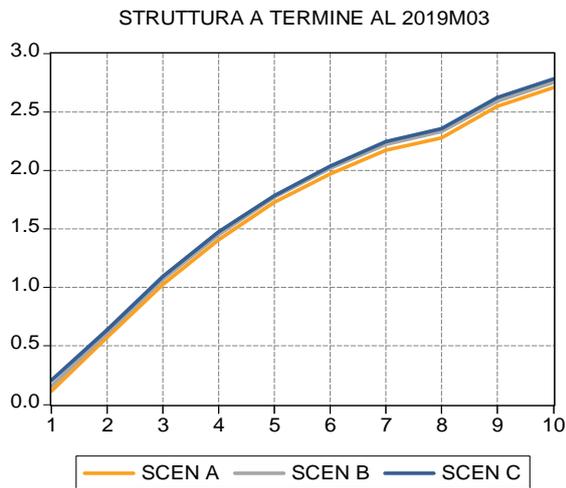
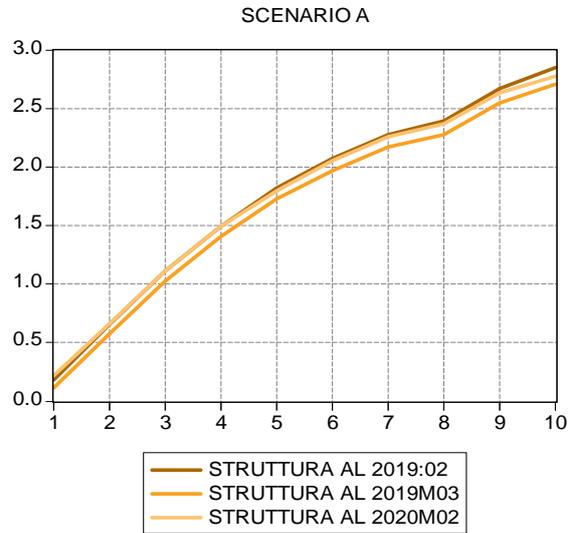
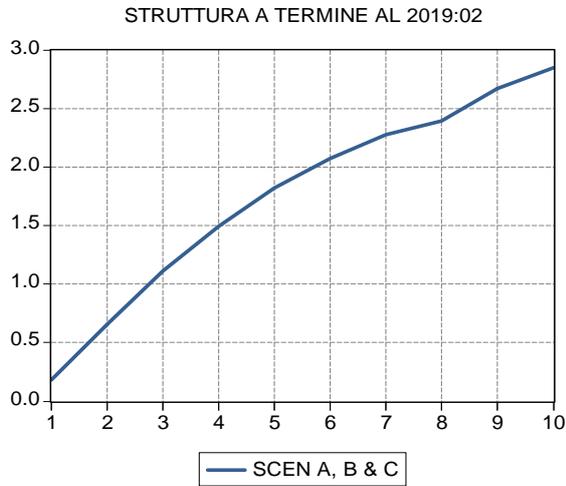
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



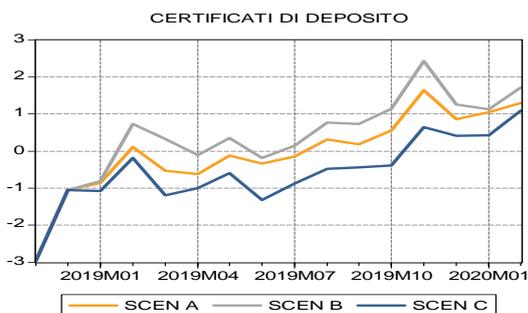
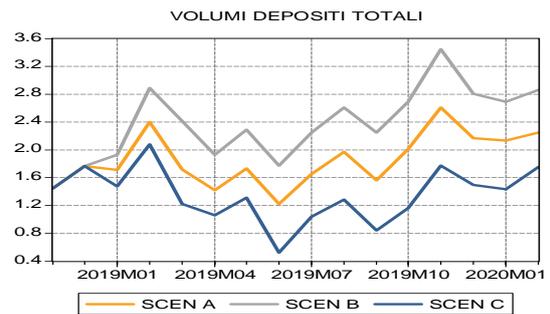
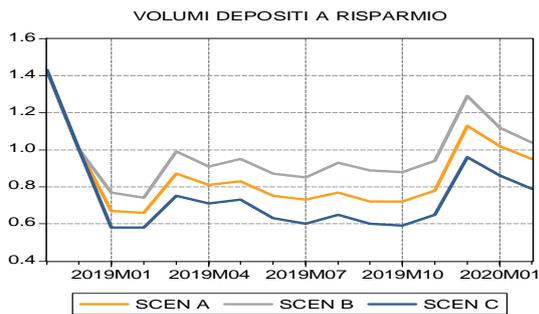
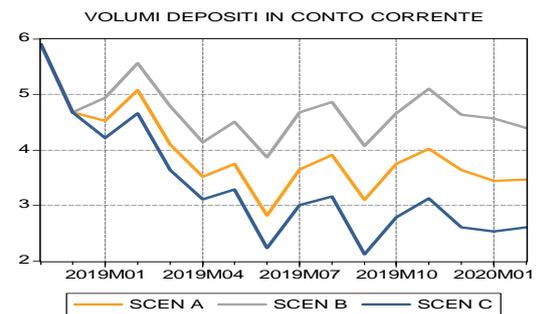
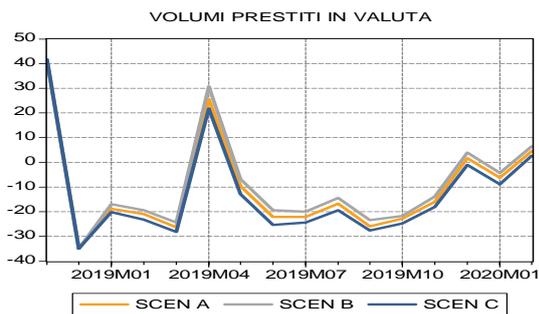
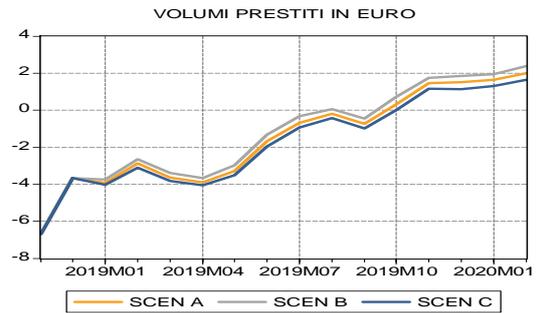
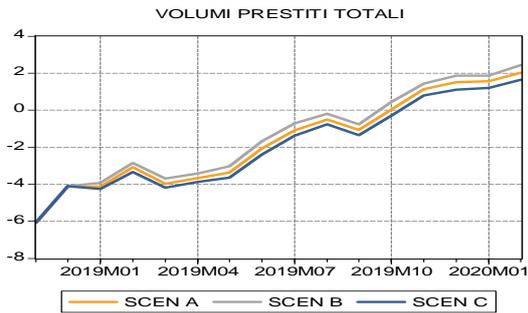
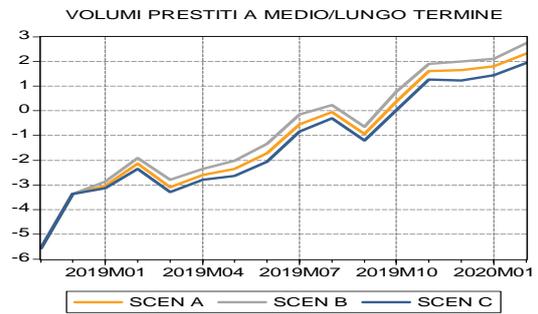
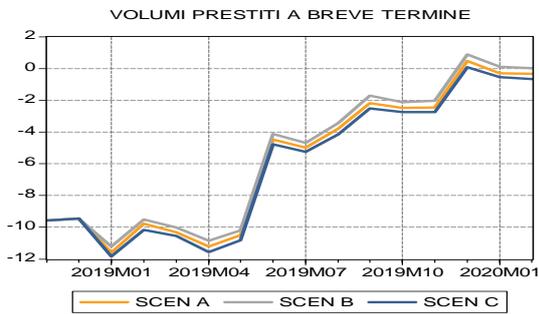
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



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



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



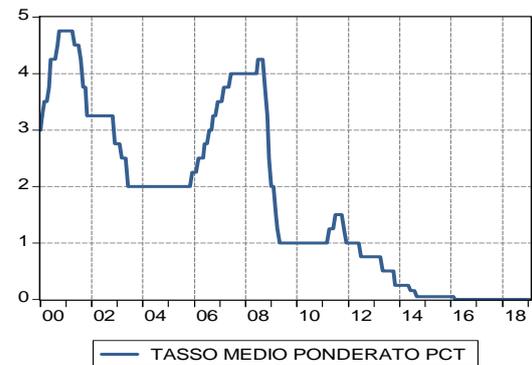
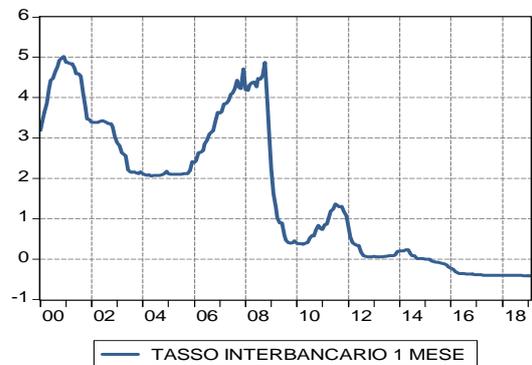
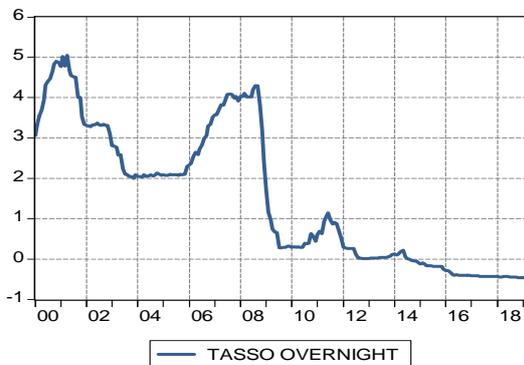
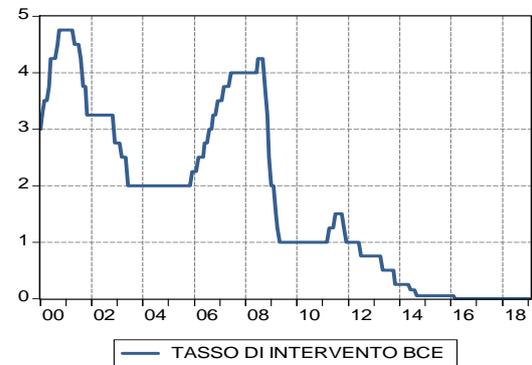
SCENARIO A	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9	19 10	19 11	19 12	20 1	20 2
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice BCI COMIT (livello)	1221	1243	1139	1133	1086	1173	1222	1150	1133	1146	1154	1130	1125	1105	1133	1113	1094	1106	1100
Produzione Industriale (Var. % a/a)	-1.2	1.3	0.9	-2.4	-5.4	-2.8	-1.7	-1.7	-0.7	-1.7	-1.2	-0.2	-1.4	-0.9	-0.7	0.5	0.8	0.2	0.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.6	1.5	1.7	1.6	1.2	0.9	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.45	-0.45	-0.46	-0.46	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.41	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.41	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.35	-0.35	-0.36	-0.35	-0.34	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.37	-0.36	-0.36
T. Interb. 6m lett.	-0.31	-0.32	-0.32	-0.33	-0.32	-0.30	-0.29	-0.30	-0.30	-0.30	-0.29	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30
T. Depositi medio	0.40	0.39	0.39	0.38	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36
T. Prestiti medio	2.59	2.57	2.58	2.57	2.55	2.54	2.54	2.55	2.55	2.55	2.55	2.55	2.55	2.55	2.55	2.55	2.55	2.55	2.55
T.prest. medio - T.dep. medio	2.19	2.17	2.18	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	0.10	-0.05	-0.08	-0.08	-0.04	-0.20	-0.18	-0.21	-0.22	-0.20	-0.19	-0.21	-0.19	-0.18	-0.19	-0.17	-0.15	-0.17	-0.15
T. BOT comp. lordo 6m	0.45	0.21	0.16	0.16	0.22	-0.03	-0.01	-0.06	-0.08	-0.04	-0.03	-0.05	-0.03	0.00	-0.02	0.00	0.04	0.00	0.03
T. BOT comp. lordo 12m	0.69	0.44	0.96	0.64	0.38	0.29	0.18	0.11	0.10	0.11	0.14	0.11	0.14	0.16	0.15	0.17	0.21	0.17	0.22
Rendistat lordo	2.45	2.27	2.84	2.65	2.19	1.96	2.07	2.09	2.04	2.04	2.03	2.04	2.03	2.08	2.06	2.08	2.09	2.10	2.10
Rendistat netto	2.14	1.98	2.49	2.32	1.91	1.72	1.81	1.83	1.79	1.78	1.78	1.79	1.78	1.82	1.80	1.82	1.83	1.84	1.84
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	2.11	1.78	1.95	1.68	1.16	0.95	1.11	1.03	0.99	1.00	1.03	1.02	1.05	1.08	1.03	1.07	1.09	1.05	1.11
Rend. BTP a 5 anni	2.70	2.39	2.65	2.38	1.88	1.63	1.82	1.73	1.69	1.70	1.73	1.72	1.75	1.78	1.74	1.77	1.82	1.76	1.80
Rend. BTP a 7 anni	3.01	2.78	3.11	2.86	2.33	2.12	2.28	2.17	2.15	2.16	2.18	2.18	2.20	2.24	2.20	2.23	2.27	2.23	2.26
Rend. BTP a 10 anni	3.26	3.15	3.44	3.25	2.80	2.68	2.85	2.71	2.68	2.70	2.70	2.70	2.72	2.75	2.72	2.75	2.78	2.76	2.78
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2300.377	2328.962	2299.623	2274.593	2273.823	2280.803	2274.556	2281.681	2292.897	2293.414	2284.51	2284.61	2288.99	2303.79	2300.30	2300.45	2308.42	2316.26	2320.37
Prestiti in euro	2259.320	2296.555	2270.865	2231.014	2252.703	2255.674	2252.394	2255.944	2271.995	2265.819	2250.355	2250.78	2254.801	2279.79	2278.13	2263.81	2286.94	2292.67	2297.22
Prestiti in valuta	41.057	32.407	28.757	43.579	21.120	25.129	22.162	25.737	20.902	27.595	34.157	33.832	34.190	24.004	22.169	36.640	21.473	23.590	23.154
Prestiti a breve	271.059	266.974	266.529	270.133	261.730	268.418	266.113	263.313	263.815	261.820	263.670	265.260	260.779	261.113	259.915	263.505	262.943	267.588	265.212
Prestiti a m / l	2029.318	2061.987	2033.094	2004.460	2012.093	2012.385	2008.443	2018.368	2029.082	2031.594	2020.842	2019.354	2028.212	2042.681	2040.386	2036.945	2045.474	2048.669	2055.159
Depositi totali	2429.916	2461.539	2432.124	2392.052	2415.711	2415.938	2407.508	2431.319	2425.115	2462.408	2475.682	2459.766	2477.786	2499.939	2481.010	2454.485	2468.132	2467.398	2461.677
Depositi in c / c	1079.979	1106.157	1093.802	1083.815	1109.814	1096.315	1104.013	1115.423	1111.774	1124.586	1132.431	1116.631	1122.206	1140.448	1134.820	1127.384	1150.211	1134.028	1142.323
Depositi a risparmio	301.104	301.490	301.332	301.789	301.728	302.947	303.024	303.126	302.634	302.265	302.565	302.611	303.422	303.660	303.502	304.143	305.138	306.037	305.902
Certif. deposito	1048.834	1053.893	1036.990	1006.448	1004.169	1016.676	1000.471	1012.770	1010.707	1035.557	1040.686	1040.524	1052.158	1055.831	1042.688	1022.958	1012.783	1027.333	1013.452
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	-1.89	-0.79	-4.08	-6.07	-4.11	-4.13	-3.10	-3.98	-3.68	-3.36	-2.05	-1.09	-0.49	-1.08	0.03	1.14	1.52	1.55	2.01
Prestiti in euro	-2.59	-1.11	-3.90	-6.68	-3.68	-3.94	-2.88	-3.65	-3.89	-3.28	-1.67	-0.69	-0.20	-0.73	0.32	1.47	1.52	1.64	1.99
Prestiti in valuta	62.29	27.94	-16.60	41.66	-34.99	-18.76	-20.98	-26.30	25.61	-9.70	-22.06	-22.05	-16.73	-25.93	-22.91	-15.92	1.67	-6.12	4.48
Prestiti a breve	-7.17	-7.37	-8.72	-9.56	-9.44	-11.61	-9.78	-10.31	-11.21	-10.51	-4.48	-4.99	-3.79	-2.20	-2.48	-2.45	0.46	-0.31	-0.34
Prestiti a m / l	-1.14	0.13	-3.44	-5.58	-3.37	-3.04	-2.14	-3.09	-2.61	-2.36	-1.73	-0.56	-0.05	-0.94	0.36	1.62	1.66	1.80	2.33
Depositi totali	4.14	4.76	2.89	1.44	1.77	1.71	2.40	1.72	1.42	1.73	1.22	1.65	1.97	1.56	2.01	2.61	2.17	2.13	2.25
Depositi in c / c	7.42	7.66	6.35	5.90	4.68	4.52	5.08	4.10	3.52	3.75	2.82	3.65	3.91	3.10	3.75	4.02	3.64	3.44	3.47
Depositi a risparmio	1.31	1.39	1.49	1.43	1.00	0.67	0.66	0.87	0.81	0.83	0.75	0.73	0.77	0.72	0.72	0.78	1.13	1.02	0.95
Certif. deposito	1.77	2.84	-0.12	-2.95	-1.05	-0.86	0.11	-0.53	-0.62	-0.12	-0.33	-0.15	0.32	0.18	0.55	1.64	0.86	1.05	1.30

SCENARIO B	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	20 1	20 2	
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)	1221	1243	1139	1133	1086	1173	1222	1188	1205	1217	1240	1198	1219	1231	1199	1204	1213	1195	1216	1216
Produzione Industriale (Var. % a/a)	-1.2	1.3	0.9	-2.4	-5.4	-2.6	-1.2	-1.3	-0.3	-1.2	-0.7	0.2	-0.9	-0.5	-0.2	1.0	1.4	0.7	0.9	0.9
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.6	1.5	1.7	1.6	1.2	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6	1.7	1.7
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	-0.45	-0.45	-0.46	-0.46	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.46	-0.46	-0.46	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.41	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.35	-0.35	-0.36	-0.35	-0.34	-0.34	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34
T. Interb. 6m lett.	-0.31	-0.32	-0.32	-0.33	-0.32	-0.30	-0.29	-0.30	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.28	-0.28	-0.28	-0.28
T. Depositi medio	0.40	0.39	0.39	0.38	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.37	0.37	0.37	0.37	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
T. Prestiti medio	2.59	2.57	2.58	2.57	2.55	2.54	2.55	2.55	2.55	2.55	2.55	2.55	2.55	2.56	2.56	2.56	2.56	2.57	2.57	2.57
T.prest. medio - T.dep. medio	2.19	2.17	2.18	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.18	2.18	2.18	2.18	2.19	2.18	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	0.10	-0.05	-0.08	-0.08	-0.04	-0.20	-0.18	-0.19	-0.20	-0.18	-0.17	-0.18	-0.17	-0.16	-0.15	-0.15	-0.12	-0.14	-0.11	-0.11
T. BOT comp. lordo 6m	0.45	0.21	0.16	0.16	0.22	-0.03	-0.01	-0.02	-0.03	-0.01	0.01	-0.02	0.01	0.03	0.04	0.04	0.09	0.05	0.10	0.10
T. BOT comp. lordo 12m	0.69	0.44	0.96	0.64	0.38	0.29	0.18	0.16	0.15	0.17	0.19	0.16	0.20	0.22	0.23	0.23	0.29	0.24	0.31	0.31
Rendistat lordo	2.45	2.27	2.84	2.65	2.19	1.96	2.07	2.12	2.09	2.08	2.08	2.10	2.10	2.16	2.14	2.16	2.19	2.20	2.20	2.20
Rendistat netto	2.14	1.98	2.49	2.32	1.91	1.72	1.81	1.86	1.82	1.82	1.82	1.84	1.83	1.89	1.87	1.89	1.92	1.92	1.92	1.93
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	2.11	1.78	1.95	1.68	1.16	0.95	1.11	1.07	1.05	1.06	1.10	1.06	1.09	1.13	1.10	1.14	1.20	1.14	1.21	1.21
Rend. BTP a 5 anni	2.70	2.39	2.65	2.38	1.88	1.63	1.82	1.77	1.75	1.77	1.81	1.76	1.80	1.84	1.80	1.84	1.90	1.83	1.92	1.92
Rend. BTP a 7 anni	3.01	2.78	3.11	2.86	2.33	2.12	2.28	2.22	2.21	2.23	2.25	2.22	2.25	2.28	2.25	2.30	2.36	2.30	2.39	2.39
Rend. BTP a 10 anni	3.26	3.15	3.44	3.25	2.80	2.68	2.85	2.75	2.74	2.75	2.76	2.75	2.76	2.79	2.79	2.81	2.87	2.83	2.88	2.88
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2300.377	2328.962	2299.623	2274.593	2273.823	2285.626	2280.102	2288.639	2299.177	2301.311	2293.45	2293.65	2295.78	2311.03	2309.51	2307.35	2316.12	2328.60	2335.51	2335.51
Prestiti in euro	2259.320	2296.555	2270.865	2231.014	2252.703	2259.901	2257.496	2262.265	2277.432	2272.847	2258.136	2258.94	2260.675	2286.22	2286.99	2269.83	2294.15	2303.97	2311.45	2311.45
Prestiti in valuta	41.057	32.407	28.757	43.579	21.120	25.726	22.606	26.374	21.745	28.463	35.314	34.713	35.101	24.809	22.523	37.513	21.963	24.628	24.058	24.058
Prestiti a breve	271.059	266.974	266.529	270.133	261.730	269.598	266.921	264.197	264.898	262.695	264.633	266.074	261.734	262.382	260.825	264.650	264.007	269.868	267.001	267.001
Prestiti a m / l	2029.318	2061.987	2033.094	2004.460	2012.093	2016.028	2013.181	2024.442	2034.280	2038.615	2028.817	2027.580	2034.042	2048.646	2048.686	2042.698	2052.109	2058.728	2068.508	2068.508
Depositi totali	2429.916	2461.539	2432.124	2392.052	2415.711	2421.164	2419.028	2447.812	2437.310	2475.963	2489.134	2474.285	2493.337	2516.924	2497.548	2474.578	2483.592	2486.293	2488.212	2488.212
Depositi in c / c	1079.979	1106.157	1093.802	1083.815	1109.814	1100.720	1109.056	1122.816	1118.433	1132.824	1143.995	1127.727	1132.466	1151.177	1144.773	1139.089	1161.198	1151.023	1157.855	1157.855
Depositi a risparmio	301.104	301.490	301.332	301.789	301.728	303.248	303.264	303.486	302.934	302.625	302.926	302.971	303.904	304.173	303.984	304.626	305.620	306.644	306.418	306.418
Certif. deposito	1048.834	1053.893	1036.990	1006.448	1004.169	1017.196	1006.707	1021.509	1015.943	1040.515	1042.213	1043.586	1056.968	1061.574	1048.791	1030.863	1016.774	1028.626	1023.939	1023.939
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	-1.89	-0.79	-4.08	-6.07	-4.11	-3.93	-2.86	-3.69	-3.42	-3.03	-1.67	-0.70	-0.20	-0.77	0.43	1.44	1.86	1.88	2.43	2.43
Prestiti in euro	-2.59	-1.11	-3.90	-6.68	-3.68	-3.76	-2.66	-3.38	-3.66	-2.98	-1.33	-0.33	0.06	-0.45	0.71	1.74	1.84	1.95	2.39	2.39
Prestiti in valuta	62.29	27.94	-16.60	41.66	-34.99	-16.83	-19.40	-24.48	30.67	-6.86	-19.42	-20.02	-14.51	-23.45	-21.68	-13.92	3.99	-4.27	6.42	6.42
Prestiti a breve	-7.17	-7.37	-8.72	-9.56	-9.44	-11.22	-9.51	-10.01	-10.85	-10.21	-4.13	-4.70	-3.44	-1.72	-2.14	-2.03	0.87	0.10	0.03	0.03
Prestiti a m / l	-1.14	0.13	-3.44	-5.58	-3.37	-2.86	-1.90	-2.80	-2.36	-2.02	-1.34	-0.15	0.23	-0.65	0.77	1.91	1.99	2.12	2.75	2.75
Depositi totali	4.14	4.76	2.89	1.44	1.77	1.93	2.89	2.41	1.93	2.29	1.77	2.25	2.61	2.25	2.69	3.45	2.81	2.69	2.86	2.86
Depositi in c / c	7.42	7.66	6.35	5.90	4.68	4.94	5.56	4.79	4.14	4.51	3.87	4.68	4.86	4.07	4.66	5.10	4.63	4.57	4.40	4.40
Depositi a risparmio	1.31	1.39	1.49	1.43	1.00	0.77	0.74	0.99	0.91	0.95	0.87	0.85	0.93	0.89	0.88	0.94	1.29	1.12	1.04	1.04
Certif. deposito	1.77	2.84	-0.12	-2.95	-1.05	-0.81	0.73	0.32	-0.10	0.36	-0.19	0.14	0.78	0.73	1.14	2.43	1.26	1.12	1.71	1.71

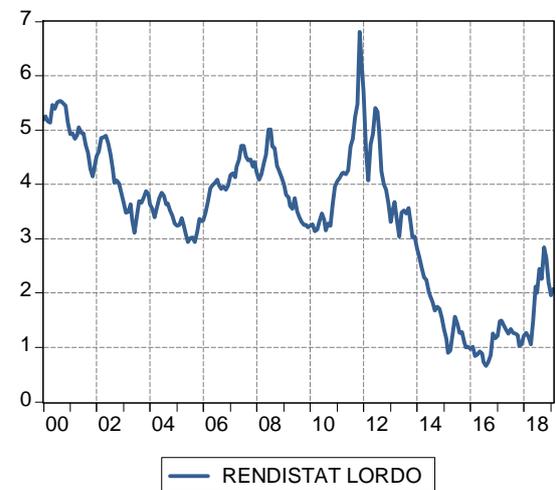
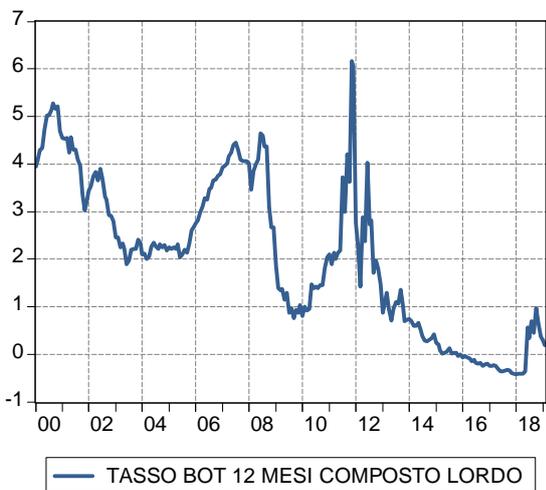
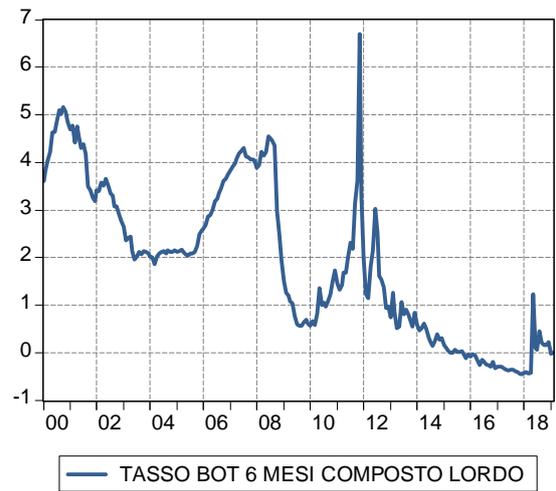
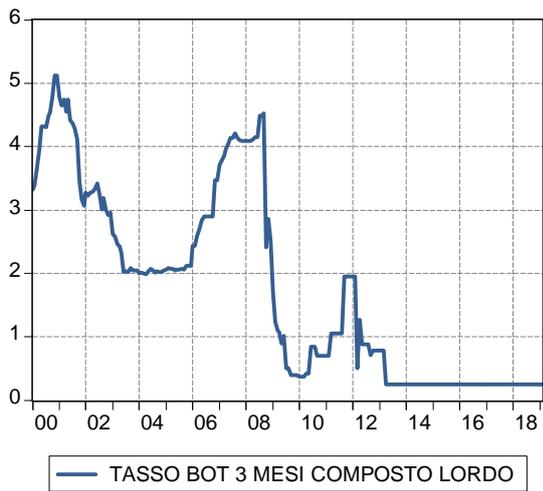
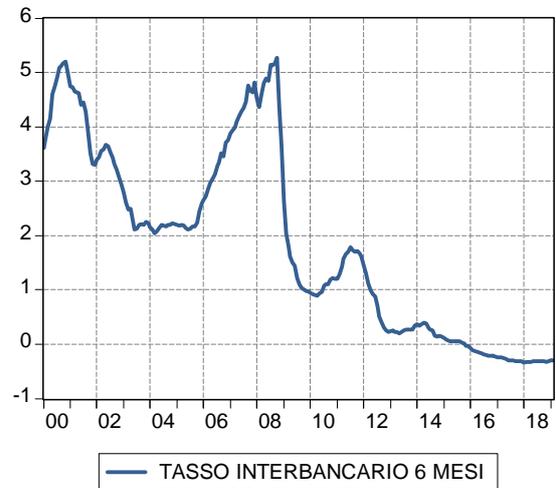
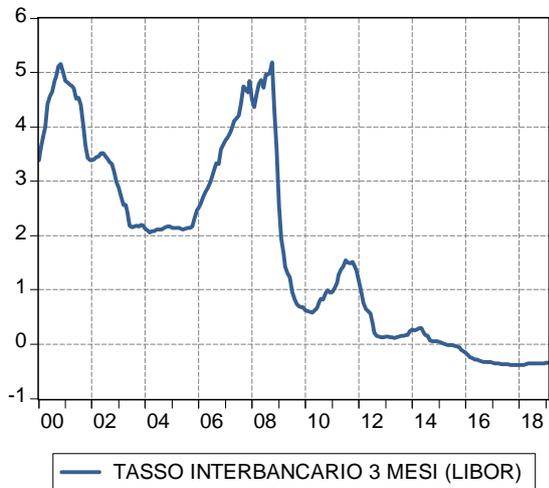
SCENARIO C	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9	19 10	19 11	19 12	20 1	20 2	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice BCI COMIT (livello)	1221	1243	1139	1133	1086	1173	1222	1099	1058	1066	1075	1060	1048	1007	1048	1022	968	1019	1002	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	-1.2	1.3	0.9	-2.4	-5.4	-3.1	-2.1	-2.2	-1.2	-2.1	-1.6	-0.6	-1.8	-1.4	-1.2	-0.1	0.3	-0.2	0.0	
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.6	1.5	1.7	1.6	1.2	0.9	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3	
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.45	-0.45	-0.46	-0.46	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.48	-0.47	-0.48	-0.48	-0.47	-0.48	
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.41	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.35	-0.35	-0.36	-0.35	-0.34	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	
T. Interb. 6m lett.	-0.31	-0.32	-0.32	-0.33	-0.32	-0.30	-0.29	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.30	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	
T. Depositi medio	0.40	0.39	0.39	0.38	0.36	0.36	0.35	0.36	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	
T. Prestiti medio	2.59	2.57	2.58	2.57	2.55	2.54	2.54	2.55	2.55	2.54	2.54	2.54	2.54	2.54	2.54	2.55	2.55	2.55	2.55	
T.prest. medio - T.dep. medio	2.19	2.17	2.18	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	0.10	-0.05	-0.08	-0.08	-0.04	-0.20	-0.18	-0.17	-0.18	-0.17	-0.15	-0.17	-0.16	-0.13	-0.14	-0.12	-0.08	-0.09	-0.07	
T. BOT comp. lordo 6m	0.45	0.21	0.16	0.16	0.22	-0.03	-0.01	0.02	0.00	0.02	0.04	0.01	0.03	0.07	0.06	0.10	0.16	0.13	0.18	
T. BOT comp. lordo 12m	0.69	0.44	0.96	0.64	0.38	0.29	0.18	0.21	0.19	0.21	0.23	0.21	0.24	0.27	0.26	0.31	0.36	0.34	0.39	
Rendistat lordo	2.45	2.27	2.84	2.65	2.19	1.96	2.07	2.15	2.13	2.13	2.14	2.15	2.14	2.21	2.19	2.22	2.26	2.27	2.29	
Rendistat netto	2.14	1.98	2.49	2.32	1.91	1.72	1.81	1.88	1.87	1.86	1.87	1.88	1.88	1.93	1.92	1.94	1.98	1.99	2.01	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	2.11	1.78	1.95	1.68	1.16	0.95	1.11	1.09	1.09	1.13	1.16	1.13	1.15	1.20	1.15	1.21	1.26	1.23	1.28	
Rend. BTP a 5 anni	2.70	2.39	2.65	2.38	1.88	1.63	1.82	1.78	1.78	1.81	1.85	1.81	1.84	1.88	1.85	1.89	1.95	1.91	1.97	
Rend. BTP a 7 anni	3.01	2.78	3.11	2.86	2.33	2.12	2.28	2.24	2.23	2.25	2.28	2.24	2.27	2.30	2.28	2.32	2.38	2.34	2.42	
Rend. BTP a 10 anni	3.26	3.15	3.44	3.25	2.80	2.68	2.85	2.78	2.77	2.78	2.79	2.77	2.80	2.82	2.81	2.84	2.91	2.89	2.95	
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2300.377	2328.962	2299.623	2274.593	2273.823	2278.013	2268.836	2276.995	2288.226	2286.834	2276.66	2278.18	2282.89	2297.52	2292.72	2292.56	2298.84	2305.35	2306.04	
Prestiti in euro	2259.320	2296.555	2270.865	2231.014	2252.703	2253.326	2247.292	2251.963	2267.977	2260.197	2243.947	2245.34	2249.831	2274.05	2271.09	2256.89	2277.93	2282.84	2283.92	
Prestiti in valuta	41.057	32.407	28.757	43.579	21.120	24.688	21.544	25.032	20.250	26.637	32.710	32.836	33.064	23.472	21.631	35.668	20.902	22.505	22.122	
Prestiti a breve	271.059	266.974	266.529	270.133	261.730	267.685	264.974	262.612	262.758	260.940	262.811	264.511	259.837	260.247	259.226	262.732	261.940	266.186	263.199	
Prestiti a m / l	2029.318	2061.987	2033.094	2004.460	2012.093	2010.328	2003.861	2014.384	2025.468	2025.894	2013.846	2013.668	2023.057	2037.274	2033.498	2029.831	2036.895	2039.163	2042.846	
Depositi totali	2429.916	2461.539	2432.124	2392.052	2415.711	2410.237	2399.984	2419.368	2416.507	2452.242	2458.561	2445.005	2461.019	2482.216	2460.337	2434.391	2451.705	2444.782	2441.984	
Depositi in c / c	1079.979	1106.157	1093.802	1083.815	1109.814	1093.168	1099.601	1110.494	1107.371	1119.600	1125.933	1109.736	1114.106	1129.607	1124.319	1117.738	1138.780	1120.825	1128.300	
Depositi a risparmio	301.104	301.490	301.332	301.789	301.728	302.676	302.783	302.765	302.334	301.965	302.205	302.220	303.061	303.298	303.110	303.751	304.625	305.279	305.175	
Certif. deposito	1048.834	1053.893	1036.990	1006.448	1004.169	1014.393	997.601	1006.109	1006.802	1030.677	1030.423	1033.049	1043.852	1049.311	1032.907	1012.903	1008.300	1018.678	1008.509	
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	-1.89	-0.79	-4.08	-6.07	-4.11	-4.25	-3.34	-4.18	-3.88	-3.64	-2.39	-1.37	-0.76	-1.35	-0.30	0.79	1.10	1.20	1.64	
Prestiti in euro	-2.59	-1.11	-3.90	-6.68	-3.68	-4.04	-3.10	-3.82	-4.06	-3.52	-1.95	-0.93	-0.42	-0.98	0.01	1.16	1.12	1.31	1.63	
Prestiti in valuta	62.29	27.94	-16.60	41.66	-34.99	-20.19	-23.19	-28.32	21.69	-12.84	-25.37	-24.35	-19.47	-27.57	-24.78	-18.15	-1.03	-8.84	2.68	
Prestiti a breve	-7.17	-7.37	-8.72	-9.56	-9.44	-11.85	-10.17	-10.55	-11.57	-10.81	-4.79	-5.26	-4.14	-2.52	-2.74	-2.74	0.08	-0.56	-0.67	
Prestiti a m / l	-1.14	0.13	-3.44	-5.58	-3.37	-3.14	-2.36	-3.28	-2.78	-2.63	-2.07	-0.84	-0.31	-1.20	0.02	1.27	1.23	1.43	1.95	
Depositi totali	4.14	4.76	2.89	1.44	1.77	1.47	2.08	1.22	1.06	1.31	0.52	1.04	1.28	0.84	1.16	1.77	1.49	1.43	1.75	
Depositi in c / c	7.42	7.66	6.35	5.90	4.68	4.22	4.66	3.64	3.11	3.29	2.23	3.01	3.16	2.12	2.79	3.13	2.61	2.53	2.61	
Depositi a risparmio	1.31	1.39	1.49	1.43	1.00	0.58	0.58	0.75	0.71	0.73	0.63	0.60	0.65	0.60	0.59	0.65	0.96	0.86	0.79	
Certif. deposito	1.77	2.84	-0.12	-2.95	-1.05	-1.08	-0.18	-1.19	-1.00	-0.59	-1.32	-0.87	-0.47	-0.43	-0.39	0.64	0.41	0.42	1.09	

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

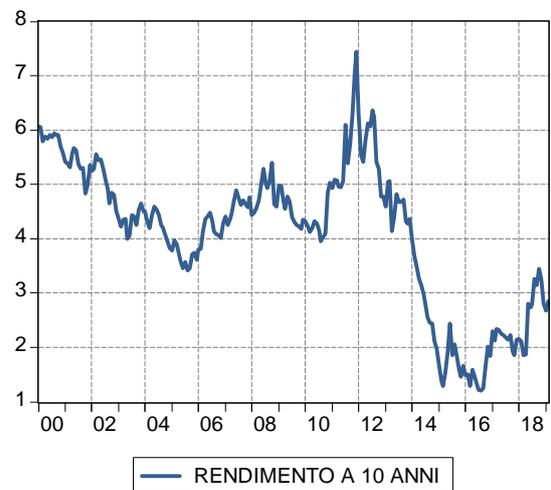
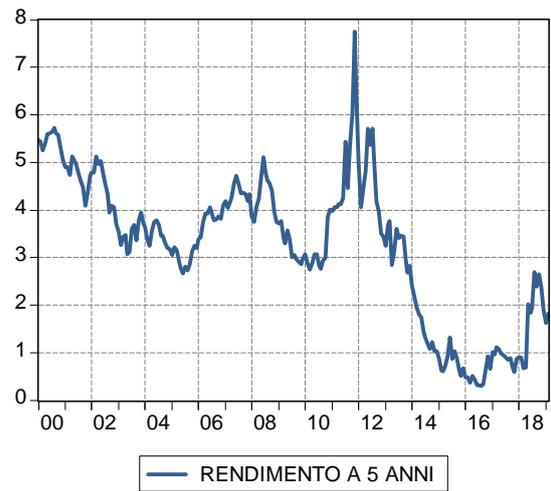
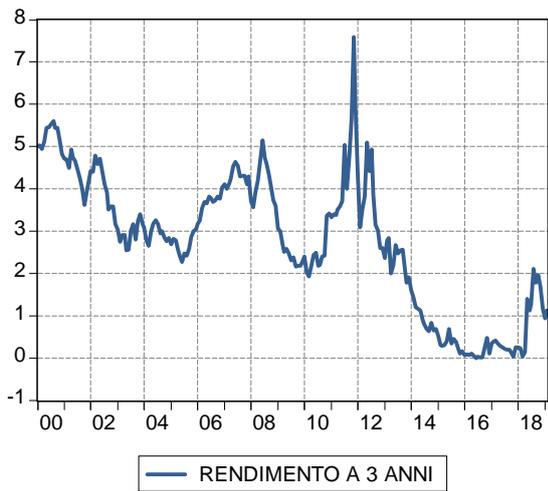
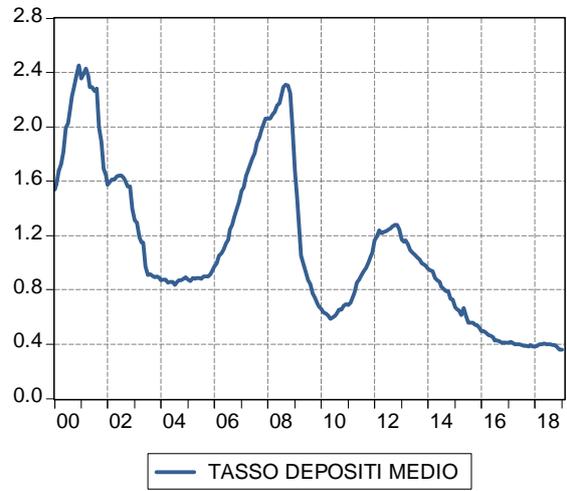
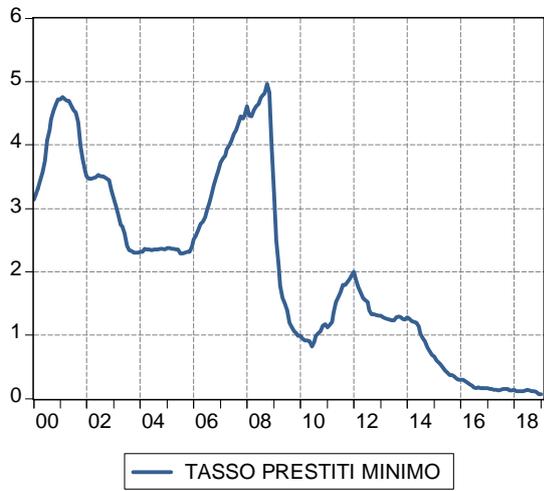
Dati mensili



TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



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

