

GRUPPI DI RICERCA ECONOMICA TEORICA E APPLICATA

Lavori di ricerca

Gennaio 2019



2
2018

GRUPPI DI RICERCA ECONOMICA TEORICA E APPLICATA



Lavori di ricerca

Numero 2|2018 - Gennaio

GRETA - Gruppi di Ricerca Economica Teorica e Applicata, 2018

Lavori di Ricerca

Pubblicazione semestrale

Direttore responsabile

Domenico Sartore

Progetto editoriale

Francesca Volo

Indirizzo

San Polo, 2605 – 30125 Venezia

Telefono

+39 0415238178

Sito internet

<http://www.greta.it>

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che sia citata la fonte

ISSN 2612-6605 (online)

Editoriale

Domenico Sartore (Università Ca' Foscari e GRETA)

GRETA è un'associazione senza scopo di lucro che, da oltre un quarto di secolo, unisce le esigenze nel campo operativo dell'economia e della finanza, con la frontiera della ricerca scientifica teorica e applicata. Quando nasce nel 1990, l'università non ha ancora creato le proprie fondazioni, intese come enti strumentali dediti a promuovere iniziative nel campo operativo delle istituzioni pubbliche e private. GRETA, partecipata in gran parte da studiosi economisti ed econometrici universitari, anticipa in parte questa esigenza di sperimentare nella concreta realtà economica le formulazioni e i modelli teorici accademici.

Come ulteriore obiettivo si propone di impiegare giovani laureati di alto livello di merito, coinvolgendoli in progetti di ricerca, in attesa che si inseriscano in dottorati di ricerca o in posizioni altamente qualificate nel mondo del lavoro.

Nel tempo i ricercatori di GRETA hanno prodotto diversi lavori, gran parte dei quali hanno trovato collocazione in riviste scientifiche, dopo essere stati inseriti nella collana dei *working paper* di GRETA. Ci sono tuttavia documenti che, pur rilevanti per i contenuti di ricerca applicata, non hanno assunto, o non assumono il carattere di pubblicazione. Affinché questa produzione diventi condivisa, GRETA lancia la nuova rivista periodica LAVORI DI RICERCA.

Una sezione speciale della nuova rivista è dedicata all'Archivio Ricerche, che ha l'intento di recuperare lavori importanti prodotti in passato all'interno dell'attività di GRETA. Spesso questi lavori sono stati prodotti proprio da giovani laureati diventati oggi eminenti accademici o partner di rilevanti aziende.

Domenico Sartore

Indice

MEFIM - Scenari macroeconomici 2018 7

Lucia Trevisan e Francesca Volo

<i>Luglio</i>	Guerra dei dazi: aumentano ritorsioni e preoccupazioni	9
<i>Agosto</i>	Volano gli USA nel secondo trimestre	27
<i>Settembre</i>	Occhi degli investitori puntati sulla crisi dei Paesi emergenti e sulla politica di bilancio italiana	45
<i>Ottobre</i>	Guerra dei dazi, crisi dei Paesi emergenti, manovra di bilancio italiana e rincaro del prezzo del petrolio oscurano lo scenario futuro	63
<i>Novembre</i>	Aumentata la percezione di un indebolimento del ciclo economico globale	81
<i>Dicembre</i>	Aumenta ancora l'attenzione dei mercati verso l'indebolimento della crescita globale	99

MEFIM₁ - Scenari macroeconomici 2018

¹ Il Modello Econometrico Finanziario Internazionale Mensile (MEFIM) è un modello di tipo strutturale costituito da due blocchi: italiano e internazionale. La parte italiana concerne le interrelazioni fra le variabili monetarie e finanziarie italiane di maggior interesse. Tali variabili, rilevate mensilmente, possono essere racchiuse in 4 blocchi:

- 1) tassi interbancari: overnight, interbancario a 1, 3 e 6 mesi ed il tasso di policy dei pronti contro termine;
- 2) titoli di stato: i BOT nelle loro 3 scadenze, struttura a termine da 1 a 10 anni, il rendiob e il rendistat;
- 3) tassi bancari: attivi e passivi sia in termini marginali che medi;
- 4) volumi bancari: impieghi e depositi sia a livello totale che in alcuni principali sotto categorie;

Le esogene sono: Tasso di Riferimento, indice COMIT, indice della produzione industriale, tasso d'inflazione.

Il mercato internazionale comprende le strutture a termine da 1 a 10 anni per i principali Paesi industrializzati: USA, Germania, Giappone, Francia e Regno Unito.

Le esogene sono rappresentate dal tasso d'intervento delle autorità monetarie, dal rendimento sugli eurodepositi a 3 mesi, dall'indice di borsa, dall'indice della produzione industriale, dall'indice dei prezzi al consumo e, per USA e Germania, quantità di moneta.

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.

Luglio 2018²

Guerra dei dazi: aumentano ritorsioni e preoccupazioni

Lucia Trevisan^a e Francesca Volo^{a,b}

IL QUADRO GENERALE

In giugno, le minacce di Trump sui dazi sono diventate realtà con un “botta e risposta” tra le varie aree industrializzate. Alcune tariffe americane nei confronti di Cina e Unione Europea sono già entrate in vigore a giugno, altre lo diventeranno a luglio. Intanto Trump ha minacciato nuovi dazi del 10% su altri prodotti importati dalla Cina per un controvalore di 200 miliardi di dollari e impedirà investimenti cinesi in tecnologie statunitensi. La Cina ha risposto annunciando l'imposizione di dazi su alcuni prodotti “chiave” americani, come la soia e il manzo. La Commissione Europea ha approvato delle procedure per mettere in atto misure per un controvalore di 2.8 miliardi di euro che scatteranno dal primo luglio e poi un secondo pacchetto per altri 3.6 che dovrebbero entrare in vigore successivamente. Il Messico ha risposto con dazi su maiale, whisky e formaggio. **La lista delle ritorsioni è lunga e le preoccupazioni aumentano. La Banca Mondiale ha stimato che l'aumento delle tariffe potrebbe portare il commercio globale ai livelli del 2008 e tradursi in un calo del flusso commerciale del 9%. Si aspetta una decelerazione della crescita internazionale a +2.9% entro il 2020 rispetto al +3.1% registrato nel 2017 e atteso nel 2018.** Le aree più colpite sarebbero quelle legate ai Paesi emergenti e il settore quello dell'agricoltura. La *Bank for International Settlements* ha sottolineato che le catene di produzione globali delle multinazionali subiscono le conseguenze delle tariffe doganali indipendentemente dal Paese di appartenenza della casa madre e le ripercussioni non saranno solo sui flussi commerciali import/export, ma anche sugli investimenti, soprattutto *cross border*. La guerra commerciale scatenata dagli Stati Uniti potrebbe quindi fare “autogol”. **A nostro avviso, nel breve periodo gli effetti saranno concentrati sui prezzi**, giacché i produttori saranno tentati di scaricare i maggiori costi dei dazi sui consumatori; tanto più in USA, dove la domanda di beni è sostenuta da un mercato del lavoro sotto il pieno impiego, con un tasso di disoccupazione al 3.8%, un livello minimo dal 1970. **Nello scenario di breve termine (fino alla fine del 2018) è quindi molto probabile che prevalgano rischi inflazionistici**, rimasti sopiti per anni dalla crisi epocale del 2008. **Questo dovrebbe mantenere le aspettative di una politica monetaria restrittiva in USA e orientata alla normalizzazione in Area Euro. Nel medio termine (nel 2019/2020), invece, gli effetti si riverseranno sulla “quantità”, cioè sulla crescita del ciclo economico globale**, come messo in evidenza dalle istituzioni internazionali, **e ciò pone un'incognita anche sul proseguimento, nel 2019, dell'atteggiamento meno accomodante della politica monetaria, sia per gli Stati Uniti sia per l'Area Euro. Abbiamo pertanto mantenuto invariato lo scenario delineato già nel mese scorso (Scenario C – Probabilità 60%) per gli Stati Uniti, nel quale la Fed, dopo aver aumentato a giugno i tassi ufficiali nell'intervallo +1.75%/+2% (mossa che era ampiamente scontata dai mercati), dovrebbe intervenire altre due volte per la stessa entità nella seconda metà del 2018, a settembre e dicembre. Questo perché la Banca Centrale americana sarà in ogni caso impegnata a limitare i rischi inflazionistici nel resto dell'anno in corso**, sia per l'effetto dazi sopra descritto, sia per il rincaro del prezzo del petrolio dopo l'impennata registrata a giugno (si veda l'analisi riportata di seguito). Tutti i Paesi industrializzati hanno risentito dell'aumento delle quotazioni del greggio, emerso in modo generalizzato nell'indicatore globale dei prezzi al consumo, ma per il momento solo in USA si è già trasferito dal comparto energetico agli altri settori, con un indice *core* portatosi pericolosamente al 2%. **Il proseguimento dei rialzi nella seconda metà del 2018 da parte della Fed trova supporto anche nel linguaggio di comunicazione utilizzato alla riunione di giugno.** Il Comitato ha indicato che “sebbene stia accelerando il ritmo degli aumenti dei tassi, la crescita economica dovrebbe continuare ad un ritmo sostenuto”, omettendo rispetto alla riunione precedente la frase secondi la quale il tasso di riferimento sarebbe rimasto “per qualche tempo al di sotto dei livelli di lungo periodo”. Le nuove proiezioni della Fed, rilasciate trimestralmente, sono di +2.8% nel 2018, +2.4% nel 2019, +2% nel 2020, per il PIL, corrette al rialzo solo per il 2018 (+2.7% in marzo); per l'inflazione sono di +2.1% nel 2018, nel 2019 e 2020, riviste in aumento da +1.9% nel 2018 e da +2% nel 2019. In pratica, **la Banca Centrale americana si aspetta che l'inflazione superi il suo obiettivo più rapidamente di quanto pensasse in precedenza e questo l'ha spinto ad aumentare le sue previsioni per i tassi ufficiali.** I *dot plots* aggiornati, che riflettono le aspettative dei membri votanti al FOMC, evidenziano altri due rialzi quest'anno per un totale di quattro nel 2018 (in linea con il nostro Scenario C, già impostato da tempo in questi termini) mentre a marzo erano tre in totale. **Il ritmo degli interventi leggermente più aggressivo mostra che la Fed vede maggiore urgenza nel rendere più rigorosa la politica monetaria**, poiché la disoccupazione è già scesa al livello

^a Università Ca' Foscari Venezia.

^b GRETA.

² Dati aggiornati al 29/06/2018.

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.

previsto per la fine dell'anno e l'economia americana sta beneficiando della riforma fiscale epocale di 1.5 trilioni di dollari di tagli alle tasse e un aumento di 300 miliardi nelle spese federali. Va, inoltre, evidenziato l'annuncio secondo il quale Powell, da gennaio 2019, terrà la conferenza stampa al termine di ogni riunione e non più solo trimestralmente, per migliorare la comunicazione e avere più flessibilità nel modificare i tassi, anche se il doppio delle conferenze stampa non segnala nulla sul ritmo o sui tempi delle future variazioni dei tassi d'interesse.

In Area Euro, la politica monetaria per il 2018 è già stata definita all'ultima riunione della BCE, durante la quale si è deciso di estendere il *Quantitative Easing* fino a dicembre di quest'anno, ma dimezzando a 15 miliardi di euro mensili gli acquisti di titoli di Stato dagli attuali 30, che resteranno in vigore fino a settembre. Per riprendere l'analisi precedente sui temuti effetti della guerra dei dazi nel medio termine, **il comunicato della Banca Centrale Europea ha sottolineato che "si manterranno i reinvestimenti dei titoli in scadenza, acquistati dal 2015, e continueranno per un periodo di tempo ben oltre la fine del QE e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni favorevoli di liquidità e un ampio grado di politica monetaria accomodante necessario a riportare l'inflazione verso l'obiettivo del 2%.** **I tassi ufficiali resteranno sui livelli attuali almeno fino all'estate del 2019 e in ogni caso finché sarà necessario per riportare l'inflazione verso l'obiettivo in modo sostenibile e continuo".** **In sostanza, Draghi è stato un po' falco e un po' colomba, facendo digerire ai mercati finanziari il venir meno del supporto di liquidità della BCE dal prossimo anno, da un lato, ma dall'altro dando messaggi distensivi sulla politica monetaria di medio periodo, per controllare le aspettative e smorzare gli effetti restrittivi della fine del QE.** Sul fronte delle proiezioni, mentre la Fed ha rialzato le stime sia di crescita sia d'inflazione per il 2018, la BCE ha ridotto le prime e aumentato le seconde, rispecchiando un contesto macroeconomico diverso per l'Area Euro, che non beneficia di una riforma fiscale espansiva, ma soffre per il rincaro del petrolio. In particolare, le proiezioni sul PIL delineate dal Comitato alla riunione di giugno sono state di +2.1% nel 2018 (ridotte da +2.4% di marzo), +1.9% nel 2019, +1.7% nel 2020; per l'inflazione sono state di +1.7% nel 2018, nel 2019 e nel 2020 (riviste al rialzo da +1.4% nel 2018 e 2019, a causa delle tensioni sul prezzo del petrolio). **Alla luce di quest'analisi, è molto probabile che la BCE focalizzi l'attenzione dei mercati sui reinvestimenti dei titoli in scadenza già in portafoglio e rinvii un eventuale rialzo dei tassi ufficiali almeno all'autunno del 2019 (Scenario C – Probabilità 60%).** Dovrà, infatti, tener conto 1) del ritmo più blando della crescita emersa dagli ultimi dati macroeconomici disponibili, 2) dei rischi di un effetto restrittivo della guerra commerciale sui dazi, tutto ancora da quantificare e 3) dell'incertezza sull'operato del nuovo governo italiano, che potrebbe generare una crisi sistemica nell'Area Euro.

In Giappone, il ciclo economico resta incerto e l'inflazione arretra. Dopo i deludenti dati trimestrali del primo trimestre di quest'anno, che hanno registrato una crescita del PIL limitata a +1.1%, quelli mensili disponibili ad oggi per maggio, hanno evidenziato un proseguimento della debolezza sia dal lato dell'offerta sia della domanda. Nei primi tre mesi dell'anno l'unica componente che aveva contribuito positivamente (e in termini contenuti) alla crescita era stata quella dal canale estero, pertanto **la guerra commerciale statunitense getta ancora più ombre sul ciclo economico nipponico. I problemi si focalizzano in particolar modo sull'inflazione che, nonostante l'aumento del prezzo del petrolio, in maggio si è ridimensionata a +0.6% a/a in termini tendenziali,** annullando i progressi fatti nei mesi precedenti. Ciò ha fatto riflettere i componenti della Banca Centrale giapponese, facendo sorgere dei dubbi sull'efficacia dell'attuale politica monetaria, rimasta invariata alla riunione di giugno. Ci si sta chiedendo se la lentezza dei prezzi sia semplicemente dovuta ad una carenza di domanda e si è discusso sul rischio che un prolungato allentamento monetario generi gravi distorsioni nel settore finanziario. Alcuni sostengono che un basso tasso di interesse comprometta il funzionamento dell'intermediazione finanziaria attraverso un deterioramento della redditività delle banche. Per il momento, tuttavia, non sono attese decisioni da parte di Koruda, il presidente della Banca Centrale.

In giugno, il prezzo del petrolio ha continuato la sua corsa, soprattutto il WTI che ha raggiunto i 75 dollari al barile dai 66 di maggio. Il Brent ha lambito gli 80 dollari al barile, nonostante i Paesi OPEC abbiano deciso alla riunione di Vienna di fine giugno di aumentare la produzione di greggio. Le cause vanno ricercate nelle aspettative dei mercati di un incremento limitato per l'impossibilità di Paesi, come Venezuela ed Angola, di produrre al di sopra dei livelli attuali e nella questione delle sanzioni all'Iran. Gli Stati Uniti hanno chiesto a tutte le nazioni di interrompere le importazioni di greggio iraniano a partire da novembre. **Anche se da un lato riteniamo che le tensioni permarranno anche nella seconda parte del 2018, nel medio periodo il prezzo del petrolio non dovrebbe superare gli 80 dollari al barile.**

GLI ULTIMI DATI

Negli USA, la revisione dei dati sul PIL del primo trimestre dell'anno in corso ha ridimensionato la crescita congiunturale, ma non quella tendenziale: la variazione trimestrale annualizzata si è portata a +2% dalla precedente rilevazione di +2.2%, mentre rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente è rimasta a +2.8%. Pur con una certa delusione rispetto alle aspettative, che prevedevano una conferma del preliminare congiunturale di +2.2% t/t, l'economia americana nei primi tre mesi dell'anno ha mantenuto un buon passo di crescita vicino al 3%, grazie agli effetti benefici della riforma fiscale approvata a dicembre del 2017. La correzione al ribasso ha riguardato le esportazioni nette e le scorte, con un azzeramento del loro contributo, rispetto ad un +0.1% t/t dei preliminari di ciascuna componente. In particolare, sul canale estero ha pesato un risultato più deludente delle esportazioni, riviste a +3.6% t/t da +4.2% del preliminare, a fronte di una revisione al rialzo delle importazioni a +3.2% t/t da +2.8%. Anche i consumi hanno registrato una lieve limatura, ridimensionando il loro contributo alla crescita del PIL a +0.6% t/t da +0.7%. Nonostante questi aggiustamenti, viene confermato il quadro generale che vede negli investimenti fissi la componente trainante del ciclo economico americano in risposta alla forte crescita dei consumi registrata nell'ultimo trimestre del 2017. Essi hanno supportato la crescita per un +1.2% t/t (rivisto al rialzo da +1.1% della rilevazione provvisoria) ed il buon risultato è interamente da attribuire agli investimenti non residenziali che sono aumentati di +10.4% t/t (rivisto da +9.2%). Va, infine ribadito il riequilibrio dei flussi commerciali, dopo la preoccupante impennata delle importazioni del trimestre precedente di +14.1% t/t.

È importante analizzare i dati mensili, a oggi disponibili prevalentemente per maggio, perché potrebbero iniziare a incorporare gli effetti della politica protezionistica di Trump, messa in atto, almeno in termini di annunci, da marzo e intensificatasi nei mesi successivi. Dal lato dell'offerta, a maggio i segnali non sono confortanti. Tutti gli indicatori sono risultati negativi e spesso al di sotto delle attese. La produzione industriale ha registrato un calo di -0.1% m/m, dopo il forte rialzo di +0.9% di aprile (rivisto da +0.8%). Gli economisti si attendevano un +0.2%. Gli ordini di beni durevoli sono diminuiti di -0.6% m/m e il dato resta negativo anche se si esclude la componente più volatile dei trasporti (-0.3%) a fronte di un ampio incremento di +1.9% m/m (rivisto da +0.9%) del mese precedente e di un'aspettativa di +0.5%. La capacità di utilizzo degli impianti si è ridimensionata a 77.9 da 78.1 di aprile. L'ottimo andamento degli indicatori di fiducia ci porta, tuttavia, a valutare questa debolezza come un fisiologico ri-tracciamento dopo la buona performance dei dati di aprile e che gli effetti positivi della riforma fiscale, per il momento, sembrano ancora prevalere su quelli negativi del protezionismo. In maggio, il PMI è aumentato sia per il settore manifatturiero (a 58.7 da 57.3) sia per quello dei servizi (a 58.6 da 56.8). In giugno, l'NAPM di Chicago ha messo a segno un importante rimbalzo a 64.1 da 62.7 del mese precedente. Dal lato della domanda, i consumi sono sostenuti dalle ottime condizioni del mercato del lavoro, che a maggio ha visto scendere il tasso di disoccupazione al 3.8% dal 3.9% del mese precedente, un livello minimo dal 1970 (nel 2000 aveva raggiunto il 3.9%; solo nel 1969 era sceso sotto il 3.8%, fino a 3.4%) e aumentare l'occupazione di 223 mila unità, contro un atteso +190 mila. Le vendite al dettaglio sono cresciute di +0.8% m/m, proseguendo la tendenza positiva dei mesi precedenti, nei quali si erano registrati incrementi rilevanti di +0.7% a marzo e +0.4% ad aprile (rivisto da +0.2%). Il rialzo del prezzo del petrolio e un'inflazione non più contenuta hanno tuttavia cominciato a intaccare la fiducia dei consumatori che a giugno si è ridimensionata a 126.4 da 128.8, contro un'aspettativa di 128. In maggio, infatti, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi PCE (Personal Consumption Expenditures) si è pericolosamente portata a +2.3% a/a da +2% del mese precedente e quella core, depurata dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, a +2% a/a da +1.8% di aprile, centrando l'obiettivo della Banca Centrale. Anche i salari orari hanno mantenuto una dinamica sostenuta (+2.7% a/a).

Nonostante l'incertezza che incombe sullo scenario, in attesa di verificare l'impatto della guerra commerciale in atto, la crescita del PIL vicino al 3%, gli incrementi salariali, il rincaro del prezzo del petrolio e un'inflazione ai livelli dell'obiettivo della Fed aumentano la probabilità di altri due rialzi nel resto del 2018, da 25 punti base

USA

L'inflazione core si porta al 2% e il tasso di disoccupazione a livelli minimi dal 1970

ciascuno, a settembre e dicembre, come emerge dal comunicato della riunione della Banca Centrale di maggio. Confermiamo, quindi, lo scenario delineato già nei mesi scorsi (Scenario C – probabilità 60%).

In Giappone, la revisione dei dati trimestrali sul PIL del primo trimestre di quest'anno ha portato soltanto un leggero aggiustamento verso l'alto della variazione tendenziale (+1.1% a/a da +1% del preliminare) mentre quella congiunturale è rimasta invariata (-0.2% t/t) rispetto ai dati provvisori. A parte una limatura dei consumi ed una invarianza degli investimenti, non si sono registrate variazioni di rilievo, pertanto il quadro emerso in sede di prime rilevazioni resta immutato: **nei primi tre mesi del 2018, il ciclo economico giapponese ha registrato la sua prima contrazione degli ultimi due anni, comportando un dimezzamento della variazione tendenziale rispetto al trimestre precedente. L'unica componente che ha supportato la crescita è stata quella del canale estero**, con un contributo limitato a +0.1% t/t, grazie ad una dinamica delle esportazioni (+0.6% t/t) di poco superiore a quella delle importazioni (+0.3%). Sono risultati, invece, nulli i contributi dei consumi, degli investimenti fissi e della spesa pubblica. Le scorte hanno sottratto un -0.2% t/t, ma questo potrebbe essere visto come un fattore positivo di crescita nei prossimi trimestri, per la ricostituzione del magazzino.

I dati mensili, relativi prevalentemente a maggio, lasciano intravedere qualche incertezza dopo la ripresa registrata in aprile, sia dal lato dell'offerta sia della domanda. La produzione industriale è diminuita di -0.2% m/m, a fronte di una crescita di +0.5% del mese precedente, quest'ultimo rivisto al rialzo da +0.3%. Le aspettative erano ancora più pessimiste (-1%). Le vendite al dettaglio hanno registrato un pesante -1.7% m/m, che azzerò il risultato positivo di +1.3% del mese precedente (rivisto da +1.4%), nonostante, in aprile, il reddito delle famiglie e i consumi privati in termini reali siano aumentati di +2.8% m/m e +4%, rispettivamente. Questa debolezza si riconferma anche in giugno con una fiducia dei consumatori rimasta praticamente invariata a 43.7 da 43.8 di maggio. **L'unico dato molto positivo è rappresentato dagli ordini di macchinari industriali, disponibili per aprile, che registrano un corposo incremento di +10.1% m/m.** Gli operatori si attendevano una crescita (+2.4%) ma non di tale portata. Va, infine, sottolineato il recupero in giugno della fiducia dei produttori che si è riportato a quota 53.1 da 52.8 del mese precedente (rivisto da 52.5). **Non sono confortanti nemmeno le nuove informazioni sul canale estero, che in maggio ha visto un'esplosione delle importazioni di +10.6% m/m** a fronte di un calo delle esportazioni di -1%. Tutto ciò ha pesato sul saldo della bilancia commerciale che ha virato in negativo a circa -300 miliardi di yen da +450 di aprile. **Il vero nocciolo della questione rimane tuttavia, ancora una volta, l'inflazione, che, in sintonia con la minore forza dell'economia, in maggio ha arretrato a +0.6% a/a**, in termini di indice globale dei prezzi al consumo, da +0.7% del mese precedente. I risultati deludenti sul fronte inflazionistico hanno indotto i componenti del *Board* della Banca Centrale giapponese a riflettere sull'efficacia dell'attuale politica monetaria, insinuando il dubbio che i bassi prezzi non dipendano solo dalla scarsità della domanda.

In Area Euro, sono ora disponibili i dati del Pil del primo trimestre dell'anno in corso anche in forma disaggregata. Già il mese scorso era emerso che **il ciclo economico europeo fosse cresciuto ma con un ritmo meno intenso rispetto alla fine del 2017** e ora è possibile capirne le cause attraverso l'analisi delle singole componenti. **La crescita complessiva del PIL è stata pari a +0.4% in termini congiunturali e di +2.5% tendenziali**, in ridimensionamento rispetto a +0.7% t/t e +2.8% a/a del quarto trimestre dello scorso anno. **La minore forza va attribuita in particolare al canale estero** che ha sottratto crescita per un -0.1% t/t, a causa di un calo delle esportazioni (-0.4% t/t) più accentuato di quello delle importazioni (-0.1%). Nel trimestre precedente aveva rappresentato la componente trainante con un contributo positivo di +0.5% t/t, grazie a una dinamica dei flussi commerciali in uscita più ampia di quella dei flussi in entrata, che avevano beneficiato di una debolezza dell'euro nei mesi centrali del 2017. **Sul fronte della domanda interna, il minor contributo degli investimenti fissi (+0.1% t/t) è stato compensato da una maggiore forza della componente dei consumi**, che ha supportato la crescita del PIL con un +0.3% t/t, mentre la spesa pubblica è rimasta invariata. L'accumulo di scorte di +0.2% t/t va visto come un

GIAPPONE

Il ciclo economico resta incerto e l'inflazione arretra

AREA EURO

*Dati mensili moderati
Inflazione in crescita per l'effetto petrolio*

e ora è possibile capirne le cause attraverso l'analisi delle singole componenti. **La crescita complessiva del PIL è stata pari a +0.4% in termini congiunturali e di +2.5% tendenziali**, in ridimensionamento rispetto a +0.7% t/t e +2.8% a/a del quarto trimestre dello scorso anno. **La minore forza va attribuita in particolare al canale estero** che ha sottratto crescita per un -0.1% t/t, a causa di un calo delle esportazioni (-0.4% t/t) più accentuato di quello delle importazioni (-0.1%). Nel trimestre precedente aveva rappresentato la componente trainante con un contributo positivo di +0.5% t/t, grazie a una dinamica dei flussi commerciali in uscita più ampia di quella dei flussi in entrata, che avevano beneficiato di una debolezza dell'euro nei mesi centrali del 2017. **Sul fronte della domanda interna, il minor contributo degli investimenti fissi (+0.1% t/t) è stato compensato da una maggiore forza della componente dei consumi**, che ha supportato la crescita del PIL con un +0.3% t/t, mentre la spesa pubblica è rimasta invariata. L'accumulo di scorte di +0.2% t/t va visto come un semplice effetto di ricostituzione del magazzino, dopo il decumulo di -0.1% del trimestre precedente.

I dati mensili, relativi prevalentemente ad aprile e quindi significativi per comprendere come evolverà il ciclo economico nel secondo trimestre ancora non noto, **pur non intaccando seriamente la dinamica della crescita, evidenziano alcune incertezze già emerse nel mese precedente. Da un lato, il mercato del lavoro ha mantenuto posizioni di forza**, con il tasso di disoccupazione all'8.5% dall'8.6% di marzo e il settore delle costruzioni è riuscito a invertire la tendenza negativa di febbraio (-0.7% t/t) e marzo (-0.2%) registrando un +1.8% m/m. **Dall'altro, la produzione industriale è diminuita di -0.9% m/m, azzerando il progresso di marzo** di +0.6% (rivisto al rialzo da +0.5%). In parte il cattivo risultato era già scontato dagli operatori che si attendevano un -0.7%. **Le vendite al dettaglio sono aumentate limitatamente** di +0.1% m/m, rispetto ad un atteso +0.5%, ma il dato precedente è stato corretto al rialzo a +0.4% m/m da +0.1%. **Sul fronte del canale estero, l'equilibrio finora dimostrato tra flussi commerciali in entrata e quelli in uscita vacilla a causa di una crescita più rilevante delle importazioni** di +1.4% m/m, rispetto a quella delle esportazioni di +0.3%. **In giugno, la fiducia di consumatori e imprenditori ha subito un'altra limatura, risentendo della minore forza del ciclo economico**: l'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) si è portato a quota 112.3 da 112.5 del mese precedente e il PMI, che interpreta specificatamente la fiducia dei produttori, è diminuito nel settore manifatturiero a 55 da 55.5. Naturalmente si tratta di un livello ancora storicamente elevato, ma la tendenza è al ribasso. Solo il settore dei servizi ha registrato un aumento a quota 55 da 53.8 (rivisto da 53.9).

Il rincaro del prezzo del petrolio è ben visibile sull'andamento dell'indice globale dei prezzi al consumo HCPI (*Harmonized Consumer Price Index*), che in giugno ha raggiunto quota +2% a/a, confermando la tendenza del mese precedente quando aveva subito una forte correzione al rialzo da +1.2% di aprile a +1.9% di maggio. **Per il momento, tuttavia, le tensioni inflazionistiche non si sono trasferite dal settore energetico agli altri comparti, come evidenzia l'indice core**, al quale fa riferimento la Banca Centrale nel fissare il suo obiettivo di +2%, **che ha mantenuto una crescita tendenziale ancora molto contenuta a +1%**, addirittura in ridimensionamento dal +1.1% di maggio.

Alla luce del ritmo più blando della crescita e di un'inflazione per il momento limitata al comparto energetico, la BCE sarà molto cauta nel processo di normalizzazione della politica monetaria, dopo l'annuncio della fine del *Quantitative Easing* a dicembre di quest'anno. È molto probabile che focalizzi l'attenzione dei mercati sui reinvestimenti dei titoli in scadenza già in portafoglio e rinvii un eventuale rialzo dei tassi ufficiali alla fine del 2019 (Scenario C – Probabilità 60%).

Per la Germania non sono disponibili nuove informazioni sui dati trimestrali del PIL rispetto al mese scorso, pertanto ribadiamo il ridimensionamento del ciclo economico tedesco nel primo trimestre dell'anno in corso, in sintonia con i dati dell'intera Area Euro.

Germania

Il PIL è aumentato di +0.3% t/t e di +2.3% a/a, rispetto a +0.6% t/t e +2.9% a/a del trimestre precedente, **a causa della componente del canale estero che non ha supportato la crescita come nel 2017.**

I dati mensili, relativi prevalentemente ad aprile e maggio, **sono importanti perché**, essendo riferiti al secondo trimestre non ancora noto, **ci permettono di valutare se la minore forza dell'economia tedesca di inizio anno abbia avuto carattere transitorio. Purtroppo i segnali non sono confortanti né dal lato dell'offerta, né dal lato della domanda e il rischio di una crisi politica interna all'attuale coalizione di governo non aiuterà di certo l'economia tedesca a riprendere il passo di crescita vigoroso del 2017.**

In aprile, il settore delle costruzioni ha messo a segno un buon incremento di +3.3% m/m, rafforzando la dinamica positiva di +1.5% del mese precedente (rivisto da +0.6%), ma **la produzione industriale e gli ordini si sono indeboliti**, registrando un -1% m/m e -2.5%, rispettivamente. Gli operatori sono rimasti delusi, poiché si attendevano dati positivi di +0.3% e +0.8%. Se la diminuzione della produzione può essere giustificata dal buon incremento di +1.7% di marzo (rivisto al rialzo da +1%), quella degli ordini genera preoccupazione perché la tendenza al ribasso dura dall'inizio dell'anno, visto che l'indicatore è diminuito di -3.5%, -0.2% e -1.1%, rispettivamente nei primi tre mesi. In maggio, **hanno deluso le aspettative anche le vendite al dettaglio** con un calo di -2.1% m/m, ben al là dell'atteso -0.5%, **nonostante il buon andamento del mercato del lavoro** che a giugno ha mantenuto il tasso di disoccupazione a livelli minimi di +5.2%. **Tutto ciò si è riflesso sulla fiducia dei produttori che si è ulteriormente ridimensionata**: in giugno, l'indice Ifo è sceso a 101.8 da 102.3 del mese precedente e il PMI del settore manifatturiero a 55.9 da 56.9. Solo nel settore dei servizi la fiducia è risalita (a 53.9 da 52.1 di maggio).

Nonostante la minor forza del ciclo economico tedesco, il rincaro del petrolio ha mantenuto l'inflazione globale sopra l'obiettivo del 2% della BCE e qualche tensione si è estesa dal settore energetico agli altri comparti: in giugno, la variazione tendenziale dell'indice dei prezzi al consumo è stata pari a +2.1% a/a, da +2.2% del mese precedente e l'indice core, disponibile solo per maggio, si è portato a +1.5% a/a da +1% del mese precedente. È d'obbligo, quindi, monitorare tale indicatore.

In Francia, la revisione dei dati sul PIL del primo trimestre dell'anno in corso ha confermato il risultato sotto tono emerso già con i preliminari. La crescita congiunturale del ciclo economico d'oltralpe è stata pari a +0.2% t/t e a +2.2% a/a. Confrontati con i buoni risultati del quarto trimestre del 2017 di +0.7% t/t e +2.8% a/a, il ridimensionamento appare evidente ed in linea con quello degli altri paesi dell'area. **La revisione ha apportato solo leggere modifiche che non hanno alterato la sostanza del quadro generale.** Tutte le componenti hanno registrato tassi di crescita inferiori rispetto al trimestre precedente, a parte le scorte che sono rimaste invariate dopo un decumulo -0.4% t/t. **Il canale estero che nello scorso anno aveva rappresentato la forza trainante dell'economia francese** (+0.7% t/t nel trimestre precedente) ha sottratto crescita per un -0.1% nei primi mesi del 2018 a causa di un calo delle esportazioni (-0.3% t/t) lievemente più ampio di quello delle importazioni (-0.1%, rivisto da -0.3%). Solo i consumi sono riusciti a contribuire positivamente, ma con un limitato +0.1% t/t. Gli investimenti sono rimasti neutri.

Francia

I dati mensili, relativi in gran parte ad aprile, segnalano qualche difficoltà anche per l'economia francese sia nell'offerta sia nella domanda. La produzione industriale è diminuita di -0.5% m/m, confermando la dinamica negativa di marzo (-0.4%). Solo il settore delle costruzioni ha recuperato mettendo a segno un buon risultato di +2.9% m/m, dopo quello deludente di -2.3% del mese precedente. Le vendite al dettaglio hanno azzerato il guadagno registrato in marzo di +1.5% m/m (rivisto da +0.5) con un calo di -1.2%. Il tasso di disoccupazione è rimasto fermo a +9.2% dopo il peggioramento del mese precedente. La fiducia dei produttori in giugno è rimasta invariata a 110 e quella dei consumatori si è ridimensionata a 97 da 99 di maggio (rivisto da 100).

Anche in Francia, l'indice dei prezzi al consumo globale si è mantenuto al di sopra dell'obiettivo della BCE a causa del rincaro del petrolio, aggiustando verso l'alto la variazione tendenziale di giugno a +2.4% da +2.3% di aprile, tuttavia tutto questo non ha ancora intaccato gli altri comparti, dal momento che l'indice core ha corretto addirittura al ribasso a +0.9% a/a da +1.1% del mese precedente.

In Italia, i dati preliminari del PIL del primo trimestre dell'anno, ora disponibili anche per le componenti, hanno dimostrato una sostanziale tenuta della crescita economica con un aumento di +0.3% t/t e +1.5% a/a da +1.6% del trimestre precedente. Si è ridotto il divario con gli altri Paesi dell'Area (Germania +2.3%, Francia +2.2%) purtroppo però semplicemente perché gli altri si sono ridimensionati di più. **Va sottolineato, comunque, che la crescita italiana è stata supportata in gran parte da un forte accumulo di scorte di +0.7% t/t.** Se da un lato, ciò è in parte giustificato da un effetto di ricostituzione del magazzino dopo il -0.3% del trimestre precedente, dall'altro, potrebbe non essere un fattore del tutto positivo. **Ciò che in ogni caso fa ben sperare è la ripresa dei consumi,** che hanno contribuito alla crescita del PIL per un +0.3% t/t, dopo la loro neutralità nel quarto trimestre del 2017, **mentre gli investimenti hanno sottratto alla ripresa un -0.2% t/t,** a causa di una diminuzione di -1.6% t/t. **In sintonia con l'intera Area Euro, la sofferenza del canale estero emerge dal calo delle esportazioni di -2.4% t/t.** I flussi con l'estero nel loro complesso hanno contribuito negativamente per un -0.4% t/t, nonostante anche le importazioni siano diminuite (-1.6% t/t). Questo fatto si è ripresentato anche nei dati mensili di maggio relativamente ai flussi extra-UE con una riduzione delle esportazioni di -3% m/m. La spesa pubblica è rimasta neutrale.

I dati mensili sono risultati deboli, sia dal lato dell'offerta sia della domanda. In aprile, la produzione industriale è diminuita di -1.2% m/m, azzerando l'unico progresso registrato in marzo dall'inizio dell'anno di +1.2% (in gennaio e febbraio la tendenza negativa era stata di -1.8% e -0.5%, rispettivamente). Gli ordini sono scesi di -1.3% m/m e il dato precedente è stato rivisto al ribasso a +0.3% da +0.5%. Le vendite al dettaglio hanno registrato un calo di -0.7% m/m in controtendenza rispetto alle attese degli economisti di +0.1%. In questo caso, il dato precedente è stato fortunatamente rivisto al rialzo da -0.6% a -0.2%, limitando la tendenza negativa. Il tasso di disoccupazione si è portato a +11.2% da +11.1% del mese precedente. **L'unico dato positivo di aprile si è registrato nel settore delle costruzioni con un balzo di +2.5% m/m.**

Il fatto confortante è che la fiducia dei consumatori in giugno, dopo il peggioramento di maggio a 113.9 a causa del caos politico, **si è riportata a 116.2, vicino ai livelli di aprile, grazie ad una ritrovata maggioranza in grado di governare. Invece, la fiducia dei produttori è riuscita a migliorare solo nel settore dei servizi,** portandosi a quota 107.8 da 106, mentre quella del settore manifatturiero ha aggiustato verso il basso a 106.9 da 107.6.

Sul fronte dei prezzi, dopo il raddoppio a maggio dell'inflazione sia globale sia core, in giugno solo la prima ha risentito in parte del rincaro del petrolio e in ogni caso, a differenza di Germania e Francia, rimane ancora lontana dall'obiettivo della BCE: la variazione tendenziale dell'indice globale si è portata a +1.5% a/a da +1% di maggio, mentre quella dell'indice *core* ha subito solo un lieve rialzo a +0.9% a/a da +0.8%. **L'annuncio della fine del QE dal 2019 si è già fatto sentire sui rendimenti dei titoli di Stato, perché pone l'Italia più a rischio di instabilità dei conti pubblici in mancanza del supporto della BCE. Il Governo, pertanto, dovrà trovare coperture certe a qualsiasi piano fiscale perché i mercati stanno alla finestra e potrebbero sovvertire lo scenario in brevissimo tempo.**

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

GLI SCENARI

A (20%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sulla crescita viene più che compensato da quello molto espansivo della riforma fiscale già approvata, delineando un aumento del PIL intorno al 3% a/a. **In presenza di una buona domanda interna, i produttori scaricano sui prezzi al consumo i rincari** dovuti ai dazi, quelli delle materie prime dovuti all'aumento del prezzo del petrolio e quelli dei salari per un mercato del lavoro al pieno impiego. **La Fed aumenta i tassi ufficiali ancora due volte nel resto del 2018, di 25 punti base ciascuna, a settembre e dicembre, ma i mercati hanno la sensazione che sia in ritardo nel controllo dell'inflazione.** Nel medio termine, i rendimenti decennali si spingono sopra il 3% e il dollaro resta intorno a quota 1.16 nei confronti dell'euro.

Area Euro: la crescita si rafforza portandosi verso il 3% a/a e l'inflazione verso il 2% a/a. **La BCE, dopo l'azzeramento del QE, comincia a prospettare un rialzo dei tassi ufficiali in primavera del 2019** e tutti i rendimenti dell'Area Euro salgono per riflettere la fine della politica monetaria accomodante.

In Italia, la nuova coalizione mantiene la politica fiscale all'interno dei vincoli europei. I rendimenti salgono in sintonia con il resto dell'area, ma rimangono sotto il 2.6%-2.7%. Lo *spread* si ridimensiona verso i 210 punti base nei confronti del *Bund* tedesco.

B (20%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sul ciclo economico, attraverso un ridimensionamento della fiducia di produttori e consumatori, **prevale su quello dell'inflazione,** delineando una crescita del PIL intorno al 2.5% a/a. Il prezzo del petrolio e i salari aumentano ma non in modo consistente. L'inflazione rimane contenuta sia pur vicino all'obiettivo della Fed. **Un passo di crescita più limitato del previsto e il parziale rientro dei rischi inflazionistici impongono alla Fed un solo intervento di 25 punti base sui tassi ufficiali nel resto del 2018, a settembre.** Nel medio periodo, il dollaro, visto come valuta rifugio, si rafforza portandosi sotto quota 1.14 nei confronti dell'euro e i rendimenti del decennale tornano al 2.7-2.8%.

Area Euro: la crescita economica rimane positiva, intorno al 2.5% a/a, anche se meno intensa del 2017, con un'inflazione *core* ancora moderata, sotto il 2% a/a. I rischi di una guerra dei dazi e d'instabilità per la situazione italiana inducono **la BCE** a mantenere molta cautela nel processo di normalizzazione della politica monetaria: **focalizza l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio e rinvia almeno all'autunno del 2019 l'eventuale rialzo dei tassi. In Italia emerge il celato carattere populista della coalizione di governo.** I due viceministri fanno a gara per concretizzare le proprie promesse elettorali, **prospettando una finanza fuori controllo e penalizzando fortemente i rendimenti dei titoli di stato** che aumentano sopra il 3% per la scadenza decennale, con uno *spread* che può spingersi ben sopra i 260 punti base rispetto al *Bund*.

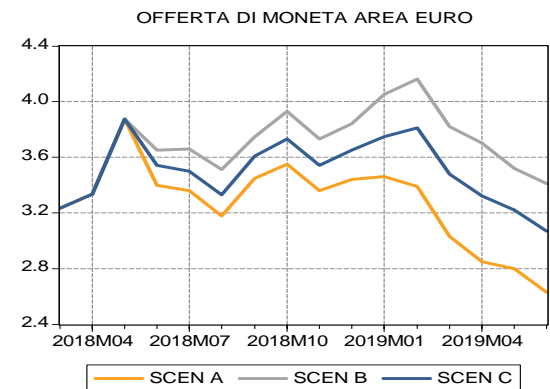
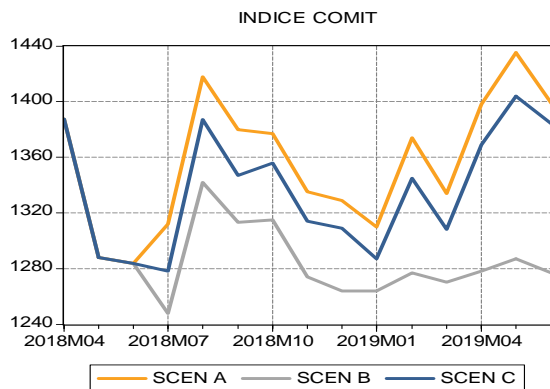
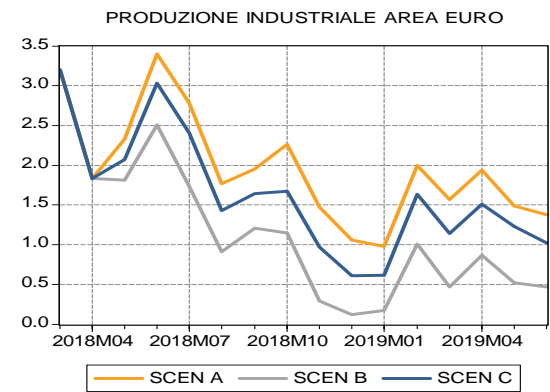
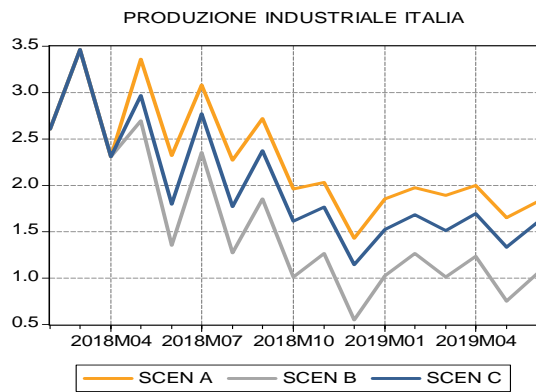
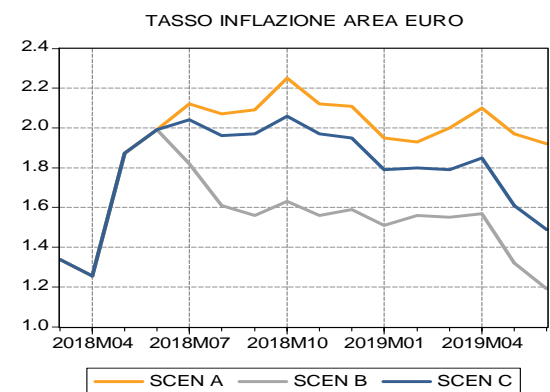
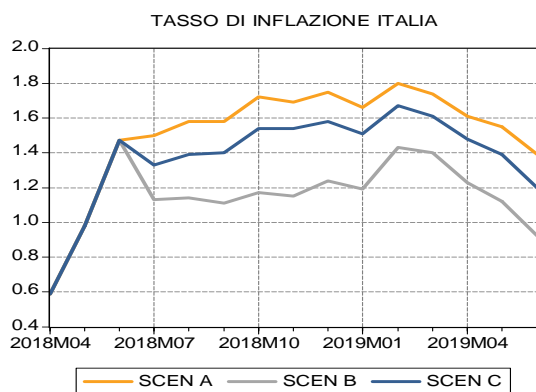
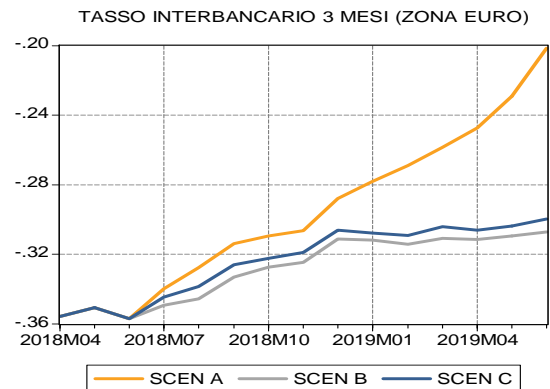
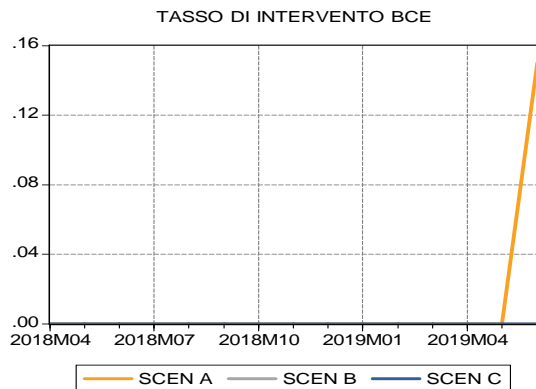
C (60%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sulla crescita viene più che compensato da quello molto espansivo della riforma fiscale già approvata, delineando una crescita del PIL intorno al 3% a/a. **In presenza di una buona domanda interna, i produttori scaricano sui prezzi al consumo i rincari** dovuti ai dazi, quelli delle materie prime dovuti all'aumento del prezzo del petrolio e quelli dei salari per un mercato del lavoro al pieno impiego. Per controllare l'inflazione, **la Fed aumenta i tassi ufficiali ancora due volte nel resto del 2018, di 25 punti base ciascuna, a settembre e dicembre.** Nel medio termine, i rendimenti decennali si spingono sopra il 3% e il dollaro si rafforza portandosi verso quota 1.15-1.14 nei confronti dell'euro.

Area Euro: la crescita economica rimane positiva, intorno al 2.5% a/a, anche se meno intensa del 2017, con un'inflazione *core* ancora moderata, sotto il 2% a/a. I rischi di una guerra dei dazi e d'instabilità per la situazione italiana inducono **la BCE** a mantenere molta cautela nel processo di normalizzazione della politica monetaria: **focalizza l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio e rinvia almeno all'autunno del 2019 l'eventuale rialzo dei tassi. I rendimenti** dell'Eurozona risalgono in sintonia con quelli americani. **Quelli italiani sono penalizzati,** nonostante il messaggio distensivo della BCE, **dalla fine del QE a dicembre del 2018 e dal rischio di un allentamento nel rigore nei conti pubblici, rimasto aperto con il nuovo governo,** restando sopra il 2.6-2.7%, con uno *spread* BTP/*Bund* intorno ai 240 punti base.

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

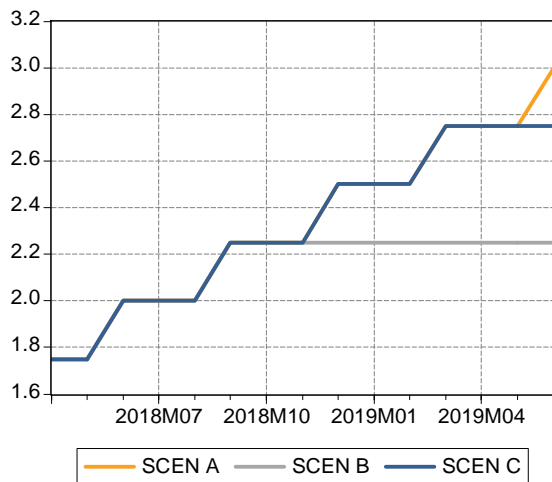
Dati mensili



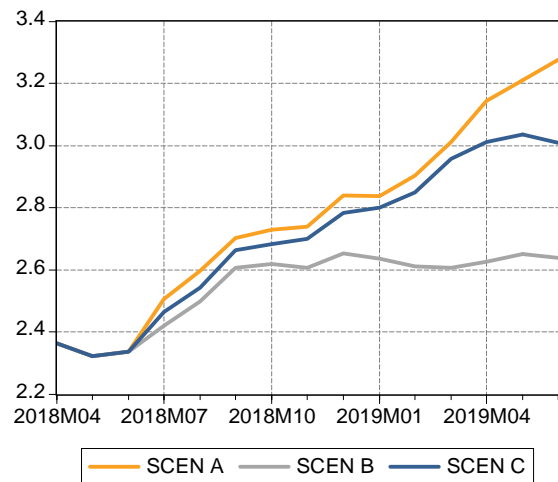
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili

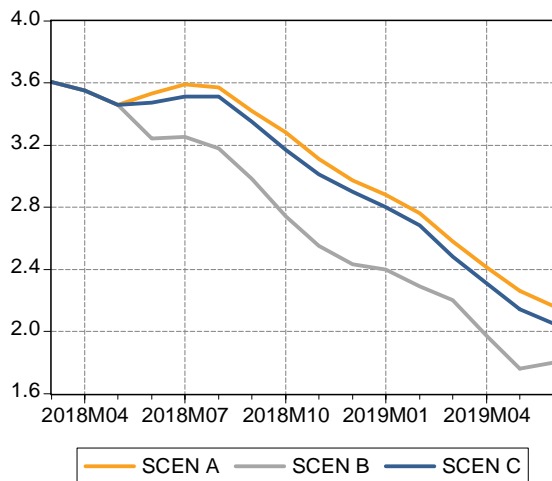
TASSO DI INTERVENTO FED



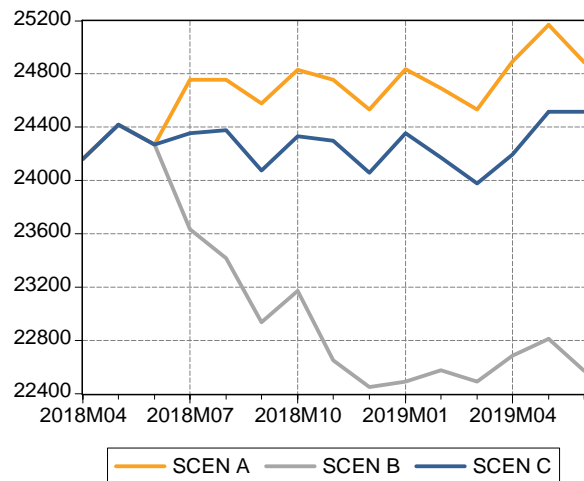
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



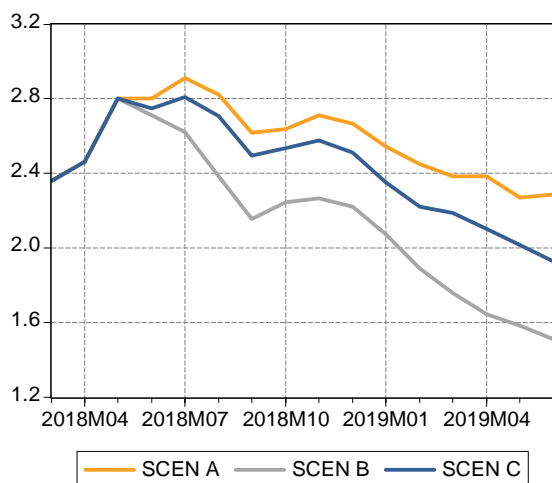
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



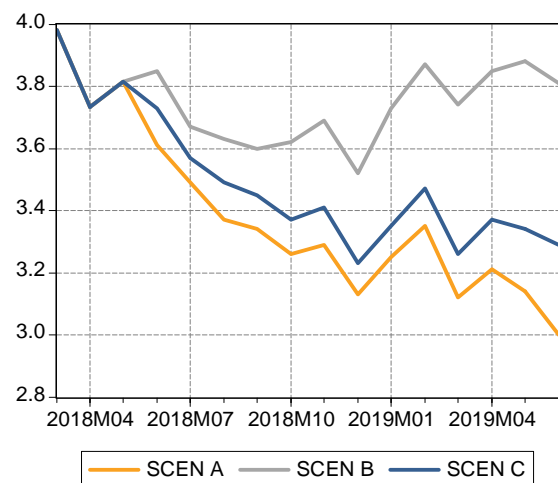
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

I tassi interbancari europei in giugno sono rimasti invariati rispetto al mese precedente per le scadenze a 1 e 6 mesi (a -0.4% e -0.31% rispettivamente) mentre è lievemente diminuito quello a 3 mesi (-0.36% da -0.35%). **Una crescita economica positiva e un'inflazione core moderata potrebbero spingere la BCE a rinviare almeno all'autunno 2019 l'eventuale rialzo dei tassi (Scen. C e B).** Se le dinamiche dovessero accelerare, potrebbe prospettarsi un primo rialzo già in primavera 2019 (Scen. A). **I saggi interbancari sono visti in tenue ripresa in tutti e tre gli scenari** (-0.37%, -0.32% e -0.28% per le scadenze a 1, 3 e 6 mesi in C, -0.38%, -0.32% e -0.28% rispettivamente in B e -0.29%, -0.22% e -0.20% in A).

TASSI INTERBANCARI

In giugno, pur correggendo rispetto a maggio, quando la crisi politica italiana e i dubbi sulla permanenza del Paese nella moneta unica ne avevano determinato un'impennata (+1.4% da +0.14% il 3 anni, +2.02% da +0.69% il 5 anni, +2.39% da +1.27% il 7 anni e +2.81% da +1.88 il decennale) i rendimenti della struttura a termine italiana hanno risentito dell'annuncio della fine del QE dal 2019, mantenendosi su livelli elevati (+1.13%, +1.83%, +2.30% e +2.73% rispettivamente). La mancanza del supporto da parte della BCE accentua, infatti, per l'Italia il rischio d'instabilità dei conti pubblici.

STRUTTURA A TERMINE

Nello scenario C, se in USA l'effetto negativo del protezionismo fosse più che compensato da quello molto espansivo della riforma fiscale, la Fed potrebbe aumentare i tassi ufficiali ancora due volte nel 2018. La BCE, invece, se la crescita rimanesse positiva e l'inflazione core sotto il target del 2%, potrebbe focalizzare l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio e rinviare almeno all'autunno 2019 l'eventuale rialzo dei tassi. Nonostante il messaggio accomodante della BCE, se il nuovo governo fosse meno rigoroso nella gestione del bilancio, i rendimenti dei titoli italiani ne sarebbero penalizzati, attestandosi a giugno 2019 all'1.32%, all'1.99%, al 2.58% e al 2.92% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni. Nello scenario A, fermi restando i due rialzi della Fed, i mercati hanno la sensazione che questi non siano sufficientemente tempestivi per il controllo dell'inflazione. In Europa la crescita si rafforza, l'inflazione core si porta verso il 2% e in Italia il governo mantiene il rigore nella gestione del debito. In tal caso la BCE potrebbe prospettare un rialzo dei tassi ufficiali in primavera del 2019: i rendimenti italiani rimarrebbero elevati ma in sintonia con quelli europei (+1.17% il 3 anni, +1.82% il 5 anni, +2.42% il 7 anni e +2.76% il 10 anni a giugno 2019). Nello scenario B, negli USA s'ipotizza una crescita più moderata e un rientro delle pressioni inflazionistiche che consentono alla Fed di limitare il proprio intervento a un solo nuovo rialzo nel 2018. In Area Euro, nonostante la crescita positiva, l'inflazione sotto controllo e l'atteggiamento accomodante della BCE, il mancato accordo all'interno del governo penalizza fortemente i rendimenti dei titoli di Stato (+1.71% il 3 anni, +2.36% il 5 anni, +2.93% il 7 anni e +3.27% il 10 anni a giugno 2019).

In aprile i tassi medi sui depositi sono rimasti invariati rispetto al mese precedente (+0.4%) mentre quelli sui prestiti sono lievemente diminuiti (+2.6% da +2.7%). **Negli scenari B e C sono visti rispettivamente a +0.4% e +2.7%.** In A si potrebbe osservare un lieve rialzo (+0.5% e +2.8%).

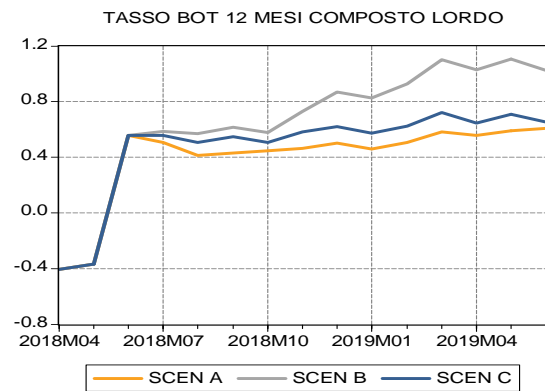
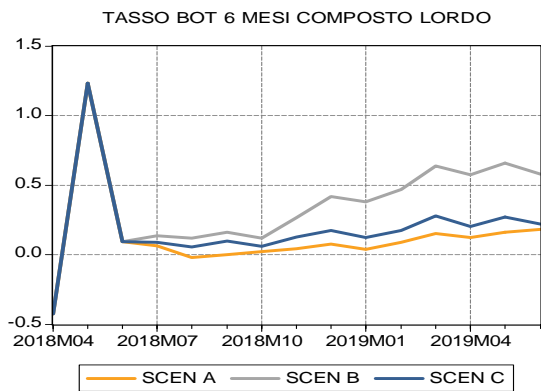
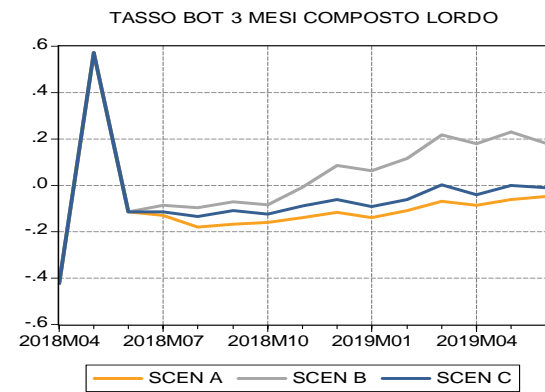
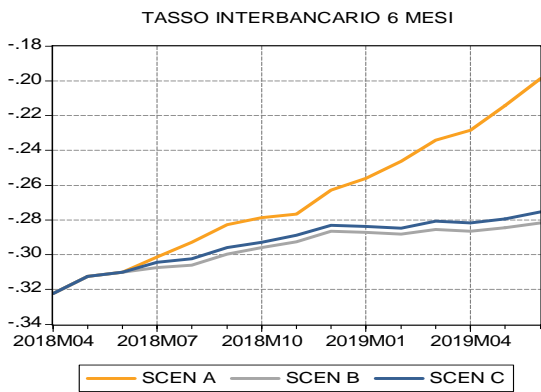
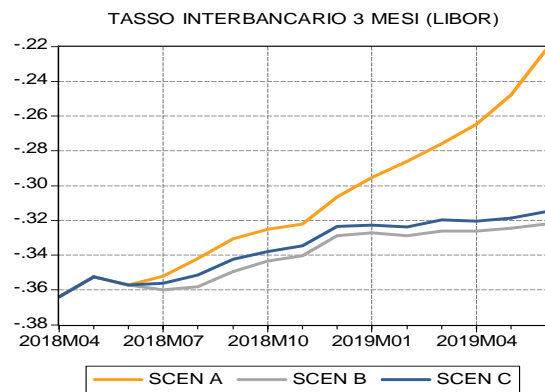
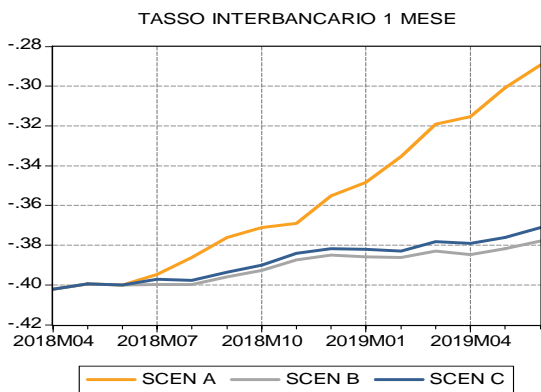
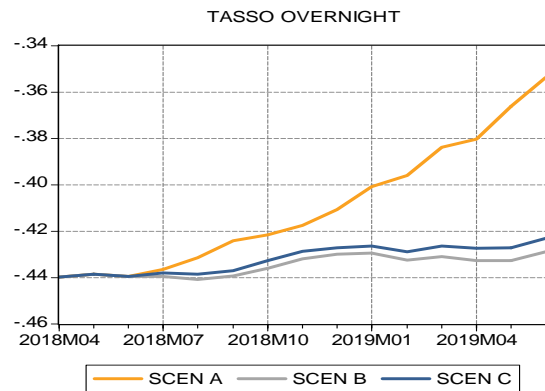
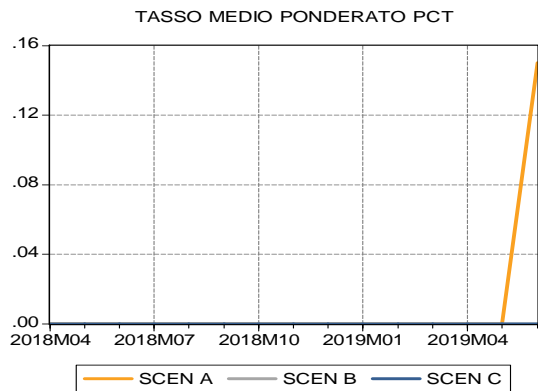
TASSI BANCARI

In aprile, il trend debolmente negativo dei prestiti totali iniziato il mese precedente (-0.01% a/a) si è rafforzato (-0.13% a/a). Anche i depositi hanno confermato il rallentamento iniziato in marzo (+0.06% a/a da +0.86%). **In base alle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica degli impieghi** (+1.8% a/a in C, +2.1% in A e +1.5% in B, a giugno 2019) **e dei depositi totali** (+4.5%, +5% e +3.9% rispettivamente) **dovrebbe ritornare sostenuta.**

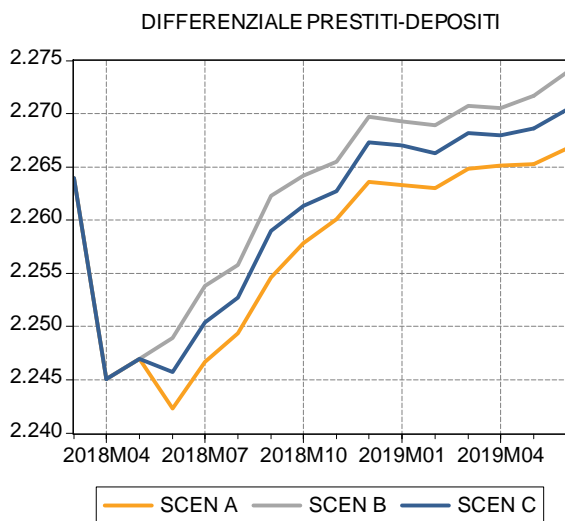
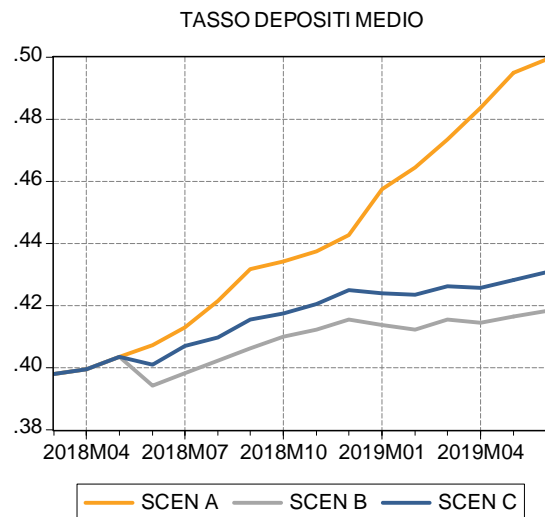
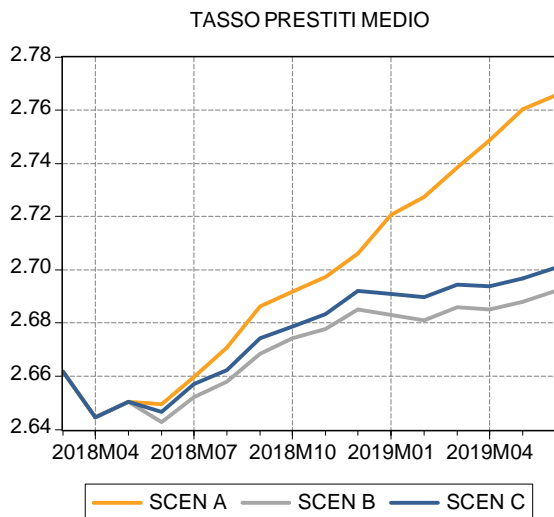
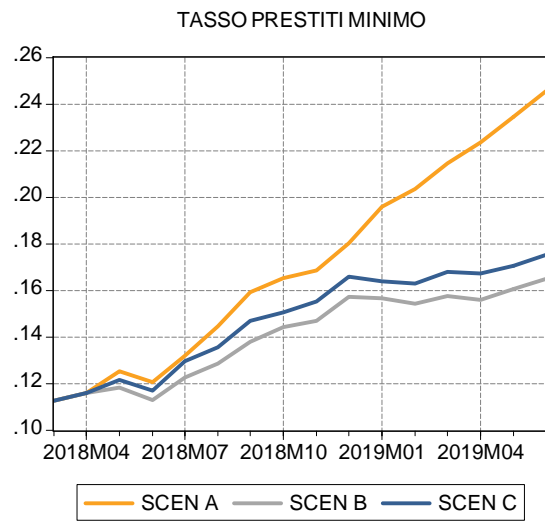
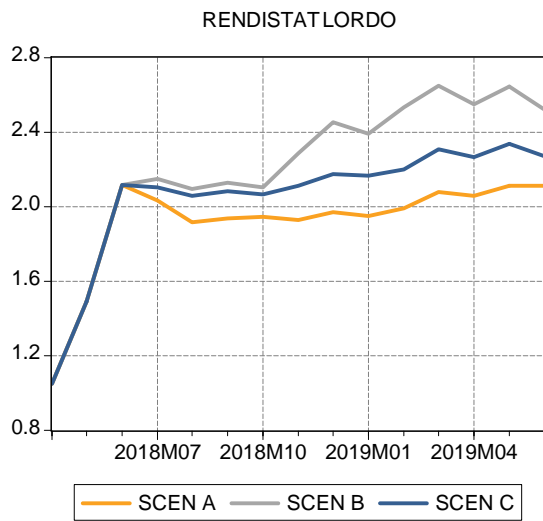
VOLUMI

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

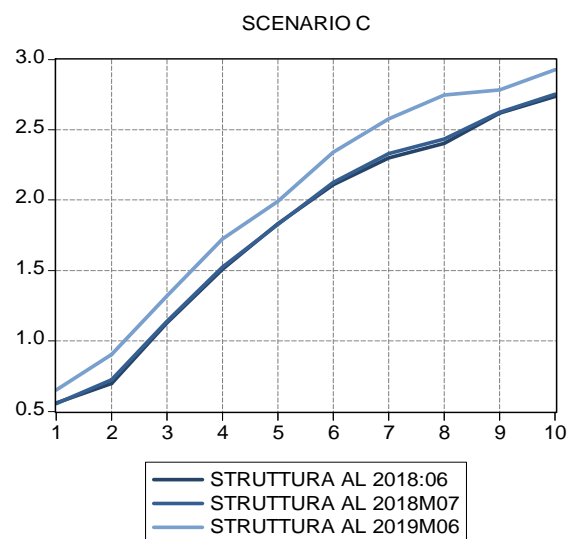
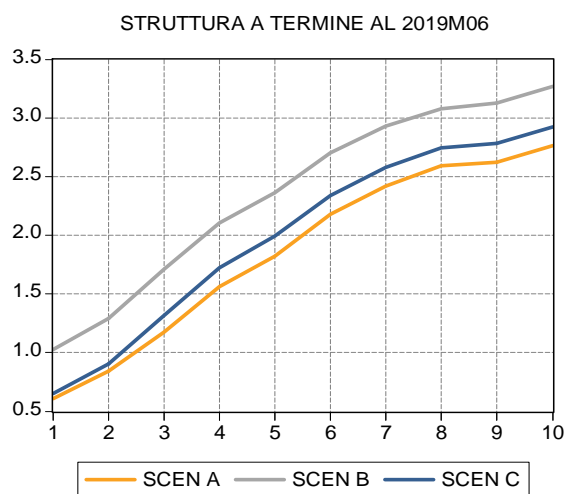
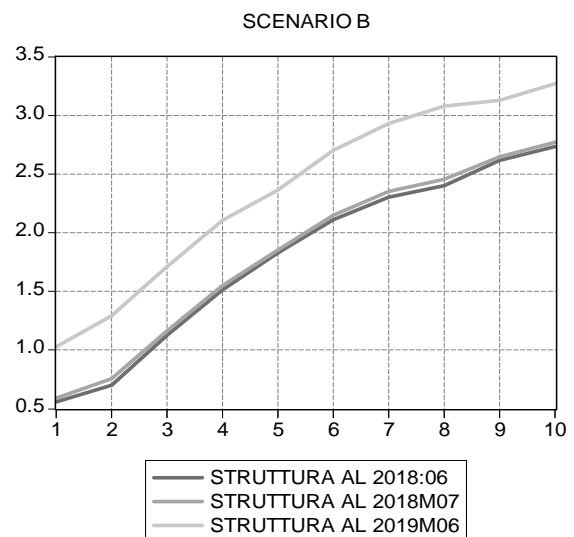
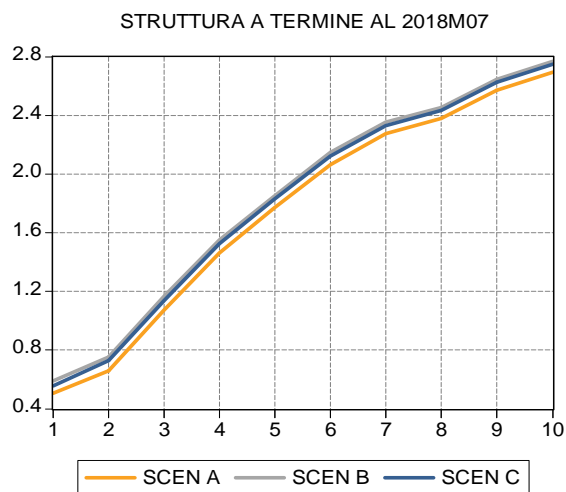
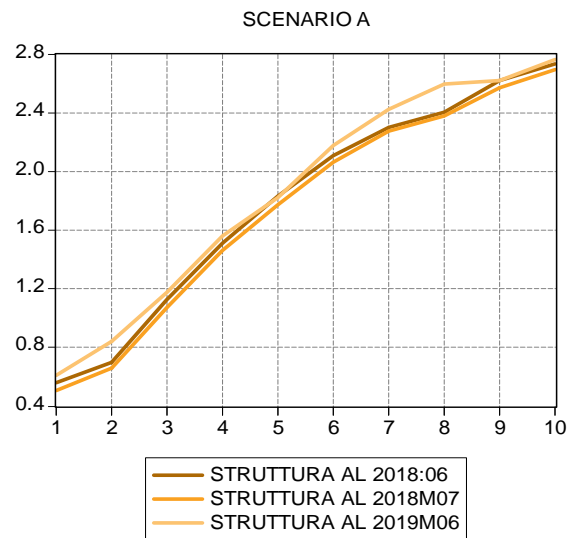
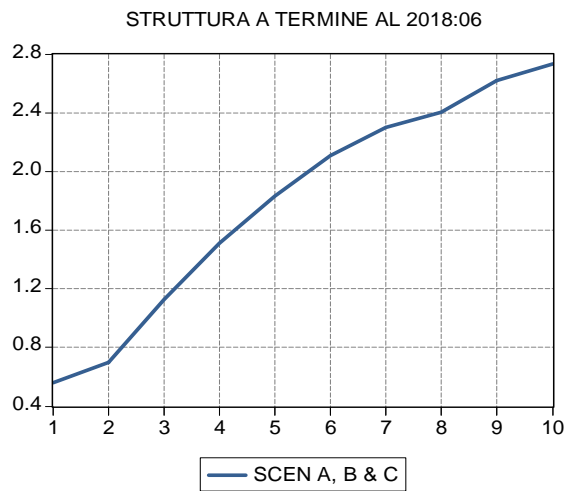
TASSI - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili

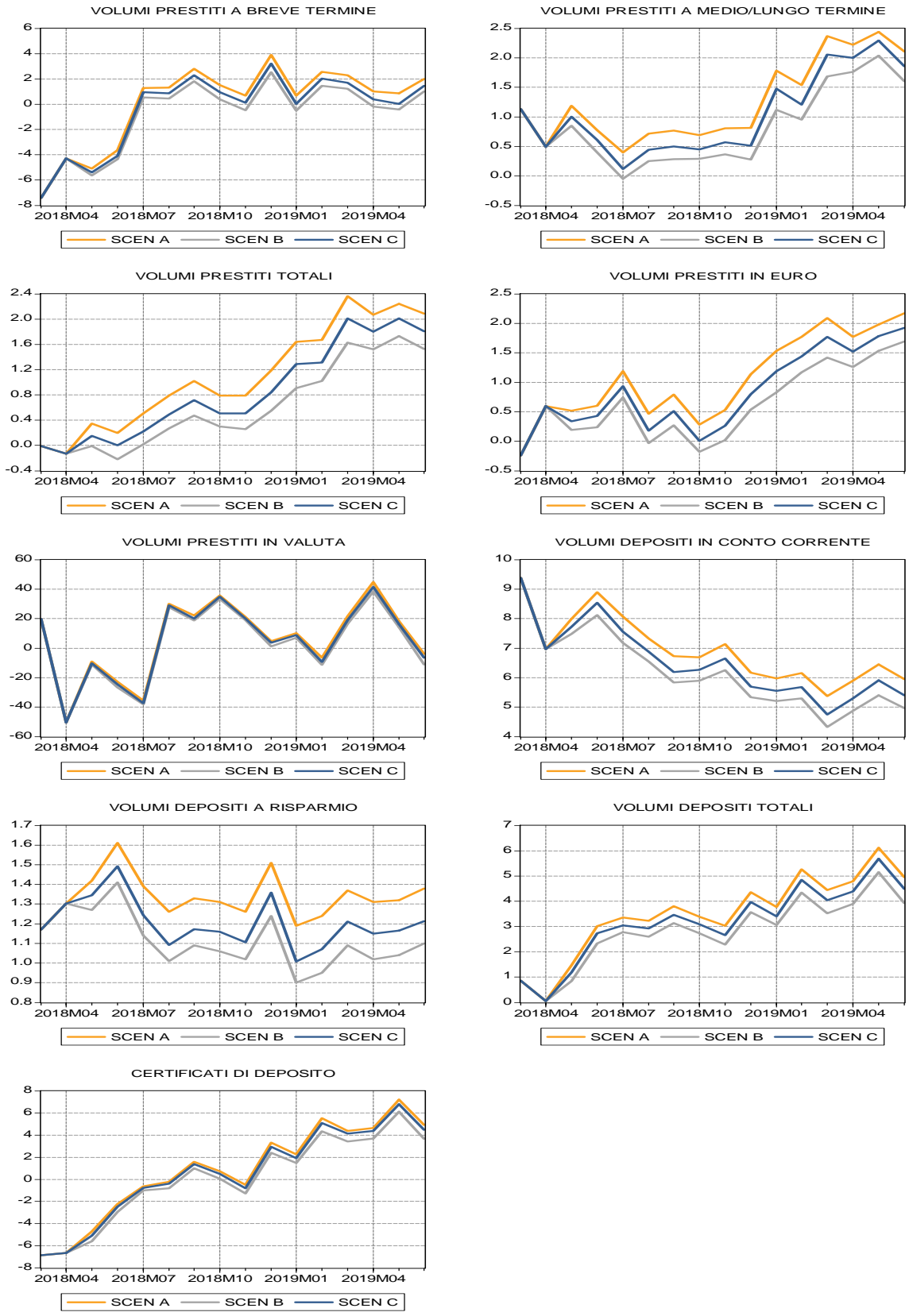


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



SCENARIO A	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6
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	0.15
Indice COMIT (livello)	1297	1373	1316	1308	1387	1288	1284	1312	1418	1380	1377	1335	1329	1310	1374	1334	1398	1435	1399
Produzione Industriale (Var. % a/a)	4.7	4.4	2.6	3.5	2.3	3.4	2.3	3.1	2.3	2.7	2.0	2.0	1.4	1.9	2.0	1.9	2.0	1.7	1.8
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.0	1.2	0.5	0.9	0.6	1.0	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	1.7	1.8	1.7	1.6	1.6	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	0.15
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.43	-0.42	-0.42	-0.42	-0.41	-0.40	-0.40	-0.38	-0.38	-0.37	-0.35
T. Interb. 1m lett.	-0.41	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.38	-0.37	-0.37	-0.36	-0.35	-0.34	-0.32	-0.32	-0.30	-0.29
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.36	-0.35	-0.36	-0.35	-0.34	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.30	-0.29	-0.28	-0.26	-0.25	-0.22
T. Interb. 6m lett.	-0.32	-0.34	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.30	-0.29	-0.28	-0.28	-0.28	-0.26	-0.26	-0.25	-0.23	-0.23	-0.21	-0.20
T. Depositi medio	0.38	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.42	0.43	0.43	0.44	0.44	0.46	0.46	0.47	0.48	0.50	0.50
T. Prestiti medio	2.69	2.69	2.68	2.66	2.64	2.65	2.65	2.66	2.67	2.69	2.69	2.70	2.71	2.72	2.73	2.74	2.75	2.76	2.77
T.prest. medio - T.dep. medio	2.30	2.30	2.30	2.26	2.25	2.25	2.24	2.25	2.25	2.25	2.26	2.26	2.26	2.26	2.26	2.26	2.27	2.27	2.27
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.45	-0.42	-0.41	-0.43	-0.42	0.57	-0.11	-0.13	-0.18	-0.17	-0.16	-0.14	-0.12	-0.14	-0.11	-0.07	-0.09	-0.06	-0.05
T. BOT comp. lordo 6m	-0.46	-0.42	-0.41	-0.44	-0.43	1.23	0.09	0.06	-0.02	0.00	0.02	0.04	0.08	0.04	0.09	0.15	0.12	0.16	0.18
T. BOT comp. lordo 12m	-0.41	-0.43	-0.41	-0.41	-0.40	-0.37	0.56	0.51	0.41	0.43	0.45	0.46	0.50	0.46	0.51	0.58	0.56	0.59	0.61
Rendistat lordo	1.05	1.21	1.26	1.20	1.05	1.49	2.12	2.03	1.91	1.94	1.94	1.93	1.97	1.95	1.99	2.08	2.06	2.11	2.11
Rendistat netto	0.92	1.06	1.11	1.05	0.92	1.30	1.85	1.78	1.67	1.69	1.70	1.69	1.72	1.70	1.74	1.82	1.80	1.85	1.85
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.24	0.25	0.22	0.03	0.14	1.40	1.13	1.07	0.95	0.98	0.98	0.99	1.02	0.99	1.05	1.14	1.11	1.14	1.17
Rend. BTP a 5 anni	0.86	0.90	0.90	0.67	0.69	2.02	1.83	1.77	1.64	1.66	1.67	1.67	1.69	1.66	1.72	1.80	1.78	1.81	1.82
Rend. BTP a 7 anni	1.49	1.54	1.52	1.26	1.27	2.39	2.30	2.27	2.18	2.21	2.23	2.24	2.28	2.25	2.31	2.40	2.37	2.41	2.42
Rend. BTP a 10 anni	2.13	2.16	2.12	1.86	1.88	2.81	2.73	2.70	2.59	2.61	2.62	2.62	2.64	2.62	2.67	2.75	2.72	2.75	2.76
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2371.216	2379.126	2347.233	2374.500	2380.502	2369.093	2391.645	2360.479	2363.227	2371.567	2416.39	2440.71	2399.43	2418.14	2386.43	2430.54	2429.78	2422.16	2441.63
Prestiti in euro	2338.729	2348.193	2319.187	2341.405	2363.863	2331.125	2360.169	2332.489	2330.306	2340.636	2369.582	2403.49	2365.390	2384.12	2360.24	2390.34	2405.70	2377.28	2411.38
Prestiti in valuta	32.488	30.933	28.047	33.095	16.640	37.968	31.476	27.990	32.921	30.931	46.804	37.221	34.044	34.024	26.196	40.198	24.076	44.879	30.246
Prestiti a breve	289.021	303.670	294.973	293.585	297.144	297.824	299.374	303.055	295.796	296.321	296.461	300.758	300.322	305.735	302.554	300.279	300.115	300.355	305.302
Prestiti a m / l	2082.195	2075.456	2052.260	2080.915	2083.358	2071.269	2092.271	2057.424	2067.430	2075.246	2119.924	2139.954	2099.112	2112.409	2083.878	2130.260	2129.663	2121.805	2136.329
Depositi totali	2373.761	2375.320	2351.082	2390.208	2390.416	2370.181	2405.145	2409.016	2408.376	2438.964	2443.844	2429.440	2477.257	2464.870	2474.749	2496.572	2504.917	2514.999	2524.200
Depositi in c / c	1060.205	1048.904	1050.641	1071.492	1073.943	1073.250	1085.433	1079.954	1079.008	1096.549	1097.343	1096.359	1125.514	1111.524	1115.255	1129.031	1137.305	1142.368	1150.017
Depositi a risparmio	298.726	300.931	301.037	300.511	300.193	299.879	299.676	300.022	300.946	301.323	300.799	301.281	303.237	304.512	304.770	304.628	304.126	303.837	303.812
Certif. deposito	1014.829	1025.485	999.404	1018.204	1016.280	997.052	1020.035	1029.039	1028.422	1041.093	1045.701	1031.800	1048.506	1048.834	1054.724	1062.913	1063.486	1068.794	1070.371
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	1.24	2.79	1.91	-0.01	-0.13	0.35	0.20	0.51	0.79	1.02	0.79	0.79	1.19	1.64	1.67	2.36	2.07	2.24	2.09
Prestiti in euro	1.46	2.90	2.39	-0.24	0.59	0.52	0.60	1.19	0.47	0.79	0.28	0.53	1.14	1.53	1.77	2.09	1.77	1.98	2.17
Prestiti in valuta	-12.28	-5.32	-26.33	19.81	-50.51	-9.09	-22.81	-35.57	30.13	22.11	35.74	21.00	4.79	9.99	-6.60	21.46	44.69	18.20	-3.91
Prestiti a breve	-7.95	-5.23	-7.71	-7.42	-4.28	-5.10	-3.65	1.27	1.30	2.81	1.53	0.69	3.91	0.68	2.57	2.28	1.00	0.85	1.98
Prestiti a m / l	2.67	4.08	3.46	1.13	0.50	1.19	0.78	0.40	0.72	0.77	0.69	0.80	0.81	1.78	1.54	2.37	2.22	2.44	2.11
Depositi totali	2.91	4.11	3.95	0.86	0.06	1.46	3.01	3.36	3.22	3.80	3.39	3.03	4.36	3.77	5.26	4.45	4.79	6.11	4.95
Depositi in c / c	7.32	9.10	8.76	9.38	6.96	7.99	8.90	8.06	7.32	6.72	6.69	7.13	6.16	5.97	6.15	5.37	5.90	6.44	5.95
Depositi a risparmio	0.27	0.72	0.92	1.17	1.30	1.42	1.61	1.39	1.26	1.33	1.31	1.26	1.51	1.19	1.24	1.37	1.31	1.32	1.38
Certif. deposito	-0.59	0.40	0.20	-6.86	-6.65	-4.73	-2.22	-0.61	-0.21	1.59	0.72	-0.51	3.32	2.28	5.54	4.39	4.64	7.20	4.93

SCENARIO B	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1297	1373	1316	1308	1387	1288	1284	1248	1342	1313	1315	1274	1264	1264	1277	1270	1278	1287	1277
Produzione Industriale (Var. % a/a)	4.7	4.4	2.6	3.5	2.3	2.7	1.4	2.4	1.3	1.9	1.0	1.3	0.6	1.0	1.3	1.0	1.2	0.8	1.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.0	1.2	0.5	0.9	0.6	1.0	1.5	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.4	1.4	1.2	1.1	0.9
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43
T. Interb. 1m lett.	-0.41	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.34	-0.34	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.32	-0.32
T. Interb. 6m lett.	-0.32	-0.34	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.28	-0.28
T. Depositi medio	0.38	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.39	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	0.42	0.41	0.41	0.42	0.41	0.42	0.42
T. Prestiti medio	2.69	2.69	2.68	2.66	2.64	2.65	2.64	2.65	2.66	2.67	2.67	2.68	2.69	2.68	2.68	2.69	2.69	2.69	2.69
T.prest. medio - T.dep. medio	2.30	2.30	2.30	2.26	2.25	2.25	2.25	2.25	2.26	2.26	2.27	2.27	2.27	2.27	2.27	2.27	2.27	2.27	2.27
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.45	-0.42	-0.41	-0.43	-0.42	0.57	-0.11	-0.09	-0.10	-0.07	-0.09	-0.01	0.08	0.06	0.12	0.22	0.18	0.23	0.18
T. BOT comp. lordo 6m	-0.46	-0.42	-0.41	-0.44	-0.43	1.23	0.09	0.14	0.12	0.16	0.12	0.26	0.42	0.38	0.47	0.64	0.57	0.66	0.58
T. BOT comp. lordo 12m	-0.41	-0.43	-0.41	-0.41	-0.40	-0.37	0.56	0.59	0.57	0.62	0.58	0.73	0.87	0.83	0.93	1.10	1.03	1.11	1.02
Rendistat lordo	1.05	1.21	1.26	1.20	1.05	1.49	2.12	2.15	2.09	2.13	2.10	2.29	2.45	2.39	2.53	2.65	2.55	2.64	2.52
Rendistat netto	0.92	1.06	1.11	1.05	0.92	1.30	1.85	1.88	1.83	1.86	1.84	2.00	2.15	2.09	2.21	2.32	2.23	2.31	2.20
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.24	0.25	0.22	0.03	0.14	1.40	1.13	1.16	1.14	1.19	1.17	1.34	1.49	1.44	1.58	1.77	1.69	1.76	1.71
Rend. BTP a 5 anni	0.86	0.90	0.90	0.67	0.69	2.02	1.83	1.85	1.82	1.85	1.82	1.98	2.12	2.08	2.22	2.41	2.34	2.41	2.36
Rend. BTP a 7 anni	1.49	1.54	1.52	1.26	1.27	2.39	2.30	2.35	2.34	2.39	2.38	2.54	2.68	2.65	2.79	2.97	2.91	2.97	2.93
Rend. BTP a 10 anni	2.13	2.16	2.12	1.86	1.88	2.81	2.73	2.77	2.75	2.78	2.76	2.91	3.04	3.01	3.13	3.30	3.25	3.31	3.27
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2371.216	2379.126	2347.233	2374.500	2380.502	2360.594	2381.620	2348.971	2351.035	2358.655	2404.64	2427.88	2384.26	2400.78	2371.18	2413.20	2416.69	2401.43	2418.06
Prestiti in euro	2338.729	2348.193	2319.187	2341.405	2363.863	2323.472	2351.723	2322.116	2318.709	2328.560	2358.712	2391.30	2351.358	2367.68	2346.32	2374.65	2393.65	2359.02	2391.47
Prestiti in valuta	32.488	30.933	28.047	33.095	16.640	37.122	29.897	26.855	32.326	30.095	45.926	36.580	32.900	33.093	24.854	38.552	23.039	42.411	26.592
Prestiti a breve	289.021	303.670	294.973	293.585	297.144	296.192	297.230	300.810	293.256	293.467	293.162	297.233	296.333	302.122	299.309	297.137	296.609	294.918	300.262
Prestiti a m / l	2082.195	2075.456	2052.260	2080.915	2083.358	2064.402	2084.390	2048.161	2057.778	2065.188	2111.476	2130.645	2087.925	2098.655	2071.866	2116.067	2120.077	2106.514	2117.797
Depositi totali	2373.761	2375.320	2351.082	2390.208	2390.416	2355.697	2389.268	2395.497	2393.910	2423.221	2428.243	2411.755	2458.504	2448.005	2453.094	2474.553	2483.460	2476.895	2483.020
Depositi in c / c	1060.205	1048.904	1050.641	1071.492	1073.943	1068.182	1077.659	1071.060	1071.267	1087.404	1089.218	1087.354	1116.820	1103.552	1106.325	1117.887	1126.351	1125.864	1131.111
Depositi a risparmio	298.726	300.931	301.037	300.511	300.193	299.435	299.086	299.282	300.203	300.609	300.057	300.567	302.431	303.639	303.897	303.787	303.255	302.549	302.376
Certif. deposito	1014.829	1025.485	999.404	1018.204	1016.280	988.081	1012.523	1025.156	1022.440	1035.208	1038.969	1023.834	1039.253	1040.814	1042.873	1052.879	1053.854	1048.482	1049.533
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	1.24	2.79	1.91	-0.01	-0.13	-0.01	-0.22	0.02	0.27	0.47	0.30	0.26	0.55	0.91	1.02	1.63	1.52	1.73	1.53
Prestiti in euro	1.46	2.90	2.39	-0.24	0.59	0.19	0.24	0.74	-0.03	0.27	-0.18	0.02	0.54	0.83	1.17	1.42	1.26	1.53	1.69
Prestiti in valuta	-12.28	-5.32	-26.33	19.81	-50.51	-11.12	-26.68	-38.18	27.77	18.81	33.19	18.91	1.27	6.98	-11.38	16.49	38.46	14.25	-11.06
Prestiti a breve	-7.95	-5.23	-7.71	-7.42	-4.28	-5.62	-4.34	0.52	0.43	1.82	0.40	-0.49	2.53	-0.51	1.47	1.21	-0.18	-0.43	1.02
Prestiti a m / l	2.67	4.08	3.46	1.13	0.50	0.85	0.40	-0.05	0.25	0.28	0.29	0.37	0.28	1.12	0.96	1.69	1.76	2.04	1.60
Depositi totali	2.91	4.11	3.95	0.86	0.06	0.84	2.33	2.78	2.60	3.13	2.73	2.28	3.57	3.06	4.34	3.53	3.89	5.14	3.92
Depositi in c / c	7.32	9.10	8.76	9.38	6.96	7.48	8.12	7.17	6.55	5.83	5.90	6.25	5.34	5.21	5.30	4.33	4.88	5.40	4.96
Depositi a risparmio	0.27	0.72	0.92	1.17	1.30	1.27	1.41	1.14	1.01	1.09	1.06	1.02	1.24	0.90	0.95	1.09	1.02	1.04	1.10
Certif. deposito	-0.59	0.40	0.20	-6.86	-6.65	-5.59	-2.94	-0.99	-0.79	1.01	0.07	-1.28	2.41	1.49	4.35	3.41	3.70	6.11	3.66

SCENARIO C	17 12	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1297	1373	1316	1308	1387	1288	1284	1278	1387	1347	1356	1314	1309	1287	1345	1308	1369	1404	1384
Produzione Industriale (Var. % a/a)	4.7	4.4	2.6	3.5	2.3	3.0	1.8	2.8	1.8	2.4	1.6	1.8	1.1	1.5	1.7	1.5	1.7	1.3	1.6
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.0	1.2	0.5	0.9	0.6	1.0	1.5	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6	1.5	1.7	1.6	1.5	1.4	1.2
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.42
T. Interb. 1m lett.	-0.41	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.35	-0.34	-0.34	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32
T. Interb. 6m lett.	-0.32	-0.34	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29	-0.28	-0.28	-0.28	-0.28	-0.28	-0.28	-0.28
T. Depositi medio	0.38	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.43	0.43
T. Prestiti medio	2.69	2.69	2.68	2.66	2.64	2.65	2.65	2.66	2.66	2.67	2.68	2.68	2.69	2.69	2.69	2.69	2.69	2.70	2.70
T.prest. medio - T.dep. medio	2.30	2.30	2.30	2.26	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.26	2.26	2.26	2.27	2.27	2.27	2.27	2.27	2.27	2.27
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.45	-0.42	-0.41	-0.43	-0.42	0.57	-0.11	-0.12	-0.14	-0.11	-0.13	-0.09	-0.06	-0.09	-0.06	0.00	-0.04	0.00	-0.01
T. BOT comp. lordo 6m	-0.46	-0.42	-0.41	-0.44	-0.43	1.23	0.09	0.09	0.05	0.10	0.06	0.13	0.17	0.12	0.17	0.28	0.20	0.27	0.22
T. BOT comp. lordo 12m	-0.41	-0.43	-0.41	-0.41	-0.40	-0.37	0.56	0.56	0.51	0.55	0.51	0.58	0.62	0.57	0.62	0.72	0.65	0.71	0.65
Rendistat lordo	1.05	1.21	1.26	1.20	1.05	1.49	2.12	2.10	2.06	2.08	2.06	2.11	2.17	2.17	2.20	2.31	2.26	2.34	2.27
Rendistat netto	0.92	1.06	1.11	1.05	0.92	1.30	1.85	1.84	1.80	1.82	1.81	1.85	1.90	1.89	1.93	2.02	1.98	2.04	1.99
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.24	0.25	0.22	0.03	0.14	1.40	1.13	1.14	1.11	1.15	1.13	1.19	1.24	1.21	1.26	1.37	1.32	1.37	1.32
Rend. BTP a 5 anni	0.86	0.90	0.90	0.67	0.69	2.02	1.83	1.83	1.79	1.82	1.80	1.86	1.90	1.88	1.93	2.03	1.99	2.04	1.99
Rend. BTP a 7 anni	1.49	1.54	1.52	1.26	1.27	2.39	2.30	2.33	2.31	2.37	2.36	2.43	2.47	2.46	2.51	2.61	2.57	2.62	2.58
Rend. BTP a 10 anni	2.13	2.16	2.12	1.86	1.88	2.81	2.73	2.75	2.72	2.76	2.74	2.80	2.84	2.82	2.87	2.96	2.92	2.97	2.92
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2371.216	2379.126	2347.233	2374.500	2380.502	2364.371	2386.871	2353.668	2356.193	2364.524	2409.67	2433.93	2391.13	2409.82	2377.98	2422.23	2423.35	2411.90	2430.07
Prestiti in euro	2338.729	2348.193	2319.187	2341.405	2363.863	2326.951	2356.180	2326.496	2323.579	2334.134	2363.202	2397.04	2357.439	2376.14	2352.58	2382.85	2399.79	2368.37	2401.42
Prestiti in valuta	32.488	30.933	28.047	33.095	16.640	37.420	30.691	27.172	32.614	30.390	46.471	36.896	33.696	33.681	25.399	39.380	23.558	43.525	28.655
Prestiti a breve	289.021	303.670	294.973	293.585	297.144	296.891	298.063	302.076	294.487	294.859	294.776	299.020	298.350	303.773	300.928	298.559	298.306	296.971	302.443
Prestiti a m / l	2082.195	2075.456	2052.260	2080.915	2083.358	2067.481	2088.808	2051.592	2061.706	2069.665	2114.897	2134.912	2092.784	2106.044	2077.055	2123.669	2125.045	2114.925	2127.630
Depositi totali	2373.761	2375.320	2351.082	2390.208	2390.416	2363.660	2398.719	2401.814	2401.523	2431.056	2436.603	2420.819	2468.089	2456.320	2464.952	2486.783	2495.317	2497.882	2506.301
Depositi in c / c	1060.205	1048.904	1050.641	1071.492	1073.943	1070.608	1081.806	1074.868	1074.559	1091.144	1093.004	1091.399	1120.539	1107.109	1110.352	1122.349	1130.883	1133.862	1140.254
Depositi a risparmio	298.726	300.931	301.037	300.511	300.193	299.657	299.327	299.586	300.448	300.851	300.349	300.822	302.782	303.964	304.260	304.147	303.644	303.145	302.954
Certif. deposito	1014.829	1025.485	999.404	1018.204	1016.280	993.395	1017.586	1027.360	1026.516	1039.061	1043.250	1028.598	1044.768	1045.248	1050.340	1060.287	1060.791	1060.875	1063.093
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	1.24	2.79	1.91	-0.01	-0.13	0.15	0.00	0.22	0.49	0.72	0.51	0.51	0.84	1.29	1.31	2.01	1.80	2.01	1.81
Prestiti in euro	1.46	2.90	2.39	-0.24	0.59	0.34	0.43	0.93	0.18	0.51	0.01	0.26	0.80	1.19	1.44	1.77	1.52	1.78	1.92
Prestiti in valuta	-12.28	-5.32	-26.33	19.81	-50.51	-10.40	-24.74	-37.45	28.91	19.97	34.78	19.94	3.72	8.88	-9.44	18.99	41.58	16.31	-6.63
Prestiti a breve	-7.95	-5.23	-7.71	-7.42	-4.28	-5.40	-4.07	0.94	0.85	2.30	0.95	0.11	3.23	0.03	2.02	1.69	0.39	0.03	1.47
Prestiti a m / l	2.67	4.08	3.46	1.13	0.50	1.00	0.61	0.11	0.44	0.50	0.45	0.57	0.51	1.47	1.21	2.05	2.00	2.29	1.86
Depositi totali	2.91	4.11	3.95	0.86	0.06	1.18	2.73	3.05	2.93	3.46	3.08	2.66	3.97	3.41	4.84	4.04	4.39	5.68	4.48
Depositi in c / c	7.32	9.10	8.76	9.38	6.96	7.72	8.54	7.55	6.88	6.19	6.27	6.65	5.69	5.55	5.68	4.75	5.30	5.91	5.40
Depositi a risparmio	0.27	0.72	0.92	1.17	1.30	1.35	1.49	1.24	1.09	1.17	1.16	1.11	1.36	1.01	1.07	1.21	1.15	1.16	1.21
Certif. deposito	-0.59	0.40	0.20	-6.86	-6.65	-5.08	-2.46	-0.78	-0.40	1.39	0.48	-0.82	2.95	1.93	5.10	4.13	4.38	6.79	4.47

Agosto 2018³

Volano gli USA nel secondo trimestre

Lucia Trevisan^a e Francesca Volo^{a,b}

IL QUADRO GENERALE

Due fattori importanti hanno caratterizzato il mese di luglio: 1) il dato sulla crescita del PIL americano a livelli record dal 2014 e 2) l'accordo Trump-Juncker sull'azzeramento dei dazi tra Stati Uniti e Unione Europea.

La conseguenza del primo fattore è l'allargamento del divario tra USA e le altre due macro-aree, Giappone ed Europa. Il PIL statunitense nel secondo trimestre di quest'anno ha registrato un'importante crescita congiunturale annualizzata di +4.1% che ha portato la variazione tendenziale più vicino al 3% (+2.8%) mentre in Area Euro si è ridimensionata a +2.1% e in Giappone all'1.1%, anche se per quest'ultimo i dati disponibili si riferiscono ancora al primo trimestre. In pratica, **l'economia americana è "drogata" dalla riforma fiscale** senza precedenti approvata dal Congresso a dicembre del 2017 **e le preoccupazioni di un surriscaldamento del sistema si sono intensificate**, come traspare dalle *minute* della riunione di giugno della Fed. Molta attenzione è stata posta sul mercato del lavoro dai membri del Comitato della Banca Centrale che hanno messo in evidenza le **difficoltà degli imprenditori nel reperire nuovi lavoratori**. Nonostante la carenza di manodopera, i salari per il momento sono rimasti moderati, ma ci si aspetta che salgano presto. È stata espressa preoccupazione per il fatto che, **se l'economia opera sopra il potenziale per un prolungato periodo di tempo, potrebbe dar luogo a maggiori pressioni inflazionistiche e a pericolosi squilibri finanziari**. Di conseguenza, quasi tutti i partecipanti alla riunione ritengono opportuno continuare ad aumentare i tassi d'interesse su base regolare. **Questo ha implicato un rafforzamento delle aspettative dei mercati finanziari per una politica monetaria americana più restrittiva soprattutto in termini relativi rispetto a Giappone e Area Euro. Tutto ciò si è tradotto in un incremento dei rendimenti sui titoli di Stato statunitensi, che sono ritornati al 3% e nel medio termine dovrebbe dare forza al dollaro**, spingendolo sotto quota 1.16 contro l'euro.

Il secondo fattore ha effetti importanti sulla guerra commerciale innescata dal Presidente Trump ed è l'altra fonte di preoccupazione messa in evidenza dalle Banche Centrali delle tre macro-aree. In particolare, **la Fed teme** che, se da un lato nel breve periodo il rischio per l'economia americana sia quello di un surriscaldamento per un mercato del lavoro al pieno impiego, dall'altro **nel medio/lungo termine** sia di un'implosione del commercio internazionale per la recente *escalation* della guerra sui dazi **e quindi un ripiegamento troppo repentino del ciclo economico americano dopo un periodo prolungato di crescita. A fine luglio, il Presidente degli Stati Uniti, Trump, e quello della Commissione Europea, Juncker, si sono impegnati per una riduzione progressiva dei dazi tra USA e Unione Europea fino a un loro azzeramento.** La crisi tra le due aree era iniziata lo scorso marzo, quando il governo americano aveva annunciato l'imposizione di tariffe sull'importazione di alluminio e acciaio dal Vecchio Continente. La misura era stata sospesa due volte per permettere ai funzionari delle due parti di negoziare per trovare una soluzione, ma, dopo diversi colloqui andati a vuoto, all'inizio di giugno erano scattati i dazi annunciati e l'Unione Europea aveva risposto, imponendone a sua volta su merci importate dagli Stati Uniti per un valore complessivo annuo di 2.8 miliardi di euro. **Allo stato attuale, si tratta di un accordo di massima e non è ancora stato definito nulla di concreto, però rappresenta un passo avanti molto importante che potrebbe cambiare la prospettiva dello scenario.** Se si proseguisse su questa strada, la tensione tra le due macro-aree si sgonfierebbe in modo duraturo, con un vantaggio economico per l'Area Euro, poiché il fronte della guerra commerciale rimarrebbe caldo solo verso la Cina. È da segnalare che dal 6 luglio sono entrati in vigore dazi incrociati per 34 miliardi di dollari tra USA e Cina. **Nei prossimi mesi, sarà, quindi, rilevante monitorare eventuali nuove informazioni più specifiche sull'accordo Trump-Juncker.**

Come menzionato in precedenza, **l'Area Euro ha registrato nel secondo trimestre di quest'anno un ulteriore ridimensionamento della crescita del PIL verso il 2%.** Non essendo ancora disponibili i dati per le singole componenti, non si possono trarre conclusioni sulle cause effettive, ma **dai dati mensili, relativi prevalentemente a maggio, si evince che la guerra commerciale ha avuto i suoi effetti negativi sulle esportazioni**, anche se, rispetto a quanto annunciato sui dazi, solo una piccola parte delle intenzioni è diventata effettiva. **In ogni caso, va sottolineato che la crescita rimane solida e generalizzata**, come ha messo in evidenza la BCE alla riunione di luglio. **Si è attenuato**

^a Università Ca' Foscari Venezia.

^b GRETA.

³ **Dati aggiornati al 31/07/2018.**

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.

semplicemente il ritmo della ripresa. Dall'altro lato, i rincari del prezzo del petrolio si sono fatti sentire. In particolare, l'inflazione globale ha superato l'obiettivo della BCE in due Paesi cardine come la Francia (+2.6%) e la Germania (+2.1%), mentre in Italia l'ha sfiorato (+1.9%). **Tuttavia, l'indice core**, che esclude le componenti più volatili di energia e alimentari e che rappresenta l'indicatore sul quale la Banca Centrale basa le proprie decisioni di politica monetaria, **è rimasto intorno all'1%.**

L'attenuazione del ritmo di crescita e le tensioni inflazionistiche limitate al comparto energetico hanno spinto la BCE a mantenere toni molto distensivi alla riunione di luglio, dopo la decisione a giugno dell'azzeramento del *Quantitative Easing* a partire da gennaio 2019. Ha sottolineato che la politica monetaria rimarrà accomodante attraverso il reinvestimento dei titoli in scadenza per un prolungato periodo di tempo dopo la conclusione del QE e che è molto probabile che i tassi ufficiali non aumentino prima dell'estate del 2019.

Alla luce dell'analisi precedente, pertanto, **confermiamo lo scenario del mese scorso aumentandone semplicemente la probabilità (Scenario C – probabilità 70%), nel quale la Fed interviene sui tassi ufficiali altre due volte nella seconda metà del 2018, a settembre e dicembre, con rialzi di 25 punti base, e la BCE rinvia l'eventuale incremento almeno all'autunno del 2019.**

In Giappone, il ciclo economico resta incerto e l'inflazione continua a tardare il suo percorso verso l'obiettivo del 2%. Non sono ancora disponibili i dati del PIL per il secondo trimestre dell'anno in corso, ma da quelli mensili, relativi prevalentemente a giugno, **si riconferma la debolezza della crescita già riscontrata per maggio.** Nonostante l'aumento del prezzo del petrolio, l'inflazione non migliora, registrando un +0.7% a/a sia in termini globali sia *core*. **Le recenti riflessioni della Banca Centrale sulla mancanza di efficacia della politica monetaria e sul rischio che un prolungato allentamento monetario generi gravi distorsioni nel settore finanziario hanno indotto il Presidente dell'Istituto Centrale giapponese, Kuroda, a rendere più flessibile il controllo del segmento a medio/lungo termine della curva dei rendimenti, permettendo al decennale di oscillare di $\pm 0.2\%$ intorno allo zero e a ridurre l'ammontare delle riserve depositate dalle banche presso la BoJ alle quali è applicato il tasso d'interesse negativo di -0.1%.** Nelle intenzioni, l'obiettivo di tali modifiche sarebbe limitare il rischio di un deterioramento della redditività delle banche, messa a dura prova dal prolungato periodo di tassi negativi sulle scadenze a breve e nulli su quelle a lungo termine. In realtà, **gli operatori hanno definito questa mossa come uno *stealth tapering*, cioè un processo invisibile/camuffato di normalizzazione della politica monetaria**, perché sembra un segnale che la Banca Centrale voglia smettere di usare i tassi d'interesse negativi. **Gli effetti potrebbero quindi essere controproducenti per il ciclo economico giapponese.** Il cambiamento sul controllo del decennale ha inoltre generato scompiglio nei mercati finanziari a livello internazionale, perché ha reso più costose di +0.2% le strategie di portafoglio che si finanziano in yen e investono in altri Paesi, come gli USA, che offrono rendimenti più elevati.

In luglio, il prezzo del petrolio ha arretrato su valori più contenuti: il WTI si è ridimensionato intorno a 68 dollari al barile dai 75 del mese precedente e il Brent ha ripiegato intorno a 74 dollari al barile dopo aver lambito gli 80 in giugno. Da un lato, l'aumento delle scorte di greggio negli USA e la sensazione che la produzione di Arabia Saudita e Russia possa compensare la perdita in Venezuela e in Iran, spingono le quotazioni verso il basso. Altri fattori, però, potrebbero agire in senso contrario nei prossimi mesi. **Il rischio di un conflitto militare tra Stati Uniti e Iran è in aumento, visto che quest'ultimo ha minacciato di chiudere lo stretto di Hormuz, la più importante via di transito marittimo per il petrolio, se da novembre le sanzioni statunitensi impediranno le esportazioni iraniane. Per il momento, i mercati ritengono che tutto possa rimanere a un livello di scontro puramente verbale** e che alla fine i leader dei due Paesi troveranno un accordo, così com'è successo per la Corea del Nord. **La situazione va tuttavia monitorata da vicino. Per il momento assegniamo una bassa probabilità a un conflitto vero e proprio, pertanto riteniamo che i valori raggiunti in giugno rappresentino i massimi per il 2018.**

GLI ULTIMI DATI

In USA, i dati preliminari sul PIL del secondo trimestre hanno registrato una crescita su base congiunturale particolarmente brillante, con un +4.1% annualizzato. Si tratta della variazione trimestrale più ampia dal 2014. Questo ha consentito di raggiungere un +2.8% su base tendenziale da +2.6% del trimestre precedente (quest'ultimo rivisto da +2.8%). È chiaro che la riforma fiscale approvata dal Congresso nel dicembre del 2017, con un mix di tagli alle imposte e maggiori piani di spesa, è entrata a pieno titolo nell'economia americana. **Sono soprattutto i consumi a supportare l'ottimo passo di crescita** con un contributo rilevante di +2.7% t/t, grazie a una dinamica che ha raggiunto il +4% rispetto al trimestre precedente. **L'altro dato che sorprende è quello relativo al canale estero che ha contribuito positivamente alla crescita del PIL per un +1.1% t/t, tutto dovuto alle esportazioni** che sono aumentate di +9.3% t/t, a fronte di un incremento delle importazioni limitato a +0.5% (generando un contributo di -0.1%). È da tenere a mente, tuttavia, che in questi dati non sono compresi gli effetti della politica dei dazi di Trump che, a parole, era iniziata a marzo, ma è entrata in vigore solo a luglio. **Gli investimenti fissi hanno mantenuto un buon passo** con un incremento importante di +5.4% t/t, anche se in ridimensionamento rispetto al +8% del trimestre precedente, contribuendo quasi per un +1% t/t alla crescita del PIL. Va sottolineato, inoltre, che questo risultato è da attribuire interamente agli investimenti nel settore non residenziale, perché quello edilizio è arretrato di -1% t/t. **L'offerta, in ogni caso, sembra essere stata colta di sorpresa dalla forza dei consumi, costringendo gli imprenditori a un decumulo di scorte che ha sottratto crescita per un -1% t/t.** La riforma fiscale ha aumentato la spesa pubblica di +2.1% t/t, contribuendo alla ripresa per un +0.4% t/t.

I dati mensili, a oggi disponibili prevalentemente per giugno, essendo già incorporati in quelli trimestrali del secondo trimestre sopra menzionati, sono meno rilevanti. In ogni caso, sono tutti positivi, sia dal lato dell'offerta sia della domanda, a riflettere il solido stato di salute dell'economia americana. A giugno, la produzione industriale e gli ordini di beni durevoli sono aumentati di +0.6% m/m e +1%, rispettivamente. Se scorporiamo la componente più volatile dei trasporti dall'ultimo indicatore, il risultato resta positivo (+0.4%). La capacità di utilizzo degli impianti è tornata a salire, raggiungendo il 78% da 77.7% di maggio. **L'unico settore che ha dimostrato una certa debolezza è quello edilizio**, come già messo in evidenza dai dati trimestrali: l'avvio di nuovi cantieri e la vendita di nuove case sono diminuiti di -12.3% m/m e -5.3%, rispettivamente. **Anche dal lato della domanda, sempre a giugno, gli indicatori non hanno deluso** con un incremento dei consumi privati, del reddito personale e delle vendite al dettaglio rispettivamente di +0.3% m/m, +0.3% e +0.5%. Infine, **il ritmo di crescita si riflette sul buon andamento del mercato del lavoro**, che, nonostante le difficoltà degli imprenditori a reperire nuovi addetti, ha registrato a giugno un incremento di +213.000 unità a fronte di un'aspettativa di +195.000. Il dato di maggio è stato rivisto al rialzo a +244.000 da +223.000. Il tasso di disoccupazione, pur riaggiustandosi al 4% dal 3.8% del mese precedente, rimane a un livello storicamente basso, tanto da suscitare tra i membri della Fed preoccupazioni per il surriscaldamento dell'economia.

La fiducia di produttori e consumatori, relativa a luglio, ci induce a credere che il ritmo di crescita rimarrà elevato anche nel terzo trimestre dell'anno: l'NAPM di Chicago ha messo a segno un altro importante aumento a 65.5 da 64.1 di giugno (a maggio si era attestato a 62.7) battendo le aspettative degli operatori economici che si attendevano un ridimensionamento a 62. L'indice *Conference Board* sulla fiducia dei consumatori si è portato a 127.4 da 127.1 di giugno.

Gli indicatori dei prezzi rimangono osservati speciali, perché l'eccezionale passo di crescita del ciclo economico americano e il livello di pieno impiego aumentano i rischi di surriscaldamento. In giugno, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi PCE (Personal Consumption Expenditures, l'indicatore preferito dalla Fed) ha confermato la dinamica tendenziale del mese precedente di +2.2% a/a (quest'ultimo rivisto da +2.3%), rimanendo sopra l'obiettivo della Banca Centrale del 2%. Lo stesso è accaduto a quella core che è rimasta a +1.9% a/a. Se si considera la forza del mercato del lavoro la dinamica dei salari orari rimane tutto sommato contenuta con un aumento di +2.7% a/a,

USA

Crescita eccezionale del PIL e inflazione core vicina al 2% alimentano rischi di surriscaldamento dell'economia

tuttavia, come emerge dalle *minute* della riunione della Fed di giugno, **la probabilità che acceleri nel breve termine è elevata**.

Alla luce dell'analisi precedente è chiaro che nel breve termine la Fed dovrà proseguire con la sua politica monetaria restrittiva per evitare che la forza dell'economia americana si trasformi in una fiammata inflazionistica. Confermiamo pertanto, con aumentata fermezza, lo scenario delineato già nei mesi scorsi (Scenario C – probabilità 70%) nel quale la Fed interviene con altri due rialzi nel resto del 2018, da 25 punti base ciascuno, a settembre e dicembre. Nel medio periodo (2019) l'atteggiamento della Banca Centrale sarà legato agli sviluppi della guerra dei dazi.

In Giappone, non sono disponibili nuove informazioni sui dati trimestrali del PIL rispetto al mese scorso. Possiamo pertanto solo ribadire la debolezza del ciclo economico nipponico nei primi tre mesi del 2018, con una crescita del PIL limitata a +1.1% in termini tendenziali a causa di un calo su base congiunturale di -0.2%, il primo degli ultimi due anni. L'unica componente che ha supportato la crescita è stata quella del canale estero, con un contributo limitato a +0.1% t/t, grazie a una dinamica delle esportazioni (+0.6% t/t) di poco superiore a quella delle importazioni (+0.3%). Sono risultati, invece, nulli i contributi dei consumi, degli investimenti fissi e della spesa pubblica. Le scorte hanno sottratto un -0.2% t/t.

I dati mensili, relativi prevalentemente a giugno, lasciano presagire incertezza anche nel secondo trimestre, poiché sono tutti negativi, sia dal lato dell'offerta sia della domanda. Dopo i buoni risultati in aprile, giugno ripercorre il tono debole di maggio. La produzione industriale ha registrato un pesante calo di -2.1% m/m rispetto a -0.2% m/m del mese precedente. Le aspettative erano pessimiste (-0.3%) ma non di tale ampiezza. Gli ordini di macchinari industriali, disponibili per maggio, sono diminuiti di -3.7% m/m, anche se in questo caso il dato negativo è in parte giustificato dal corposo incremento di +10.1% m/m del mese precedente. Forse per questo gli operatori si attendevano una diminuzione anche più pesante di -4.9%. Tutto ciò si è riflesso sulla fiducia dei produttori con l'indice PMI che ha corretto al ribasso a 51.6 da 53 (quest'ultimo rivisto da 53.1).

L'unico dato positivo è stato quello delle vendite al dettaglio che in giugno hanno registrato un incremento di +1.5% m/m, compensando il pesante calo di maggio di -1.7% m/m. Tuttavia, sorgono dei dubbi sul proseguimento di una dinamica positiva nei prossimi mesi, dal momento che in maggio il reddito delle famiglie e i consumi privati in termini reali sono diminuiti di -2.7% m/m e -1.8%, rispettivamente e in luglio la fiducia dei consumatori si è ridimensionata a 43.5 da 43.7 del mese precedente. Non sono confortanti nemmeno le nuove informazioni sul canale estero, che in giugno ha visto una sostanziale invarianza delle esportazioni (-0.1% m/m) a fronte di un calo delle importazioni di -5.3% m/m. Quest'ultimo dato va comunque letto alla luce del forte incremento di +10.3% messo a segno in maggio.

In sintonia con la minore forza dell'economia, i progressi sul fronte dell'inflazione attesi dalla Banca Centrale tardano a emergere. In giugno gli indicatori dei prezzi hanno registrato qualche miglioramento ma ancora troppo limitato per portare l'inflazione verso l'obiettivo del 2%. La variazione tendenziale dell'indice dei prezzi in termini globali è stata pari a +0.7% da +0.6% del mese precedente, contro un atteso +0.8%, e quella *core* a +0.7% da +0.8%. I risultati deludenti sul fronte inflazionistico e il dubbio sull'efficacia dell'attuale politica monetaria hanno indotto la Banca Centrale giapponese ad ammorbidire il controllo dei rendimenti sui titoli di Stato con scadenza decennale, permettendo delle oscillazioni massime di 0.2% intorno allo zero. Se da un lato questa decisione mira ad agevolare il sistema bancario, dall'altro rischia di allontanare ancora di più l'obiettivo d'inflazione del 2% perché potrebbe essere interpretata come uno *stealth hike*, cioè un rialzo dei tassi camuffato.

GIAPPONE

I dati mensili lasciano presagire debolezza del ciclo economico anche nel secondo trimestre

AREA EURO

Il ciclo economico si ridimensiona ulteriormente ritornando vicino al 2%

In Area Euro, sono disponibili i dati del PIL del secondo trimestre solo in forma aggregata. L'attenuazione del passo di crescita già registrata nei primi tre mesi è proseguita con un aumento congiunturale di +0.3% rispetto a +0.4% del trimestre precedente e +0.7% dell'ultimo del 2017. Le rilevazioni hanno deluso i mercati che si attendevano un +0.4%. **Questo ha comportato un'ulteriore erosione della crescita tendenziale a +2.1%**. Se, quindi, alla fine dell'anno scorso il ciclo economico dell'Area Euro si stava avvicinando al 3%, a conclusione della prima metà del 2018 si è ridimensionato verso il 2%. **Il passo rimane positivo ma il ritmo si affievolisce**. In mancanza dei dati sulle componenti del PIL, per ora non possiamo trarre conclusioni sulle possibili cause, ma è probabile che la minor forza vada attribuita al canale estero e agli investimenti fissi, come già verificatosi nel primo trimestre, per l'incertezza generata dalla guerra dei dazi.

I dati mensili disponibili, relativi prevalentemente a maggio, vanno in questa direzione, poiché, come già verificatosi in aprile, la dinamica delle esportazioni si è dimostrata più debole (+0.2% m/m) di quella delle importazioni (+0.9%). Gli altri indicatori rimangono comunque positivi a dimostrare che il ciclo economico dell'Eurozona continua a crescere anche se in modo più cauto. In maggio, la produzione industriale ha messo a segno un ottimo +1.3% m/m, dopo il calo di -0.8% del mese precedente (rivisto al rialzo da -0.9%). Il buon risultato era in gran parte atteso dagli economisti (+1.2%). Il settore delle costruzioni ha continuato sulla tendenza positiva di aprile, anche se ridimensionata a +0.3% m/m da +1.4% del mese precedente (rivisto da +1.8%). **Il mercato lavoro ha mantenuto posizioni di forza**, con il tasso di disoccupazione all'8.3% in maggio e giugno dall'8.5% di aprile. **Nonostante ciò, la domanda è risultata più debole**, con le vendite al dettaglio praticamente ferme da due mesi. Esse, infatti, sono rimaste invariate a maggio dopo il leggero calo di aprile di -0.1%. **In luglio, la fiducia di consumatori e imprenditori ha subito un'altra limatura, risentendo della minore forza del ciclo economico:** l'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) si è portato a quota 112.1 da 112.3 del mese precedente e il PMI, che interpreta specificatamente la fiducia dei produttori, è diminuito nel settore dei servizi a 54.4 da 55.2. Solo quello del settore manifatturiero ha registrato progressi a 55.1 da 54.9.

Sul fronte dell'inflazione, dopo la forte correzione al rialzo dell'indice globale dei prezzi al consumo HCPI (*Harmonized Consumer Price Index*) registrata a maggio a +1.9% a/a da +1.2% di aprile per i rincari del prezzo del petrolio, la dinamica sembra essersi stabilizzata intorno al 2%, con un +2% in giugno e +2.1% in luglio. Per il momento, tuttavia, le tensioni inflazionistiche da costi energetici si sono trasferite dal settore energetico agli altri comparti solo minimamente, come evidenzia l'indice *core*, al quale fa riferimento la Banca Centrale nel fissare il suo obiettivo di +2%, che ha mantenuto una crescita tendenziale ancora molto contenuta a +1.1% da +0.9% di giugno (rivisto da +1%).

Alla luce del ritmo più blando della crescita e di un'inflazione, per il momento, limitata al comparto energetico, la BCE sarà molto cauta nel processo di normalizzazione della politica monetaria, dopo l'annuncio della fine del *Quantitative Easing* a dicembre di quest'anno. È molto probabile che focalizzi l'attenzione dei mercati sui reinvestimenti dei titoli in scadenza già in portafoglio e rinvii l'eventuale rialzo dei tassi ufficiali alla fine del 2019 (Scenario C – probabilità 70%).

In Germania, non sono disponibili nuove informazioni sui dati trimestrali del PIL rispetto al mese scorso, pertanto ribadiamo il ridimensionamento del ciclo economico tedesco nel primo trimestre, in sintonia con i dati dell'intera Area Euro. Il PIL è aumentato di +0.3% in termini congiunturali e di +2.3% tendenziali, rispetto a +0.6% t/t e +2.9% a/a del trimestre precedente, a causa del canale estero che non ha supportato la crescita come nel 2017.

I dati mensili, relativi prevalentemente a maggio e giugno, sono importanti perché, essendo riferiti al secondo trimestre non ancora noto, ci permettono di valutare se la minore forza dell'economia tedesca d'inizio anno abbia avuto carattere transitorio. Dopo i dati poco confortanti di aprile, in maggio la crescita sembra aver ripreso vigore con tutti gli indicatori positivi. Le esportazioni hanno ricominciato a correre con un

Germania

incremento di +1.7% m/m a fronte di una dinamica delle importazioni più contenuta (+0.7%) e questo è importante visto che nel primo trimestre il canale estero non aveva contribuito alla crescita del PIL. **La produzione industriale e gli ordini sono aumentati di +2.6% m/m**, dopo il calo di -1.3% (rivisto da -1%) e -1.6% di aprile, rispettivamente. Entrambi gli indicatori hanno sorpreso gli operatori economici che si attendevano un +0.3% e +1.1%, rispettivamente. **Il settore delle costruzioni ha continuato lungo il percorso positivo del mese precedente**, registrando un +3.1% m/m da +1.1%. Infine, **sono risultate in rialzo anche le vendite al dettaglio** (+1.2% m/m) compensando la riduzione di aprile di -1.5% (rivisto da -2.1%) supportate dalla forza del mercato del lavoro che a luglio ha mantenuto il tasso di disoccupazione ai livelli minimi del 5.2%. **Tutto ciò si è riflesso positivamente sulla fiducia dei produttori**: in luglio, l'indice Ifo è rimasto pressoché stabile (101.7 da 101.8 del mese precedente) e il PMI del settore manifatturiero si è portato a quota 57.3 da 55.9 e in quello dei servizi ha subito solo una lieve limatura a 54.4 da 54.5 (quest'ultimo rivisto da 53.9).

Gli indicatori dei prezzi, osservati speciali dopo il rincaro del greggio, si sono stabilizzati: in luglio. La variazione tendenziale dell'indice HCPI si è mantenuta allo stesso livello del mese precedente (+2.1%) e l'indice core, disponibile, però, solo per giugno, si è addirittura ridimensionato a +1.1% a/a da +1.5% del mese precedente.

In Francia, i dati preliminari sul PIL del secondo trimestre dell'anno in corso hanno deluso le attese degli economisti, nonostante questi ultimi prevedessero un ridimensionamento della crescita. La variazione congiunturale del ciclo economico d'oltralpe è stata pari a +0.2%, portando quella tendenziale a +1.7% da +2.2% del trimestre precedente e contro un atteso +1.9%. **È stato soprattutto il canale estero a sottrarre crescita** con un contributo negativo di -0.3% t/t, a causa di un incremento delle importazioni (+1.7% t/t) più forte di quello delle esportazioni (+0.6%). In pratica, la debolezza di questa componente, già emersa nei primi tre mesi dell'anno, si è solo enfatizzata. Il fatto preoccupante è che **la ripresa è stata sostenuta principalmente da un accumulo di scorte** (+0.3%) e, se si tiene in considerazione il calo dei consumi di -0.1% t/t che ha determinato un contributo negativo di -0.1%, è facile rendersi conto che si tratta di merce invenduta e non di una normale ricostituzione del magazzino. Una nota positiva proviene dagli investimenti che hanno supportato la crescita con un +0.2% t/t.

Francia

I dati mensili, relativi in gran parte a maggio e giugno, segnalano ancora qualche difficoltà per l'economia francese, sia nell'offerta sia nella domanda. In maggio, le esportazioni sono diminuite di -2% m/m, mentre le importazioni sono rimaste pressoché invariate (-0.1%). La produzione industriale ha continuato a diminuire, registrando un -0.2% m/m, dopo il -0.5% di aprile e -0.4% di marzo. Il settore delle costruzioni è sceso di -3.4% m/m, anche se in questo caso il calo può essere giustificato dal buon dato del mese precedente di +4% (rivisto al rialzo da +2.9%). Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio in giugno sono rimaste sostanzialmente ferme (-0.1% m/m), così come il tasso di disoccupazione (al 9.2%). Nessuna variazione di rilievo è stata registrata in luglio sul fronte della fiducia: quella dei consumatori è rimasta a 97, quella dei produttori a 108 da 109 del mese precedente (quest'ultima rivista da 110). **La Francia è il Paese dell'Area Euro che sta soffrendo di più il rincaro dei prezzi petroliferi, con un'inflazione globale in luglio a +2.6% da +2.3% del mese precedente, ben sopra l'obiettivo della BCE. Le tensioni, tuttavia, non hanno ancora intaccato gli altri comparti, poiché l'indice core ha corretto solo limitatamente al rialzo a +1% a/a da +0.8% del mese precedente e comunque mantiene livelli ancora molto contenuti.**

In Italia, i dati preliminari del PIL del secondo trimestre dell'anno in corso, disponibili solo in forma aggregata, hanno ridimensionato la crescita economica, in sintonia con il resto dell'Area Euro. La variazione congiunturale del PIL è stata positiva, ma limitata a +0.2% rispetto a +0.3% del trimestre precedente, **portando quella tendenziale a +1.1%** da +1.4% (quest'ultimo rivisto da +1.5%). Se si tiene conto che nei primi 3 mesi il ciclo economico italiano era stato supportato principalmente da un forte accumulo di scorte di

Italia

+0.7% t/t, le preoccupazioni di una ripresa non in grado di sostenere l'alto debito pubblico si fanno più intense.

I dati mensili disponibili, che si riferiscono prevalentemente a maggio e giugno e quindi rientranti nel secondo trimestre sopra menzionato, **sono tuttavia positivi, sia dal lato dell'offerta sia della domanda, dopo una certa debolezza dimostrata in aprile.** Resta pertanto da sperare che la revisione dei dati trimestrali porti a qualche correzione al rialzo dei preliminari.

Il canale estero, osservato speciale, ha registrato in giugno un buon balzo delle esportazioni verso i Paesi extra-UE, con un importante incremento di +7.9% m/m a fronte di un aumento delle importazioni limitato a +2.1%. In maggio, **la produzione industriale e gli ordini all'industria sono cresciuti di +0.7% m/m e +4.5%**, rispettivamente, recuperando sui dati di aprile nel quale entrambi gli indicatori erano diminuiti di -1.3%. In parte questi risultati erano attesi dagli operatori finanziari. Le costruzioni hanno fatto meno bene, registrando un calo di -0.2% m/m ma il dato va interpretato alla luce del buon rialzo di aprile di +2.4% (rivisto da +2.5%). **Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio hanno invertito la tendenza negativa degli ultimi mesi** con un incremento di +0.8% m/m, andando oltre le attese di +0.5%. In marzo e aprile erano scese di -0.2% e -0.6%, rispettivamente. Nella seconda parte dell'anno, tuttavia, potrebbero essere meno sostenute dal mercato del lavoro, che ha visto il tasso di disoccupazione ritornare ai livelli di aprile, all'11%, dopo la breve parentesi positiva di maggio quando era sceso al 10.7%. In luglio, **la fiducia sia dei consumatori sia dei produttori è rimasta pressoché stabile:** la prima a 116.3 da 116.2 del mese precedente, la seconda a 106.9 se si considera quella riferita al settore manifatturiero. Quella dei servizi, dopo il miglioramento registrato a giugno, ha ripiegato a 106 da 107.8 del mese precedente.

Sul fronte dei prezzi, l'inflazione sia globale sia core, in luglio ha risentito in parte del rincaro del petrolio, tuttavia a differenza di Francia (+2.6%) e Germania (+2.1%), rimane ancora sotto l'obiettivo della BCE: la variazione tendenziale dell'indice globale si è portata a +1.9% da +1.4% di giugno e quella dell'indice *core* a 1.2% a/a da +0.8%.

I mercati per il momento stanno alla finestra in attesa che il Governo vari la legge finanziaria a settembre. Se non darà coperture certe a qualsiasi piano fiscale, lo scenario cambierà in brevissimo tempo con significativi rialzi dei rendimenti dei titoli di Stato. Tanto più che l'Italia è più a rischio d'instabilità dei conti pubblici in mancanza del supporto della BCE, dopo l'annuncio della fine del QE dal 2019.

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

GLI SCENARI

A (20%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sulla crescita viene più che compensato da quello molto espansivo della riforma fiscale già approvata, delineando un aumento del PIL intorno al 3% a/a. **In presenza di una buona domanda interna, i produttori scaricano sui prezzi al consumo i rincari** dovuti ai dazi, quelli delle materie prime dovuti all'aumento del prezzo del petrolio e quelli dei salari per un mercato del lavoro al pieno impiego. **La Fed aumenta i tassi ufficiali ancora due volte nel resto del 2018, di 25 punti base ciascuna, a settembre e dicembre, ma i mercati hanno la sensazione che sia in ritardo nel controllo dell'inflazione.** Nel medio termine, i rendimenti decennali si spingono sopra il 3% e il dollaro resta intorno a quota 1.16-1.17 nei confronti dell'euro.

Area Euro: la crescita si rafforza portandosi verso il 3% a/a e l'inflazione verso il 2% a/a. **La BCE, dopo l'azzeramento del QE, comincia a prospettare un rialzo dei tassi ufficiali in primavera del 2019** e tutti i rendimenti dell'Area Euro salgono per riflettere la fine della politica monetaria accomodante.

In Italia, la nuova coalizione mantiene la politica fiscale all'interno dei vincoli europei. I rendimenti salgono in sintonia con il resto dell'area, ma rimangono sotto il 3%. Lo *spread* si ridimensiona verso i 230 punti base nei confronti del *Bund* tedesco.

B (10%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sul ciclo economico, attraverso un ridimensionamento della fiducia di produttori e consumatori, **prevale su quello positivo della riforma fiscale,** delineando una crescita del PIL intorno al 2.5% a/a. Il prezzo del petrolio e i salari aumentano ma non in modo consistente. L'inflazione rimane contenuta sia pur vicino all'obiettivo della Fed. **Un passo di crescita più limitato del previsto e il parziale rientro dei rischi inflazionistici impongono alla Fed un solo intervento di 25 punti base sui tassi ufficiali nel resto del 2018, a settembre.** Nel medio periodo, il dollaro, visto come valuta rifugio, si rafforza sotto quota 1.15 nei confronti dell'euro e i rendimenti del decennale tornano al 2.7-2.8%.

Area Euro: la crescita economica rimane positiva, intorno al 2.5% a/a, anche se meno intensa del 2017, con un'inflazione *core* ancora moderata, sotto il 2% a/a. I rischi di una guerra dei dazi e d'instabilità per la situazione italiana inducono **la BCE** a mantenere molta cautela nel processo di normalizzazione della politica monetaria: **focalizza l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio e rinvia almeno all'autunno del 2019 l'eventuale rialzo dei tassi. In Italia emerge il celato carattere populista della coalizione di governo.** I due viceministri fanno a gara per concretizzare le proprie promesse elettorali, **prospettando una finanza fuori controllo e penalizzando fortemente i rendimenti dei titoli di Stato** che aumentano sopra il 3.2% per la scadenza decennale, con uno *spread* che può spingersi ben sopra i 260-270 punti base rispetto al *Bund*.

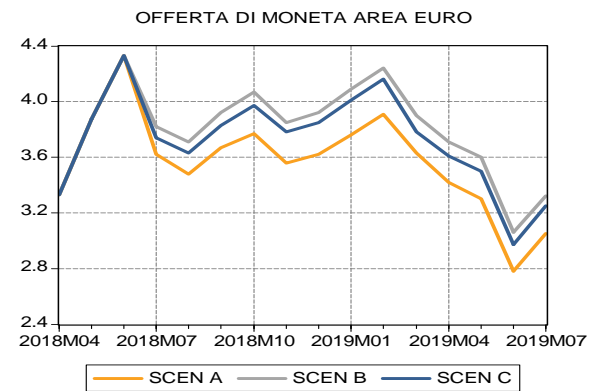
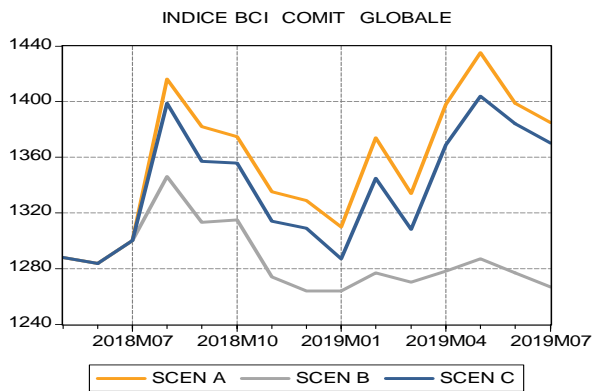
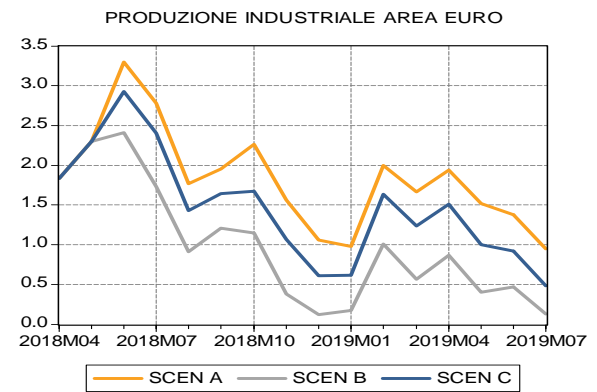
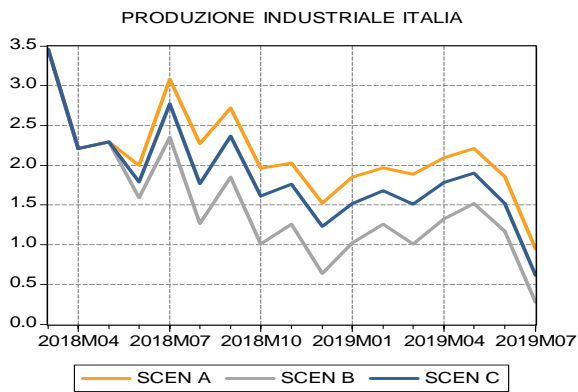
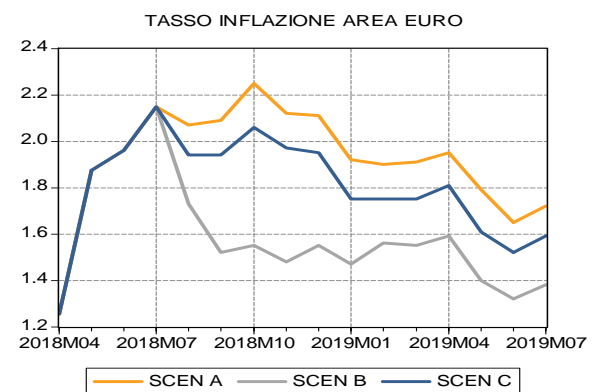
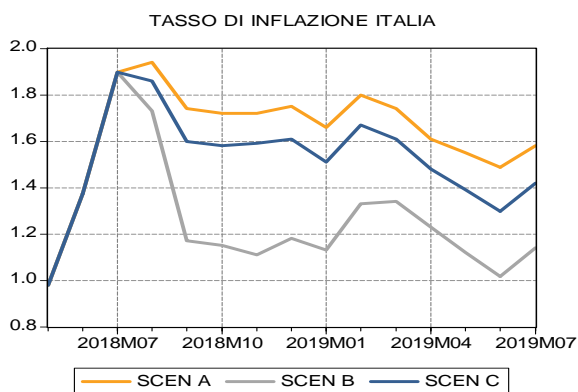
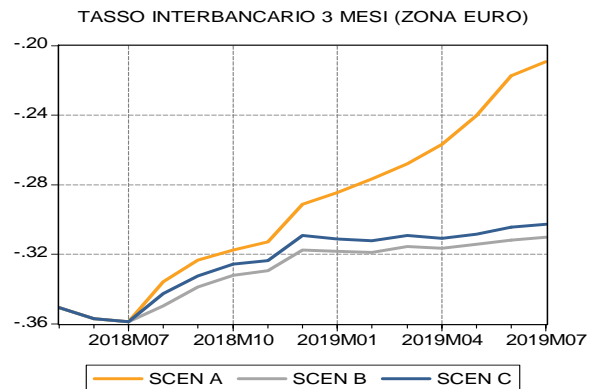
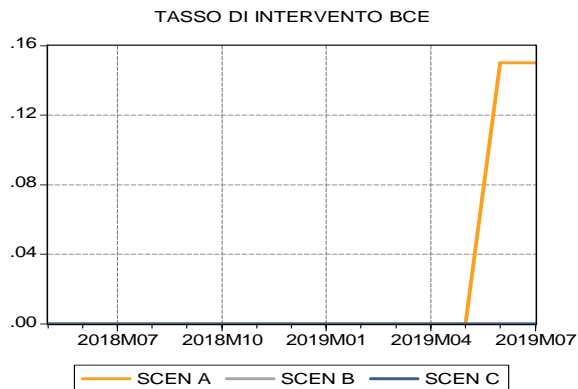
C (70%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sulla crescita viene più che compensato da quello molto espansivo della riforma fiscale già approvata, delineando una crescita del PIL intorno al 3% a/a. **In presenza di una buona domanda interna, i produttori scaricano sui prezzi al consumo i rincari** dovuti ai dazi, quelli delle materie prime dovuti all'aumento del prezzo del petrolio e quelli dei salari per un mercato del lavoro al pieno impiego. Per controllare l'inflazione, **la Fed aumenta i tassi ufficiali ancora due volte nel resto del 2018, di 25 punti base ciascuna, a settembre e dicembre.** Nel medio termine, i rendimenti decennali si spingono sopra il 3% e il dollaro si rafforza verso quota 1.15-1.14 nei confronti dell'euro.

Area Euro: la crescita economica rimane positiva, intorno al 2.5% a/a, anche se meno intensa del 2017, con un'inflazione *core* ancora moderata, sotto il 2% a/a. I rischi di una guerra dei dazi e d'instabilità per la situazione italiana inducono **la BCE** a mantenere molta cautela nel processo di normalizzazione della politica monetaria: **focalizza l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio e rinvia almeno all'autunno del 2019 l'eventuale rialzo dei tassi. I rendimenti** dell'Eurozona risalgono in sintonia con quelli americani. Quelli **italiani sono penalizzati**, nonostante il messaggio distensivo della BCE, **dalla fine del QE a dicembre del 2018 e dal rischio di un allentamento nel rigore nei conti pubblici, rimasto aperto con il nuovo governo,** restando sopra il 2.9%, con uno *spread* BTP/*Bund* intorno ai 250 punti base.

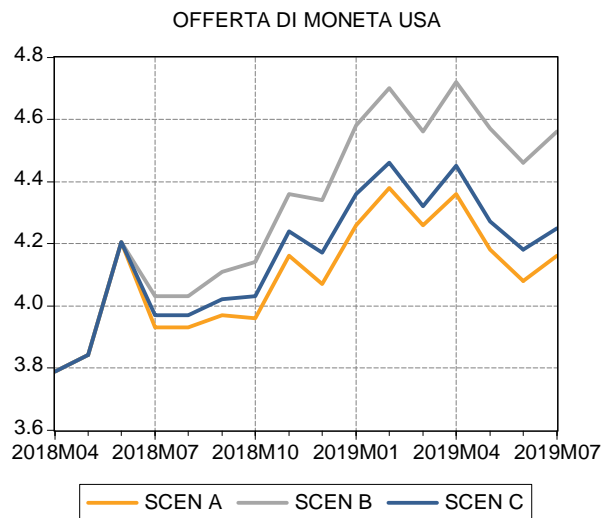
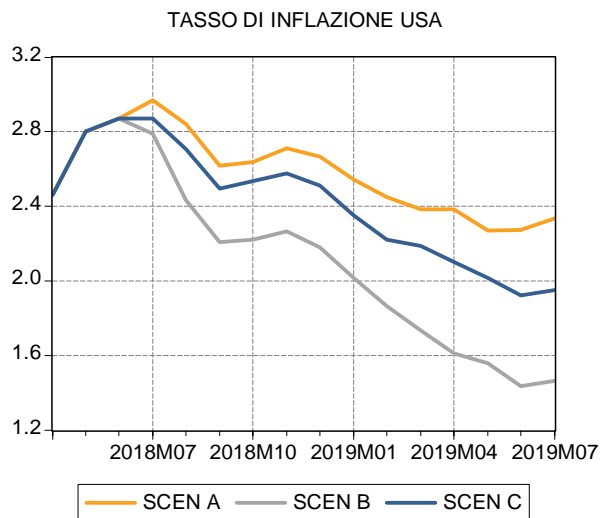
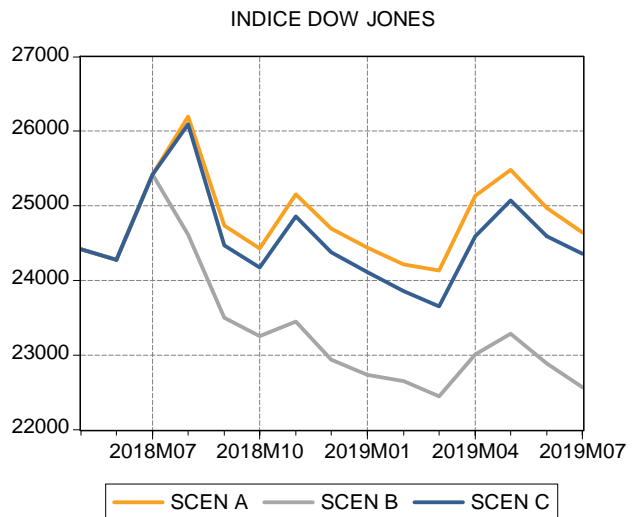
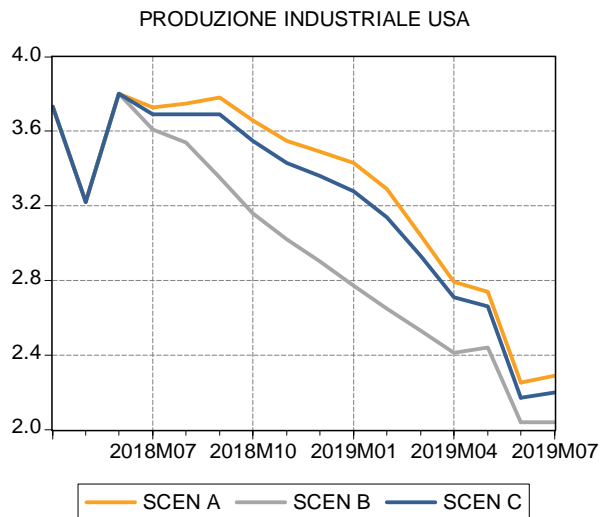
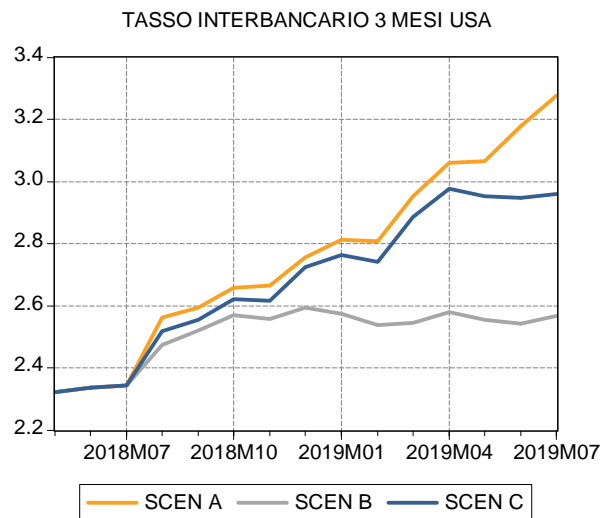
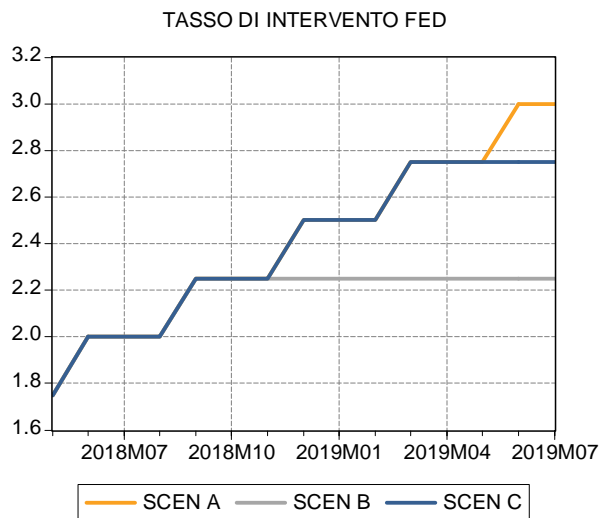
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

I tassi interbancari europei in luglio sono rimasti invariati rispetto al mese precedente per le scadenze a 1 e 3 mesi (a -0.4% e -0.36% rispettivamente) mentre è lievemente diminuito quello a 6 mesi (-0.32% da -0.31%). **Una crescita economica positiva e un'inflazione core moderata potrebbero spingere la BCE a rinviare almeno all'autunno 2019 l'eventuale rialzo dei tassi (Scen. C e B).** Se le dinamiche dovessero accelerare, potrebbe prospettarsi un primo rialzo già in primavera 2019 (Scen. A). **I saggi interbancari sono visti in tenue ripresa in tutti e tre gli scenari** (-0.4%, -0.3% e -0.3% per le scadenze a 1, 3 e 6 mesi in C e B a luglio 2019 e -0.3%, -0.2% e -0.2% rispettivamente in A).

TASSI INTERBANCARI

In luglio i rendimenti della struttura a termine italiana hanno continuato a risentire sia dell'annuncio, da parte della BCE, della fine del QE dal 2019 sia dell'instabilità che sta caratterizzando l'attuale stagione politica. Anche l'innalzamento dei rendimenti dei titoli statunitensi, a seguito del rafforzamento delle attese di mercato di una politica monetaria più restrittiva da parte della Fed, può aver trascinato al rialzo i tassi della struttura a termine italiana (+1.32%, +1.99%, +2.43% e +2.85% per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni, rispettivamente da +1.13%, +1.83%, +2.30% e +2.73%).

STRUTTURA A TERMINE

Nello scenario C, se in USA l'effetto negativo del protezionismo fosse più che compensato da quello molto espansivo della riforma fiscale, la Fed potrebbe aumentare i tassi ufficiali ancora due volte nel 2018. La BCE, invece, se la crescita rimanesse positiva e l'inflazione core sotto il target del 2%, potrebbe focalizzare l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio e rinviare almeno all'autunno 2019 l'eventuale rialzo dei tassi. Nonostante il messaggio accomodante della BCE, se il nuovo governo fosse meno rigoroso nella gestione del bilancio, i rendimenti dei titoli italiani ne sarebbero penalizzati, attestandosi a luglio 2019 all'1.57%, al 2.29%, al 2.84% e al 3.17% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni. Nello scenario A, fermi restando i due rialzi della Fed, i mercati hanno la sensazione che questi non siano sufficientemente tempestivi per il controllo dell'inflazione. In Europa la crescita si rafforza, l'inflazione core si porta verso il 2% e in Italia il governo mantiene il rigore nella gestione del debito. In tal caso la BCE potrebbe prospettare un rialzo dei tassi ufficiali in primavera del 2019: i rendimenti italiani rimarrebbero elevati ma in sintonia con quelli europei (+1.57% il 3 anni, +2.23% il 5 anni, +2.78% il 7 anni e +3.11% il 10 anni a luglio 2019). Nello scenario B, negli USA s'ipotizza una crescita più moderata e un rientro delle pressioni inflazionistiche che consentono alla Fed di limitare il proprio intervento a un solo nuovo rialzo nel 2018. In Area Euro, nonostante la crescita positiva, l'inflazione sotto controllo e l'atteggiamento accomodante della BCE, il mancato accordo all'interno del governo penalizza fortemente i rendimenti dei titoli di Stato (+1.89% il 3 anni, +2.58% il 5 anni, +3.11% il 7 anni e +3.45% il 10 anni a luglio 2019).

In maggio i tassi medi sia sui depositi sia sui prestiti sono rimasti in sostanza invariati rispetto al mese precedente (+0.4% e +2.6% rispettivamente). **Negli scenari B e C il tasso sui depositi potrebbe essere pari a +0.4% a fine periodo**, mentre in A si potrebbe osservare un lieve rialzo (+0.5%). **Il tasso sui prestiti è visto a +2.7% in tutti gli scenari.**

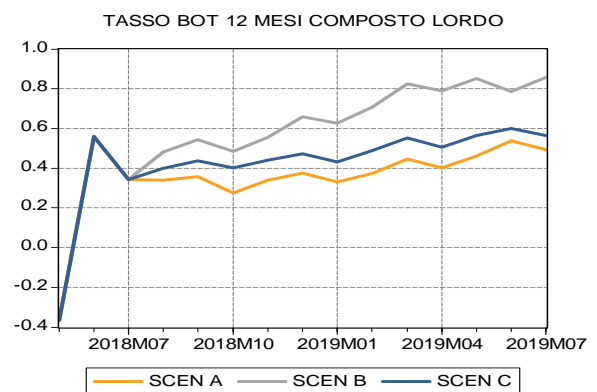
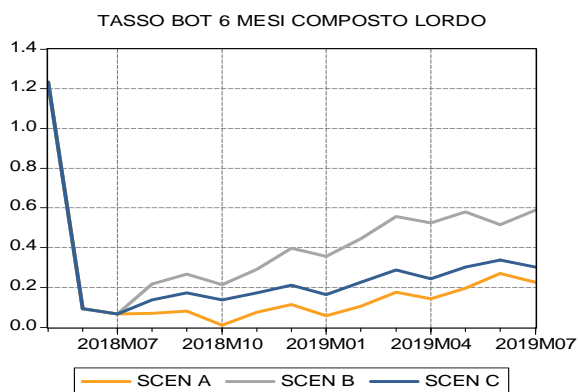
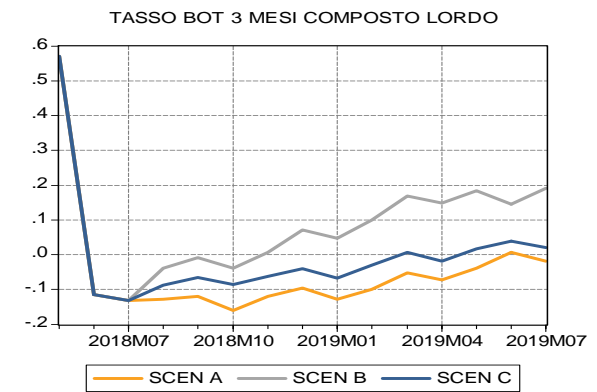
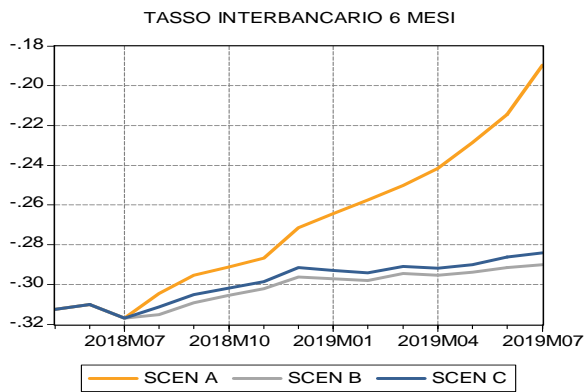
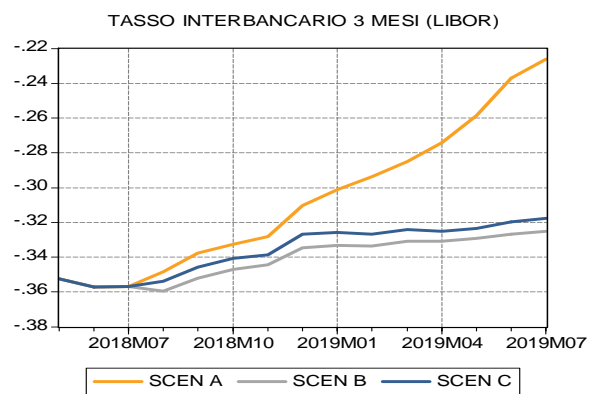
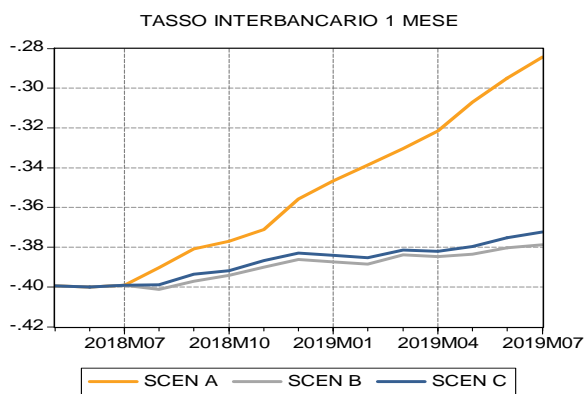
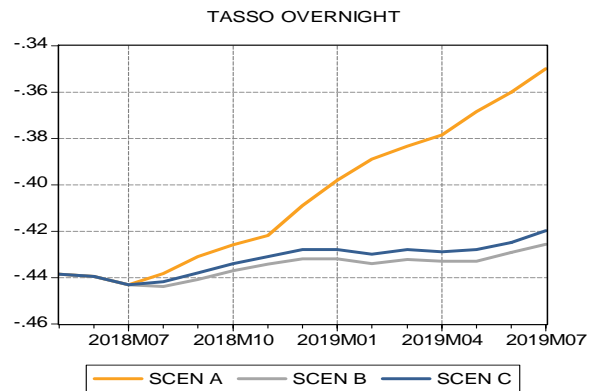
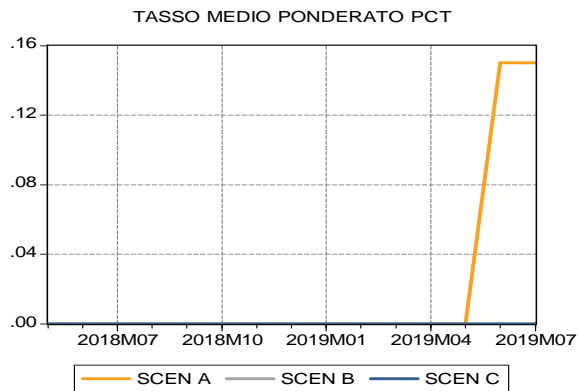
TASSI BANCARI

In maggio si è interrotta la tendenza negativa del volume dei prestiti totali iniziata a marzo (-0.01% a/a, -0.12% in aprile) con un aumento di +0.53% a/a. Anche i depositi, dopo due mesi di debolezza (+0.86% a/a in marzo e +0.09% in aprile) hanno ricominciato a crescere ai ritmi precedenti (+3.6% a/a). **In base alle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica degli impieghi** (+2.5% a/a in C, +2.2% in B e +2.8% in A, a luglio 2019) **e dei depositi totali** (+5.1%, +4.8% e +5.5% rispettivamente) **dovrebbe ritornare sostenuta.**

VOLUMI

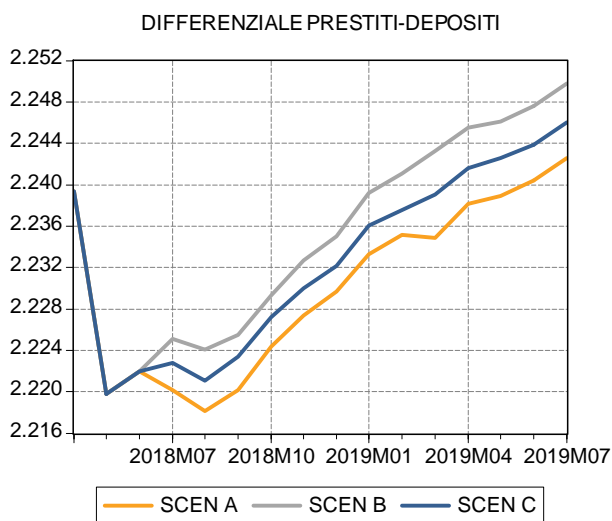
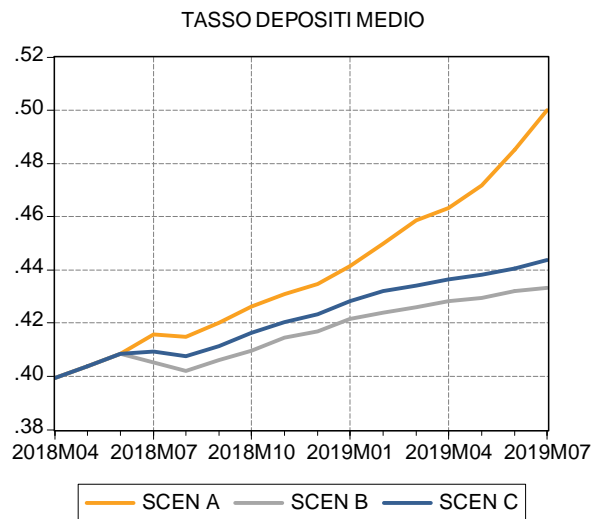
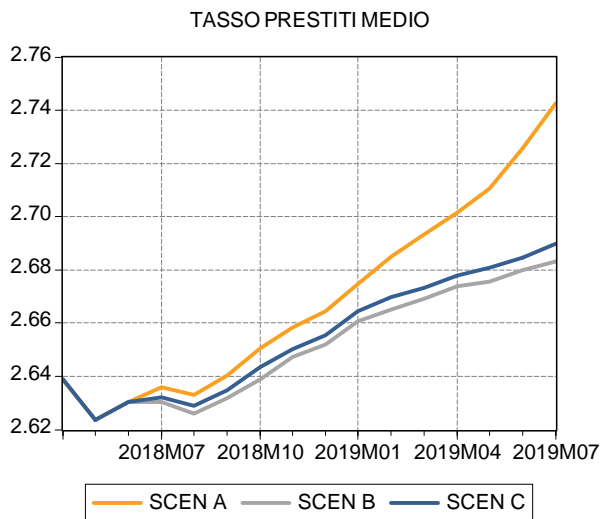
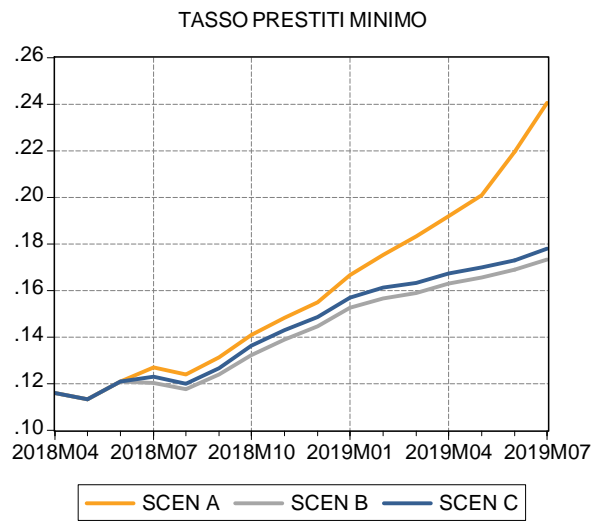
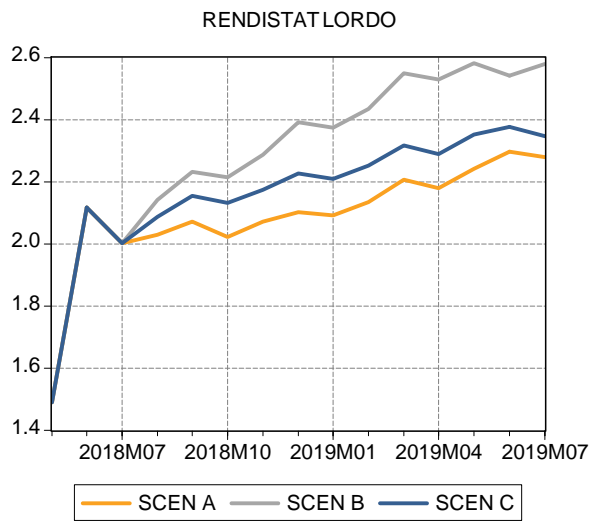
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

TASSI - Dati mensili

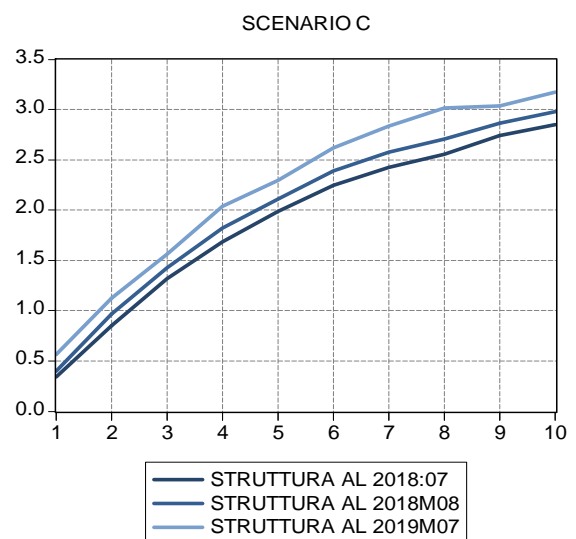
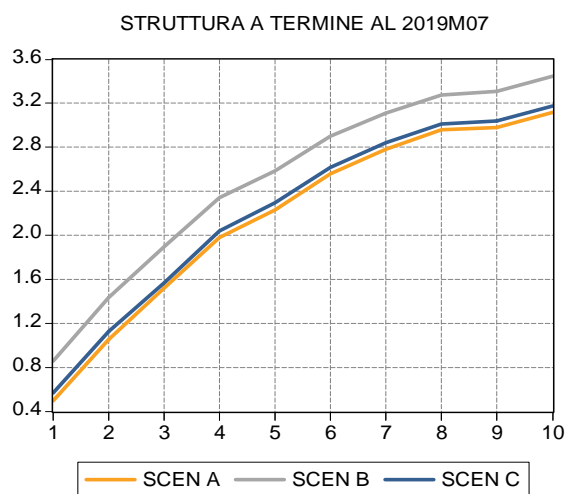
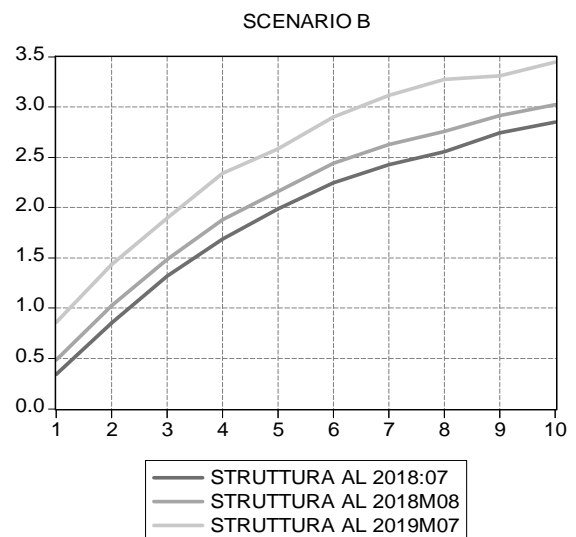
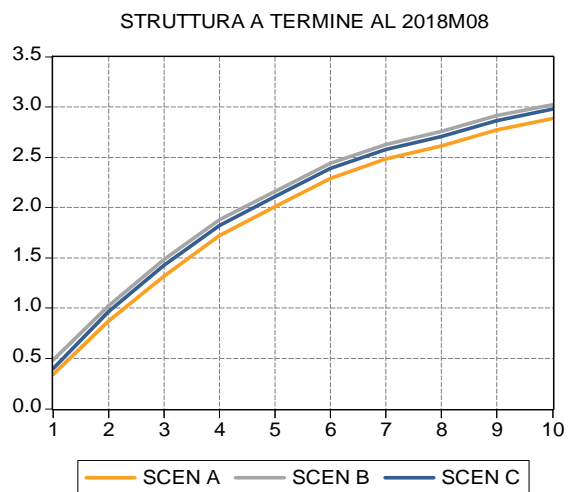
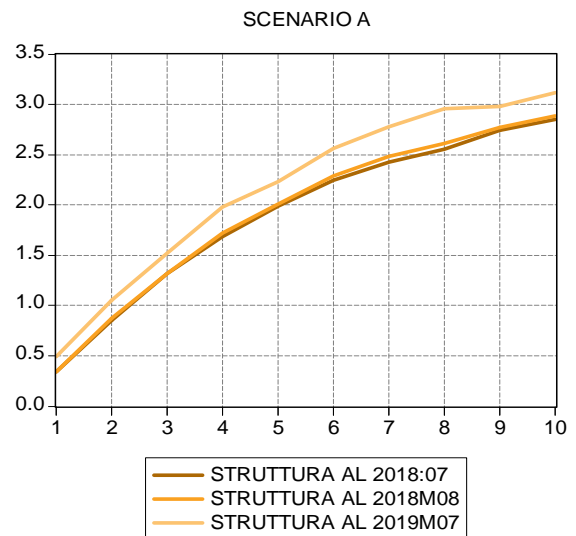
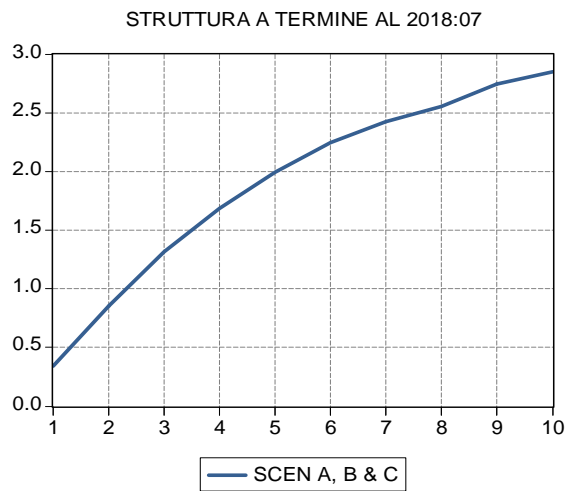


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

TASSI - Dati mensili

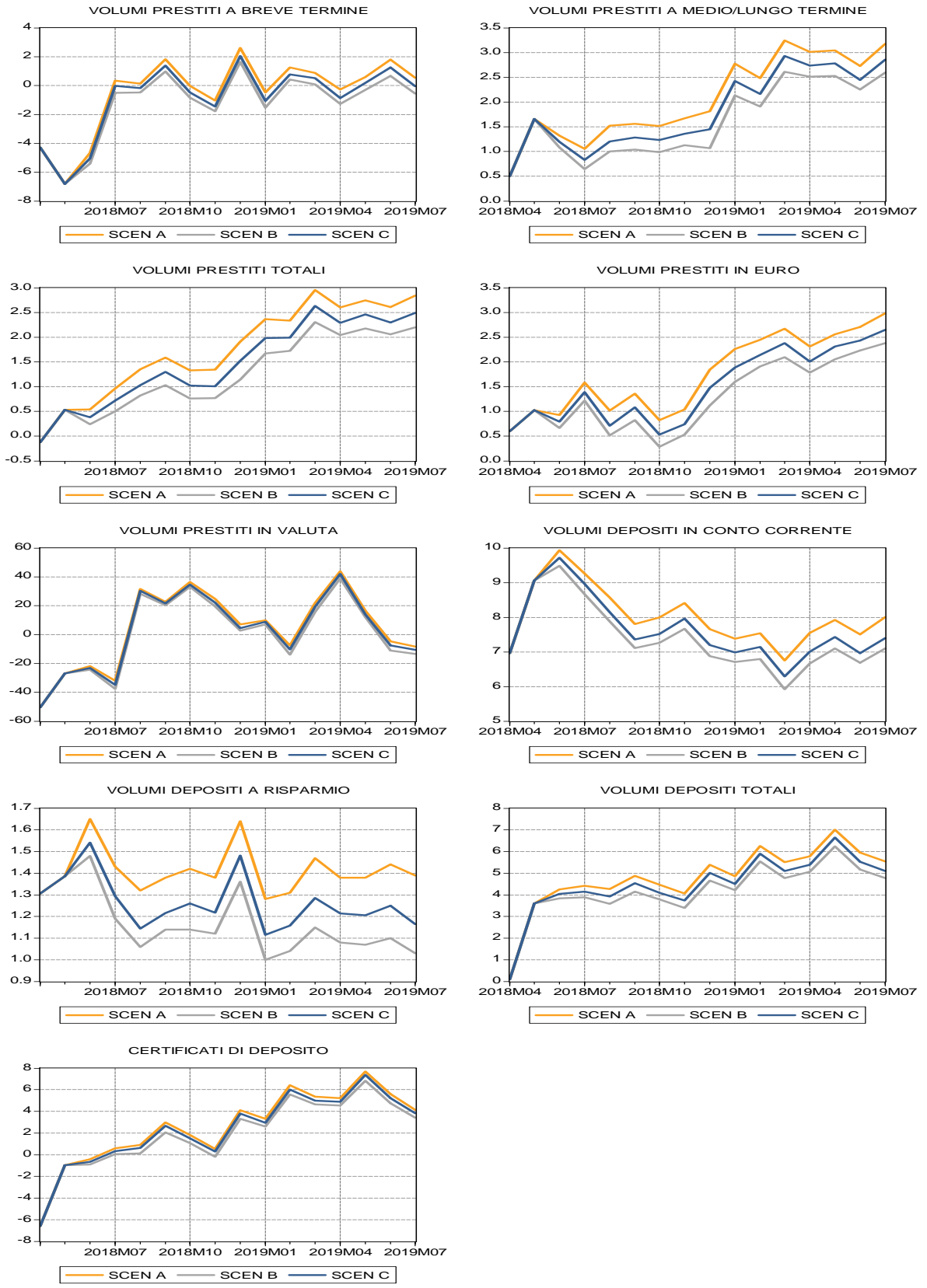


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



SCENARIO A	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7
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	0.15	0.15
Indice BCI COMIT (livello)	1373	1316	1308	1387	1288	1284	1300	1416	1382	1375	1335	1329	1310	1374	1334	1398	1435	1399	1385
Produzione Industriale (Var. % a/a)	4.4	2.6	3.5	2.2	2.3	2.0	3.1	2.3	2.7	2.0	2.0	1.5	1.9	2.0	1.9	2.1	2.2	1.9	1.0
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.2	0.5	0.9	0.6	1.0	1.4	1.9	1.9	1.7	1.7	1.7	1.8	1.7	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5	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	0.15	0.15
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.43	-0.43	-0.42	-0.41	-0.40	-0.39	-0.38	-0.38	-0.37	-0.36	-0.35
T. Interb. 1m lett.	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.38	-0.38	-0.37	-0.36	-0.35	-0.34	-0.33	-0.32	-0.31	-0.30	-0.28
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.35	-0.34	-0.33	-0.33	-0.31	-0.30	-0.29	-0.28	-0.27	-0.26	-0.24	-0.23
T. Interb. 6m lett.	-0.34	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.32	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29	-0.27	-0.26	-0.26	-0.25	-0.24	-0.23	-0.21	-0.19
T. Depositi medio	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.41	0.42	0.41	0.42	0.43	0.43	0.43	0.44	0.45	0.46	0.46	0.47	0.49	0.50
T. Prestiti medio	2.69	2.68	2.66	2.64	2.62	2.63	2.64	2.63	2.64	2.65	2.66	2.66	2.67	2.69	2.69	2.70	2.71	2.73	2.74
T.prest. medio - T.dep. medio	2.30	2.30	2.26	2.24	2.22	2.22	2.22	2.22	2.22	2.22	2.23	2.23	2.23	2.24	2.23	2.24	2.24	2.24	2.24
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.42	-0.41	-0.43	-0.42	0.57	-0.11	-0.13	-0.13	-0.12	-0.16	-0.12	-0.10	-0.13	-0.10	-0.05	-0.07	-0.04	0.01	-0.02
T. BOT comp. lordo 6m	-0.42	-0.41	-0.44	-0.43	1.23	0.09	0.07	0.07	0.08	0.01	0.08	0.11	0.06	0.10	0.18	0.14	0.20	0.27	0.23
T. BOT comp. lordo 12m	-0.43	-0.41	-0.41	-0.40	-0.37	0.56	0.34	0.34	0.36	0.27	0.34	0.37	0.33	0.37	0.45	0.40	0.46	0.54	0.49
Rendistat lordo	1.21	1.26	1.20	1.05	1.49	2.12	2.00	2.03	2.07	2.02	2.07	2.10	2.09	2.13	2.21	2.18	2.24	2.30	2.28
Rendistat netto	1.06	1.11	1.05	0.92	1.30	1.85	1.75	1.77	1.81	1.77	1.81	1.84	1.83	1.87	1.93	1.91	1.96	2.01	1.99
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.25	0.22	0.03	0.14	1.40	1.13	1.32	1.32	1.34	1.27	1.32	1.34	1.31	1.37	1.44	1.41	1.48	1.56	1.52
Rend. BTP a 5 anni	0.90	0.90	0.67	0.69	2.02	1.83	1.99	2.01	2.04	1.98	2.03	2.05	2.03	2.09	2.16	2.14	2.21	2.26	2.23
Rend. BTP a 7 anni	1.54	1.52	1.26	1.27	2.39	2.30	2.43	2.48	2.54	2.50	2.56	2.59	2.58	2.64	2.71	2.69	2.76	2.81	2.78
Rend. BTP a 10 anni	2.16	2.12	1.86	1.88	2.81	2.73	2.85	2.88	2.92	2.88	2.92	2.95	2.93	2.99	3.05	3.03	3.09	3.14	3.11
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2379.126	2347.233	2376.326	2380.593	2373.443	2399.760	2371.047	2376.357	2384.948	2429.332	2454.03	2416.51	2435.27	2401.92	2446.43	2442.49	2438.48	2462.39	2438.38
Prestiti in euro	2348.193	2319.187	2341.405	2363.953	2342.880	2367.911	2341.479	2343.062	2353.873	2382.342	2415.684	2381.76	2401.262	2376.01	2403.92	2418.56	2402.86	2432.08	2411.25
Prestiti in valuta	30.933	28.047	34.921	16.640	30.564	31.849	29.568	33.295	31.075	46.990	38.347	34.745	34.012	25.917	42.507	23.928	35.618	30.313	27.130
Prestiti a breve	303.670	294.973	293.585	297.137	292.477	296.174	300.272	292.380	293.467	291.965	295.620	296.593	302.213	298.660	296.139	296.335	294.232	301.446	301.893
Prestiti a m / l	2075.456	2052.260	2082.741	2083.457	2080.966	2103.587	2070.776	2083.977	2091.481	2137.367	2158.411	2119.913	2133.061	2103.263	2150.288	2146.154	2144.243	2160.948	2136.492
Depositi totali	2375.320	2351.082	2390.208	2391.160	2420.235	2434.097	2433.721	2432.642	2464.340	2469.136	2453.727	2501.469	2490.761	2498.259	2521.669	2529.370	2589.894	2578.926	2568.432
Depositi in c / c	1048.904	1050.641	1071.492	1073.970	1083.908	1095.700	1091.947	1091.576	1107.646	1110.714	1109.459	1141.311	1126.313	1129.859	1143.817	1155.055	1169.753	1177.987	1179.412
Depositi a risparmio	300.931	301.037	300.511	300.202	299.777	299.794	300.140	301.124	301.471	301.126	301.638	303.625	304.783	304.980	304.929	304.345	303.914	304.111	304.312
Certif. deposito	1025.485	999.404	1018.204	1016.988	1036.551	1038.604	1041.633	1039.941	1055.223	1057.296	1042.630	1056.532	1059.665	1063.420	1072.923	1069.969	1116.227	1096.828	1084.707
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	2.79	1.91	-0.01	-0.12	0.53	0.54	0.96	1.35	1.59	1.33	1.34	1.91	2.36	2.33	2.95	2.60	2.74	2.61	2.84
Prestiti in euro	2.90	2.39	-0.24	0.60	1.03	0.93	1.58	1.02	1.36	0.82	1.04	1.84	2.26	2.45	2.67	2.31	2.56	2.71	2.98
Prestiti in valuta	-5.32	-26.33	18.58	-50.51	-26.82	-21.90	-31.94	31.60	22.68	36.28	24.66	6.95	9.95	-7.59	21.72	43.80	16.54	-4.82	-8.25
Prestiti a breve	-5.23	-7.71	-7.42	-4.28	-6.80	-4.68	0.34	0.13	1.82	-0.01	-1.03	2.62	-0.48	1.25	0.87	-0.27	0.60	1.78	0.54
Prestiti a m / l	4.08	3.46	1.13	0.50	1.66	1.32	1.05	1.52	1.56	1.52	1.67	1.81	2.78	2.49	3.24	3.01	3.04	2.73	3.17
Depositi totali	4.11	3.95	0.86	0.09	3.60	4.25	4.42	4.26	4.88	4.46	4.06	5.38	4.86	6.26	5.50	5.78	7.01	5.95	5.54
Depositi in c / c	9.10	8.76	9.38	6.97	9.06	9.93	9.26	8.57	7.80	7.99	8.41	7.65	7.38	7.54	6.75	7.55	7.92	7.51	8.01
Depositi a risparmio	0.72	0.92	1.17	1.31	1.39	1.65	1.43	1.32	1.38	1.42	1.38	1.64	1.28	1.31	1.47	1.38	1.38	1.44	1.39
Certif. deposito	0.40	0.20	-6.86	-6.59	-0.96	-0.44	0.60	0.90	2.97	1.83	0.54	4.11	3.33	6.41	5.37	5.21	7.69	5.61	4.14

SCENARIO B	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7
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)	1373	1316	1308	1387	1288	1284	1300	1346	1313	1315	1274	1264	1264	1277	1270	1278	1287	1277	1267
Produzione Industriale (Var. % a/a)	4.4	2.6	3.5	2.2	2.3	1.6	2.4	1.3	1.9	1.0	1.3	0.6	1.0	1.3	1.0	1.3	1.5	1.2	0.3
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.2	0.5	0.9	0.6	1.0	1.4	1.9	1.7	1.2	1.2	1.1	1.2	1.1	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0	1.1
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43
T. Interb. 1m lett.	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.34	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33
T. Interb. 6m lett.	-0.34	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.32	-0.32	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.29	-0.30	-0.29	-0.29	-0.29
T. Depositi medio	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.40	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.43	0.43	0.43
T. Prestiti medio	2.69	2.68	2.66	2.64	2.62	2.63	2.63	2.63	2.63	2.64	2.65	2.65	2.66	2.67	2.67	2.67	2.68	2.68	2.68
T.prest. medio - T.dep. medio	2.30	2.30	2.26	2.24	2.22	2.22	2.23	2.22	2.23	2.23	2.23	2.24	2.24	2.24	2.24	2.25	2.25	2.25	2.25
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.42	-0.41	-0.43	-0.42	0.57	-0.11	-0.13	-0.04	-0.01	-0.04	0.01	0.07	0.05	0.10	0.17	0.15	0.18	0.15	0.19
T. BOT comp. lordo 6m	-0.42	-0.41	-0.44	-0.43	1.23	0.09	0.07	0.22	0.27	0.22	0.29	0.40	0.36	0.44	0.56	0.52	0.58	0.52	0.59
T. BOT comp. lordo 12m	-0.43	-0.41	-0.41	-0.40	-0.37	0.56	0.34	0.48	0.54	0.49	0.56	0.66	0.63	0.71	0.83	0.79	0.85	0.79	0.86
Rendistat lordo	1.21	1.26	1.20	1.05	1.49	2.12	2.00	2.14	2.23	2.22	2.29	2.39	2.38	2.43	2.55	2.53	2.58	2.54	2.58
Rendistat netto	1.06	1.11	1.05	0.92	1.30	1.85	1.75	1.87	1.95	1.94	2.00	2.09	2.08	2.13	2.23	2.21	2.26	2.22	2.26
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.25	0.22	0.03	0.14	1.40	1.13	1.32	1.48	1.54	1.50	1.57	1.68	1.65	1.75	1.87	1.84	1.89	1.84	1.89
Rend. BTP a 5 anni	0.90	0.90	0.67	0.69	2.02	1.83	1.99	2.16	2.22	2.20	2.26	2.37	2.35	2.45	2.55	2.53	2.58	2.54	2.58
Rend. BTP a 7 anni	1.54	1.52	1.26	1.27	2.39	2.30	2.43	2.63	2.72	2.71	2.78	2.89	2.88	2.97	3.08	3.06	3.11	3.06	3.11
Rend. BTP a 10 anni	2.16	2.12	1.86	1.88	2.81	2.73	2.85	3.02	3.09	3.08	3.14	3.24	3.23	3.32	3.42	3.39	3.44	3.40	3.45
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2379.126	2347.233	2376.326	2380.593	2373.443	2392.600	2360.244	2363.930	2371.802	2415.666	2440.23	2398.25	2418.86	2387.61	2430.98	2429.16	2425.18	2441.89	2412.17
Prestiti in euro	2348.193	2319.187	2341.405	2363.953	2342.880	2361.811	2333.181	2331.465	2341.333	2369.818	2403.491	2364.92	2385.764	2363.48	2390.57	2406.03	2390.91	2414.48	2388.71
Prestiti in valuta	30.933	28.047	34.921	16.640	30.564	30.789	27.063	32.465	30.469	45.848	36.737	33.326	33.094	24.123	40.407	23.126	34.276	27.408	23.459
Prestiti a breve	303.670	294.973	293.585	297.137	292.477	293.937	297.758	290.628	291.046	289.512	293.380	293.732	299.054	296.212	293.820	293.334	291.629	295.906	296.120
Prestiti a m / l	2075.456	2052.260	2082.741	2083.457	2080.966	2098.663	2062.486	2073.302	2080.755	2126.154	2146.848	2104.516	2119.803	2091.394	2137.161	2135.824	2133.555	2145.981	2116.049
Depositi totali	2375.320	2351.082	2390.208	2391.160	2420.235	2424.291	2421.368	2416.776	2447.188	2453.062	2437.929	2484.378	2475.321	2481.332	2504.460	2512.153	2571.016	2549.627	2536.868
Depositi in c / c	1048.904	1050.641	1071.492	1073.970	1083.908	1091.214	1085.951	1084.639	1100.556	1103.206	1101.886	1133.147	1119.286	1121.979	1134.924	1145.497	1160.865	1164.217	1163.053
Depositi a risparmio	300.931	301.037	300.511	300.202	299.777	299.293	299.430	300.352	300.758	300.295	300.865	302.789	303.940	304.168	303.967	303.445	302.984	302.585	302.514
Certif. deposito	1025.485	999.404	1018.204	1016.988	1036.551	1033.784	1035.987	1031.785	1045.874	1049.562	1035.179	1048.441	1052.095	1055.185	1065.568	1063.212	1107.166	1082.825	1071.300
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	2.79	1.91	-0.01	-0.12	0.53	0.24	0.50	0.82	1.03	0.76	0.77	1.14	1.67	1.72	2.30	2.04	2.18	2.06	2.20
Prestiti in euro	2.90	2.39	-0.24	0.60	1.03	0.67	1.22	0.52	0.82	0.29	0.53	1.12	1.60	1.91	2.10	1.78	2.05	2.23	2.38
Prestiti in valuta	-5.32	-26.33	18.58	-50.51	-26.82	-24.50	-37.70	28.32	20.28	32.97	19.42	2.58	6.98	-13.99	15.71	38.98	12.15	-10.98	-13.32
Prestiti a breve	-5.23	-7.71	-7.42	-4.28	-6.80	-5.40	-0.50	-0.47	0.98	-0.85	-1.78	1.63	-1.52	0.42	0.08	-1.28	-0.29	0.67	-0.55
Prestiti a m / l	4.08	3.46	1.13	0.50	1.66	1.08	0.65	1.00	1.04	0.98	1.13	1.07	2.14	1.91	2.61	2.51	2.53	2.25	2.60
Depositi totali	4.11	3.95	0.86	0.09	3.60	3.83	3.89	3.58	4.15	3.78	3.39	4.66	4.21	5.54	4.78	5.06	6.23	5.17	4.77
Depositi in c / c	9.10	8.76	9.38	6.97	9.06	9.48	8.66	7.88	7.11	7.26	7.67	6.88	6.71	6.79	5.92	6.66	7.10	6.69	7.10
Depositi a risparmio	0.72	0.92	1.17	1.31	1.39	1.48	1.19	1.06	1.14	1.14	1.12	1.36	1.00	1.04	1.15	1.08	1.07	1.10	1.03
Certif. deposito	0.40	0.20	-6.86	-6.59	-0.96	-0.90	0.06	0.11	2.06	1.09	-0.18	3.31	2.59	5.58	4.65	4.55	6.81	4.74	3.41

SCENARIO C	18 1	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7
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)	1373	1316	1308	1387	1288	1284	1300	1399	1357	1356	1314	1309	1287	1345	1308	1369	1404	1384	1370
Produzione Industriale (Var. % a/a)	4.4	2.6	3.5	2.2	2.3	1.8	2.8	1.8	2.4	1.6	1.8	1.2	1.5	1.7	1.5	1.8	1.9	1.5	0.6
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.2	0.5	0.9	0.6	1.0	1.4	1.9	1.9	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	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
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.42
T. Interb. 1m lett.	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.38	-0.38	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.33	-0.33	-0.33	-0.32	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32
T. Interb. 6m lett.	-0.34	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.28
T. Depositi medio	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.43	0.44	0.44	0.44	0.44
T. Prestiti medio	2.69	2.68	2.66	2.64	2.62	2.63	2.63	2.63	2.63	2.64	2.65	2.66	2.66	2.67	2.67	2.68	2.68	2.68	2.69
T.prest. medio - T.dep. medio	2.30	2.30	2.26	2.24	2.22	2.22	2.22	2.22	2.22	2.23	2.23	2.23	2.24	2.24	2.24	2.24	2.24	2.24	2.25
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.42	-0.41	-0.43	-0.42	0.57	-0.11	-0.13	-0.09	-0.07	-0.09	-0.06	-0.04	-0.07	-0.03	0.01	-0.02	0.02	0.04	0.02
T. BOT comp. lordo 6m	-0.42	-0.41	-0.44	-0.43	1.23	0.09	0.07	0.14	0.17	0.14	0.17	0.21	0.16	0.23	0.29	0.25	0.30	0.34	0.30
T. BOT comp. lordo 12m	-0.43	-0.41	-0.41	-0.40	-0.37	0.56	0.34	0.40	0.44	0.40	0.44	0.47	0.43	0.49	0.55	0.51	0.56	0.60	0.57
Rendistat lordo	1.21	1.26	1.20	1.05	1.49	2.12	2.00	2.09	2.15	2.13	2.17	2.23	2.21	2.25	2.32	2.29	2.35	2.38	2.35
Rendistat netto	1.06	1.11	1.05	0.92	1.30	1.85	1.75	1.82	1.88	1.87	1.90	1.95	1.93	1.97	2.03	2.00	2.06	2.08	2.05
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.25	0.22	0.03	0.14	1.40	1.13	1.32	1.42	1.45	1.41	1.43	1.46	1.41	1.49	1.55	1.52	1.57	1.59	1.57
Rend. BTP a 5 anni	0.90	0.90	0.67	0.69	2.02	1.83	1.99	2.11	2.15	2.11	2.13	2.17	2.13	2.21	2.26	2.24	2.29	2.32	2.29
Rend. BTP a 7 anni	1.54	1.52	1.26	1.27	2.39	2.30	2.43	2.58	2.64	2.63	2.66	2.71	2.67	2.75	2.80	2.79	2.84	2.86	2.84
Rend. BTP a 10 anni	2.16	2.12	1.86	1.88	2.81	2.73	2.85	2.98	3.02	3.00	3.02	3.06	3.03	3.09	3.14	3.13	3.17	3.20	3.17
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2379.126	2347.233	2376.326	2380.593	2373.443	2395.941	2365.411	2368.854	2378.140	2421.900	2446.04	2407.26	2426.23	2393.94	2438.82	2435.11	2431.83	2451.05	2424.31
Prestiti in euro	2348.193	2319.187	2341.405	2363.953	2342.880	2364.626	2337.099	2335.872	2347.371	2375.489	2408.512	2373.34	2392.574	2368.82	2397.13	2411.47	2397.00	2422.09	2399.03
Prestiti in valuta	30.933	28.047	34.921	16.640	30.564	31.315	28.311	32.982	30.769	46.411	37.528	33.917	33.659	25.126	41.693	23.640	34.830	28.961	25.277
Prestiti a breve	303.670	294.973	293.585	297.137	292.477	295.043	299.195	291.495	292.243	290.562	294.351	294.939	300.408	297.244	295.122	294.588	293.026	298.774	299.063
Prestiti a m / l	2075.456	2052.260	2082.741	2083.457	2080.966	2100.898	2066.215	2077.360	2085.898	2131.337	2151.688	2112.320	2125.825	2096.699	2143.701	2140.521	2138.803	2152.273	2125.246
Depositi totali	2375.320	2351.082	2390.208	2391.160	2420.235	2429.428	2427.428	2424.942	2456.351	2460.626	2445.946	2492.923	2482.210	2489.795	2512.108	2519.805	2580.939	2563.532	2551.212
Depositi in c / c	1048.904	1050.641	1071.492	1073.970	1083.908	1093.607	1088.980	1087.253	1103.125	1105.880	1104.854	1136.540	1122.118	1125.657	1138.889	1149.255	1164.442	1169.722	1169.565
Depositi a risparmio	300.931	301.037	300.511	300.202	299.777	299.473	299.739	300.601	300.982	300.651	301.155	303.149	304.286	304.525	304.373	303.848	303.390	303.215	303.230
Certif. deposito	1025.485	999.404	1018.204	1016.988	1036.551	1036.348	1038.709	1037.089	1052.245	1054.095	1039.938	1053.234	1055.806	1059.614	1068.847	1066.701	1113.107	1090.595	1078.417
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	2.79	1.91	-0.01	-0.12	0.53	0.38	0.72	1.03	1.30	1.02	1.01	1.52	1.98	1.99	2.63	2.29	2.46	2.30	2.49
Prestiti in euro	2.90	2.39	-0.24	0.60	1.03	0.79	1.39	0.71	1.08	0.53	0.74	1.48	1.89	2.14	2.38	2.01	2.31	2.43	2.65
Prestiti in valuta	-5.32	-26.33	18.58	-50.51	-26.82	-23.21	-34.83	30.37	21.47	34.60	21.99	4.40	8.81	-10.41	19.39	42.07	13.96	-7.52	-10.72
Prestiti a breve	-5.23	-7.71	-7.42	-4.28	-6.80	-5.04	-0.02	-0.17	1.40	-0.49	-1.45	2.05	-1.07	0.77	0.52	-0.86	0.19	1.26	-0.04
Prestiti a m / l	4.08	3.46	1.13	0.50	1.66	1.19	0.83	1.20	1.29	1.23	1.36	1.45	2.43	2.17	2.93	2.74	2.78	2.45	2.86
Depositi totali	4.11	3.95	0.86	0.09	3.60	4.05	4.15	3.93	4.54	4.10	3.73	5.02	4.50	5.90	5.10	5.38	6.64	5.52	5.10
Depositi in c / c	9.10	8.76	9.38	6.97	9.06	9.72	8.96	8.14	7.36	7.52	7.96	7.20	6.98	7.14	6.29	7.01	7.43	6.96	7.40
Depositi a risparmio	0.72	0.92	1.17	1.31	1.39	1.54	1.29	1.14	1.22	1.26	1.22	1.48	1.12	1.16	1.28	1.21	1.21	1.25	1.16
Certif. deposito	0.40	0.20	-6.86	-6.59	-0.96	-0.66	0.32	0.63	2.68	1.52	0.28	3.78	2.96	6.02	4.97	4.89	7.39	5.23	3.82

Settembre 2018⁴

Occhi degli investitori puntati sulla crisi dei Paesi emergenti e sulla politica di bilancio italiana

Lucia Trevisan^a e Francesca Volo^{a,b}

IL QUADRO GENERALE

Gli occhi degli investitori sono puntati su due fattori chiave che potrebbero destabilizzare lo scenario nei prossimi mesi e che già in parte hanno caratterizzato agosto: **1) la crisi dei Paesi emergenti, in particolare Turchia e Argentina e 1) la politica di bilancio in Italia.**

Per quanto riguarda il primo fattore, già durante la pausa estiva sono emerse tensioni nei mercati valutari con alcune monete dei Paesi emergenti in difficoltà a causa di questioni politiche/economiche interne, ma enfatizzate anche dalle aspettative di una politica monetaria americana restrittiva che dà forza al dollaro.

La lira turca in agosto si è deprezzata circa del 15% sia nei confronti dell'euro sia del dollaro. La mossa di Trump, che ha autorizzato il raddoppio delle tariffe su alluminio e acciaio d'importazione dalla Turchia per difendere la bilancia commerciale americana dall'eccessivo indebolimento della valuta turca nell'ultimo anno, ha soltanto accelerato le difficoltà già esistenti da tempo per problemi economici/politici pregressi. **La questione di fondo è stata una gestione poco accorta dell'economia turca.** Il Governo di Erdogan ha spinto la crescita con forti stimoli fiscali, ha permesso un boom del credito e ha fatto pressioni sulla Banca Centrale affinché mantenesse bassi i tassi d'interesse. Questo ha portato a una crescita del PIL nel primo trimestre di quest'anno a +7%, un'inflazione a +15%, un elevato deficit commerciale e una forte dipendenza dai capitali stranieri. **La sostituzione di due ministri "chiave",** ritenuti capaci di garantire l'equilibrio macroeconomico con figure di dubbia competenza, in un contesto che favorisce il nepotismo e accentra eccessivamente il potere nella figura del presidente Erdogan, **ha inoltre messo in allarme gli investitori istituzionali dai quali la Turchia tanto dipende. Questa situazione può portare a due canali di contagio. Il primo è quello bancario** che impatta soprattutto sull'Area Euro per l'esposizione delle banche, spagnole in primis, seguite da quelle francesi, verso la Turchia. L'Italia è esposta per 15 miliardi di euro. **Il secondo passa attraverso i paesi emergenti che stanno già soffrendo del rialzo dei tassi statunitensi. Si è, infatti, assistito a un deprezzamento anche di altre valute, come il peso argentino,** che ha perso circa il 100% nei confronti del dollaro da inizio del 2018 (la Banca Centrale ha aumentato i tassi fino al 60%), **il bolivar venezuelano** in un contesto di iperinflazione, **il rand sudafricano, la rupia indiana e indonesiana. Se la situazione si dovesse protrarre, il rischio di default di Argentina e/o Turchia diventerebbe concreto e un effetto contagio verso gli altri Paesi menzionati destabilizzerebbe i mercati finanziari e comporterebbe una minore crescita economica a livello internazionale.**

La Fed dovrà tener conto di queste tensioni valutarie nella definizione della propria politica monetaria: un eccesso di rialzi dei tassi ufficiali aumenterebbe le forze destabilizzanti generate dalla fuga di capitali dai Paesi emergenti. Una spirale negativa si autoalimenterebbe: politica monetaria restrittiva → aspettativa di un dollaro forte → deprezzamento delle valute emergenti → afflusso di capitali negli USA → ulteriore rafforzamento del dollaro. A nostro avviso, tuttavia, **la conferma della forza del ciclo economico americano, giunta dagli ultimi dati trimestrali e mensili, un'inflazione core al livello di obiettivo del 2% e un mercato del lavoro sotto il pieno impiego imporranno alla Fed, nel resto del 2018, altri due rialzi dei tassi ufficiali di 25 punti base ciascuno, a settembre e a dicembre per evitare un surriscaldamento del sistema (scenario C – probabilità 60%).** La questione dei Paesi emergenti sopra menzionata e quella della guerra dei dazi, agendo nel medio periodo in termini di minore crescita a livello internazionale, probabilmente influiranno sul comportamento della Fed nel 2019. **Il fattore delle tariffe, per il momento, rimane in sospenso, poiché il braccio di ferro con la Cina e l'UE non ha dato alcun esito.** La proposta di luglio di Juncker, Presidente della Commissione Europea, di azzerare tutti i dazi tra USA e UE non ha trovato risposta da parte di Trump, che si è limitato a esprimere un giudizio di massima negativo perché non sarebbe conveniente per gli Stati Uniti.

Per quanto riguarda il secondo fattore, in Italia il dibattito sulla Legge Finanziaria è entrato nel vivo, in vista di una sua definizione concreta per la fine di settembre. Va sottolineato che l'Italia, avendo un rapporto debito/PIL del 133% anziché del 60%, come imporrebbe il Trattato di Maastricht, ha vincoli più stringenti sul rapporto deficit/PIL. Nel 2018,

^a Università Ca' Foscari Venezia.

^b GRETA.

⁴ **Dati aggiornati al 31/08/2018.**

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.

quest'ultimo dovrebbe rimanere al di sotto dell'1.6% anziché del 3%. Un allentamento del rigore sui conti pubblici è quasi certo, ma la questione sarà di quanto. **Se il rapporto deficit/PIL supererà la soglia del 3%, la Commissione Europea avvierà subito la procedura di deficit eccessivo. Se, invece, rimane al di sotto (anche di poco) dovrà aspettare la primavera del 2019 per esprimere un parere, ma essendoci le elezioni in ambito europeo, tutto slitterebbe all'autunno del 2019.** Si ricorda che la procedura per deficit eccessivo implica una prima "raccomandazione" di una politica fiscale restrittiva con l'obbligo di aggiustare i conti pubblici entro un anno, altrimenti scattano le sanzioni, che consistono in un deposito infruttifero pari allo 0.2% del PIL, più uno 0.1% per ogni punto percentuale in eccesso rispetto alla soglia del 3% per il rapporto deficit/PIL fino a un massimo dello 0.5% del PIL. Se la correzione non avviene entro due anni, il deposito si trasforma in multa e non verrà più restituito.

Indipendentemente dalle azioni della Commissione Europea, un allentamento del rigore sui conti pubblici potrebbe portare a un declassamento del merito di credito (il rating) del debito italiano che è sotto osservazione da parte delle tre principali agenzie di rating, Fitch, Moody's e S&P. La prima, per il momento, ha mantenuto stabile il rating a BBB peggiorando solo l'*outlook* da stabile a negativo. Le altre hanno rinviato il loro giudizio al 27 settembre e 6 ottobre, rispettivamente, in attesa della Legge Finanziaria. **Se due agenzie declasseranno il debito, la BCE non potrebbe più acquistare titoli di Stato italiani, pur con il programma di Quantitative Easing attivo fino alla fine del 2018.** Tutto ciò ha già messo in allarme gli investitori a livello internazionale: in agosto, i rendimenti dei BTP decennali sono aumentati a +3.2%, ai massimi da marzo 2014. Solo con questi rincari, la spesa per interessi sarà maggiore di 1 miliardo di euro nel 2018 e di 5 miliardi nel 2019, per un totale di 6 miliardi nel biennio, stimati sulla base di una permanenza dello *spread* nei confronti del *Bund* tedesco ai livelli attuali (280 punti base).

Data la criticità della situazione di Italia e Turchia, non ci attendiamo sorprese nel comportamento della BCE rispetto a quanto dichiarato alla riunione di giugno e ribadito a quella di luglio: il *Quantitative Easing* continuerà dimezzato nell'importo degli acquisti di titoli (da 30 miliardi di euro mensili a 15) da settembre a fine dicembre del 2018, per poi esaurirsi nel 2019 e i tassi ufficiali si manterranno al livello attuale almeno fino all'estate del 2019. **Assegniamo maggiore probabilità all'eventualità che il Governo italiano mantenga il rigore nei conti pubblici, nella consapevolezza che i benefici di una politica fiscale espansiva verrebbero più che annullati dallo svantaggio di una maggiore spesa per interessi sul debito pubblico (scenario C – probabilità 60%). Non escludiamo, tuttavia, che il rapporto deficit/PIL possa sfiorare il 3% (scenario B – probabilità del 20%).**

In Giappone, nel secondo trimestre dell'anno la crescita del PIL si è dimezzata all'1% rispetto ai primi tre mesi e la probabilità che mantenga un basso profilo anche nel terzo trimestre è molto alta, visto che le rilevazioni mensili disponibili relative a luglio sono risultate negative o solo moderatamente positive. Nonostante l'aumento del prezzo del petrolio, l'inflazione non migliora, mantenendosi sotto l'1%. **Resta da valutare l'effetto della modifica della politica monetaria decisa alla riunione di luglio** da parte della Banca Centrale del Giappone. Il rischio che un prolungato allentamento monetario generi gravi distorsioni nel settore finanziario, ha indotto il Presidente dell'Istituto Centrale giapponese, Kuroda a rendere più flessibile il controllo del segmento a medio/lungo termine della curva dei rendimenti, permettendo al decennale di oscillare di $\pm 0.2\%$ intorno allo zero. Nelle intenzioni, l'obiettivo di tale modifica sarebbe limitare il rischio di un deterioramento della redditività delle banche, messa a dura prova dal prolungato periodo di tassi negativi sulle scadenze a breve e nulli su quelle a lungo termine. In realtà, gli operatori hanno definito questa mossa come uno *stealth tapering*, cioè un processo invisibile/camuffato di normalizzazione della politica monetaria, perché sembra un segnale che la Banca Centrale voglia smettere di usare i tassi di interesse negativi. **Gli effetti potrebbero essere, quindi, controproducenti per il ciclo economico giapponese.**

In agosto, il prezzo del petrolio si è mosso lateralmente intorno ai 70 dollari al barile per il WTI e ai 75 per il Brent. Lo scenario futuro sarà dominato dall'effetto delle sanzioni americane nei confronti dell'Iran. Gli USA puntano ad azzerare le esportazioni di petrolio iraniano entro il 5 novembre, se l'Iran non annullerà i suoi programmi nucleari. A settembre le esportazioni dovrebbero scendere a soli 1.5 milioni di barili al giorno dai 2.3 di giugno. In parte questo effetto dovrebbe essere già stato scontato dai mercati, ma **non si esclude che la tensione perduri nei prossimi mesi con un prezzo del greggio moderatamente al rialzo rispetto ai valori di agosto.**

GLI ULTIMI DATI

In USA, la revisione dei dati sul PIL del secondo trimestre dell'anno ha leggermente aggiustato verso l'alto la crescita già particolarmente brillante, sia su base congiunturale, passata a +4.2% t/t annualizzato da +4.1% dei preliminari, sia su base tendenziale a +2.9% a/a da +2.8%. Si conferma, pertanto, la variazione trimestrale più ampia dal 2014 e la forza dell'economia americana, trainata dagli effetti della riforma fiscale senza precedenti approvata dal Congresso nel dicembre del 2017. **La revisione ha interessato principalmente le importazioni** che sono diminuite di -0.4% t/t rispetto a +0.5% emerso con i dati preliminari. Ciò ha consentito al canale estero di contribuire un po' di più alla crescita con +1.2% t/t da +1.1% delle rilevazioni provvisorie. **La dinamica molto positiva delle esportazioni viene riconfermata** con un incremento rilevante di +9.1% t/t (rivisto da +9.3%). **È probabile che i partner stranieri abbiano preferito anticipare i loro approvvigionamenti in uno scenario d'incertezza alimentato dalle continue provocazioni di Trump sul fronte dei dazi.** Per quanto riguarda la domanda interna, la revisione ha semplicemente limato i consumi a favore di un po' più di investimenti, ma i primi rimangono la componente trainante del ciclo economico americano con un contributo alla crescita del PIL di +2.6% t/t (rivisto da +2.7%). È stata rivista al rialzo la crescita degli investimenti fissi a +6.2% t/t da +5.4% dei preliminari, grazie al buon andamento di quelli non residenziali. **Il settore edilizio rappresenta ancora l'unico anello debole dell'economia statunitense**, con un calo di -1.6% t/t (rivisto al ribasso da -1%, anche se in miglioramento rispetto al trimestre precedente, quando aveva registrato un -3.4%). Il contributo complessivo degli investimenti fissi si è intensificato a +1.1% da +0.9% dei preliminari. Come sottolineato nel mese precedente, **l'offerta sembra essere stata colta di sorpresa dalla forza dei consumi, costringendo gli imprenditori a un decumulo di scorte che ha sottratto crescita per un -1% t/t.** Rilevante, infine, è risultato il contributo di +0.4% t/t della spesa pubblica, frutto della suddetta riforma fiscale.

I dati mensili, a oggi disponibili prevalentemente per luglio, sono importanti perché rappresentano la prima indicazione di come proseguirà la crescita nel terzo trimestre. Le indicazioni che emergono sono di un proseguimento della forza dal lato della domanda. Dal lato dell'offerta, i dati sono positivi, ma meno brillanti del mese precedente e sotto le attese. A luglio, infatti, la produzione industriale è aumentata limitatamente di +0.1% m/m a fronte di un +1% del mese precedente (quest'ultimo rivisto al rialzo da +0.6%) e contro un'aspettativa più ottimistica di +0.3%. Gli ordini di beni durevoli sono diminuiti di -1.7% m/m da +0.7% di giugno, anche se il cattivo risultato è da imputare essenzialmente alla componente dei trasporti. Scorporando quest'ultima, il risultato diventa positivo con un +0.2% m/m, a fronte però di un atteso +0.5%. La capacità di utilizzo degli impianti è rimasta stabile a 78.1%. Un timido segnale incoraggiante è giunto dal settore edilizio, che, come messo in evidenza nel commento ai dati trimestrali, rappresenta l'unica componente debole del ciclo economico americano. L'avvio di nuovi cantieri ha registrato un aumento di +0.9% m/m, dopo un pesante -12.9% m/m di giugno. **Il mercato del lavoro, pur mantenendo la sua forza con un tasso di disoccupazione sotto il 4% (a 3.9%) ha registrato un aumento degli occupati** di +157.000 unità, **più contenuto** rispetto a +248.000 di giugno (rivisto da +213.000) e a +193.000 atteso. In agosto, la fiducia dei produttori ha preso fiato dopo gli importanti incrementi dei mesi precedenti: l'INAPM di Chicago si è ridimensionato a 63.6 da 65.5 di luglio, il PMI manifatturiero a 58.1 da 60.2 e quello dei servizi a 55.7 da 59.1.

Dall'altro lato, la domanda continua a correre: in luglio, le vendite al dettaglio sono aumentate di +0.5% m/m, battendo ampiamente le aspettative di +0.1% degli economisti; i consumi privati e il reddito personale hanno registrato ciascuno un incremento di +0.2% in termini reali. **In agosto, la fiducia dei consumatori, letta attraverso l'indice Conference Board, ha sorpreso mettendo a segno un rialzo consistente a 133.4 da 127.9** del mese precedente, raggiungendo un livello di gran lunga superiore alle stime degli analisti di 126.6.

Gli indicatori dei prezzi sono rimasti in tensione: in luglio, la variazione tendenziale dell'indice PCE (Personal Consumption Expenditures, preferito dalla Fed) si è portata a +2.3% a/a da +2.2% del mese precedente in termini globali e quella core, depurata dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, a +2% da +1.9%, raggiungendo l'obiet-

USA

Dati mensili più cauti, ma l'inflazione core ha raggiunto il 2% alimentando rischi di surriscaldamento dell'economia

tivo della Fed. La dinamica dei salari orari rimane ferma a +2.7% a/a, tuttavia, come emerge dalle minute della precedente riunione della Fed di giugno, la probabilità che acceleri nel breve termine è elevata.

Complessivamente, si può concludere che l'economia americana rimane in forte espansione, nonostante gli ultimi dati mensili siano risultati più cauti. Nel breve termine la Fed dovrà proseguire con la sua politica monetaria restrittiva per evitare tensioni inflazionistiche. Confermiamo, pertanto, lo scenario delineato già nei mesi scorsi (scenario C – probabilità 60%) nel quale la Fed interverrà con altri due rialzi dei tassi ufficiali nel resto del 2018, da 25 punti base ciascuno, a settembre e dicembre. Dall'altro lato, nel medio periodo (2019) l'atteggiamento della Banca Centrale sarà legato agli sviluppi della guerra dei dazi.

In Giappone, i dati preliminari del PIL del secondo trimestre hanno evidenziato una ripresa, dopo il risultato negativo dei primi tre mesi: la crescita in termini congiunturali è stata pari a +0.5% t/t a fronte di un calo di -0.2% del trimestre precedente. Ciononostante, la variazione tendenziale è rimasta debole a +1% a/a da +1.1%, mantenendo un debole profilo rispetto alle altre due macro-aree, Stati Uniti e Area Euro. La ripresa è stata dettata da una dinamica positiva delle componenti di domanda interna. In particolare, i consumi sono risultati la forza trainante, con un incremento di +0.7% t/t da -0.2% del trimestre precedente, contribuendo alla crescita del PIL con un +0.4%. Gli investimenti sono aumentati di +0.5% t/t, garantendo un supporto positivo di +0.1%. Il buon andamento della domanda interna ha spinto le importazioni di +1% t/t e questo ha determinato un peggioramento del canale estero che ha sottratto alla ripresa un -0.1% t/t, perché il flusso delle esportazioni ha registrato un incremento limitato a +0.2%. Le scorte e la spesa pubblica non hanno contribuito alla crescita del PIL. Risulta difficile credere che nel terzo trimestre il ciclo economico giapponese possa ritornare verso il 2% come nel 2017, dal momento che le condizioni meteorologiche sfavorevoli di luglio e agosto potrebbero aver scoraggiato l'attività economica.

I dati mensili, relativi prevalentemente a luglio, vanno in questa direzione, risultando negativi o solo debolmente positivi, sia dal lato dell'offerta sia della domanda. In luglio, la produzione industriale è scesa di -0.1% m/m, dopo il pesante calo di -1.8% del mese precedente (rivisto da -2.1%). Le aspettative erano limitatamente più ottimiste (+0.2%). Gli ordini di macchinari industriali, disponibili per giugno, hanno registrato una diminuzione ancora più incisiva di -8.8% m/m rispetto a -3.7% del mese precedente. Va sottolineato, tuttavia, che tutto ciò non ha intaccato la fiducia dei produttori: in agosto, l'indice PMI ha aggiustato leggermente verso l'alto a 52.5 da 52.3 di luglio e quest'ultimo è stato rivisto al rialzo da 51.6. Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio sono riuscite a registrare in luglio solo un incremento di +0.1% m/m, nonostante, in termini reali, il reddito personale e i consumi in giugno fossero aumentati in modo consistente di +9.1% m/m e +1.4%, rispettivamente. In stallo risulta anche la fiducia dei consumatori che in agosto si è ridimensionata a 43.3 da 43.5 del mese precedente.

Qualche progresso è stato registrato nella dinamica dell'inflazione, ma, come messo in evidenza dai membri della Banca Centrale, il percorso verso l'obiettivo del 2% è molto più lento del previsto. In luglio, la variazione tendenziale dell'indice dei prezzi in termini globali è stata pari a +1% a/a da +0.7% del mese precedente e quella core a +0.8% a/a da +0.7%. Il dubbio sull'efficacia dell'attuale politica monetaria ha indotto la Banca Centrale giapponese ad ammorbidire il controllo sui rendimenti dei titoli di Stato con scadenza decennale, permettendo delle oscillazioni massime di $\pm 0.2\%$ intorno allo zero. Se da un lato questa decisione mira ad agevolare il sistema bancario, dall'altro rischia di allontanare ancora di più l'obiettivo d'inflazione del 2% perché potrebbe essere interpretata come uno *stealth hike*, cioè un rialzo dei tassi camuffato.

GIAPPONE

I dati mensili sono deboli o solo moderatamente positivi

AREA EURO

*Dati mensili
contrastanti: Qualche
incertezza dal lato
dell'offerta; meglio la
domanda*

In Area Euro, i dati del PIL del secondo trimestre, disponibili, ancora, solo in forma aggregata, sono stati rivisti al rialzo a +0.4% t/t da +0.3% di quelli preliminari. Questo conferma la dinamica positiva già registrata nei primi tre mesi dell'anno, anche se in ridimensionamento rispetto all'ultimo trimestre del 2017 (+0.7%). **Purtroppo, il risultato congiunturale comunque soddisfacente non ha impedito un'erosione della crescita tendenziale che si è attestata a +2.2% a/a da +2.5% del trimestre precedente. Il passo rimane positivo ma il ritmo si è affievolito, anche se i membri della BCE giudicano questa incertezza solo temporanea.** Tutto dipenderà dall'evoluzione della guerra dei dazi.

I dati mensili, relativi prevalentemente a giugno, rientrano nel secondo trimestre sopra menzionato e quindi non sono molto significativi. In ogni caso, ci aiutano a comprendere la dinamica delle singole componenti del PIL ancora non nota. Per il momento il canale estero non sembra aver risentito particolarmente dell'incertezza generata dalle minacce di Trump sui dazi. In giugno, il saldo della bilancia commerciale ha tenuto il passo del mese precedente grazie all'equilibrio tra esportazioni e importazioni, cresciute rispettivamente di +1.6% m/m e +1.8%. **Gli altri indicatori hanno dimostrato segnali contrastanti. Dal lato dell'offerta, la produzione industriale è arretrata di -0.7% m/m,** dopo il brillante dato di maggio di +1.4% (rivisto al rialzo da +1.3%). Gli economisti si aspettavano un risultato negativo (-0.4%) ma non di questa entità. Il settore delle costruzioni ha continuato sulla tendenza moderatamente positiva di maggio, con un incremento di +0.2% m/m da +0.3%. Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio hanno confermato l'incremento di +0.3% m/m del mese precedente (rivisto da 0%) di poco al di sotto delle attese (+0.4%). In luglio, **il mercato del lavoro ha mantenuto posizioni di forza,** con il tasso di disoccupazione stabile all'8.2% (il dato di giugno è stato rivisto al ribasso dall'8.3%). **Come sottolineato dai componenti della BCE, per il momento la guerra dei dazi ha intaccato leggermente solo la fiducia di produttori e consumatori.** In agosto, l'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) si è ridimensionato a quota 111.6 da 112.1 del mese precedente e il PMI, che interpreta specificatamente la fiducia dei produttori, è diminuito nel settore manifatturiero a 54.6 da 55.1. Solo quello dei servizi ha registrato qualche progresso a 54.4 da 54.2.

Sul fronte dell'inflazione, dopo la forte correzione al rialzo dell'indice globale dei prezzi al consumo HCPI (*Harmonized Consumer Price Index*) registrata a maggio di +1.9% a/a da +1.2% di aprile per i rincari del prezzo del petrolio, **la dinamica sembra essersi stabilizzata intorno al 2%,** con un +2% in agosto da +2.1% di luglio. **Per il momento, tuttavia, le tensioni inflazionistiche da costi energetici non hanno interessato gli altri comparti, visto che l'indice core,** a cui fa riferimento la Banca Centrale nel fissare il suo obiettivo di +2%, **ha mantenuto una crescita tendenziale ancora molto contenuta a +1% a/a da +1.1% di luglio.**

Alla luce di una crescita moderata e di un'inflazione per il momento limitata al comparto energetico, la BCE sarà molto cauta nel processo di normalizzazione della politica monetaria, dopo l'annuncio della fine del *Quantitative Easing* a dicembre di quest'anno. **È molto probabile che focalizzi l'attenzione dei mercati sui reinvestimenti dei titoli in scadenza già in portafoglio e rinvii un'eventuale rialzo dei tassi ufficiali all'autunno del 2019 (scenario C – probabilità 60%).**

In Germania, i dati preliminari del PIL del secondo trimestre rafforzano la crescita congiunturale a +0.5% t/t da +0.4% (rivisto da +0.3%) dei primi tre mesi dell'anno, in linea con le attese. Il risultato, tuttavia, nasconde tre aspetti non del tutto positivi: 1) non vi è stato un miglioramento in termini tendenziali, in base ai quali la ripresa ha registrato un incremento di +1.9% a/a da +2% (rivisto da +2.3%) perdendo circa un punto percentuale rispetto al 2017; 2) il buon dato congiunturale è dovuto in gran parte a un accumulo di scorte che hanno contribuito alla crescita del PIL per un +0.4% t/t; **3) il canale estero,** che aveva supportato la ripresa nel 2017, **ha dato ancora segnali di debolezza come nei primi tre mesi dell'anno in corso,** sottraendo crescita per un -0.4% t/t. La causa è da attribuire a una dinamica limitatamente positiva delle esportazioni (+0.7% t/t) a fronte di una più brillante delle importazioni (+1.7%). Dal punto di vista della domanda interna, **emerge un certo equilibrio tra consumi, investimenti e spesa pubblica,** con contributi alla crescita equamente distribuiti di +0.2%, +0.1% e +0.1%, rispettivamente.

Germania

I dati mensili, relativi prevalentemente a giugno, sono meno rilevanti perché incorporati in quelli del secondo trimestre già analizzati. In ogni caso, gli indicatori sono risultati negativi, dopo quelli brillanti di maggio. La produzione industriale, le costruzioni e gli ordini all'industria sono diminuiti di -0.9 m/m, -3.2% e -4%, rispettivamente, a fronte di ampi incrementi registrati a maggio di +2.4%, +2.5% e +2.6%. **I dati disponibili, relativi a luglio e agosto, sono moderatamente incoraggianti.** A parte un calo delle vendite al dettaglio in luglio di -0.4% m/m, in agosto **il mercato del lavoro ha confermato la sua forza** con un tasso di disoccupazione stabile ai livelli minimi del 5.2% m/m e **la fiducia dei produttori è migliorata** con il balzo dell'indice Ifo a quota 103.8 da 101.7 del mese precedente, contro un'aspettativa di sostanziale invarianza.

Gli indicatori dei prezzi, osservati speciali dopo il rincaro del greggio, si sono riportati sotto l'obiettivo della BCE: in agosto, la variazione tendenziale dell'indice HCPI si è ridimensionata a +1.9% a/a da +2.1% del mese precedente e l'indice core, disponibile solo per luglio, si mantiene lontano, a +1.2% a/a.

In Francia, la revisione dei dati sul PIL del secondo trimestre non ha portato a sostanziali modifiche dei preliminari, confermando il ridimensionamento della crescita. La variazione congiunturale del ciclo economico d'oltralpe è rimasta a +0.2% t/t, portando quella tendenziale a +1.7% a/a da +2.1% (rivisto da +2.2%) del trimestre precedente. Possiamo ribadire che **la debolezza proviene dal canale estero e dai consumi**, che hanno sottratto forza al PIL per un -0.3% t/t e -0.1%, rispettivamente. Le esportazioni sono risultate praticamente ferme (+0.2% t/t), mentre le importazioni sono aumentate di +1%. **Le componenti che hanno trainato la crescita sono state le scorte e gli investimenti fissi; le prime, però potrebbero rappresentare merce invenduta dato il calo dei consumi.**

Francia

I dati mensili relativi a giugno sono poco informativi perché rientrano nel secondo trimestre già analizzato. Risultano comunque in miglioramento dal lato dell'offerta: la produzione industriale ha invertito la tendenza negativa dei tre mesi precedenti (-0.2% m/m, -0.5% e -0.4%, rispettivamente) mettendo a segno un incremento di +0.6% m/m. Il settore delle costruzioni ha più che recuperato con un +3.9% m/m da -3.4% di maggio. La domanda, invece, ha dimostrato incertezza con un calo di -0.1% m/m delle vendite al dettaglio. **I dati disponibili per luglio e agosto, confermano lo stallo della domanda** con un'invarianza dei consumi (a luglio) e della fiducia dei consumatori (ad agosto ferma a 97). Ciò deriva probabilmente dalle condizioni del mercato del lavoro che ha registrato un aggiustamento verso l'alto del tasso di disoccupazione in luglio al 9.2% dal 9.1% del mese precedente. **È andata meglio l'offerta, che in agosto ha registrato un piccolo miglioramento nella fiducia dei produttori:** l'indice Insee si è portato a quota 110 da 109 del mese precedente (quest'ultimo rivisto da 108), il PMI è aumentato sia nel settore manifatturiero (a 53.7 da 53.3 di luglio) sia in quello dei servizi (a 55.7 da 54.9). Come messo in evidenza il mese scorso, **la Francia è il Paese dell'Area Euro che sta soffrendo di più il rincaro dei prezzi petroliferi. In agosto, l'indice HCPI ha confermato la dinamica tendenziale del mese precedente a +2.6% a/a, ben sopra l'obiettivo della BCE. Ancora una volta, tuttavia, le tensioni non hanno intaccato gli altri comparti, grazie a un indice core solo limitatamente in rialzo a +1.1% a/a da +1% del mese precedente e lontano dall'obiettivo della Banca Centrale.**

In Italia, i dati preliminari del PIL del secondo trimestre, ora disponibili anche per le singole componenti, hanno ridimensionato la crescita economica, in sintonia con il resto dell'Area Euro. La variazione congiunturale del PIL è stata positiva ma limitata a +0.2% t/t rispetto a +0.3% del trimestre precedente, portando quella tendenziale a +1.2% a/a da +1.4%. Continua la debolezza del canale estero, già registrata nei primi tre mesi del 2018, con un contributo negativo alla crescita del PIL di -0.5% t/t, dovuto a un calo delle esportazioni di -0.2% t/t a fronte di un incremento delle importazioni di +1.8%. Dall'altro lato, la componente che ha trainato la crescita è stata quella degli investimenti fissi, con un supporto alla ripresa di +0.5% t/t. I consumi e la spesa pubblica non sono stati rilevanti per la crescita e probabilmente lo stallo dei primi potrebbe spiegare l'accumulo di scorte di +0.2%.

Italia

I dati mensili disponibili, che si riferiscono prevalentemente a giugno, quindi rientranti nel secondo trimestre sopra menzionato, **sono risultati positivi solo dal lato dell'offerta**. La produzione industriale e gli ordini all'industria sono aumentati di +0.5% m/m e +2.4%, rispettivamente. La prima ha battuto le attese di +0.4% e ha proseguito la tendenza positiva già emersa nel mese precedente (+0.8%, rivisto da +0.7%). Il forte incremento degli ordini all'industria, riferiti però ad aprile, di +4.5% lascerebbe aperta la speranza di una ripresa, ma **il ridimensionamento della fiducia dei produttori di luglio e agosto getta un'ombra sullo scenario futuro**: il PMI di luglio è sceso a quota 51.5 da 53.3 del mese precedente nel settore manifatturiero e a 54 da 54.3 in quello dei servizi; l'indice dell'Istat in agosto è diminuito a 104.8 da 106.7 e da 104.7 da 105.9, rispettivamente. **Le cause vanno cercate nelle preoccupazioni per la guerra dei dazi e nell'incertezza del quadro politico con l'avvicinarsi della discussione sulla Legge Finanziaria, che enfatizza i problemi di eccessivo deficit pubblico.**

La domanda ha dato segnali d'incertezza: in giugno, le vendite al dettaglio sono diminuite di -0.2% m/m dopo il forte incremento di +1.1% (rivisto da +0.8%) deludendo le aspettative degli economisti di +0.1%. **In agosto, come per i produttori, anche i consumatori sono risultati meno fiduciosi**, ridimensionando l'indice Istat a 115.2 da 116.2 del mese precedente, **nonostante il mercato del lavoro abbia registrato dei progressi**: in luglio, il tasso di disoccupazione si è portato al 10.4% dal 10.8% del mese precedente. Quest'ultimo è stato rivisto dall'11%.

Sul fronte dei prezzi, l'inflazione sia globale sia core, in agosto, si è ridimensionata coerentemente con un ciclo economico positivo ma più cauto. Dopo il rimbalzo di luglio, quando il rincaro del petrolio aveva spinto l'indice dei prezzi al consumo globale a +1.9% a/a da +1.4% di giugno, l'indicatore si è portato a +1.7% a/a. Escludendo le componenti più volatili degli alimentari ed energia, il profilo inflazionistico rimane tra i più bassi dell'Area Euro, dal momento che l'indice *core* è a +0.5% a/a e il dato di luglio è stato rivisto al ribasso a +0.8% da +1.2%.

La discussione sulla Legge Finanziaria è entrata nel vivo e gli occhi degli investitori sono puntati sull'Italia. Lo scenario futuro dipenderà da quanto il Governo deciderà di allentare il rigore sui conti pubblici. È necessario sottolineare che dal 2019 la BCE toglierà il supporto derivante dal QE per la fine di questo programma, ma i tempi potrebbero essere anticipati nel caso in cui ci fosse un declassamento del rating per il debito pubblico italiano, perché ciò non permetterebbe comunque alla BCE di acquistare i nostri titoli di Stato.

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

GLI SCENARI

A (20%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sulla crescita viene più che compensato da quello molto espansivo della riforma fiscale, delineando un aumento del PIL intorno al 3% a/a. In presenza di una buona domanda interna, i produttori scaricano sui prezzi al consumo i rincari dovuti ai dazi, quelli delle materie prime dovuti all'aumento del prezzo del petrolio e quelli dei salari per un mercato del lavoro al pieno impiego. La Fed aumenta i tassi ufficiali ancora due volte nel resto del 2018, di 25 punti base ciascuna, a settembre e dicembre, ma i mercati hanno la sensazione che sia in ritardo nel controllo dell'inflazione. I rendimenti americani salgono di più rispetto allo scenario C perché le difficoltà di controllo dell'inflazione prevalgono sulle tensioni nei mercati emergenti. Nel medio termine, i rendimenti decennali si spingono poco sopra il 3% e il dollaro resta intorno a quota 1.16 nei confronti dell'euro.

Area Euro: la crescita si rafforza portandosi verso il 3% a/a e l'inflazione *core* verso il 2% a/a. La BCE, dopo l'azzeramento del QE, comincia a prospettare un rialzo dei tassi ufficiali in primavera del 2019 e tutti i rendimenti dell'Area Euro salgono per riflettere la fine della politica monetaria accomodante.

In Italia, la legge di bilancio di settembre è molto prudente e rispetta i vincoli europei. I rendimenti ritornano sotto il 3%. Lo *spread* si ridimensiona intorno ai 230/240 punti base nei confronti del *Bund* tedesco.

B (20%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sul ciclo economico, attraverso un ridimensionamento della fiducia di produttori e consumatori, prevale su quello positivo della riforma fiscale, delineando una crescita del PIL intorno al 2.5% a/a. Il prezzo del petrolio e i salari aumentano ma non in modo consistente. L'inflazione rimane contenuta sia pur vicino all'obiettivo della Fed. Un passo di crescita più limitato del previsto e il parziale rientro dei rischi inflazionistici impongono alla Fed un solo intervento di 25 punti base sui tassi ufficiali nel resto del 2018, a settembre. Nel medio periodo, il dollaro, visto come valuta rifugio a fronte delle turbolenze in Europa, si rafforza intorno a quota 1.15 nei confronti dell'euro e i rendimenti del decennale tornano sotto il 2.8%.

Area Euro: la crescita si ridimensiona, intorno al 2% a/a, a causa del protezionismo, con un'inflazione *core* moderata, ben sotto il 2% a/a. I rischi di una guerra dei dazi e d'instabilità per la situazione italiana inducono la BCE a mantenere molta cautela nel processo di normalizzazione della politica monetaria: focalizza l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio e rinvia almeno all'autunno del 2019 l'eventuale rialzo dei tassi ufficiali. In Italia, la legge di bilancio di settembre implica lo sfioramento della soglia del 3% del rapporto deficit/PIL. Una finanza fuori controllo penalizza fortemente i rendimenti dei titoli di Stato che aumentano ben sopra il 3.5% per la scadenza decennale, con uno *spread* che può spingersi oltre i 320-330 punti base rispetto al *Bund*.

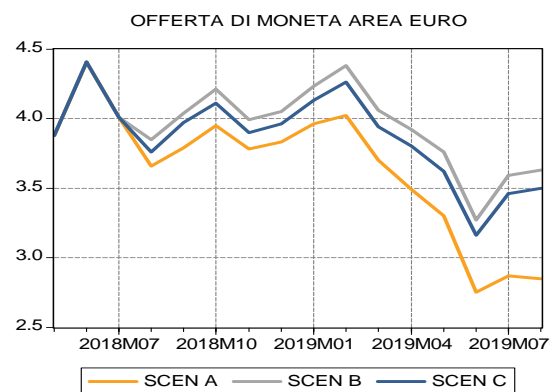
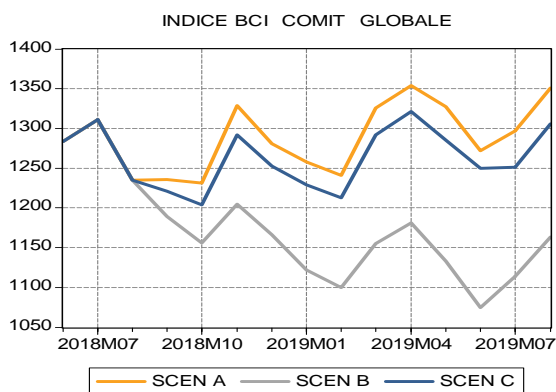
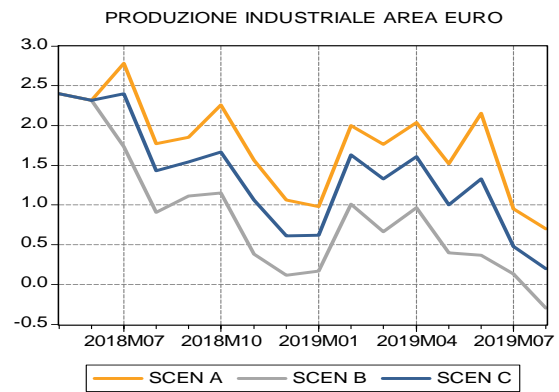
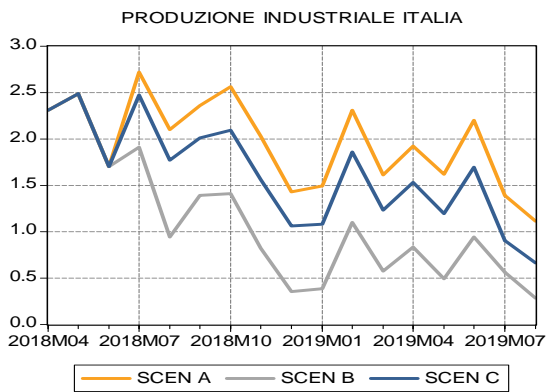
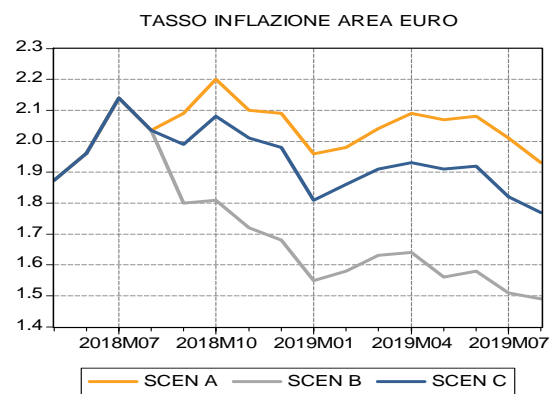
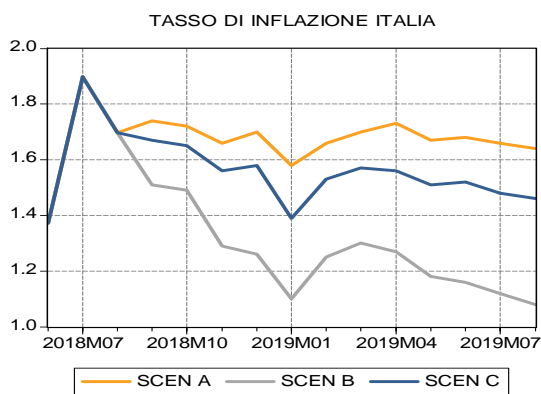
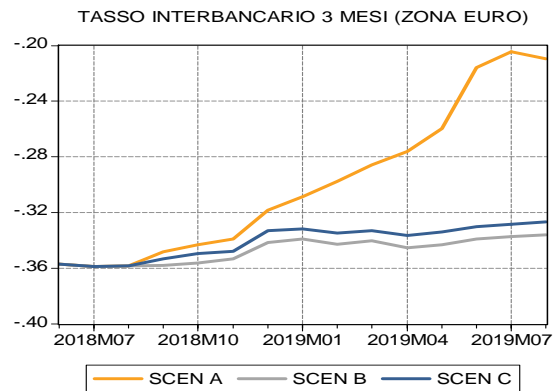
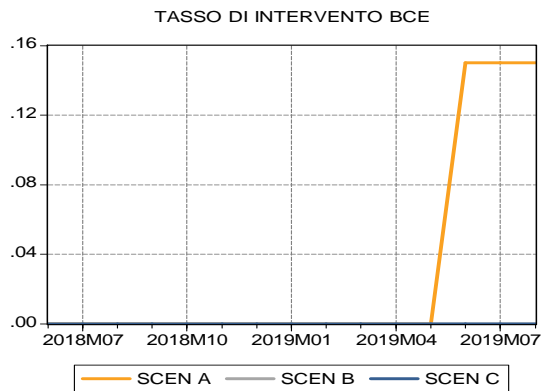
C (60%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sulla crescita viene più che compensato da quello molto espansivo della riforma fiscale, delineando una crescita del PIL intorno al 3% a/a. In presenza di una buona domanda interna, i produttori scaricano sui prezzi al consumo i rincari dovuti ai dazi, quelli delle materie prime dovuti all'aumento del prezzo del petrolio e quelli dei salari per un mercato del lavoro al pieno impiego. Per controllare l'inflazione, la Fed aumenta i tassi ufficiali ancora due volte nel resto del 2018, di 25 punti base ciascuna, a settembre e dicembre. Le tensioni sui mercati emergenti limitano l'aumento dei rendimenti per uno spostamento di capitali verso l'area dollaro. Nel medio termine, i rendimenti decennali si spingono intorno al 3% e il dollaro si rafforza verso quota 1.14 nei confronti dell'euro.

Area Euro: la crescita economica rimane positiva, intorno al 2.5% a/a, anche se meno intensa del 2017, con un'inflazione *core* ancora moderata, sotto il 2% a/a. I rischi di una guerra dei dazi e d'instabilità per la situazione italiana inducono la BCE a mantenere molta cautela nel processo di normalizzazione della politica monetaria: focalizza l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio e rinvia almeno all'autunno del 2019 l'eventuale rialzo dei tassi ufficiali. I rendimenti italiani sono penalizzati, nonostante il messaggio distensivo della BCE, dalla fine del QE a dicembre del 2018 e da una legge di bilancio di fine settembre che non rispetta i parametri europei ma in modo contenuto (deficit/PIL sotto il 3%), restando sopra il 3%, con uno *spread* BTP/*Bund* intorno ai 280 punti base.

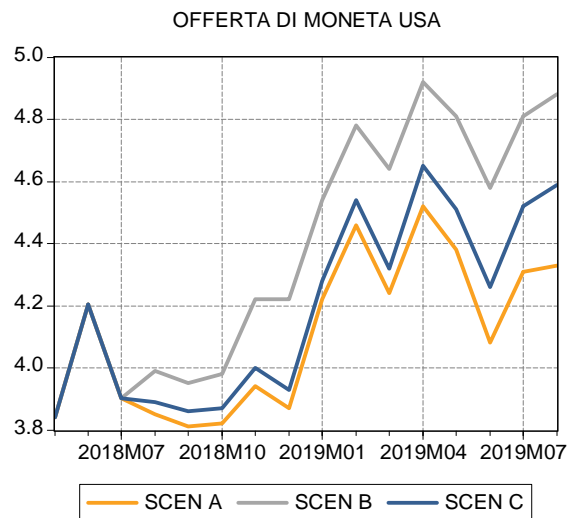
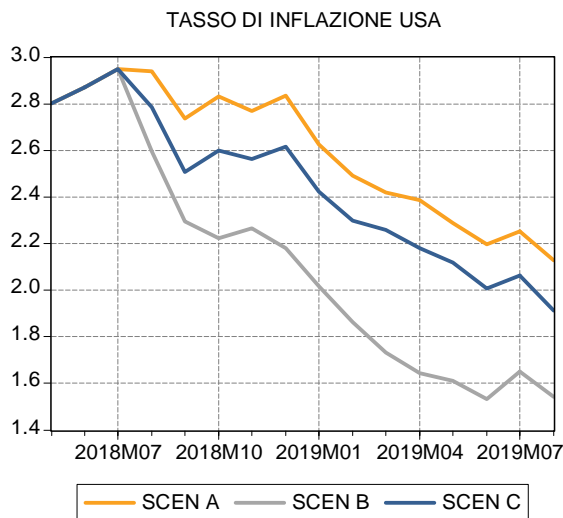
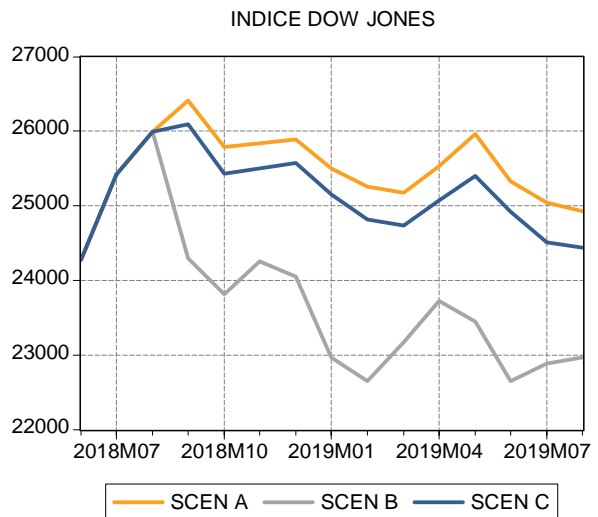
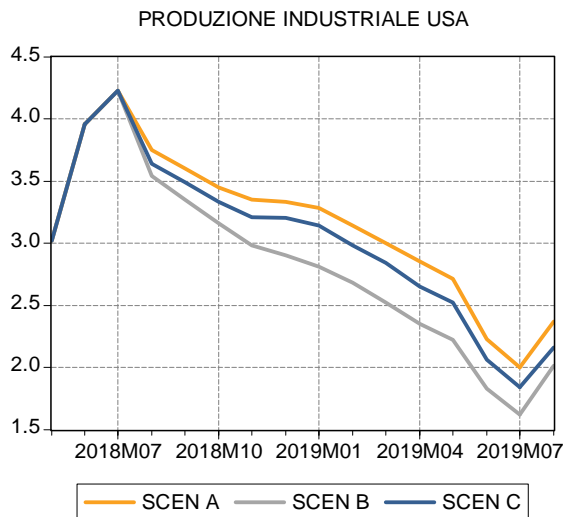
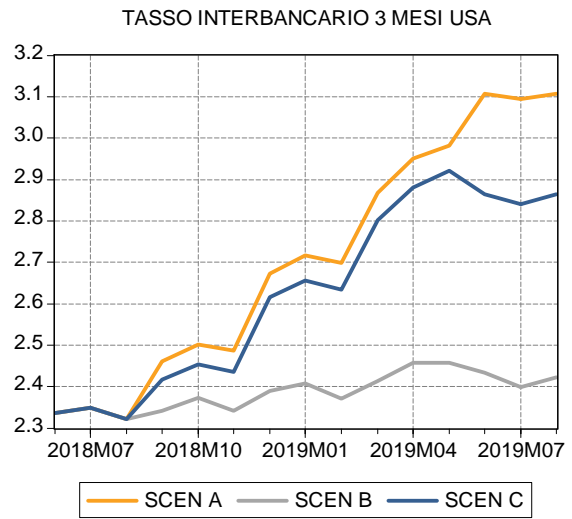
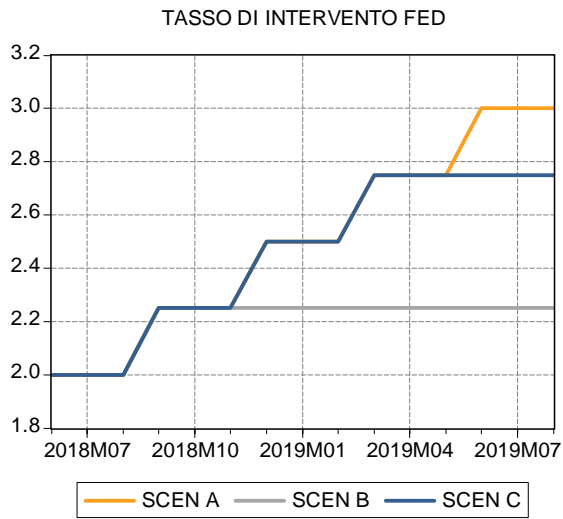
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

I tassi interbancari europei in agosto sono rimasti invariati rispetto al mese precedente per le scadenze a 1 e 3 mesi (a -0.4% e -0.36% rispettivamente) mentre è lievemente aumentato quello a 6 mesi (-0.31% da -0.32%). **Una crescita economica positiva e un'inflazione core moderata potrebbero spingere la BCE a rinviare almeno all'autunno 2019 l'eventuale rialzo dei tassi (scen. C e B).** Se le dinamiche dovessero accelerare, potrebbe prospettarsi un primo rialzo già in primavera 2019 (scen. A). **I saggi interbancari sono visti in tenue ripresa in tutti e tre gli scenari** (-0.4%, -0.3% e -0.3% per le scadenze a 1, 3 e 6 mesi in C e B ad agosto 2019 e -0.3%, -0.2% e -0.2% rispettivamente in A).

TASSI INTERBANCARI

In agosto i rendimenti della struttura a termine italiana sono fortemente aumentati (+2%, +2.63%, +2.95% e +3.24% per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni, rispettivamente da +1.26%, +1.93%, +2.37% e +2.79%) sospinti dalle tensioni internazionali riguardanti i paesi emergenti, Turchia e Argentina in primis. A sostenere i rendimenti italiani ha contribuito anche il timore che, se vi fosse un allentamento del rigore nella gestione dei conti pubblici nella prossima Finanziaria, il *rating* del Paese potrebbe essere declassato, con il rischio che la BCE, nel periodo in cui il QE sarà ancora attivo, non possa più acquistarli. **Nello scenario C, se in USA l'effetto negativo del protezionismo fosse più che compensato da quello espansivo della riforma fiscale, la Fed potrebbe aumentare i tassi ancora due volte nel 2018. La BCE, invece, se la crescita rimanesse positiva e l'inflazione core sotto il target, potrebbe focalizzare l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio e rinviare almeno all'autunno 2019 l'eventuale rialzo dei tassi. Nonostante il messaggio accomodante della BCE, se la legge di bilancio non rispettasse, seppur in modo contenuto, le regole dell'UE, i rendimenti dei titoli italiani ne sarebbero penalizzati**, attestandosi ad agosto 2019 al 2.08%, al 2.72%, al 3.12% e al 3.31% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni. Nello scenario A, fermi restando i due rialzi della Fed, i mercati hanno la sensazione che questi non siano sufficientemente tempestivi per il controllo dell'inflazione. In Europa la crescita si rafforza, l'inflazione core si porta verso il 2% e in Italia la legge di bilancio è molto prudente. In tal caso la BCE potrebbe prospettare un rialzo dei tassi in primavera del 2019: i rendimenti italiani si ridimensionerebbero (+1.84% il 3 anni, +2.47% il 5 anni, +2.88% il 7 anni e +3.10% il 10 anni ad agosto 2019). Nello scenario B, negli USA s'ipotizza una crescita più moderata e un rientro delle pressioni inflazionistiche che consentono alla Fed di limitare il proprio intervento a un solo nuovo rialzo nel 2018. In Area Euro, nonostante la crescita positiva, l'inflazione sotto controllo e l'atteggiamento accomodante della BCE, **la legge di bilancio del governo italiano implica lo sfioramento dei parametri europei.** Una finanza fuori controllo penalizza fortemente i rendimenti dei titoli di Stato (+2.68% il 3 anni, +3.21% il 5 anni, +3.59% il 7 anni e +3.79% il 10 anni ad agosto 2019).

STRUTTURA A TERMINE

In giugno i tassi medi sia sui depositi sia sui prestiti sono rimasti invariati rispetto al mese precedente (+0.4% e +2.6% rispettivamente). **Negli scenari B e C il tasso sui depositi potrebbe essere pari a +0.4% a fine periodo**, mentre in A si potrebbe osservare un lieve rialzo (+0.5%). **Il tasso sui prestiti è visto a +2.7% in tutti gli scenari.**

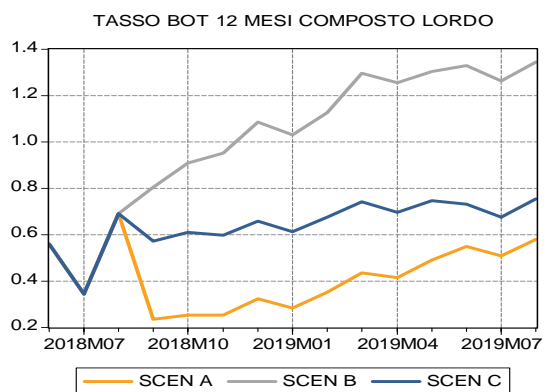
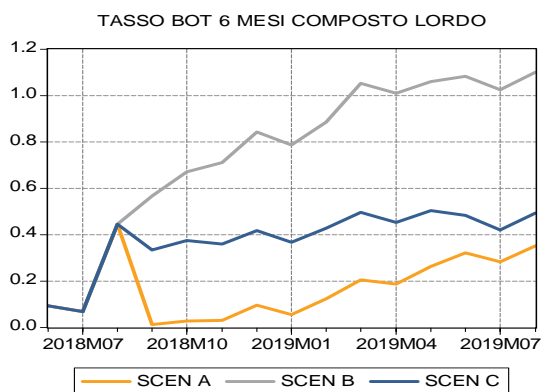
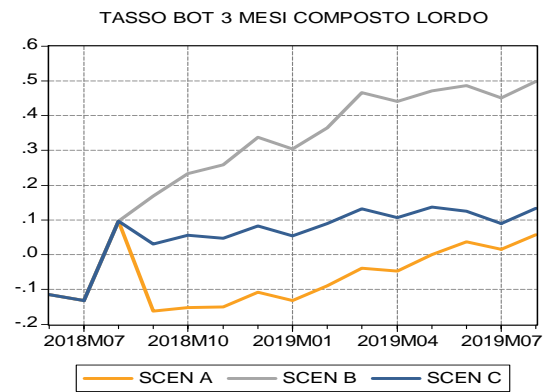
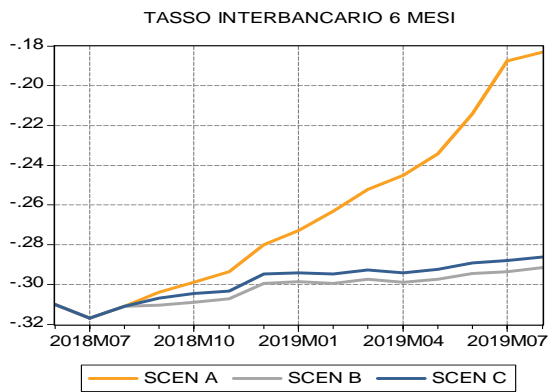
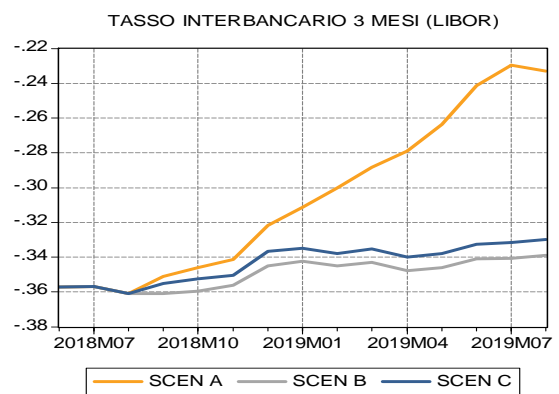
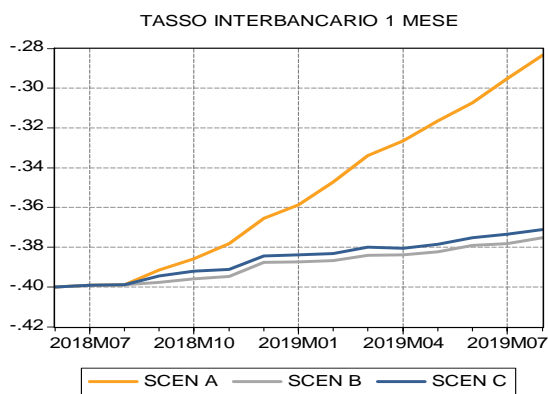
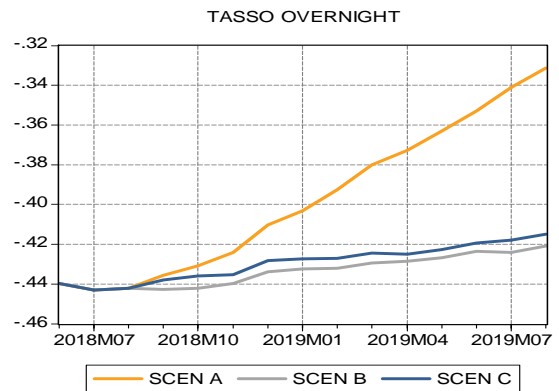
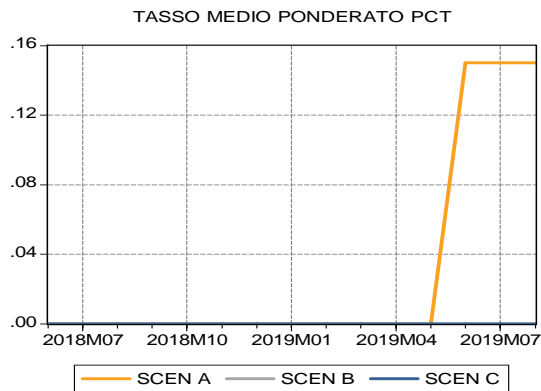
TASSI BANCARI

In giugno i prestiti totali hanno subito una vera battuta d'arresto (-2.28% a/a) dopo la debole ripresa del mese precedente (+0.52%). I depositi, invece, hanno confermato il già ottimo risultato di luglio (+4.68% a/a da +3.62%). **In base alle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica degli impieghi** (+2.4% a/a in C, +2.2% in B e +2.8% in A, a luglio 2019) **e dei depositi totali** (+6.0%, +5.7% e +6.5% rispettivamente) **dovrebbe essere sostenuta.**

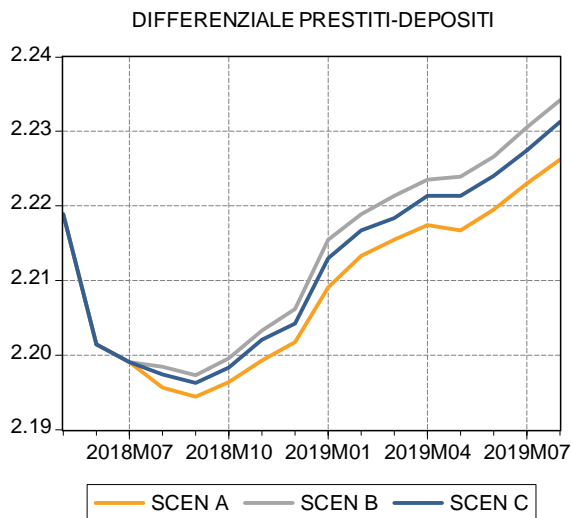
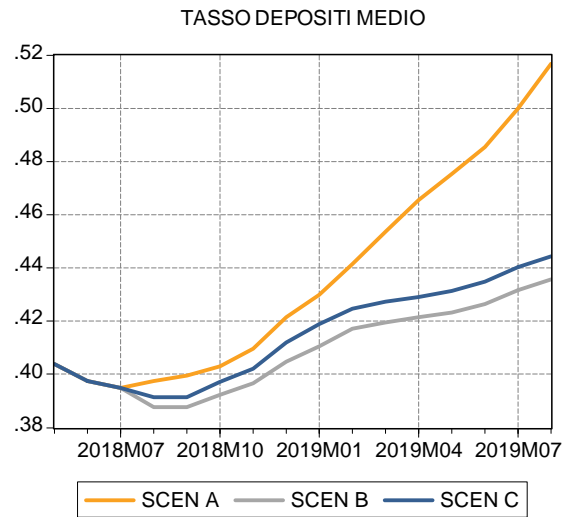
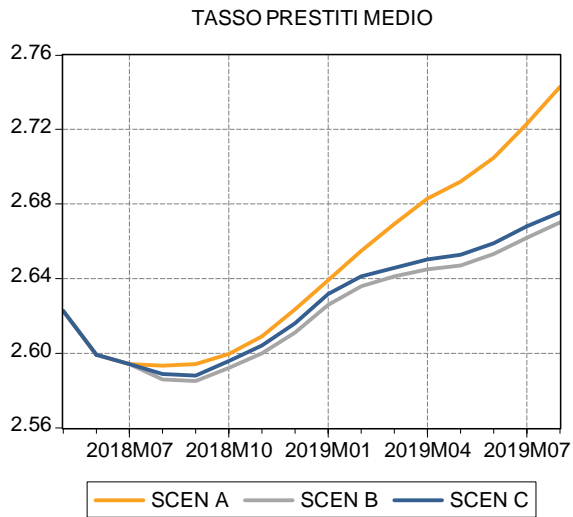
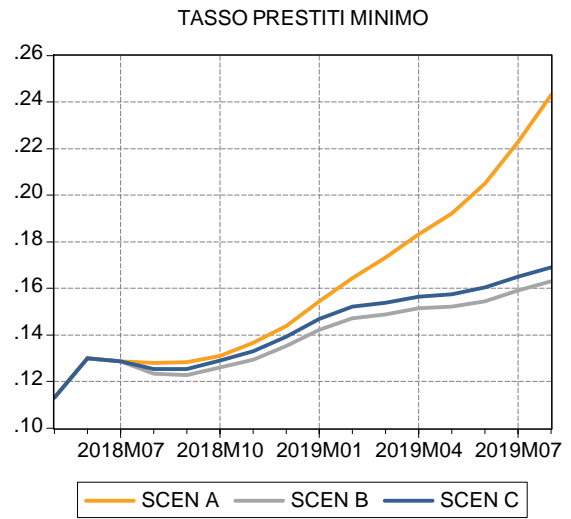
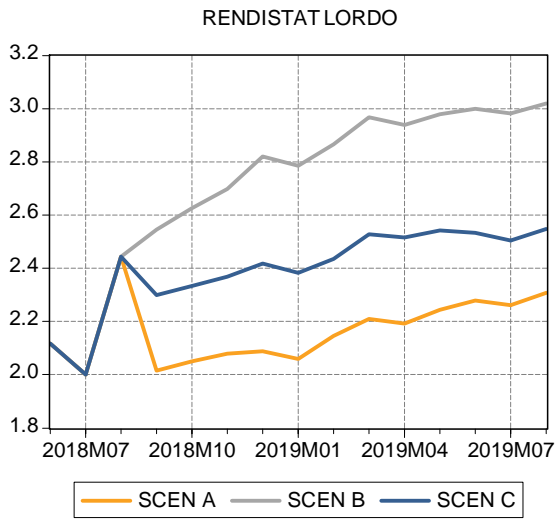
VOLUMI

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

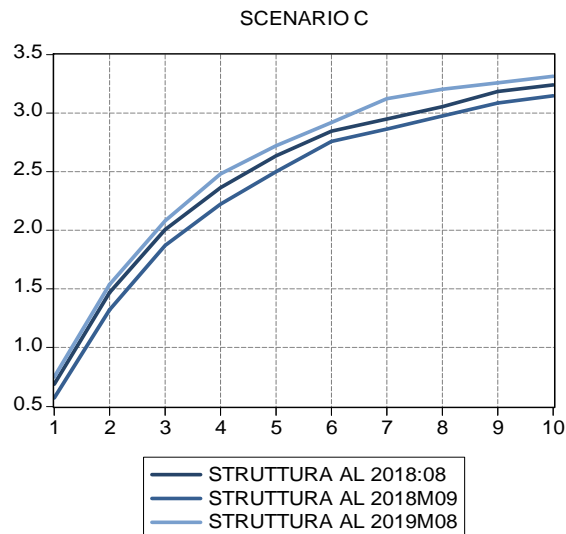
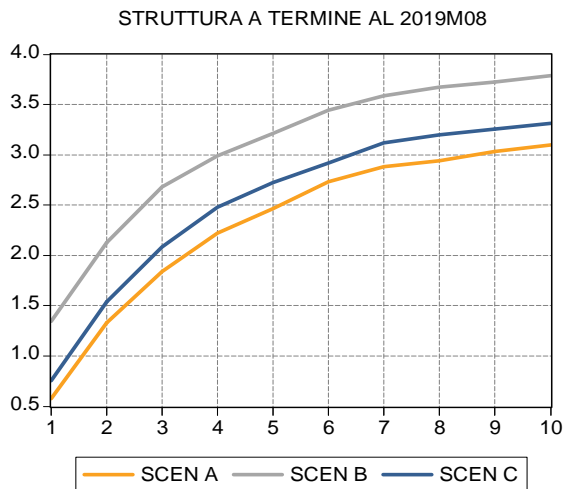
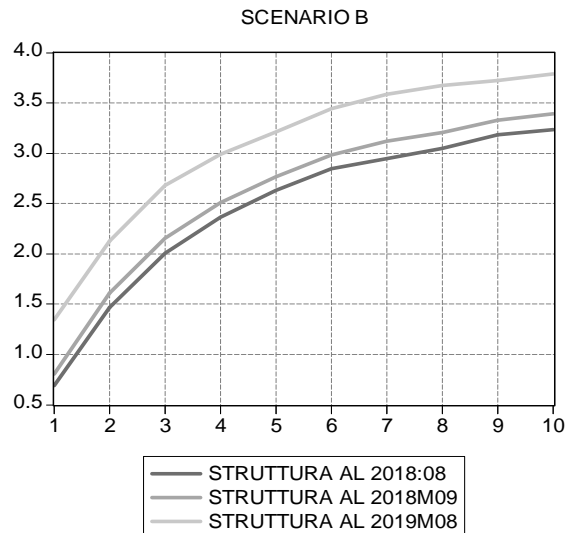
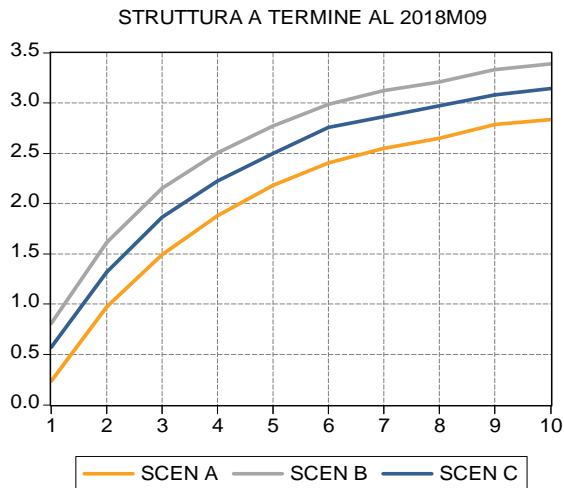
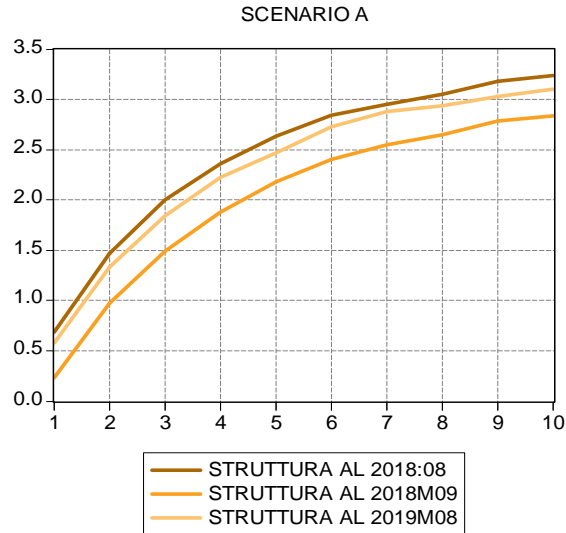
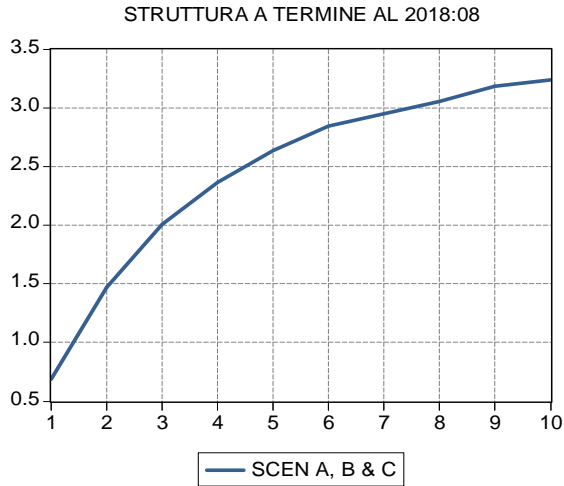
TASSI - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili

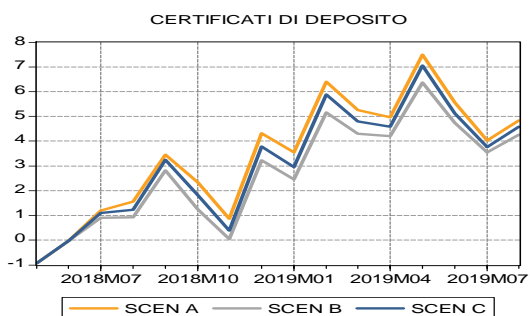
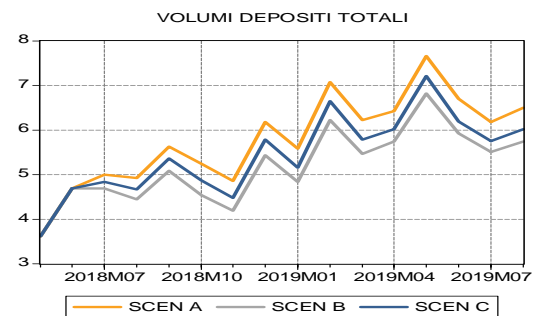
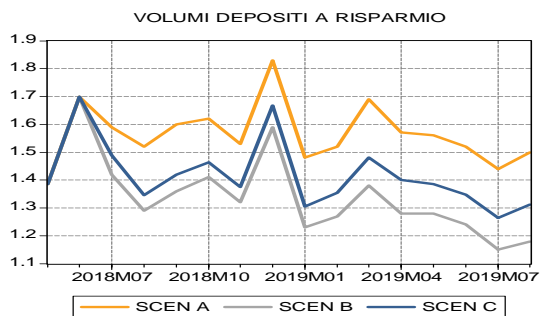
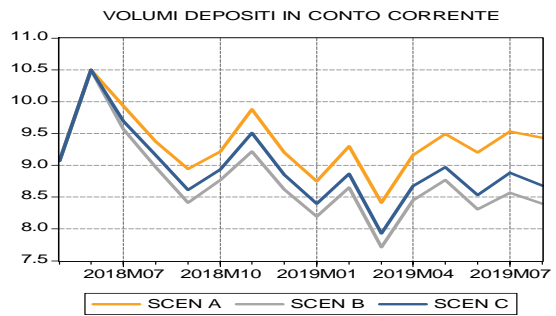
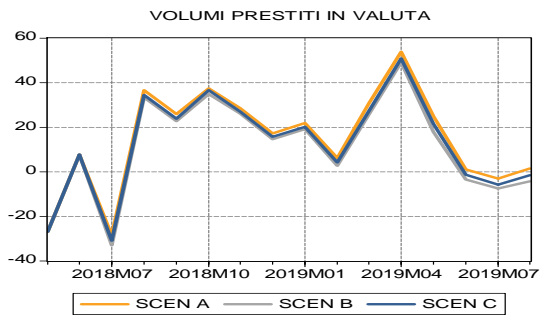
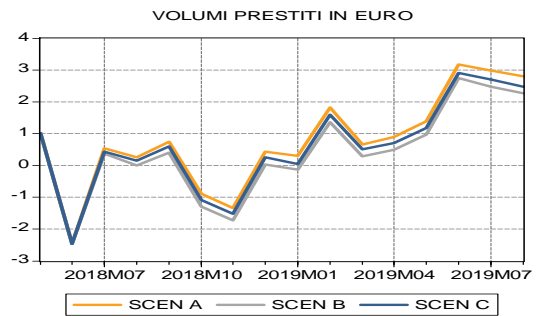
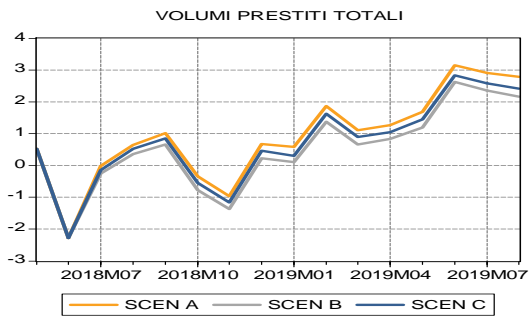
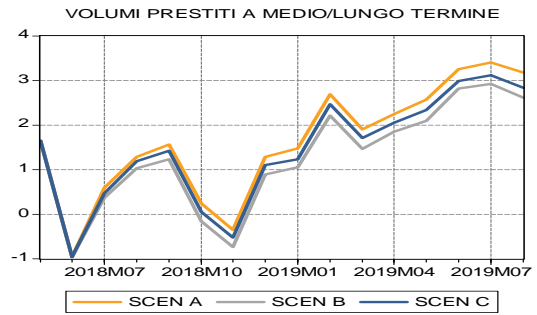
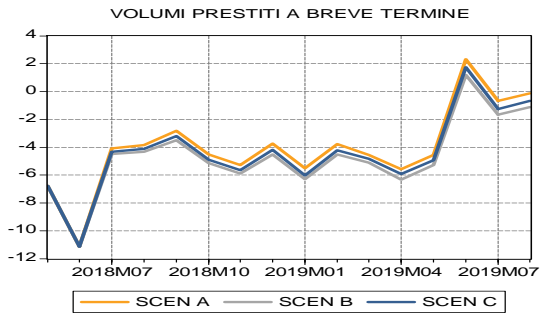


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



SCENARIO A	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8
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	0.15	0.15	0.15
Indice BCI COMIT (livello)	1316	1308	1387	1288	1284	1311	1235	1236	1231	1329	1281	1258	1241	1326	1354	1327	1272	1297	1351
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.7	3.4	2.3	2.5	1.7	2.7	2.1	2.4	2.6	2.0	1.4	1.5	2.3	1.6	1.9	1.6	2.2	1.4	1.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.5	0.9	0.6	1.0	1.4	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	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	0.15	0.15	0.15
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.43	-0.42	-0.41	-0.40	-0.39	-0.38	-0.37	-0.36	-0.35	-0.34	-0.33
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.38	-0.37	-0.36	-0.35	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.30	-0.28
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.38	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.34	-0.32	-0.31	-0.30	-0.29	-0.28	-0.26	-0.24	-0.23	-0.23
T. Interb. 6m lett.	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.30	-0.30	-0.29	-0.28	-0.27	-0.26	-0.25	-0.25	-0.23	-0.21	-0.19	-0.18
T. Depositi medio	0.39	0.40	0.40	0.40	0.40	0.39	0.40	0.40	0.40	0.41	0.42	0.43	0.44	0.45	0.47	0.48	0.49	0.50	0.52
T. Prestiti medio	2.68	2.66	2.64	2.62	2.60	2.59	2.59	2.59	2.60	2.61	2.62	2.64	2.65	2.67	2.68	2.69	2.71	2.72	2.74
T.prest. medio - T.dep. medio	2.30	2.26	2.24	2.22	2.20	2.20	2.20	2.19	2.20	2.20	2.20	2.21	2.21	2.22	2.22	2.22	2.22	2.22	2.23
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.41	-0.43	-0.42	0.57	-0.11	-0.13	0.10	-0.16	-0.15	-0.15	-0.11	-0.13	-0.09	-0.04	-0.05	0.00	0.04	0.02	0.06
T. BOT comp. lordo 6m	-0.41	-0.44	-0.43	1.23	0.09	0.07	0.45	0.01	0.03	0.03	0.10	0.05	0.12	0.20	0.19	0.26	0.32	0.28	0.35
T. BOT comp. lordo 12m	-0.41	-0.41	-0.40	-0.37	0.56	0.34	0.69	0.23	0.25	0.25	0.32	0.28	0.35	0.43	0.41	0.49	0.55	0.51	0.58
Rendistat lordo	1.26	1.20	1.05	1.49	2.12	2.00	2.45	2.02	2.05	2.08	2.09	2.06	2.15	2.21	2.19	2.25	2.28	2.26	2.31
Rendistat netto	1.11	1.05	0.92	1.30	1.85	1.75	2.14	1.76	1.79	1.82	1.83	1.80	1.88	1.93	1.92	1.96	2.00	1.98	2.02
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.22	0.03	0.14	1.40	1.13	1.26	2.00	1.49	1.51	1.52	1.56	1.54	1.60	1.70	1.68	1.74	1.81	1.78	1.84
Rend. BTP a 5 anni	0.90	0.67	0.69	2.02	1.83	1.93	2.63	2.18	2.20	2.22	2.25	2.23	2.28	2.35	2.34	2.38	2.44	2.41	2.47
Rend. BTP a 7 anni	1.52	1.26	1.27	2.39	2.30	2.37	2.95	2.55	2.60	2.61	2.65	2.65	2.71	2.78	2.77	2.83	2.88	2.85	2.88
Rend. BTP a 10 anni	2.12	1.86	1.88	2.81	2.73	2.79	3.24	2.84	2.85	2.86	2.90	2.88	2.93	3.00	2.99	3.02	3.08	3.04	3.10
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2347.233	2376.326	2380.593	2373.219	2332.335	2348.267	2359.710	2371.567	2389.308	2398.315	2387.10	2392.90	2391.13	2402.47	2410.59	2413.33	2405.57	2416.37	2425.31
Prestiti in euro	2319.187	2341.405	2363.953	2342.658	2288.509	2317.276	2325.203	2339.707	2341.935	2358.783	2349.019	2355.24	2361.396	2356.86	2384.99	2375.22	2361.28	2386.33	2390.31
Prestiti in valuta	28.047	34.921	16.640	30.561	43.826	30.991	34.507	31.859	47.373	39.532	38.082	37.664	29.731	45.607	25.597	38.105	44.286	30.036	35.001
Prestiti a breve	294.973	293.585	297.137	292.566	276.100	287.015	280.729	280.094	278.737	282.896	278.212	286.908	283.794	280.227	280.586	279.196	282.505	285.063	280.392
Prestiti a m / l	2052.260	2082.741	2083.457	2080.653	2056.235	2061.252	2078.981	2091.473	2110.571	2115.419	2108.889	2105.993	2107.333	2122.239	2130.003	2134.130	2123.065	2131.303	2144.917
Depositi totali	2351.082	2390.208	2391.160	2420.533	2444.161	2447.006	2448.041	2481.728	2487.572	2472.591	2520.459	2507.863	2517.303	2538.879	2544.673	2605.704	2607.920	2598.231	2606.919
Depositi in c / c	1050.641	1071.492	1073.970	1083.938	1101.349	1098.643	1099.619	1119.359	1123.365	1124.503	1157.744	1140.683	1148.350	1161.604	1172.346	1186.804	1202.673	1203.344	1203.313
Depositi a risparmio	301.037	300.511	300.202	299.777	299.936	300.614	301.719	302.125	301.720	302.085	304.193	305.385	305.613	305.590	304.916	304.453	304.495	304.943	306.245
Certif. deposito	999.404	1018.204	1016.988	1036.818	1042.876	1047.749	1046.703	1060.243	1062.488	1046.004	1058.522	1061.795	1063.340	1071.684	1067.412	1114.447	1100.752	1089.944	1097.361
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	1.91	-0.01	-0.12	0.52	-2.28	-0.01	0.64	1.02	-0.34	-0.96	0.67	0.58	1.87	1.10	1.26	1.69	3.14	2.90	2.78
Prestiti in euro	2.39	-0.24	0.60	1.02	-2.45	0.53	0.25	0.75	-0.89	-1.34	0.44	0.30	1.82	0.66	0.89	1.39	3.18	2.98	2.80
Prestiti in valuta	-26.33	18.58	-50.51	-26.83	7.47	-28.66	36.39	25.77	37.39	28.51	17.22	21.76	6.00	30.60	53.82	24.69	1.05	-3.08	1.43
Prestiti a breve	-7.71	-7.42	-4.28	-6.78	-11.14	-4.09	-3.86	-2.82	-4.54	-5.29	-3.74	-5.52	-3.79	-4.55	-5.57	-4.57	2.32	-0.68	-0.12
Prestiti a m / l	3.46	1.13	0.50	1.64	-0.96	0.59	1.28	1.56	0.24	-0.35	1.28	1.47	2.68	1.90	2.23	2.57	3.25	3.40	3.17
Depositi totali	3.95	0.86	0.09	3.62	4.68	4.99	4.92	5.62	5.24	4.86	6.18	5.58	7.07	6.22	6.42	7.65	6.70	6.18	6.49
Depositi in c / c	8.76	9.38	6.97	9.07	10.50	9.93	9.37	8.94	9.22	9.88	9.20	8.75	9.30	8.41	9.16	9.49	9.20	9.53	9.43
Depositi a risparmio	0.92	1.17	1.31	1.39	1.70	1.59	1.52	1.60	1.62	1.53	1.83	1.48	1.52	1.69	1.57	1.56	1.52	1.44	1.50
Certif. deposito	0.20	-6.86	-6.59	-0.93	-0.03	1.19	1.56	3.46	2.33	0.86	4.31	3.54	6.40	5.25	4.96	7.49	5.55	4.03	4.84

SCENARIO B	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8
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)	1316	1308	1387	1288	1284	1311	1235	1189	1156	1205	1166	1122	1100	1155	1181	1133	1075	1114	1163
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.7	3.4	2.3	2.5	1.7	1.9	0.9	1.4	1.4	0.8	0.4	0.4	1.1	0.6	0.8	0.5	0.9	0.6	0.3
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.5	0.9	0.6	1.0	1.4	1.9	1.7	1.5	1.5	1.3	1.3	1.1	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.42	-0.42	-0.42
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.38	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.34	-0.35	-0.34	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34
T. Interb. 6m lett.	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29	-0.29
T. Depositi medio	0.39	0.40	0.40	0.40	0.40	0.39	0.39	0.39	0.39	0.40	0.40	0.41	0.42	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44
T. Prestiti medio	2.68	2.66	2.64	2.62	2.60	2.59	2.59	2.59	2.59	2.60	2.61	2.63	2.64	2.64	2.65	2.65	2.65	2.66	2.67
T.prest. medio - T.dep. medio	2.30	2.26	2.24	2.22	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.21	2.22	2.22	2.22	2.22	2.22	2.23	2.23	2.23
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.41	-0.43	-0.42	0.57	-0.11	-0.13	0.10	0.17	0.23	0.26	0.34	0.30	0.36	0.47	0.44	0.47	0.49	0.45	0.50
T. BOT comp. lordo 6m	-0.41	-0.44	-0.43	1.23	0.09	0.07	0.45	0.57	0.67	0.71	0.84	0.79	0.88	1.05	1.01	1.06	1.08	1.02	1.10
T. BOT comp. lordo 12m	-0.41	-0.41	-0.40	-0.37	0.56	0.34	0.69	0.81	0.91	0.95	1.09	1.03	1.13	1.30	1.26	1.30	1.33	1.26	1.34
Rendistat lordo	1.26	1.20	1.05	1.49	2.12	2.00	2.45	2.55	2.63	2.70	2.82	2.79	2.87	2.97	2.94	2.98	3.00	2.98	3.02
Rendistat netto	1.11	1.05	0.92	1.30	1.85	1.75	2.14	2.23	2.30	2.36	2.47	2.44	2.51	2.60	2.57	2.61	2.62	2.61	2.64
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.22	0.03	0.14	1.40	1.13	1.26	2.00	2.16	2.24	2.29	2.44	2.38	2.49	2.64	2.60	2.64	2.65	2.61	2.68
Rend. BTP a 5 anni	0.90	0.67	0.69	2.02	1.83	1.93	2.63	2.77	2.85	2.89	3.01	2.96	3.05	3.18	3.15	3.18	3.19	3.16	3.21
Rend. BTP a 7 anni	1.52	1.26	1.27	2.39	2.30	2.37	2.95	3.12	3.20	3.24	3.36	3.33	3.41	3.53	3.52	3.55	3.59	3.54	3.59
Rend. BTP a 10 anni	2.12	1.86	1.88	2.81	2.73	2.79	3.24	3.39	3.46	3.48	3.59	3.55	3.61	3.75	3.69	3.71	3.74	3.72	3.79
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2347.233	2376.326	2380.593	2373.219	2332.335	2342.630	2353.145	2362.881	2378.985	2388.265	2376.65	2381.74	2379.28	2391.82	2400.35	2401.36	2393.49	2397.81	2404.08
Prestiti in euro	2319.187	2341.405	2363.953	2342.658	2288.509	2313.588	2319.404	2331.812	2332.483	2349.458	2339.430	2344.91	2350.496	2347.96	2375.54	2365.38	2351.21	2370.96	2371.82
Prestiti in valuta	28.047	34.921	16.640	30.561	43.826	29.043	33.740	31.069	46.502	38.807	37.216	36.838	28.780	43.856	24.810	35.980	42.272	26.846	32.261
Prestiti a breve	294.973	293.585	297.137	292.566	276.100	285.758	279.415	278.105	276.985	281.104	275.899	284.509	281.640	278.583	278.328	277.148	279.413	280.957	276.230
Prestiti a m / l	2052.260	2082.741	2083.457	2080.653	2056.235	2056.872	2073.729	2084.776	2102.000	2107.161	2100.747	2097.234	2097.636	2113.234	2122.019	2124.214	2114.073	2116.854	2127.854
Depositi totali	2351.082	2390.208	2391.160	2420.533	2444.161	2440.014	2436.841	2469.040	2471.026	2456.793	2502.656	2490.286	2497.319	2520.713	2528.413	2585.371	2588.855	2574.459	2576.716
Depositi in c / c	1050.641	1071.492	1073.970	1083.938	1101.349	1095.045	1095.598	1113.913	1118.737	1117.748	1151.595	1134.914	1141.521	1154.104	1164.721	1179.000	1192.871	1188.891	1187.628
Depositi a risparmio	301.037	300.511	300.202	299.777	299.936	300.111	301.035	301.412	301.096	301.460	303.476	304.632	304.860	304.658	304.045	303.614	303.655	303.562	304.588
Certif. deposito	999.404	1018.204	1016.988	1036.818	1042.876	1044.858	1040.209	1053.715	1051.194	1037.585	1047.585	1050.739	1050.938	1061.951	1059.647	1102.758	1092.329	1082.006	1084.501
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	1.91	-0.01	-0.12	0.52	-2.28	-0.25	0.36	0.65	-0.77	-1.38	0.23	0.11	1.37	0.65	0.83	1.19	2.62	2.36	2.16
Prestiti in euro	2.39	-0.24	0.60	1.02	-2.45	0.37	0.00	0.41	-1.29	-1.73	0.03	-0.14	1.35	0.28	0.49	0.97	2.74	2.48	2.26
Prestiti in valuta	-26.33	18.58	-50.51	-26.83	7.47	-33.15	33.36	22.65	34.87	26.15	14.55	19.09	2.62	25.59	49.10	17.73	-3.55	-7.56	-4.38
Prestiti a breve	-7.71	-7.42	-4.28	-6.78	-11.14	-4.51	-4.31	-3.51	-5.14	-5.89	-4.54	-6.31	-4.52	-5.11	-6.33	-5.27	1.20	-1.68	-1.14
Prestiti a m / l	3.46	1.13	0.50	1.64	-0.96	0.37	1.02	1.23	-0.16	-0.74	0.89	1.05	2.21	1.46	1.85	2.09	2.81	2.92	2.61
Depositi totali	3.95	0.86	0.09	3.62	4.68	4.69	4.44	5.08	4.54	4.19	5.43	4.84	6.22	5.46	5.74	6.81	5.92	5.51	5.74
Depositi in c / c	8.76	9.38	6.97	9.07	10.50	9.57	8.97	8.41	8.77	9.22	8.62	8.20	8.65	7.71	8.45	8.77	8.31	8.57	8.40
Depositi a risparmio	0.92	1.17	1.31	1.39	1.70	1.42	1.29	1.36	1.41	1.32	1.59	1.23	1.27	1.38	1.28	1.28	1.24	1.15	1.18
Certif. deposito	0.20	-6.86	-6.59	-0.93	-0.03	0.91	0.93	2.82	1.24	0.05	3.23	2.46	5.16	4.30	4.19	6.36	4.74	3.56	4.26

SCENARIO C	18 2	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8
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)	1316	1308	1387	1288	1284	1311	1235	1221	1204	1292	1253	1229	1213	1292	1321	1285	1250	1251	1306
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.7	3.4	2.3	2.5	1.7	2.5	1.8	2.0	2.1	1.6	1.1	1.1	1.9	1.2	1.5	1.2	1.7	0.9	0.7
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.5	0.9	0.6	1.0	1.4	1.9	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.4	1.5	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.43	-0.43	-0.43	-0.42	-0.43	-0.42	-0.42	-0.42	-0.41
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.38	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.33	-0.33	-0.33
T. Interb. 6m lett.	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29
T. Depositi medio	0.39	0.40	0.40	0.40	0.40	0.39	0.39	0.39	0.40	0.40	0.41	0.42	0.42	0.43	0.43	0.43	0.43	0.44	0.44
T. Prestiti medio	2.68	2.66	2.64	2.62	2.60	2.59	2.59	2.59	2.60	2.60	2.62	2.63	2.64	2.65	2.65	2.65	2.66	2.67	2.68
T.prest. medio - T.dep. medio	2.30	2.26	2.24	2.22	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.21	2.22	2.22	2.22	2.22	2.22	2.23	2.23
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.41	-0.43	-0.42	0.57	-0.11	-0.13	0.10	0.03	0.06	0.05	0.08	0.05	0.09	0.13	0.11	0.14	0.13	0.09	0.13
T. BOT comp. lordo 6m	-0.41	-0.44	-0.43	1.23	0.09	0.07	0.45	0.33	0.37	0.36	0.42	0.37	0.43	0.49	0.45	0.50	0.48	0.42	0.49
T. BOT comp. lordo 12m	-0.41	-0.41	-0.40	-0.37	0.56	0.34	0.69	0.57	0.61	0.60	0.66	0.61	0.67	0.74	0.70	0.75	0.73	0.67	0.75
Rendistat lordo	1.26	1.20	1.05	1.49	2.12	2.00	2.45	2.30	2.33	2.37	2.42	2.38	2.43	2.53	2.52	2.54	2.53	2.50	2.55
Rendistat netto	1.11	1.05	0.92	1.30	1.85	1.75	2.14	2.01	2.04	2.07	2.12	2.08	2.13	2.21	2.20	2.22	2.22	2.19	2.23
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.22	0.03	0.14	1.40	1.13	1.26	2.00	1.87	1.89	1.89	1.94	1.91	1.99	2.07	2.03	2.07	2.06	2.03	2.08
Rend. BTP a 5 anni	0.90	0.67	0.69	2.02	1.83	1.93	2.63	2.50	2.52	2.54	2.58	2.55	2.62	2.71	2.68	2.72	2.72	2.68	2.72
Rend. BTP a 7 anni	1.52	1.26	1.27	2.39	2.30	2.37	2.95	2.86	2.88	2.92	2.98	2.96	3.02	3.10	3.08	3.12	3.13	3.09	3.12
Rend. BTP a 10 anni	2.12	1.86	1.88	2.81	2.73	2.79	3.24	3.15	3.15	3.16	3.20	3.15	3.22	3.32	3.30	3.33	3.32	3.28	3.31
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2347.233	2376.326	2380.593	2373.219	2332.335	2344.979	2356.896	2367.576	2384.260	2393.491	2382.12	2386.26	2385.26	2397.71	2405.59	2407.39	2398.34	2405.48	2413.93
Prestiti in euro	2319.187	2341.405	2363.953	2342.658	2288.509	2314.971	2322.884	2336.224	2337.209	2354.479	2344.576	2349.13	2356.062	2353.35	2380.50	2370.30	2355.10	2377.24	2380.49
Prestiti in valuta	28.047	34.921	16.640	30.561	43.826	30.008	34.013	31.352	47.051	39.012	37.548	37.132	29.197	44.367	25.089	37.092	43.235	28.236	33.442
Prestiti a breve	294.973	293.585	297.137	292.566	276.100	286.283	279.927	278.966	277.700	281.822	276.913	285.340	282.556	279.405	279.505	278.125	280.847	282.634	278.055
Prestiti a m / l	2052.260	2082.741	2083.457	2080.653	2056.235	2058.695	2076.970	2088.610	2106.560	2111.669	2105.211	2100.923	2102.703	2118.308	2126.085	2129.269	2117.493	2122.845	2135.879
Depositi totali	2351.082	2390.208	2391.160	2420.533	2444.161	2443.277	2441.975	2475.619	2478.827	2463.395	2510.964	2497.649	2507.193	2528.362	2535.108	2595.054	2595.454	2583.765	2588.982
Depositi in c / c	1050.641	1071.492	1073.970	1083.938	1101.349	1096.267	1097.508	1115.968	1120.382	1120.716	1154.033	1137.012	1143.833	1156.461	1167.083	1181.168	1195.294	1193.616	1192.772
Depositi a risparmio	301.037	300.511	300.202	299.777	299.936	300.314	301.200	301.586	301.254	301.625	303.710	304.860	305.116	304.960	304.406	303.927	303.978	304.110	305.152
Certif. deposito	999.404	1018.204	1016.988	1036.818	1042.876	1046.696	1043.267	1058.064	1057.190	1041.054	1053.220	1055.777	1058.245	1066.941	1063.619	1109.959	1096.182	1086.039	1091.058
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	1.91	-0.01	-0.12	0.52	-2.28	-0.15	0.52	0.85	-0.55	-1.16	0.46	0.30	1.62	0.90	1.05	1.44	2.83	2.58	2.42
Prestiti in euro	2.39	-0.24	0.60	1.02	-2.45	0.43	0.15	0.60	-1.09	-1.52	0.25	0.04	1.59	0.51	0.70	1.18	2.91	2.69	2.48
Prestiti in valuta	-26.33	18.58	-50.51	-26.83	7.47	-30.92	34.44	23.77	36.46	26.82	15.58	20.04	4.10	27.05	50.77	21.37	-1.35	-5.91	-1.68
Prestiti a breve	-7.71	-7.42	-4.28	-6.78	-11.14	-4.33	-4.13	-3.21	-4.90	-5.65	-4.19	-6.04	-4.21	-4.83	-5.93	-4.94	1.72	-1.27	-0.67
Prestiti a m / l	3.46	1.13	0.50	1.64	-0.96	0.46	1.18	1.42	0.05	-0.53	1.11	1.23	2.46	1.71	2.05	2.34	2.98	3.12	2.84
Depositi totali	3.95	0.86	0.09	3.62	4.68	4.83	4.66	5.36	4.87	4.47	5.78	5.15	6.64	5.78	6.02	7.21	6.19	5.75	6.02
Depositi in c / c	8.76	9.38	6.97	9.07	10.50	9.69	9.16	8.61	8.93	9.51	8.85	8.40	8.87	7.93	8.67	8.97	8.53	8.88	8.68
Depositi a risparmio	0.92	1.17	1.31	1.39	1.70	1.49	1.35	1.42	1.46	1.38	1.67	1.31	1.36	1.48	1.40	1.38	1.35	1.26	1.31
Certif. deposito	0.20	-6.86	-6.59	-0.93	-0.03	1.09	1.23	3.25	1.82	0.38	3.78	2.95	5.89	4.79	4.59	7.05	5.11	3.76	4.58

Ottobre 2018⁵

Guerra dei dazi, crisi dei Paesi emergenti, manovra di bilancio italiana e rincaro del prezzo del petrolio oscurano lo scenario futuro

Lucia Trevisan^a e Francesca Volo^{a,b}

IL QUADRO GENERALE

I fattori critici messi in evidenza nei mesi scorsi continuano a oscurare lo scenario macroeconomico internazionale: 1) la guerra dei dazi, 2) la crisi dei Paesi emergenti e 3) la manovra di bilancio italiana. Valutiamoli alla luce dei nuovi sviluppi avvenuti in settembre. Si è aggiunto, inoltre, 4) il rincaro del prezzo del petrolio.

1) Le controversie commerciali si sono allentate tra USA e Canada, grazie al raggiungimento di un accordo che scongiura l'entrata in vigore dei dazi annunciati. A fine novembre sarà siglato un nuovo trattato di libero scambio tra USA, Canada e Messico, denominato USMCA (*United States-Mexico-Canada Agreement*) che sostituirà il NAFTA, per poi essere sottoposto all'approvazione del Congresso degli Stati Uniti. Il Canada sarà più penalizzato nel settore caseario a fronte di un vantaggio nella produzione del legno, punto di forza di questo Paese. **Nei confronti dell'UE, Trump sta ancora valutando la proposta di Juncker di abolire tutte le tariffe sui flussi in entrambi i sensi. È, invece, aumentata la tensione tra USA e Cina**, che, riguardando le prime due economie mondiali, preoccupa non poco gli investitori internazionali. Il **24 settembre sono entrati in vigore i nuovi dazi del 10%, annunciati dal Presidente Trump, su beni d'importazione cinese per un ammontare di 200 miliardi di dollari. Tali tariffe potrebbero salire al 25% dal 1° gennaio 2019**. La Cina ha risposto con contro-tariffe del 10% su importazioni americane del valore annuo di 60 miliardi di dollari, non facendosi intimidire dalla minaccia di Washington di adottare dazi per altri 267 miliardi di dollari (praticamente tutte le esportazioni cinesi negli Stati Uniti sarebbero soggette a dazi) in caso di ritorsioni da parte di Pechino. **Pur tenendo conto della strategia di contrattazione di Trump**, che tende a chiedere molto per poi trovare un accordo in termini più contenuti, e dell'avvicinarsi delle **elezioni di mid-term di metà novembre per il rinnovo del Congresso americano, i mancati segnali di cedimento da parte di Pechino rischiano di portare a una vera guerra fredda che potrebbe sconfinare anche nell'ambito delle valute**. Per il momento, i dati macroeconomici riflettono poco gli effetti di queste schermaglie, perché si riferiscono ancora a luglio o agosto. Solo l'Area Euro, in particolare Germania e Francia, ha già riscontrato una debolezza del canale estero e un calo di fiducia dei produttori. In ogni caso, è necessario attendere le rilevazioni relative a settembre/ottobre per testarne appieno l'impatto. **Questo**, come messo in evidenza nei mesi scorsi, **sarà più in termini di spinte inflazionistiche nel breve periodo, soprattutto negli USA che viaggiano al pieno impiego** (i produttori scaricheranno sui consumatori il maggior costo da tariffe) **e di minor crescita nel medio/lungo, stimata da più parti in -0.5%/-1% rispetto al PIL globale**.

2) La crisi dei Paesi emergenti si è acuita: il FMI ha aumentato il prestito di salvataggio da 50 a 57 miliardi di dollari all'Argentina e la Banca Centrale turca ha alzato il tasso sui pronti/termine settimanale addirittura di 625 punti base, al 24%, per difendere la valuta. **L'eventuale minor crescita globale, in particolare della Cina, implicherà minori esportazioni di materie prime per questa tipologia di Paesi. I rialzi dei tassi ufficiali da parte della Fed, inoltre, non aiutano, perché rafforzano il dollaro** e, per tale via, aumentano i costi di copertura degli investimenti finanziari nei Paesi emergenti.

3) In Italia, dalla nota di aggiornamento al DEF (Documento Economico Finanziario) che conterrà la manovra di bilancio, **è emersa l'intenzione del Governo di portare il rapporto deficit/PIL a +2.4% nel 2018 e nei successivi due anni**. La buona notizia è che, essendo sotto il 3%, la procedura d'infrazione per deficit eccessivo da parte della Commissione Europea non scatterà automaticamente. La cattiva notizia è che comunque il +2.4% stabilito è ben oltre il +0.8% sul quale si era impegnato il Governo precedente o il +1.6% garantito dal ministro dell'economia Tria. **La probabilità che l'Italia entri in contrasto con Bruxelles è, quindi, molto alta. Due sono gli appuntamenti importanti da monitorare in ottobre: il 15, quando verrà presentata la manovra finanziaria in Parlamento e verso fine mese, quando le agenzie di rating si pronunceranno sul merito di credito del debito italiano**. Il primo appuntamento permetterà di conoscere i

^a Università Ca' Foscari Venezia.

^b GRETA.

⁵ **Dati aggiornati al 28/09/2018.**

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.

dettagli della Legge Finanziaria. Al momento, è noto soltanto che conterrà tre voci principali: il reddito di cittadinanza (10 miliardi di euro), le modifiche alla riforma Fornero (8 miliardi) con quota 100, come somma dell'età anagrafica e dell'anzianità lavorativa, per andare in pensione, e le agevolazioni fiscali per le partite IVA (5 miliardi). La scommessa del Governo è riuscire a generare crescita e, solo conoscendo i dettagli anche sulle coperture, si potrà esprimere un giudizio. Il secondo appuntamento, legato al primo, preoccupa per il possibile declassamento di *rating* al quale potrebbe andare incontro il debito pubblico italiano. Gli attuali *rating* delle tre principali agenzie sono: Baa2 con *outlook* in attesa di revisione per Moody's, BBB con *outlook* stabile per S&P, BBB con *outlook* negativo per Fitch. **In caso di declassamento a Baa3 per Moodys e a BBB- per S&P e Fitch, il debito italiano si troverebbe a un passo dalla soglia dei titoli "spazzatura", oltre la quale perderebbe la classe di Investment Grade (titoli non speculativi). La classe Investment Grade (IG) è necessaria perché la BCE possa acquistare i titoli sul mercato nell'ambito del programma di Quantitative Easing e perché la maggior parte dei fondi internazionali possa detenerli in portafoglio, avendo nel mandato tale vincolo di IG.** Un declassamento spingerebbe gli investitori internazionali a vendere i titoli di Stato italiani diventati troppo rischiosi, alimentando una pericolosa spirale negativa "alti rendimenti-alto deficit".

4) In settembre, il prezzo del petrolio ha superato la soglia degli 80 dollari al barile per il Brent, toccando gli 83, il massimo da novembre del 2014, e quella dei 70 per il WTI, raggiungendo i 73 dollari al barile. Le tensioni si sono generate: a) per un'anticipazione/speculazione, da parte degli operatori finanziari, degli effetti sul mercato petrolifero delle sanzioni imposte dagli Stati Uniti all'Iran, attive dal 5 novembre se quest'ultimo non abbandonerà il programma sul nucleare; b) per un rallentamento della produzione di petrolio negli Stati Uniti. Nonostante l'Arabia Saudita abbia dichiarato di essere pronta ad aumentare la produzione per far fronte al calo di quella iraniana, gli *hedge fund* hanno aumentato le loro posizioni rialziste sul greggio americano.

Il rincaro del petrolio avrà effetti inflazionistici nel breve periodo, ma deprimerà la domanda a livello globale nel medio/lungo. Pertanto, se da un lato non escludiamo ancora tensioni sul prezzo del greggio nel resto dell'anno in corso, dall'altro riteniamo probabile che le spinte al rialzo si ridimensionino nel 2019.

Alla luce dell'analisi precedente, tenendo conto che negli USA 1) la guerra dei dazi e l'aumento del prezzo del petrolio alimenteranno nel breve periodo i rischi inflazionistici già provenienti dal mercato del lavoro per gli aumenti salariali, 2) la forza del ciclo economico americano è stata confermata dagli ultimi dati trimestrali e mensili, **è molto probabile che, per evitare un surriscaldamento del sistema, la Fed aumenti i tassi ufficiali di 25 punti base anche a dicembre, dopo il rialzo di settembre ampiamente scontato dai mercati** (scenario C – probabilità 60%). La convinzione deriva anche dal fatto che all'ultima riunione la Banca Centrale americana ha tolto l'aggettivo "accomodante" dalla definizione della propria politica monetaria. Ha dichiarato inoltre che gli occupati stanno aumentando più di quanto atteso, con un tasso di disoccupazione che potrebbe scendere al 3.7%. **Nel 2019, la guerra dei dazi e le tensioni nei Paesi emergenti sopra menzionate, agendo nel medio periodo in termini di minore crescita a livello internazionale, probabilmente indurranno la Fed a un solo rialzo a marzo, per poi assumere un atteggiamento attendista nel resto del primo semestre.**

Nella Zona Euro, la crescita positiva ma ridimensionata rispetto al 2017, **i segnali di debolezza del canale estero, il calo di fiducia dei produttori, l'inflazione core ancora di un punto percentuale sotto l'obiettivo**, nonostante quella globale abbia subito l'effetto dell'aumento del prezzo del petrolio e, **soprattutto, la delicata posizione dell'Italia** che rischia di destabilizzare l'intera area, **rendono probabile un atteggiamento accomodante da parte della BCE con un'invarianza dei tassi ufficiali almeno fino all'autunno del 2019** (scenario C – probabilità 60%). **Il rischio di un declassamento del rating per il debito pubblico italiano manterrà in tensione i rendimenti sui titoli di Stato.**

In Giappone, i dati trimestrali e mensili a oggi disponibili hanno delineato uno scenario macroeconomico in miglioramento rispetto a quanto emerso nel mese scorso. La crescita del PIL nel secondo trimestre è stata pari a +1.3% anziché +1% in termini tendenziali e gli indicatori mensili sono risultati positivi sia dal lato dell'offerta sia della domanda, **anche se il canale estero è rimasto debole.** Qualche lieve progresso è stato registrato anche sul fronte dell'inflazione e **il rincaro del greggio potrebbe aiutare a rendere meno lento il percorso verso l'obiettivo del 2%.** **Non sono attese modifiche alla politica monetaria.** La Banca Centrale intende mantenere gli attuali livelli estremamente bassi dei tassi d'interesse a breve e a lungo termine per un lungo periodo, tenendo conto delle incertezze relative all'attività economica e ai prezzi, compresi gli effetti dell'aumento dell'IVA programmato per ottobre 2019.

GLI ULTIMI DATI

Negli USA, l'ulteriore revisione dei dati sul PIL del secondo trimestre dell'anno ha confermato la brillante crescita di +4.2% t/t in termini congiunturali e di +2.9% a/a in termini tendenziali, già emersa con le rilevazioni precedenti. In sostanza, il ciclo economico americano è riuscito a raddoppiare il ritmo congiunturale (nel trimestre precedente, infatti, era di +2.2% t/t). Si tratta della crescita più alta degli ultimi quattro anni. Come ha sottolineato all'ultima riunione il Presidente della Fed, Powell, la politica fiscale sta spingendo l'economia. La revisione non ha portato a variazioni significative, pertanto **gli aspetti interpretativi importanti di questi dati rimangono: 1) la forza trainante dei consumi** con un contributo alla crescita del PIL di +2.6% t/t; **2) la debolezza del settore edilizio**, in quanto gli investimenti fissi sono supportati quasi esclusivamente dalla componente dei non residenziali; **3) il contributo soddisfacente del canale estero (+1.2% t/t)** in contrasto con il trimestre precedente, **grazie al considerevole flusso delle esportazioni (+9.3% t/t)** e al contestuale calo delle importazioni (-0.6%, rivisto da -0.4%); **4) il decumulo di scorte che hanno sottratto crescita per un -1.2% t/t** (rivisto da -1%).

I dati mensili, disponibili prevalentemente per agosto, valutati assieme a quelli dei due mesi precedenti, **indicano che, con alta probabilità, il passo sostenuto di crescita proseguirà anche nel terzo trimestre. Buone le informazioni giunte sia dal lato dell'offerta sia della domanda, con dati spesso superiori alle attese, una fiducia di produttori e consumatori che traina la crescita e un mercato del lavoro ancora in espansione.** In agosto, infatti, nonostante la difficoltà delle imprese a reperire lavoratori, si sono registrate +201.000 nuove assunzioni, sopra le aspettative di 190.000 e del dato del mese precedente di 147.000 (rivisto da 157.000). Ciò ha consentito al tasso di disoccupazione di rimanere fermo al 3.9%, quindi sotto la soglia stimata di pieno impiego. La produzione industriale è aumentata di +0.4% m/m contro un'aspettativa più cauta di +0.3%. Va tenuta in considerazione anche la revisione al rialzo del dato di luglio a +0.4% da +0.1%. Un ampio recupero è stato registrato dagli ordini di beni durevoli, cresciuti di +4.5% m/m, dopo il calo di -1.2% del mese precedente (rivisto da -1.7%). Si tratta, tuttavia, di una buona performance limitata al settore dei trasporti, perché, depurando la serie da questa componente più volatile, resta un esiguo incremento di +0.1% m/m. La capacità di utilizzo degli impianti rimane elevata al 78.1% dal 77.9% di luglio (rivisto da 78.1%). **Buoni anche i segnali giunti dal settore edilizio**, l'unica componente debole del ciclo economico americano. L'avvio di nuovi cantieri ha registrato un importante incremento di +9.2% m/m, dopo il pesante calo di -12.9% m/m di giugno e un -0.3% di luglio. La vendita di nuove case ha segnato un progresso di +3.5% m/m. In agosto, la fiducia dei produttori, misurata attraverso l'indice PMI, è cresciuta a 61.3 da 58.1 del mese precedente nel settore manifatturiero e a 58.5 da 55.7 in quello dei servizi.

Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio sono aumentate limitatamente di +0.1% m/m, dopo il brillante +0.7% di luglio (rivisto al rialzo da +0.5%) **ma la fiducia dei consumatori ha continuato a correre:** in settembre, l'indice *Conference Board* si è portato a 138.4 da 134.7 del mese precedente (quest'ultimo rivisto al rialzo da 133.4) sorprendendo gli economisti che si attendevano un ridimensionamento a 132. Va sottolineato che a luglio l'indice era a quota 127.9.

La forza del ciclo economico sta facendo emergere rischi inflazionistici: la difficoltà delle imprese di reperire nuova manodopera si è tradotta in rincari dei salari. In agosto, questi ultimi sono aumentati di +0.4% m/m, dopo il rilevante incremento di luglio di +0.3%, **portando la variazione tendenziale a +2.9% a/a** da +2.7% del mese precedente. **Per il momento, gli altri indicatori dei prezzi sono rimasti cauti: l'indice PCE (Personal Consumption Expenditures, preferito dalla Fed) si è leggermente ridimensionato a +2.2% a/a** da +2.3% di luglio in termini globali. **Quello core**, depurato dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, **è rimasto fermo a +2%. Il rischio che quest'ultimo possa aumentare sopra l'obiettivo della Fed del 2% è tuttavia alto, perché, in un contesto di elevata domanda di beni, i produttori saranno spinti a scaricare sui consumatori i maggiori costi della manodopera.** Tanto più che, dato l'andamento del prezzo del petrolio, anche i costi delle materie prime stanno aumentando.

USA

Gli incrementi salariali e il rincaro del prezzo del petrolio alimentano rischi inflazionistici

A fronte di questo scenario macroeconomico, la Fed dovrà proseguire con la sua politica monetaria restrittiva per evitare il surriscaldamento del sistema. Confermiamo, pertanto, lo scenario delineato già nei mesi scorsi (scenario C – probabilità 60%) nel quale la Fed interverrà con un altro rialzo di 25 punti base dei tassi ufficiali a dicembre di quest'anno, dopo quello già effettuato in settembre. Per il 2019, l'atteggiamento della Banca Centrale sarà legato agli sviluppi della guerra dei dazi, ma riteniamo che proseguirà con la politica dei rialzi graduali almeno nella prima metà dell'anno.

In Giappone, la revisione dei dati preliminari del PIL del secondo trimestre ha rafforzato la ripresa già emersa con i preliminari, dopo il risultato negativo dei primi tre mesi: la crescita in termini congiunturali è stata rivista al rialzo a +0.7% t/t da +0.5% e quella tendenziale a +1.3% a/a da +1%. La revisione ha interessato sostanzialmente gli investimenti, che, grazie a un incremento di +1.7% t/t rispetto al preliminare di +0.5%, hanno potenziato il loro apporto alla crescita con un +0.4% anziché di solo +0.1% come emerso in fase di pubblicazione dei dati preliminari. L'inversione di tendenza rispetto ai primi tre mesi dell'anno è stata pertanto dettata essenzialmente dalla domanda interna privata, poiché anche i consumi hanno contribuito positivamente con +0.4% t/t. Le altre componenti sono risultate assenti, come la spesa pubblica e le scorte, o hanno leggermente sottratto crescita, come il canale estero, con un contributo negativo di -0.1% t/t dovuto ad un aumento delle importazioni di +0.9% t/t a fronte di un limitato +0.2% delle esportazioni.

I dati mensili, relativi prevalentemente ad agosto, sono incoraggianti sia dal lato dell'offerta sia della domanda, dopo le incertezze dimostrate da quelli di luglio. In molti casi hanno sorpreso in positivo gli economisti. Il tasso di disoccupazione è sceso al 2.4% dal 2.5% del mese precedente, le vendite al dettaglio sono aumentate di +0.9% m/m, riprendendo vigore dalla sostanziale invarianza di luglio quando avevano registrato solo un +0.1%. Le aspettative erano per un dato positivo ma più limitato (+0.5% m/m). La produzione industriale ha segnato un buon +0.7% m/m, recuperando da -0.2% m/m di luglio (quest'ultimo rivisto da -0.1%). Ancora più incisivo è stato l'incremento degli ordini di macchinari industriali, disponibili però solo per luglio, con un deciso +11% m/m, che ha permesso di invertire la tendenza negativa dei mesi precedenti (-8.8% m/m a giugno e -3.7% a maggio). Si tratta di un risultato quasi doppio rispetto alle attese di +5.5%. Probabilmente, l'insieme di questi dati positivi ha contribuito al miglioramento della fiducia dei produttori, che, letta attraverso l'indice PMI, è aumentata in settembre a quota 52.9 da 52.5 del mese precedente. Quella dei consumatori, invece, non ha registrato progressi, attestandosi a 43.3 da 43.5. **L'unico aspetto meno incoraggiante è rappresentato dal canale estero, per il quale i dati mensili, come quelli trimestrali, confermano un flusso delle importazioni più forte di quello delle esportazioni.** In agosto, le prime sono aumentate di +1.6% m/m dopo un +3.9% del mese precedente, mentre le seconde, pur mantenendo una dinamica positiva, si sono dimostrate ancora deboli, con un incremento limitato a +0.4% m/m (+1.1% in luglio).

Qualche progresso è stato registrato nella dinamica inflazionistica: in agosto, la variazione tendenziale dell'indice dei prezzi in termini globali si è portata a +1.3% a/a da +1% del mese precedente e a +1% a/a da +0.8% in termini core. Il miglioramento della domanda interna privata sopra menzionato e il rincaro del prezzo del petrolio dovrebbero aiutare l'inflazione a proseguire meno lentamente di quanto registrato finora verso l'obiettivo del 2% della Banca Centrale nipponica. **Dopo l'ammorbidente del controllo sui rendimenti dei titoli di Stato con scadenza decennale, che ha permesso oscillazioni di $\pm 0.2\%$ intorno allo zero, deciso alla riunione di luglio, non sono attese modifiche di politica monetaria.**

GIAPPONE

I dati mensili migliorano sia dal lato dell'offerta sia della domanda con qualche progresso anche sul fronte dell'inflazione

Nell'Area Euro, i dati del PIL del secondo trimestre, ora disponibili anche per le singole componenti, hanno confermato la dinamica congiunturale positiva di +0.4% t/t già registrata nei primi tre mesi dell'anno, anche se in ridimensionamento rispetto all'ultimo trimestre del 2017 (+0.7%). **Il risultato congiunturale comunque soddisfacente non ha purtroppo impedito l'erosione della crescita tendenziale che si è attestata a +2.1% a/a** da +2.4% del trimestre precedente. **Due sono state le componenti rilevanti, una in positivo, l'altra in negativo: la prima è quella degli investimenti** che è risultata trainante con un contributo alla crescita del PIL di +0.3% t/t; **la seconda è quella del canale estero** che, invece, ha sottratto alla ripresa un -0.2% t/t. Di fatto, dopo il calo del primo trimestre, sia le esportazioni sia le importazioni sono tornate a crescere (+0.6% t/t e +1.1%, rispettivamente) ma il passo delle seconde è stato più veloce. Consumi, scorte e spesa pubblica hanno contribuito limitatamente per un +0.1% singolarmente.

I dati mensili, relativi prevalentemente a luglio, danno un'indicazione su come potrebbe proseguire il ciclo economico nel terzo trimestre non ancora noto. Il quadro che emerge è di una certa fragilità con incertezze sia dal lato dell'offerta sia della domanda. La produzione industriale ha mantenuto la dinamica negativa di giugno, registrando un altro -0.8% m/m che ha praticamente azzerato la variazione tendenziale. Gli economisti si attendevano un calo (-0.5%) ma in forma più cauta. **Solo il settore delle costruzioni ha fatto meglio,** grazie a un aumento congiunturale di +0.3% m/m dopo quello di +0.7% del mese precedente (quest'ultimo rivisto da +0.2%). **Le vendite al dettaglio sono diminuite** di -0.2% m/m, interrompendo la dinamica positiva di maggio e giugno, quando avevano registrato un +0.3% in ciascun mese. **Il canale estero non risulta più equilibrato come era apparso nel mese precedente:** le importazioni hanno continuato lungo un sentiero positivo di +1.3% m/m, rispetto a +1.8% di giugno, mentre le esportazioni sono scese di -0.8%, rispetto a +1.6%. **La minore forza del ciclo economico e la guerra dei dazi, che stenta a trovare una soluzione, hanno impattato sulla fiducia di produttori e consumatori.** In settembre, l'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) si è ridimensionato a quota 110.9 da 111.6 del mese precedente e il PMI, che interpreta specificatamente la fiducia dei produttori, è diminuito nel settore manifatturiero a 53.3 da 54.6. Solo quello dei servizi ha registrato qualche progresso a 54.7 da 54.4.

Sul fronte dell'inflazione, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi al consumo HCPI (*Harmonized Consumer Price Index*) si mantiene intorno al 2% da tre mesi, mentre quella core intorno all'1%. In settembre, infatti, la prima è stata pari a +2.1% a/a da +2% del mese precedente e la seconda a +0.9% da +1%. Anche se, per il momento, **il rincaro del prezzo del petrolio non ha interessato gli altri comparti, è probabile che nella parte finale dell'anno ci possa essere un aggiustamento verso l'alto anche dell'indice core.**

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

In Germania, non ci sono nuove informazioni sui dati trimestrali del PIL del secondo trimestre rispetto al mese scorso. Possiamo pertanto ribadire che la crescita congiunturale si è intensificata a +0.5% t/t da +0.4% dei primi tre mesi dell'anno, in linea con le attese, anche se ciò non ha permesso a quella tendenziale di migliorare, passando a +1.9% a/a da +2% del primo trimestre. **Il dato congiunturale nasconde due aspetti non del tutto positivi: 1) il buon risultato è dovuto in gran parte a un accumulo di scorte** (+0.4% t/t); **2) il canale estero, che aveva supportato la ripresa nel 2017, ha dato ancora segnali di debolezza come nei primi tre mesi dell'anno,** sottraendo crescita per un -0.4% t/t. La causa è da attribuire a una dinamica limitatamente positiva delle esportazioni (+0.7% t/t) a fronte di una più brillante delle importazioni (+1.7%). **Dal punto di vista della domanda interna, emerge un certo equilibrio tra consumi, investimenti e spesa**

AREA EURO

I dati mensili appaiono fragili con qualche incertezza sia dal lato dell'offerta che della domanda

Germania

pubblica, con contributi alla crescita equamente distribuiti di +0.2%, +0.1% e +0.1%, rispettivamente.

I dati mensili, relativi prevalentemente a luglio, sono stati negativi sia dal lato dell'offerta sia della domanda, precludendo a un terzo trimestre debole. La produzione industriale e gli ordini all'industria sono diminuiti di -1.1% m/m e -0.9%, rispettivamente, proseguendo su una tendenza al ribasso già presente in giugno di -0.7% m/m (rivisto da -0.9%) e -3.9%. **Solo il settore edilizio ha fatto progressi** con un incremento di +2.6% m/m da -1.9% del mese precedente, anche se quest'ultimo è stato rivisto al rialzo da -3.9%. **Le vendite al dettaglio sono arretrate** di -1.1% m/m, contro un'aspettativa meno pessimistica di -0.2%. **La debolezza del canale estero**, già rilevata nei dati trimestrali, **sembra proseguire per la difficoltà delle esportazioni**, diminuite di -0.8% m/m, a fronte di una positività delle importazioni (+2.7%). **I dati di settembre incorporano in parte la maggiore incertezza sulla crescita.** Se da un lato il mercato del lavoro ha confermato la sua forza con una limatura del tasso di disoccupazione al 5.1% dal 5.2% di agosto, dall'altro **la fiducia dei produttori ha risentito della guerra dei dazi: l'indice PMI del settore manifatturiero è sceso a 53.7 da 55.9 del mese precedente** e l'Ifo a quota 103.7 da 103.9. Solo il PMI dei servizi, non interessato dalle schermaglie sulle tariffe, ha aggiustato verso l'alto a 56.5 da 55 di agosto.

Gli indicatori dei prezzi sono stati interessati dal rincaro del greggio solo per la componente energetica: in settembre, la variazione tendenziale dell'indice HCPI globale si è portata a +2.2% a/a da +1.9% del mese precedente, **ma** le tensioni inflazionistiche non si sono ancora trasferite agli altri comparti, visto che **l'indice core**, disponibile solo per agosto, **si è mantenuto ben lontano dall'obiettivo del 2% della BCE, a +1.1% a/a.**

In Francia, la revisione dei dati sul PIL del secondo trimestre non ha portato a sostanziali modifiche dei preliminari, confermando il ridimensionamento della crescita. **La variazione congiunturale del ciclo economico è rimasta a +0.2% t/t, portando quella tendenziale a +1.7% a/a da +2.2% del trimestre precedente. Le componenti che hanno trainato la crescita sono state le scorte e gli investimenti fissi; le prime potrebbero però rappresentare merce invenduta dato il calo dei consumi (-0.1% t/t).**

Francia

Anche per la Francia il canale estero ha sottratto forza al PIL per un -0.2% t/t (rivisto da -0.3%) a causa della stagnazione delle esportazioni (+0.1% t/t) a fronte di un aumento delle importazioni di 0.7% (rivisto da +1%).

I dati mensili di luglio sono confortanti sia dal lato dell'offerta sia della domanda, precludendo forse a un miglioramento nel terzo trimestre. La produzione industriale ha confermato la dinamica positiva di +0.7% m/m di giugno, rivisto al rialzo da +0.6%. Si ricorda che marzo, aprile e maggio erano stati negativi (-0.2% m/m, -0.5% e -0.4%, rispettivamente). Meno bene ha fatto il settore delle costruzioni che ha registrato un calo di -1.8% m/m, che va tuttavia letto alla luce del forte incremento del mese precedente di +5%, rivisto da +3.9%. Le vendite al dettaglio hanno registrato un +0.4% m/m, mantenendo la dinamica di giugno grazie a un'importante revisione in positivo di quest'ultimo a +0.4% da -0.1%. In agosto, i consumi si sono ripresi aumentando di +1.2% m/m, dopo lo stallo del mese precedente. **L'unica nota negativa deriva dal ridimensionamento della fiducia di produttori e consumatori, misurata attraverso gli indici Insee, in settembre:** la prima è scesa a 107 da 110, la seconda a 94 da 96.

Come messo in evidenza nei mesi scorsi, **la Francia è il Paese dell'Area Euro che sta soffrendo di più il rincaro dei prezzi petroliferi. In settembre, la variazione tendenziale dell'indice HCPI globale è rimasta ben sopra l'obiettivo della BCE a +2.5%**, anche se in lieve ridimensionamento da +2.6% di agosto, **ma ancora una volta le tensioni non hanno intaccato gli altri comparti, grazie a un indice core addirittura più basso del mese precedente a +0.8% a/a da +1.1%** e molto lontano dall'obiettivo della Banca Centrale.

In Italia non sono disponibili nuove informazioni sui dati del PIL del secondo trimestre rispetto al mese precedente. **Possiamo pertanto solo ribadire il ridimensionamento della crescita economica, in sintonia con il resto dell'Area Euro.**

Italia

La variazione congiunturale del PIL è stata positiva ma limitata a +0.2% t/t rispetto a +0.3% del trimestre precedente, **portando quella tendenziale a +1.2% a/a** da +1.4%. Continua la debolezza del canale estero, già registrata nei primi tre mesi del 2018, con un contributo negativo alla crescita del PIL di -0.5% t/t, dovuto a un calo delle esportazioni di -0.2% t/t a fronte di un incremento delle importazioni di +1.8%. Dall'altro lato, **la componente che ha trainato la crescita è stata quella degli investimenti fissi**, con un supporto alla ripresa di +0.5% t/t. **I consumi e la spesa pubblica non sono stati rilevanti per la crescita** e probabilmente lo stallo dei primi potrebbe spiegare l'accumulo di scorte di +0.2%.

I dati mensili disponibili, che si riferiscono prevalentemente a luglio, non lasciano molto spazio all'ottimismo. La produzione industriale, le costruzioni e gli ordini all'industria sono diminuiti di -1.8%, -0.6% e -2.3% m/m rispettivamente. Emergono incertezze anche dal lato della domanda, con le vendite al dettaglio in calo di -0.1% m/m, come in giugno (rivisto da -0.2%). **Alcuni indicatori sono stati tuttavia positivi. In luglio il tasso di disoccupazione ha registrato un importante miglioramento**, scendendo al 10.4% dal 10.8%. In agosto, **il canale estero ha registrato un buon flusso di esportazioni verso i Paesi extra-UE** (+3.6% m/m) a fronte di un calo delle importazioni (-0.7%). **In settembre, la fiducia di produttori e consumatori**, letta attraverso gli indici Istat, **è tornata a salire** dopo l'arretramento del mese precedente: quella dei produttori si è portata a 105.7 da 105 (quest'ultimo rivisto da 104.8) nel settore manifatturiero e a 105.1 da 104.7 in quello dei servizi; la fiducia dei consumatori ha aggiustato verso l'alto a 116 da 115.3. **Importanti saranno i prossimi dati perché incorporeranno il giudizio sulla manovra di bilancio.**

Sul fronte dei prezzi, l'Italia continua a registrare un profilo inflazionistico tra i più bassi dell'Area, in sintonia con la maggiore debolezza del ciclo economico. **In settembre, la variazione tendenziale dell'indice HCPI globale è rimasta ferma a +1.6% a/a**, mentre quella **core** è arretrata a +0.7% a/a da +0.8% del mese precedente.

La nota di aggiornamento della manovra finanziaria 2018 ha sfiorato i limiti imposti dalla Commissione Europea, prevedendo un rapporto deficit/PIL di +2.4% per il 2018, anziché di +0.8% sul quale si era impegnato il Governo precedente o di +1.6% garantito dal ministro dell'economia Tria. Le prime reazioni dei mercati finanziari non sono state positive spingendo i rendimenti dei titoli di Stato italiani decennali ben sopra il 3%. **Il vero banco di prova sarà in ottobre, in occasione della risposta di Bruxelles e di quella delle agenzie di rating. È necessario sottolineare che dal 2019 non ci sarà più il supporto della BCE garantito attraverso il QE, ma i tempi potrebbero essere anticipati se ci fosse il declassamento del rating per il debito pubblico italiano. Questo, infatti, avvicinerrebbe l'Italia alla perdita della classe di Investment grade, necessaria per gli acquisti della BCE.**

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

GLI SCENARI

A (20%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sulla crescita viene più che compensato da quello molto espansivo della riforma fiscale, delineando un aumento del PIL intorno al 3% a/a. In presenza di una buona domanda interna, i produttori scaricano sui prezzi al consumo i rincari dovuti ai dazi, quelli delle materie prime dovuti all'aumento del prezzo del petrolio e quelli dei salari per un mercato del lavoro al pieno impiego. La Fed aumenta i tassi ufficiali a dicembre del 2018 e altre due volte nella prima parte del 2019, di 25 punti base ciascuna, a marzo e giugno, ma i mercati hanno la sensazione che sia in ritardo nel controllo dell'inflazione. Per questo i rendimenti americani salgono di più rispetto allo scenario C. Nel medio termine, i rendimenti decennali si spingono sopra il 3.2% e il dollaro resta intorno a quota 1.16 nei confronti dell'euro.

Area Euro: la crescita si rafforza verso il 2.5-3% a/a anche grazie all'accordo Trump-Juncker per l'azzeramento dei dazi tra le due aree. L'inflazione core si porta verso il 2% a/a. La BCE, dopo l'azzeramento del QE, comincia a prospettare un rialzo dei tassi ufficiali in primavera del 2019 e tutti i rendimenti dell'Area Euro salgono per riflettere la fine della politica monetaria accomodante. In Italia, la legge di bilancio, pur sfiorando i limiti imposti dalla Commissione Europea, non comporta il declassamento del debito da parte delle agenzie di rating, ma un semplice outlook negativo, dando un po' di credito alla maggiore crescita attesa. I rendimenti restano comunque elevati, intorno al 3.1-3.2% e lo spread intorno ai 260/270 punti base nei confronti del Bund tedesco.

B (20%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sul ciclo economico, attraverso un ridimensionamento della fiducia di produttori e consumatori, prevale su quello positivo della riforma fiscale, delineando una crescita del PIL intorno al 2.5% a/a nel medio termine. Il prezzo del petrolio e i salari aumentano ma non in modo consistente. L'inflazione rimane contenuta sia pur vicino all'obiettivo della Fed. Un passo di crescita più limitato del previsto impone alla Fed un solo intervento di 25 punti base sui tassi ufficiali a dicembre 2018. Nel 2019 la Fed preferisce assumere un atteggiamento attendista. Le turbolenze finanziarie nell'Area Euro impediscono al dollaro di deprezzarsi per uno spostamento di capitali verso gli Stati Uniti. Nel medio periodo, il dollaro, visto come valuta rifugio, si rafforza intorno a quota 1.15 nei confronti dell'euro e i rendimenti del decennale tornano sotto il 3%.

Area Euro: la crescita si ridimensiona, intorno al 2% a/a, a causa del protezionismo, con un'inflazione core moderata, ben sotto il 2% a/a. La BCE mantiene un atteggiamento accomodante di politica monetaria, focalizzando l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio e rinviando almeno all'autunno del 2019 l'eventuale rialzo dei tassi ufficiali. In Italia, il declassamento del debito da parte delle agenzie di rating, le incertezze sulle coperture della legge di bilancio e lo scenario di minore crescita globale penalizzano fortemente i rendimenti dei titoli di Stato che aumentano ben sopra il 3.5% sul decennale, con uno spread che può spingersi oltre i 320 punti base rispetto al Bund.

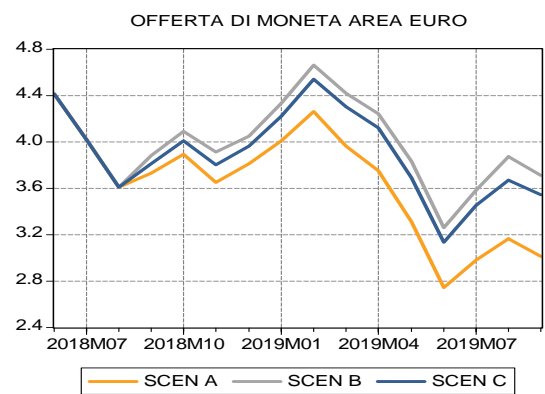
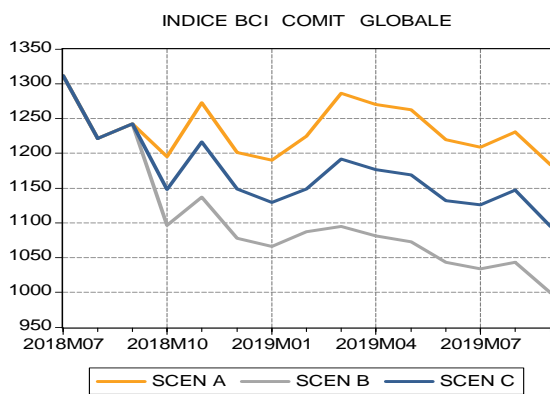
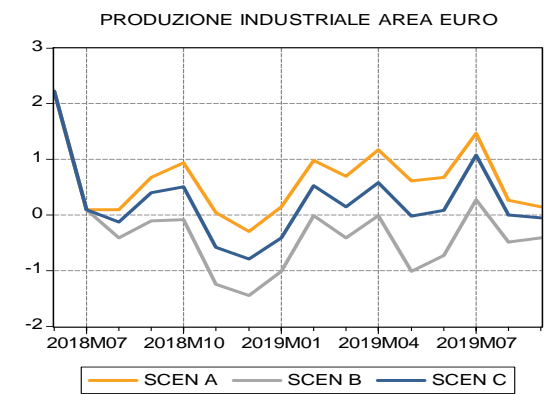
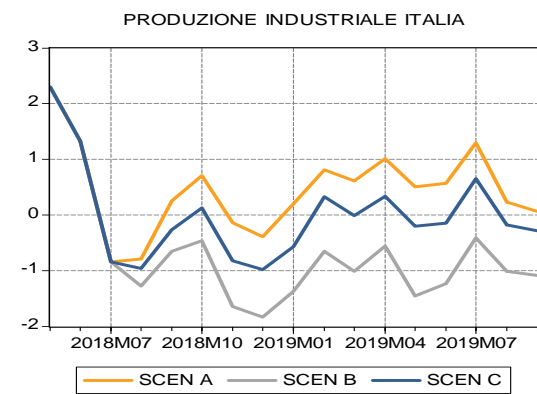
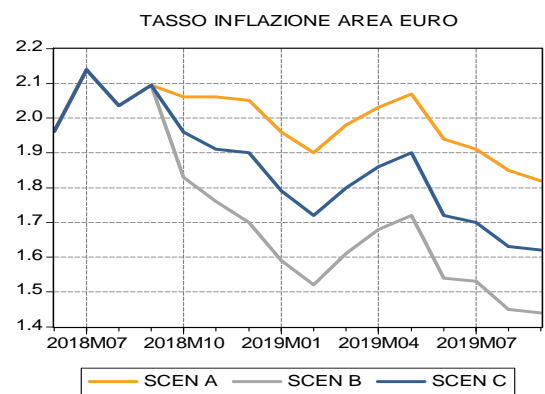
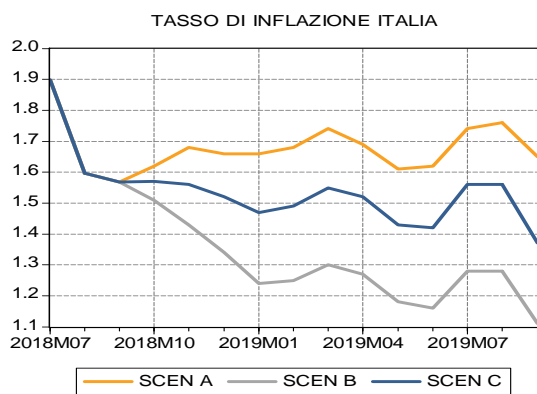
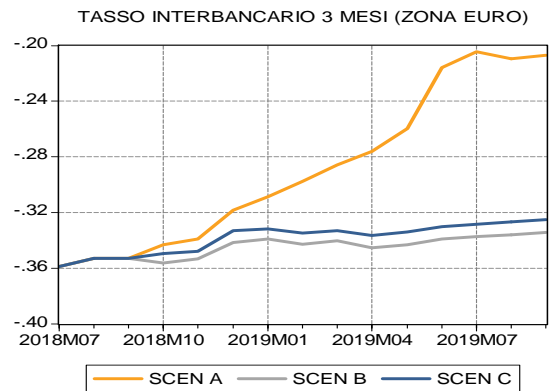
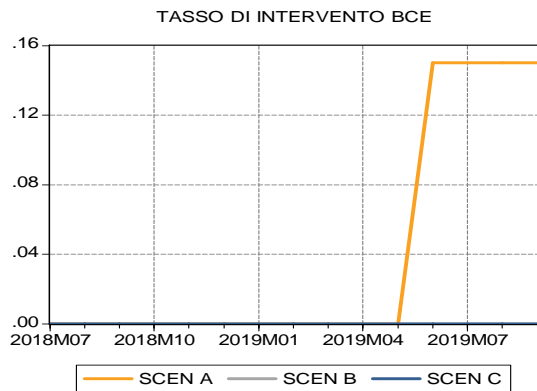
C (60%)

USA: l'effetto negativo del protezionismo sulla crescita viene più che compensato da quello molto espansivo della riforma fiscale, delineando una crescita del PIL al 3% a/a. In presenza di una buona domanda interna, i produttori scaricano sui prezzi al consumo i rincari dovuti ai dazi, quelli delle materie prime dovuti all'aumento del prezzo del petrolio e quelli dei salari per un mercato del lavoro al pieno impiego. Per controllare l'inflazione, la Fed aumenta i tassi ufficiali di 25 punti base sia a dicembre 2018 sia a marzo 2019. Le tensioni sui mercati emergenti limitano l'aumento dei rendimenti per uno spostamento di capitali verso l'area dollaro. Nel medio termine, i rendimenti decennali si spingono verso il 3.2% e il dollaro si rafforza verso quota 1.14 nei confronti dell'euro.

Area Euro: la crescita economica rimane positiva, intorno al 2-2.5% a/a, anche se meno intensa del 2017, con un'inflazione core ancora moderata, sotto il 2% a/a. La BCE mantiene un atteggiamento accomodante di politica monetaria, focalizzando l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio e rinviando almeno all'autunno del 2019 l'eventuale rialzo dei tassi ufficiali. In Italia, il declassamento del debito da parte delle agenzie di rating e le incertezze sulle coperture della legge di bilancio penalizzano i rendimenti sui titoli di Stato, che restano sopra il 3.2% sul decennale, con uno spread BTP/Bund intorno ai 290 punti base.

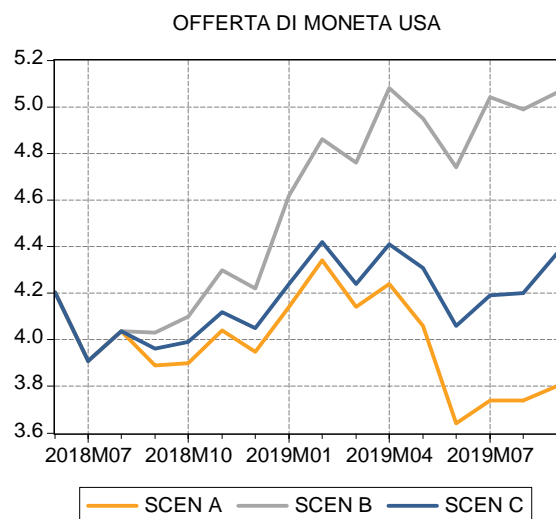
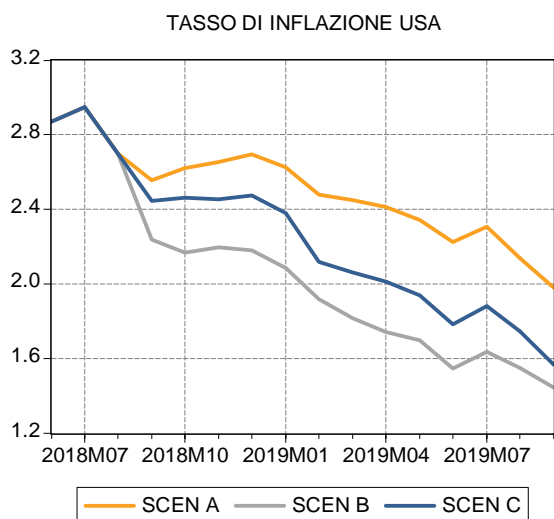
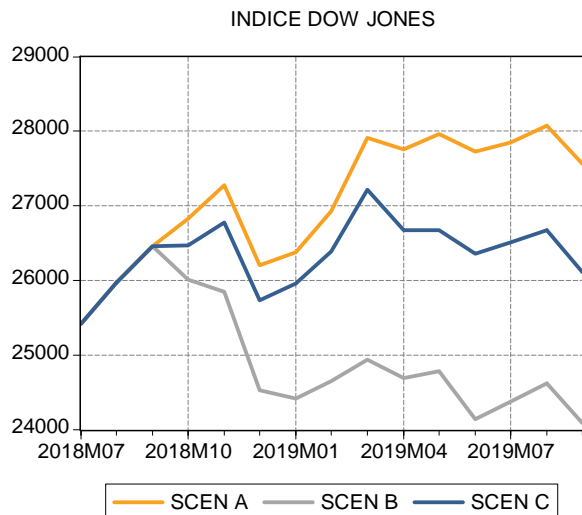
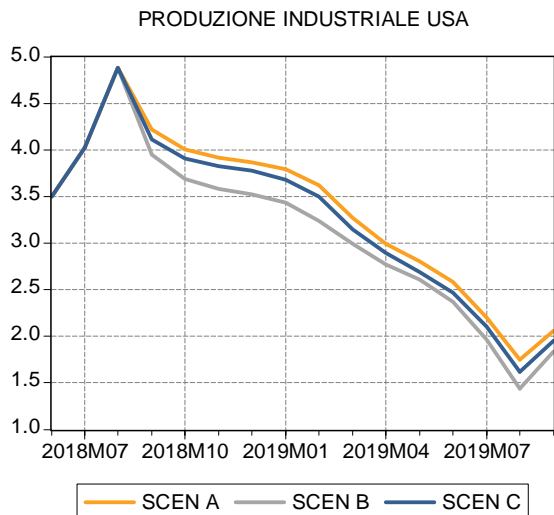
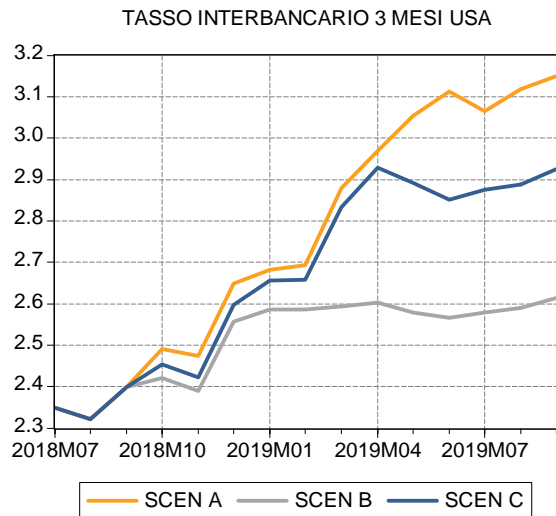
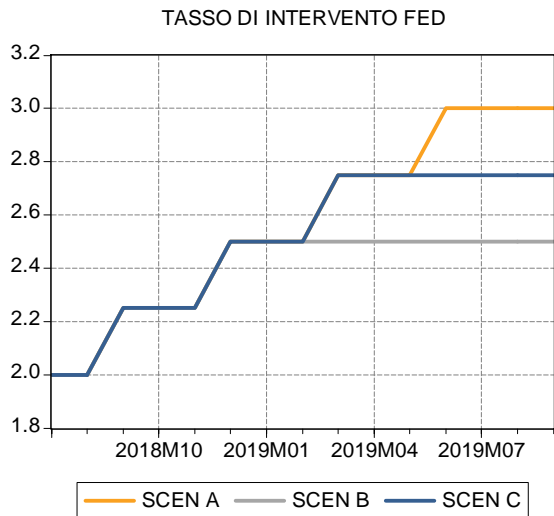
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

I tassi interbancari europei in settembre sono rimasti pressoché invariati rispetto al mese precedente: -0.4% l'1 mese, -0.35% il 3 mesi e -0.32% il 6 mesi. **Una crescita economica positiva e un'inflazione core moderata potrebbero spingere la BCE a rinviare almeno all'autunno 2019 l'eventuale rialzo dei tassi (scen. C e B).** Se le dinamiche dovessero accelerare, potrebbe prospettarsi un primo rialzo già nella primavera del 2019 (scen. A). **I saggi interbancari sono visti in tenue ripresa in tutti e tre gli scenari** (tra -0.3 e -0.4% per la scadenze a 1 mese, tra -0.2 e -0.4% per il 3 mesi e tra -0.2 e -0.3% per il 6 mesi).

TASSI INTERBANCARI

In settembre i rendimenti di fine periodo della struttura a termine italiana hanno corretto al ribasso, dopo l'impennata di agosto (+1.78%, +2.39%, +2.78% e +3.15% per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni, rispettivamente da +2.11%, +2.70%, +3.01% e +3.26%). I livelli sono comunque rimasti elevati rispetto a quelli osservati negli ultimi quattro anni (a maggio 2014 il rendimento del decennale era circa del 3.15%). I mercati, infatti, hanno reagito negativamente alla nota di aggiornamento alla Finanziaria. Lo scenario dipende ora dalla risposta di Bruxelles e delle agenzie di *rating* alla presentazione della proposta italiana. **Nello scenario C, se in USA l'effetto negativo del protezionismo fosse più che compensato da quello espansivo della riforma fiscale, la Fed potrebbe aumentare i tassi a dicembre 2018 e a marzo 2019. La BCE, invece, se la crescita rimanesse positiva e l'inflazione core sotto il target, potrebbe focalizzare l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio e rinviare almeno all'autunno 2019 l'eventuale rialzo dei tassi. Nonostante il messaggio accomodante della BCE, se il debito italiano fosse declassato dalle agenzie di *rating* e le coperture della legge di bilancio fossero incerte, i rendimenti dei titoli italiani ne sarebbero penalizzati**, attestandosi a settembre 2019 al 2.0%, al 2.71%, al 3.27% e al 3.59% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni. Nello scenario A, la Fed rialza i tassi ufficiali a dicembre 2018 e poi a marzo e a giugno 2019 ma i mercati hanno la sensazione che l'inflazione non sia sotto controllo. In Europa la crescita si rafforza e l'inflazione *core* si porta verso il 2%. In Italia le agenzie di *rating* danno credito alle previsioni di crescita del governo e lo sfioramento dei limiti imposti dalla Commissione Europea comporta solo un *outlook* negativo. In tal caso la BCE potrebbe prospettare un rialzo dei tassi già nella primavera del 2019: i rendimenti italiani rimarrebbero comunque elevati (+1.77% il 3 anni, +2.49% il 5 anni, +3.05% il 7 anni e +3.39% il 10 anni a settembre 2019). Nello scenario B, negli USA s'ipotizza una crescita più moderata e un rientro delle pressioni inflazionistiche che consentono alla Fed di limitare il proprio intervento a un solo nuovo rialzo nel 2018. In Area Euro, il protezionismo limita la crescita e l'inflazione *core* stenta a raggiungere l'obiettivo. La BCE mantiene un atteggiamento accomodante, tuttavia il declassamento del debito italiano e la minor crescita globale penalizzano fortemente i rendimenti dei titoli di Stato (+2.35% il 3 anni, +2.99% il 5 anni, +3.52% il 7 anni e +3.85% il 10 anni alla fine dell'orizzonte di previsione).

STRUTTURA A TERMINE

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

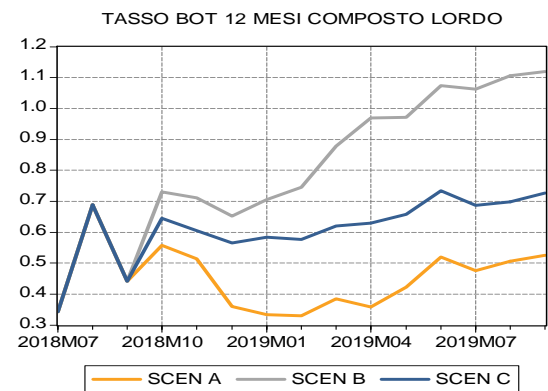
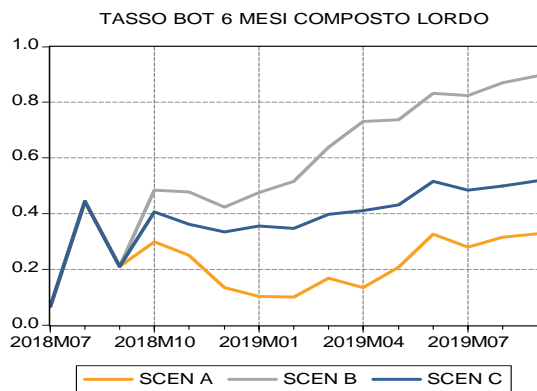
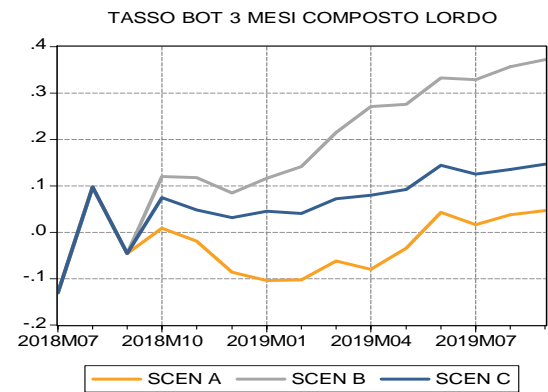
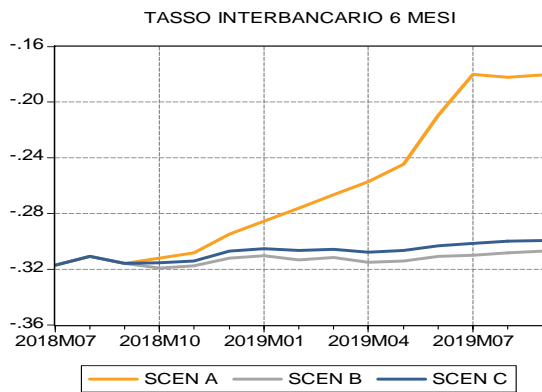
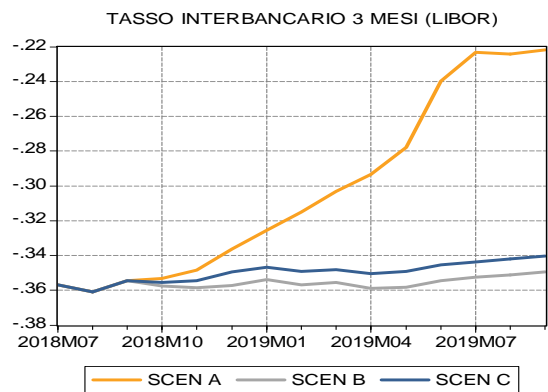
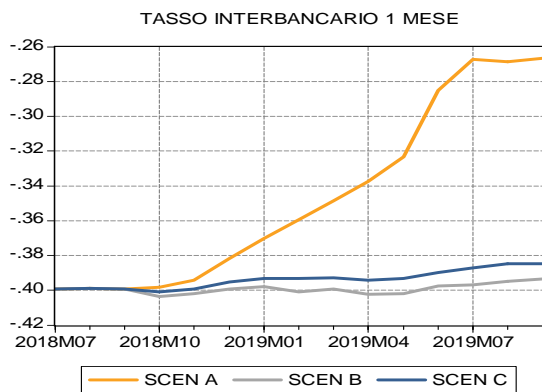
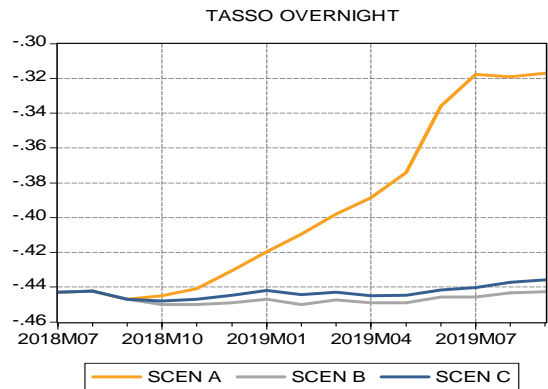
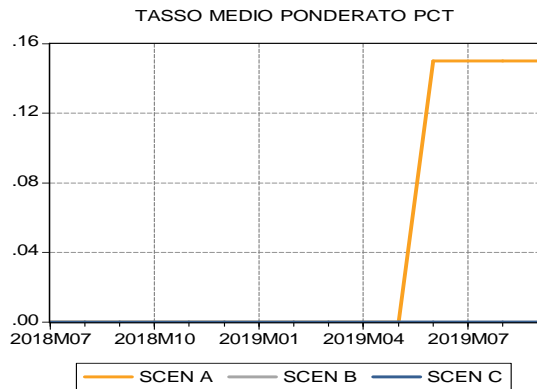
TASSI BANCARI

In luglio i prestiti totali hanno proseguito la tendenza negativa del mese precedente (-1.7% a/a da -2.3%) mentre i depositi hanno continuato ad aumentare (+3.8% a/a da +4.8%). **In base alle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica degli impieghi dovrebbe tornare positiva (+1.3% a/a in C, +0.8% in B e +1.7% in A, a settembre 2019) e quella dei depositi totali (+2.6%, +2.3% e +3.1% rispettivamente) dovrebbe rimanere abbastanza sostenuta.**

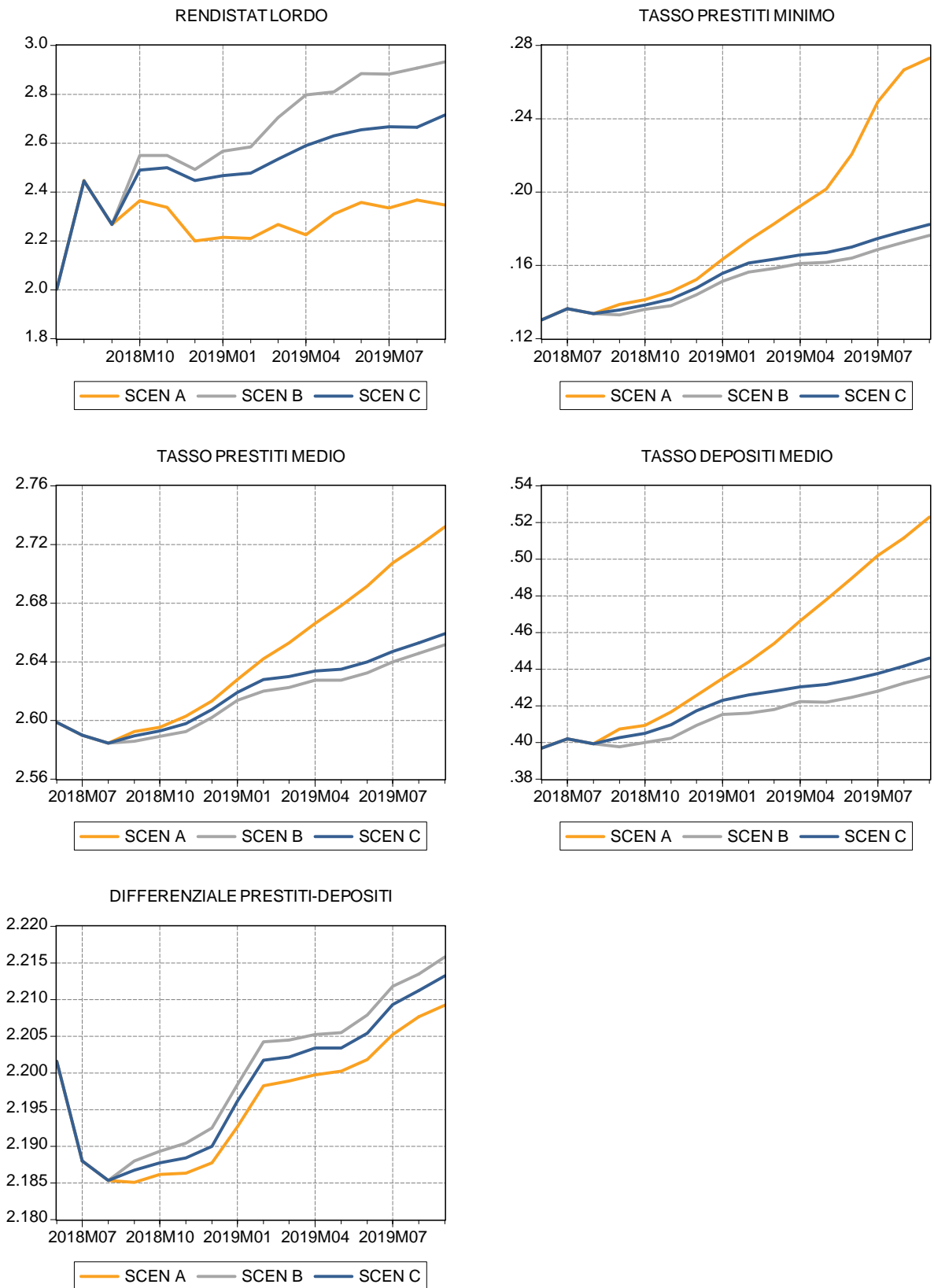
VOLUMI

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

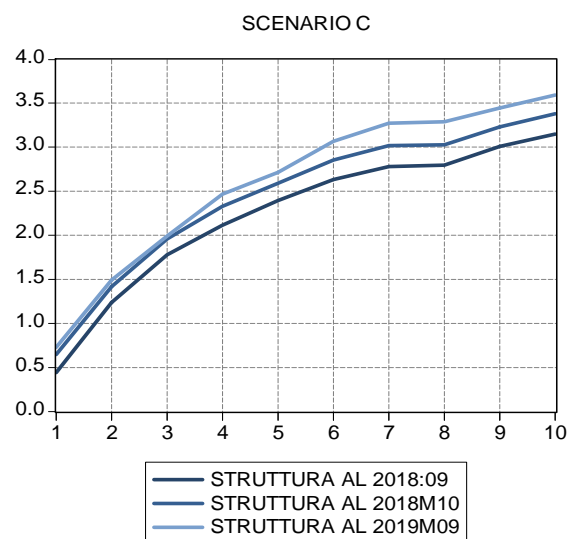
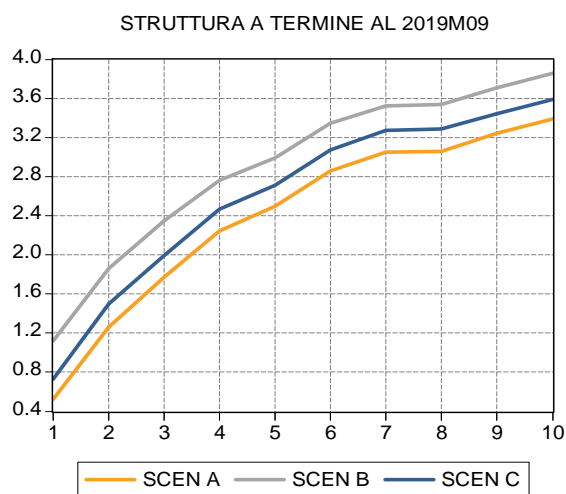
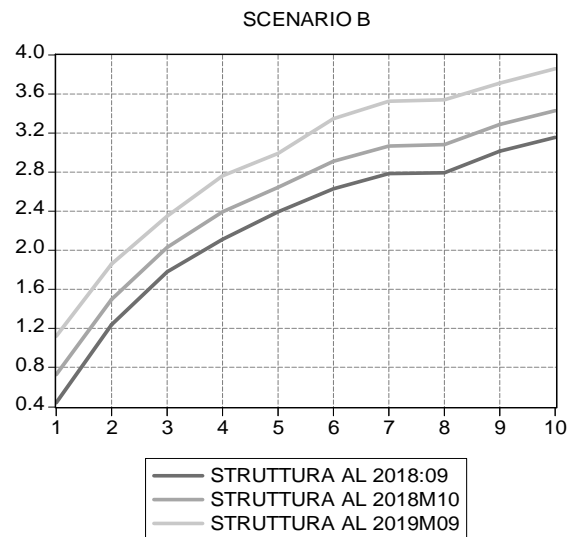
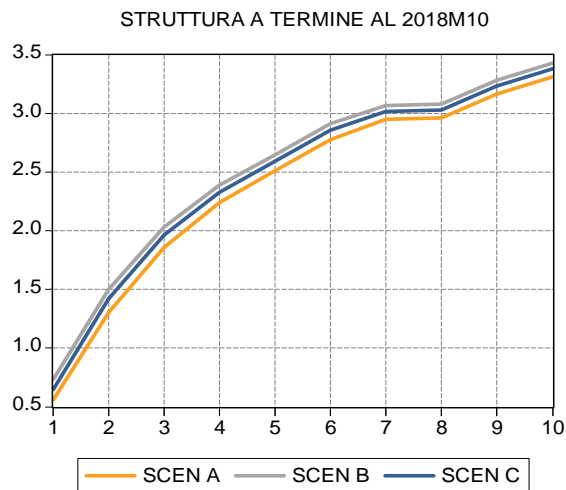
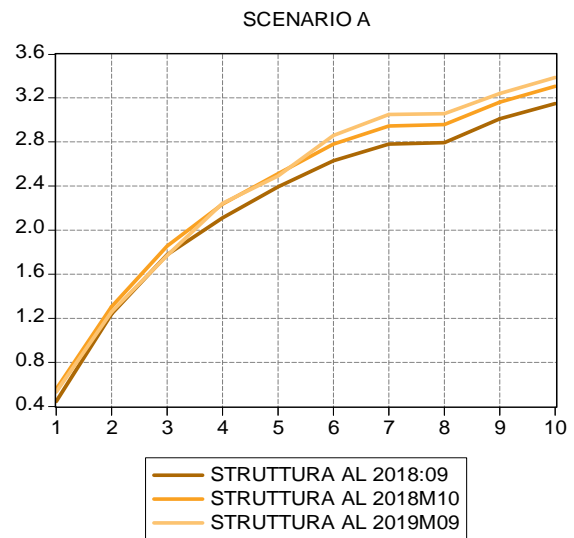
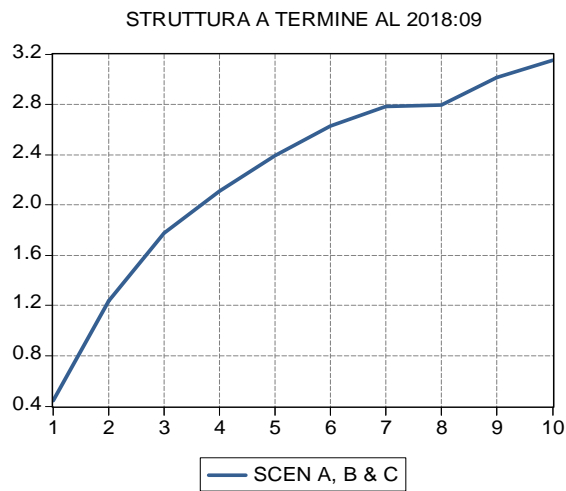
TASSI - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili

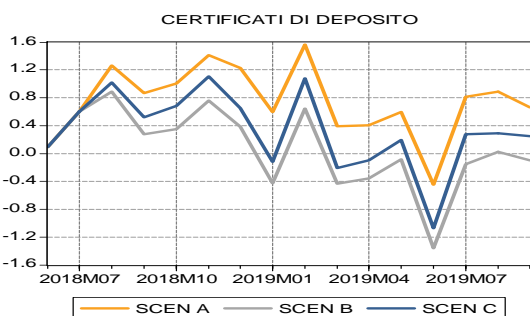
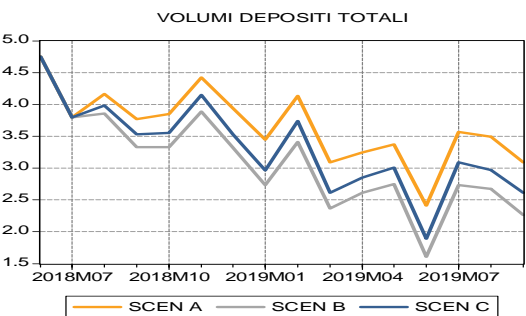
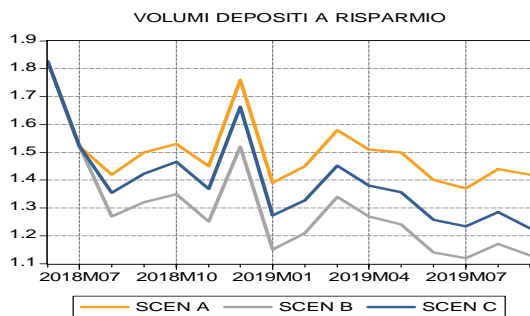
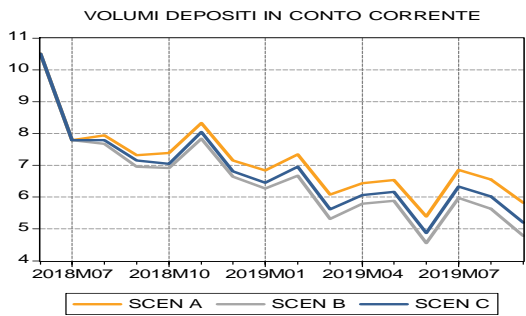
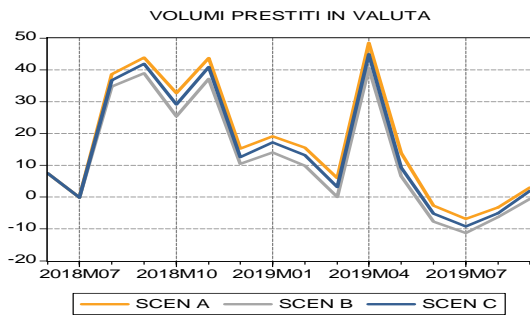
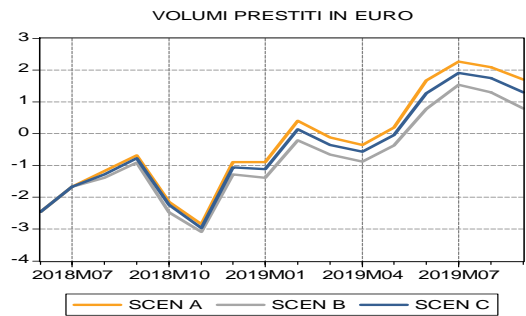
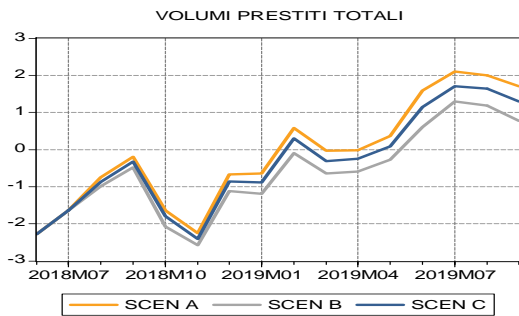
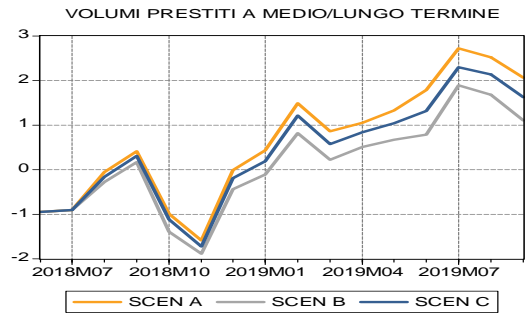
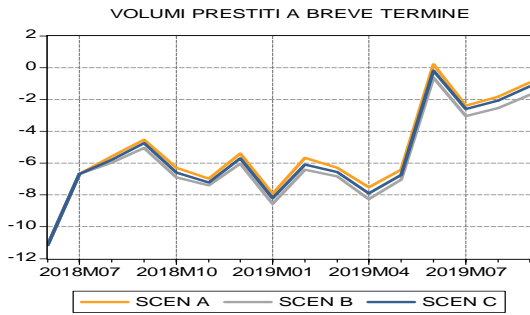


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



SCENARIO A	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9	
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	0.15	0.15	0.15	0.15	
Indice BCI COMIT (livello)	1308	1387	1288	1284	1311	1221	1243	1195	1273	1201	1190	1225	1286	1270	1263	1220	1209	1231	1183	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.4	2.1	2.3	1.3	-0.8	-0.8	0.2	0.7	-0.1	-0.4	0.2	0.8	0.6	1.0	0.5	0.6	1.3	0.2	0.1	
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.9	0.6	1.0	1.4	1.9	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.7	1.8	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	0.15	0.15	0.15	0.15	
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.44	-0.43	-0.42	-0.41	-0.40	-0.39	-0.37	-0.34	-0.32	-0.32	-0.32	
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.38	-0.37	-0.36	-0.35	-0.34	-0.32	-0.29	-0.27	-0.27	-0.27	
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.33	-0.32	-0.30	-0.29	-0.28	-0.24	-0.22	-0.22	-0.22	
T. Interb. 6m lett.	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.32	-0.31	-0.31	-0.29	-0.29	-0.28	-0.27	-0.26	-0.24	-0.21	-0.18	-0.18	-0.18	
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.41	0.42	0.43	0.44	0.44	0.45	0.47	0.48	0.49	0.50	0.51	0.52	
T. Prestiti medio	2.66	2.64	2.62	2.60	2.59	2.58	2.59	2.60	2.60	2.61	2.63	2.64	2.65	2.67	2.68	2.69	2.71	2.72	2.73	
T.prest. medio - T.dep. medio	2.26	2.24	2.22	2.20	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.21	2.21	2.21	
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.43	-0.42	0.57	-0.11	-0.13	0.10	-0.05	0.01	-0.02	-0.09	-0.10	-0.10	-0.06	-0.08	-0.03	0.04	0.02	0.04	0.05	
T. BOT comp. lordo 6m	-0.44	-0.43	1.23	0.09	0.07	0.45	0.21	0.30	0.25	0.13	0.10	0.10	0.17	0.14	0.21	0.33	0.28	0.32	0.33	
T. BOT comp. lordo 12m	-0.41	-0.40	-0.37	0.56	0.34	0.69	0.44	0.56	0.51	0.36	0.33	0.33	0.39	0.36	0.42	0.52	0.48	0.51	0.53	
Rendistat lordo	1.20	1.05	1.49	2.12	2.00	2.45	2.27	2.37	2.34	2.20	2.21	2.21	2.27	2.22	2.31	2.36	2.33	2.37	2.35	
Rendistat netto	1.05	0.92	1.30	1.85	1.75	2.14	1.98	2.07	2.04	1.92	1.94	1.93	1.98	1.95	2.02	2.06	2.04	2.07	2.05	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.03	0.14	1.40	1.13	1.26	2.11	1.78	1.86	1.79	1.64	1.60	1.58	1.64	1.60	1.67	1.77	1.72	1.76	1.77	
Rend. BTP a 5 anni	0.67	0.69	2.02	1.83	1.93	2.70	2.39	2.51	2.48	2.34	2.32	2.31	2.37	2.34	2.41	2.48	2.44	2.48	2.49	
Rend. BTP a 7 anni	1.26	1.27	2.39	2.30	2.37	3.01	2.78	2.95	2.96	2.84	2.83	2.85	2.91	2.89	2.95	3.03	3.01	3.02	3.05	
Rend. BTP a 10 anni	1.86	1.88	2.81	2.73	2.79	3.26	3.15	3.31	3.31	3.21	3.21	3.21	3.26	3.24	3.30	3.37	3.34	3.37	3.39	
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2376.326	2380.593	2373.219	2332.401	2309.851	2327.119	2342.912	2358.128	2367.096	2355.329	2363.90	2360.85	2375.61	2380.13	2381.92	2369.49	2358.36	2373.66	2382.98	
Prestiti in euro	2341.405	2363.953	2342.658	2288.574	2266.448	2292.035	2306.499	2312.398	2322.920	2317.914	2327.059	2328.46	2338.595	2355.44	2347.11	2326.79	2317.90	2339.71	2345.48	
Prestiti in valuta	34.921	16.640	30.561	43.827	43.403	35.083	36.413	45.730	44.176	37.415	36.841	32.384	37.018	24.691	34.815	42.693	40.462	33.951	37.497	
Prestiti a breve	293.585	297.137	292.566	276.033	279.229	275.707	275.136	273.598	277.878	273.443	279.589	278.219	275.118	274.762	273.784	276.558	272.584	270.661	272.605	
Prestiti a m / l	2082.741	2083.457	2080.653	2056.368	2030.622	2051.412	2067.776	2084.529	2089.218	2081.886	2084.310	2082.629	2100.494	2105.372	2108.140	2092.929	2085.774	2102.999	2110.371	
Depositi totali	2390.208	2391.160	2420.533	2445.843	2419.238	2430.308	2438.259	2454.717	2462.216	2467.287	2457.269	2448.181	2464.065	2468.873	2502.105	2504.787	2505.604	2515.126	2513.601	
Depositi in c / c	1071.492	1073.970	1083.938	1101.372	1077.199	1085.242	1102.714	1104.543	1108.640	1136.010	1120.544	1127.758	1136.638	1143.026	1154.828	1160.736	1150.987	1156.434	1166.892	
Depositi a risparmio	300.511	300.202	299.777	300.313	300.412	301.422	301.828	301.452	301.847	303.984	305.114	305.402	305.259	304.735	304.273	304.517	304.527	305.762	306.114	
Certif. deposito	1018.204	1016.988	1036.818	1044.158	1041.627	1043.645	1033.717	1048.722	1051.730	1027.293	1031.611	1015.022	1022.167	1021.111	1043.004	1039.534	1050.090	1052.930	1040.596	
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	-0.01	-0.12	0.52	-2.28	-1.65	-0.75	-0.20	-1.64	-2.25	-0.67	-0.64	0.58	-0.03	-0.02	0.37	1.59	2.10	2.00	1.71	
Prestiti in euro	-0.24	0.60	1.02	-2.45	-1.68	-1.18	-0.68	-2.14	-2.84	-0.89	-0.90	0.40	-0.12	-0.36	0.19	1.67	2.27	2.08	1.69	
Prestiti in valuta	18.58	-50.51	-26.83	7.47	-0.09	38.67	43.75	32.63	43.60	15.17	19.10	15.46	6.00	48.38	13.92	-2.59	-6.78	-3.23	2.98	
Prestiti a breve	-7.42	-4.28	-6.78	-11.16	-6.69	-5.58	-4.54	-6.30	-6.97	-5.39	-7.93	-5.68	-6.29	-7.53	-6.42	0.19	-2.38	-1.83	-0.92	
Prestiti a m / l	1.13	0.50	1.64	-0.95	-0.91	-0.06	0.41	-0.99	-1.59	-0.01	0.43	1.48	0.85	1.05	1.32	1.78	2.72	2.51	2.06	
Depositi totali	0.86	0.09	3.62	4.75	3.80	4.16	3.77	3.85	4.42	3.94	3.45	4.13	3.09	3.25	3.37	2.41	3.57	3.49	3.09	
Depositi in c / c	9.38	6.97	9.07	10.50	7.78	7.94	7.32	7.39	8.33	7.15	6.83	7.34	6.08	6.43	6.54	5.39	6.85	6.56	5.82	
Depositi a risparmio	1.17	1.31	1.39	1.83	1.52	1.42	1.50	1.53	1.45	1.76	1.39	1.45	1.58	1.51	1.50	1.40	1.37	1.44	1.42	
Certif. deposito	-6.86	-6.59	-0.93	0.09	0.60	1.26	0.87	1.01	1.41	1.23	0.60	1.56	0.39	0.41	0.60	-0.44	0.81	0.89	0.67	

SCENARIO B	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9
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)	1308	1387	1288	1284	1311	1221	1243	1096	1137	1078	1066	1087	1095	1081	1073	1043	1034	1043	999
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.4	2.1	2.3	1.3	-0.8	-1.3	-0.6	-0.5	-1.7	-1.8	-1.4	-0.7	-1.0	-0.6	-1.5	-1.2	-0.4	-1.0	-1.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.9	0.6	1.0	1.4	1.9	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3	1.1
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.44	-0.44
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35
T. Interb. 6m lett.	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44
T. Prestiti medio	2.66	2.64	2.62	2.60	2.59	2.58	2.59	2.59	2.59	2.60	2.61	2.62	2.62	2.63	2.63	2.63	2.64	2.65	2.65
T.prest. medio - T.dep. medio	2.26	2.24	2.22	2.20	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.20	2.20	2.20	2.21	2.21	2.21	2.21	2.21	2.22
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.43	-0.42	0.57	-0.11	-0.13	0.10	-0.05	0.12	0.12	0.08	0.12	0.14	0.21	0.27	0.28	0.33	0.33	0.36	0.37
T. BOT comp. lordo 6m	-0.44	-0.43	1.23	0.09	0.07	0.45	0.21	0.48	0.48	0.42	0.48	0.52	0.64	0.73	0.74	0.83	0.82	0.87	0.90
T. BOT comp. lordo 12m	-0.41	-0.40	-0.37	0.56	0.34	0.69	0.44	0.73	0.71	0.65	0.71	0.75	0.88	0.97	0.97	1.07	1.06	1.11	1.12
Rendistat lordo	1.20	1.05	1.49	2.12	2.00	2.45	2.27	2.55	2.55	2.49	2.57	2.58	2.70	2.80	2.81	2.88	2.88	2.91	2.93
Rendistat netto	1.05	0.92	1.30	1.85	1.75	2.14	1.98	2.23	2.23	2.18	2.25	2.26	2.37	2.45	2.46	2.52	2.52	2.54	2.57
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.03	0.14	1.40	1.13	1.26	2.11	1.78	2.03	2.00	1.93	1.98	2.01	2.15	2.22	2.22	2.32	2.30	2.33	2.35
Rend. BTP a 5 anni	0.67	0.69	2.02	1.83	1.93	2.70	2.39	2.65	2.63	2.57	2.63	2.66	2.79	2.86	2.87	2.96	2.95	2.98	2.99
Rend. BTP a 7 anni	1.26	1.27	2.39	2.30	2.37	3.01	2.78	3.07	3.07	3.07	3.14	3.16	3.30	3.38	3.39	3.46	3.45	3.50	3.52
Rend. BTP a 10 anni	1.86	1.88	2.81	2.73	2.79	3.26	3.15	3.43	3.45	3.42	3.49	3.53	3.65	3.72	3.73	3.82	3.81	3.84	3.85
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2376.326	2380.593	2373.219	2332.401	2309.851	2321.491	2336.353	2347.819	2359.347	2344.659	2350.81	2345.12	2360.88	2366.55	2366.57	2346.63	2339.65	2348.88	2354.34
Prestiti in euro	2341.405	2363.953	2342.658	2288.574	2266.448	2287.397	2301.157	2304.600	2317.182	2308.793	2315.553	2314.32	2325.952	2343.15	2333.99	2306.20	2301.12	2316.90	2319.34
Prestiti in valuta	34.921	16.640	30.561	43.827	43.403	34.095	35.195	43.218	42.165	35.866	35.262	30.804	34.928	23.398	32.583	40.433	38.524	31.981	35.006
Prestiti a breve	293.585	297.137	292.566	276.033	279.229	274.568	273.666	271.846	276.623	271.622	277.676	276.065	273.562	272.623	271.999	274.266	270.685	267.567	269.014
Prestiti a m / l	2082.741	2083.457	2080.653	2056.368	2030.622	2046.923	2062.686	2075.972	2082.724	2073.037	2073.138	2069.055	2087.317	2093.925	2094.575	2072.363	2068.963	2081.318	2085.328
Depositi totali	2390.208	2391.160	2420.533	2445.843	2419.238	2423.309	2427.920	2442.426	2449.719	2452.569	2440.167	2431.254	2446.856	2453.570	2487.098	2485.221	2485.283	2488.011	2482.791
Depositi in c / c	1071.492	1073.970	1083.938	1101.372	1077.199	1082.527	1099.015	1099.606	1103.523	1130.603	1114.671	1120.719	1128.495	1136.218	1147.660	1151.498	1141.488	1143.477	1151.527
Depositi a risparmio	300.511	300.202	299.777	300.313	300.412	300.976	301.293	300.918	301.251	303.267	304.391	304.679	304.538	304.015	303.494	303.737	303.776	304.497	304.697
Certif. deposito	1018.204	1016.988	1036.818	1044.158	1041.627	1039.806	1027.613	1041.902	1044.944	1018.700	1021.104	1005.856	1013.822	1013.337	1035.944	1029.986	1040.018	1040.037	1026.567
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	-0.01	-0.12	0.52	-2.28	-1.65	-0.99	-0.48	-2.07	-2.57	-1.12	-1.19	-0.09	-0.65	-0.59	-0.28	0.61	1.29	1.18	0.77
Prestiti in euro	-0.24	0.60	1.02	-2.45	-1.68	-1.38	-0.91	-2.47	-3.08	-1.28	-1.39	-0.21	-0.66	-0.88	-0.37	0.77	1.53	1.29	0.79
Prestiti in valuta	18.58	-50.51	-26.83	7.47	-0.09	34.76	38.94	25.34	37.07	10.40	13.99	9.83	0.02	40.61	6.62	-7.74	-11.24	-6.20	-0.54
Prestiti a breve	-7.42	-4.28	-6.78	-11.16	-6.69	-5.97	-5.05	-6.90	-7.39	-6.02	-8.56	-6.41	-6.82	-8.25	-7.03	-0.64	-3.06	-2.55	-1.70
Prestiti a m / l	1.13	0.50	1.64	-0.95	-0.91	-0.28	0.16	-1.40	-1.89	-0.44	-0.11	0.82	0.22	0.50	0.67	0.78	1.89	1.68	1.10
Depositi totali	0.86	0.09	3.62	4.75	3.80	3.86	3.33	3.33	3.89	3.32	2.73	3.41	2.37	2.61	2.75	1.61	2.73	2.67	2.26
Depositi in c / c	9.38	6.97	9.07	10.50	7.78	7.67	6.96	6.91	7.83	6.64	6.27	6.67	5.32	5.80	5.88	4.55	5.97	5.63	4.78
Depositi a risparmio	1.17	1.31	1.39	1.83	1.52	1.27	1.32	1.35	1.25	1.52	1.15	1.21	1.34	1.27	1.24	1.14	1.12	1.17	1.13
Certif. deposito	-6.86	-6.59	-0.93	0.09	0.60	0.89	0.27	0.35	0.76	0.38	-0.43	0.65	-0.43	-0.36	-0.08	-1.36	-0.15	0.02	-0.10

SCENARIO C	18 3	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9	
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)	1308	1387	1288	1284	1311	1221	1243	1148	1216	1149	1129	1149	1192	1177	1169	1132	1126	1147	1095	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.4	2.1	2.3	1.3	-0.8	-1.0	-0.3	0.1	-0.8	-1.0	-0.6	0.3	0.0	0.3	-0.2	-0.1	0.6	-0.2	-0.3	
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.9	0.6	1.0	1.4	1.9	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.6	1.5	1.4	1.4	1.6	1.6	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	-0.44	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.45	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.45	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 3m lett.	-0.38	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34
T. Interb. 6m lett.	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.42	0.42	0.43	0.43	0.43	0.43	0.43	0.44	0.44	0.44	0.45
T. Prestiti medio	2.66	2.64	2.62	2.60	2.59	2.58	2.59	2.59	2.60	2.61	2.62	2.63	2.63	2.63	2.63	2.64	2.65	2.65	2.66	2.66
T.prest. medio - T.dep. medio	2.26	2.24	2.22	2.20	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.21	2.21	2.21	2.21	2.21
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.43	-0.42	0.57	-0.11	-0.13	0.10	-0.05	0.07	0.05	0.03	0.04	0.04	0.07	0.08	0.09	0.14	0.12	0.13	0.15	0.15
T. BOT comp. lordo 6m	-0.44	-0.43	1.23	0.09	0.07	0.45	0.21	0.41	0.36	0.33	0.36	0.35	0.40	0.41	0.43	0.52	0.48	0.50	0.52	0.52
T. BOT comp. lordo 12m	-0.41	-0.40	-0.37	0.56	0.34	0.69	0.44	0.64	0.60	0.57	0.58	0.58	0.62	0.63	0.66	0.73	0.69	0.70	0.73	0.73
Rendistat lordo	1.20	1.05	1.49	2.12	2.00	2.45	2.27	2.49	2.50	2.45	2.47	2.48	2.53	2.59	2.63	2.65	2.67	2.66	2.71	2.71
Rendistat netto	1.05	0.92	1.30	1.85	1.75	2.14	1.98	2.18	2.19	2.14	2.16	2.17	2.22	2.27	2.30	2.32	2.33	2.33	2.37	2.37
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.03	0.14	1.40	1.13	1.26	2.11	1.78	1.96	1.91	1.85	1.85	1.85	1.88	1.90	1.92	1.98	1.95	1.98	2.00	2.00
Rend. BTP a 5 anni	0.67	0.69	2.02	1.83	1.93	2.70	2.39	2.59	2.57	2.52	2.54	2.55	2.58	2.61	2.63	2.69	2.67	2.70	2.71	2.71
Rend. BTP a 7 anni	1.26	1.27	2.39	2.30	2.37	3.01	2.78	3.02	3.04	3.03	3.08	3.08	3.11	3.15	3.18	3.23	3.22	3.25	3.27	3.27
Rend. BTP a 10 anni	1.86	1.88	2.81	2.73	2.79	3.26	3.15	3.38	3.39	3.38	3.41	3.42	3.46	3.49	3.51	3.57	3.56	3.58	3.59	3.59
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2376.326	2380.593	2373.219	2332.401	2309.851	2324.305	2340.109	2354.533	2363.288	2350.682	2358.14	2354.18	2368.90	2374.60	2375.12	2358.99	2349.12	2362.42	2370.53	2370.53
Prestiti in euro	2341.405	2363.953	2342.658	2288.574	2266.448	2289.714	2304.173	2310.022	2319.970	2314.116	2321.917	2322.44	2332.874	2350.48	2341.72	2317.41	2309.74	2329.56	2333.90	2333.90
Prestiti in valuta	34.921	16.640	30.561	43.827	43.403	34.591	35.936	44.511	43.318	36.566	36.224	31.741	36.028	24.117	33.396	41.580	39.382	32.868	36.633	36.633
Prestiti a breve	293.585	297.137	292.566	276.033	279.229	275.080	274.517	272.726	277.146	272.576	278.800	277.050	274.297	273.656	272.849	275.525	271.941	269.386	271.333	271.333
Prestiti a m / l	2082.741	2083.457	2080.653	2056.368	2030.622	2049.225	2065.592	2081.807	2086.142	2078.106	2079.341	2077.130	2094.605	2100.940	2102.269	2083.465	2077.177	2093.037	2099.197	2099.197
Depositi totali	2390.208	2391.160	2420.533	2445.843	2419.238	2426.109	2432.620	2447.626	2455.850	2457.554	2445.630	2439.012	2452.592	2459.309	2493.391	2492.069	2493.992	2498.164	2496.111	2496.111
Depositi in c / c	1071.492	1073.970	1083.938	1101.372	1077.199	1083.757	1100.905	1100.977	1105.671	1132.422	1116.637	1123.758	1131.643	1139.008	1150.726	1155.003	1145.376	1148.947	1158.107	1158.107
Depositi a risparmio	300.511	300.202	299.777	300.313	300.412	301.229	301.600	301.261	301.604	303.695	304.759	305.035	304.873	304.347	303.845	304.090	304.118	305.098	305.302	305.302
Certif. deposito	1018.204	1016.988	1036.818	1044.158	1041.627	1041.123	1030.115	1045.388	1048.575	1021.438	1024.234	1010.219	1016.076	1015.954	1038.820	1032.976	1044.498	1044.119	1032.702	1032.702
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	-0.01	-0.12	0.52	-2.28	-1.65	-0.87	-0.32	-1.79	-2.41	-0.87	-0.88	0.30	-0.31	-0.25	0.08	1.14	1.70	1.64	1.30	1.30
Prestiti in euro	-0.24	0.60	1.02	-2.45	-1.68	-1.28	-0.78	-2.24	-2.96	-1.05	-1.12	0.14	-0.36	-0.57	-0.04	1.26	1.91	1.74	1.29	1.29
Prestiti in valuta	18.58	-50.51	-26.83	7.47	-0.09	36.73	41.87	29.09	40.82	12.55	17.10	13.17	3.17	44.93	9.28	-5.13	-9.27	-4.98	1.94	1.94
Prestiti a breve	-7.42	-4.28	-6.78	-11.16	-6.69	-5.79	-4.75	-6.60	-7.21	-5.69	-8.19	-6.08	-6.57	-7.90	-6.74	-0.18	-2.61	-2.07	-1.16	-1.16
Prestiti a m / l	1.13	0.50	1.64	-0.95	-0.91	-0.17	0.30	-1.12	-1.73	-0.20	0.19	1.21	0.57	0.84	1.04	1.32	2.29	2.14	1.63	1.63
Depositi totali	0.86	0.09	3.62	4.75	3.80	3.98	3.53	3.55	4.15	3.53	2.96	3.74	2.61	2.85	3.01	1.89	3.09	2.97	2.61	2.61
Depositi in c / c	9.38	6.97	9.07	10.50	7.78	7.79	7.14	7.04	8.04	6.81	6.46	6.96	5.61	6.06	6.16	4.87	6.33	6.02	5.20	5.20
Depositi a risparmio	1.17	1.31	1.39	1.83	1.52	1.36	1.42	1.47	1.37	1.66	1.27	1.33	1.45	1.38	1.36	1.26	1.23	1.28	1.23	1.23
Certif. deposito	-6.86	-6.59	-0.93	0.09	0.60	1.02	0.52	0.69	1.11	0.65	-0.12	1.08	-0.21	-0.10	0.19	-1.07	0.28	0.29	0.25	0.25

Novembre 2018⁶

Aumentata la percezione di un indebolimento del ciclo economico globale

Lucia Trevisan^a e Francesca Volo^{a,b}

IL QUADRO GENERALE

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

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

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

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

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

Alla luce di quest'analisi, **abbiamo lasciato invariato lo scenario delineato il mese scorso secondo il quale la Fed aumenterà i tassi ufficiali di 25 punti base anche a dicembre (Scenario C – probabilità 60%). Nel 2019, la prospettiva di un ridimensionamento del ciclo economico globale e il protezionismo che agirà nel medio periodo**

^a Università Ca' Foscari Venezia.

^b GRETA.

⁶ **Dati aggiornati al 31/10/2018.**

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.

in termini di minore crescita, indurranno probabilmente la Fed a un solo altro rialzo a marzo, per poi assumere un atteggiamento attendista nel resto del primo semestre. Per il momento non è stato preso in considerazione un eventuale ridimensionamento del protezionismo, perché considerato prematuro.

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

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

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

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

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

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

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

GLI ULTIMI DATI

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

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

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

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

In sintonia con il ridimensionamento della crescita economica, la tensione sui prezzi si è leggermente allentata. In settembre, la variazione tendenziale dell'indice PCE (Personal Consumption Expenditures, preferito dalla Fed) in termini globali si è portata a +2% a/a da +2.2% a/a del mese precedente e quello core, depurato dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, è rimasto fermo a +2%. I salari orari hanno mantenuto la dinamica congiunturale a +0.3% m/m (ad agosto, infatti, è stata rivista da +0.4%), portando la variazione tendenziale a +2.8% a/a da +2.9% del mese precedente. Come emerge dal Beige book di ottobre, per il momento molte imprese hanno implementato strategie non salariali per reclutare e trattenere i lavoratori, ma si è acuita la difficoltà nel

USA

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

reperire manodopera e i primi effetti dei dazi si sono fatti sentire con un rincaro dei metalli. Riteniamo pertanto che, in un contesto di elevata domanda di beni, la Fed dovrà proseguire con la sua politica monetaria restrittiva per controllare i rischi inflazionistici nel breve termine. Confermiamo lo scenario delineato già nei mesi scorsi (Scenario C – probabilità 60%) nel quale la Fed interviene con un altro rialzo di 25 punti base dei tassi ufficiali a dicembre di quest'anno. Per il 2019, già nei mesi precedenti si era ipotizzato un atteggiamento più cauto, con un proseguimento della politica monetaria restrittiva ma più graduale rispetto al 2018, in attesa di quantificare gli effetti di medio termine della guerra dei dazi che, in questo caso, andranno a influire negativamente sulla crescita.

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

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

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

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

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

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

GIAPPONE

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

AREA EURO

La crescita economica si ridimensiona sotto il 2%

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

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

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

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

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

I dati mensili hanno spesso deluso le attese. In agosto, la produzione industriale ha proseguito lungo la tendenza negativa dei mesi precedenti, registrando una diminuzione di -0.3% m/m dopo le contrazioni di -1.3% di luglio (rivisto al ribasso da -1.1%) e -0.7% di giugno. Gli economisti speravano in un aumento di +0.3% m/m. **Il dato positivo sulle costruzioni di luglio ha avuto vita breve**, con un calo di -1.8% m/m in agosto e una revisione verso il basso a +1.2% da +2.6% della rilevazione del mese precedente. **Solo gli ordini hanno recuperato** grazie a un incremento di +2% m/m da -0.9% di luglio. Le esportazioni sono rimaste invariate rispetto a luglio e il saldo della bilancia commerciale è migliorato solo grazie a una contrazione delle importazioni di -2.4% m/m a conferma della debolezza della domanda interna. **In settembre, infatti, a fronte di aspettative ben ottimiste che prevedevano un rimbalzo di +0.5% m/m, le vendite al dettaglio hanno tentato di contrastare il calo di -0.3% di agosto, ma si è trattato di un timido aumento** limitato a

Germania

+0.1% m/m, **nonostante le buone condizioni del mercato del lavoro**, che in ottobre ha mantenuto il tasso di disoccupazione ai bassi livelli del mese precedente (5.1%).

In ottobre, tutti gli indici relativi alla fiducia dei produttori hanno risentito della prospettiva di indebolimento del ciclo economico globale e della guerra dei dazi: l'indice Ifo si è ridimensionato a 102.8 da 103.7 del mese precedente e il PMI è sceso a 52.3 da 53.7 nel settore manifatturiero, a 53.6 da 55.9 in quello dei servizi (rivisto al ribasso da 56.5 il dato di settembre).

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

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

Francia

I dati mensili sono positivi, ma la fiducia dei produttori risente del quadro d'incertezza globale. In agosto, la produzione industriale è aumentata di +0.3% m/m e il dato di luglio è stato rivisto al rialzo a +0.8% da +0.7%. Si riconferma, pertanto, la dinamica positiva dei due mesi precedenti. Il settore delle costruzioni ha registrato un incremento di +0.2% m/m ritornando a crescere dopo il -1.3% di luglio (rivisto al rialzo da -1.8%) che aveva risentito della forte spinta di +5% di giugno. In settembre, le vendite al dettaglio hanno registrato un +0.1% m/m, dopo l'aumento consistente di +1.4% del mese precedente. Si sono indebolite, ma hanno continuato a crescere e il leggero aggiustamento verso l'alto della fiducia dei consumatori in ottobre a 95 da 94 del mese precedente dovrebbe supportare i consumi nella parte finale dell'anno.

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

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

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

Italia

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

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

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

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

GLI SCENARI

A (10%)

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

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

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

B (30%)

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

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

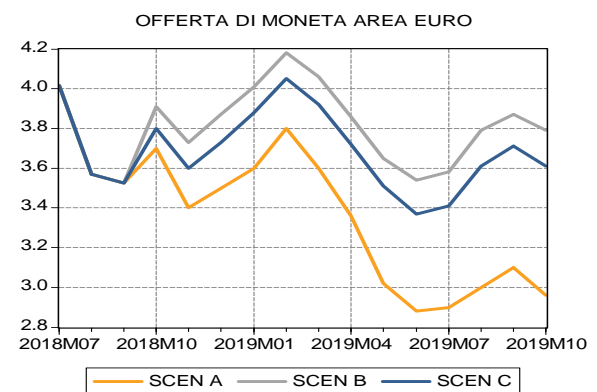
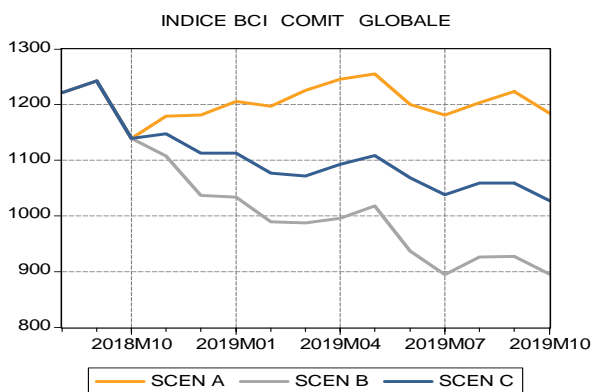
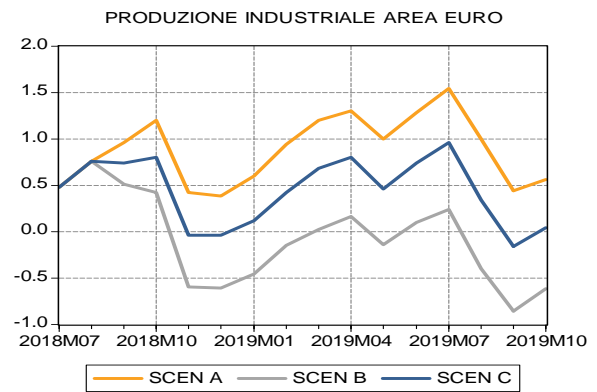
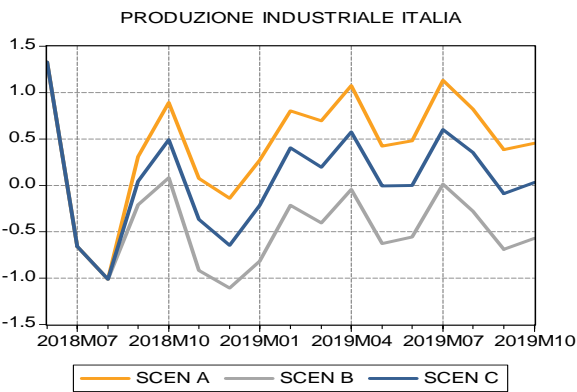
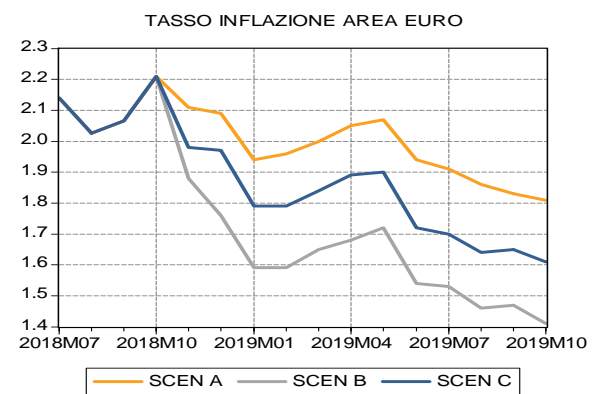
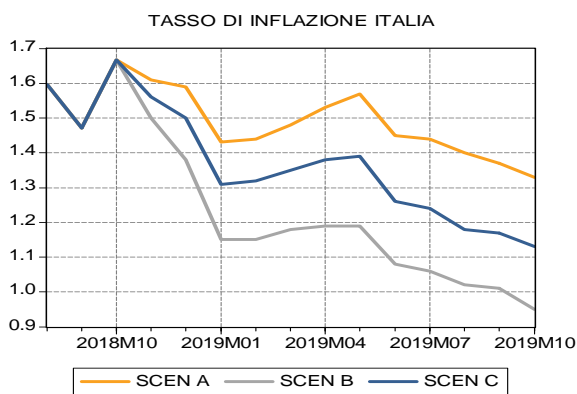
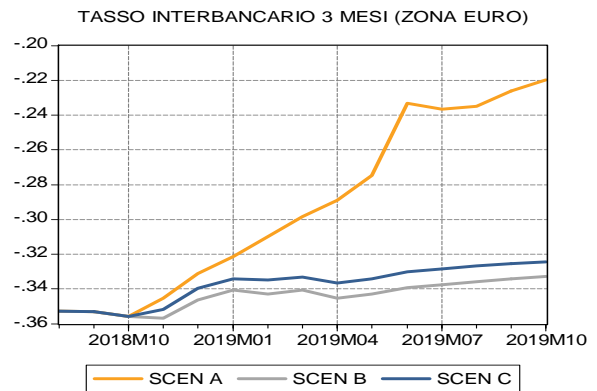
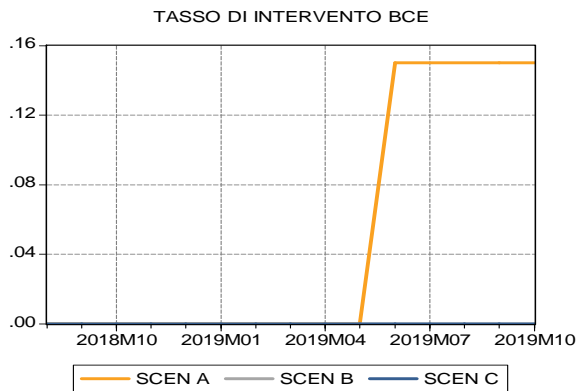
C (60%)

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

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

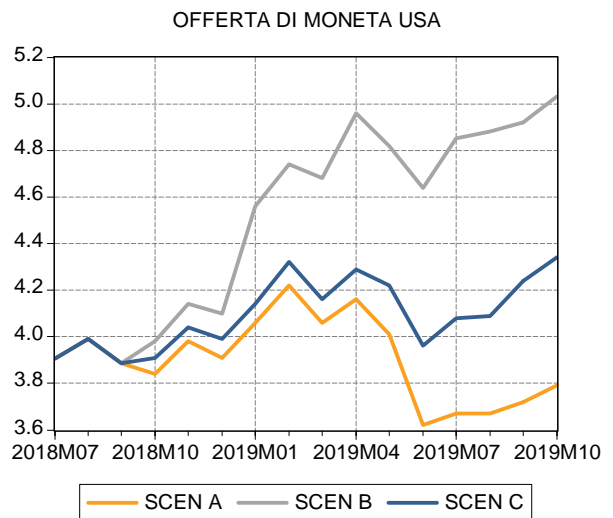
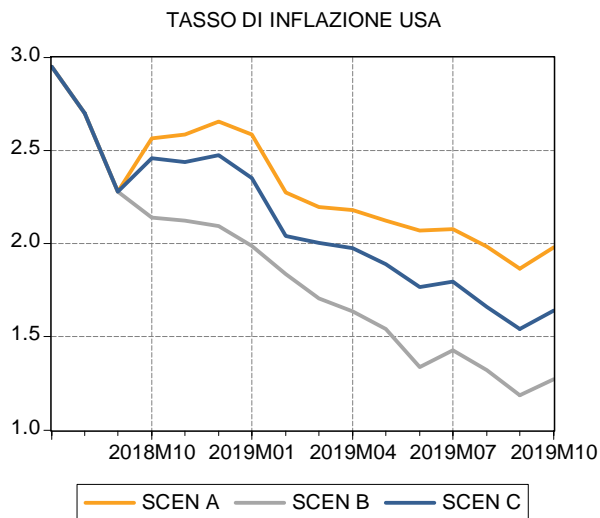
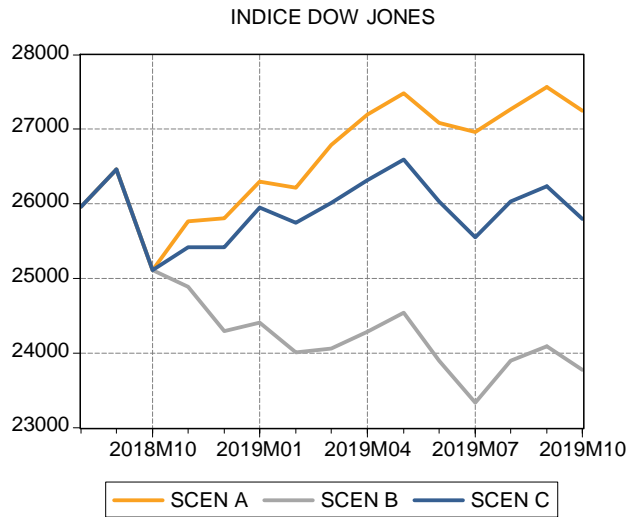
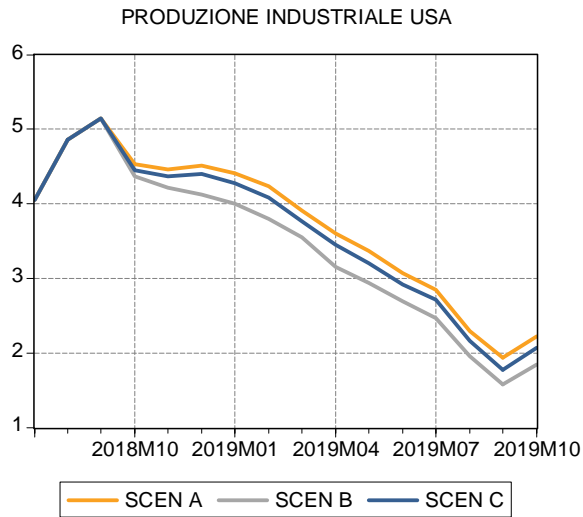
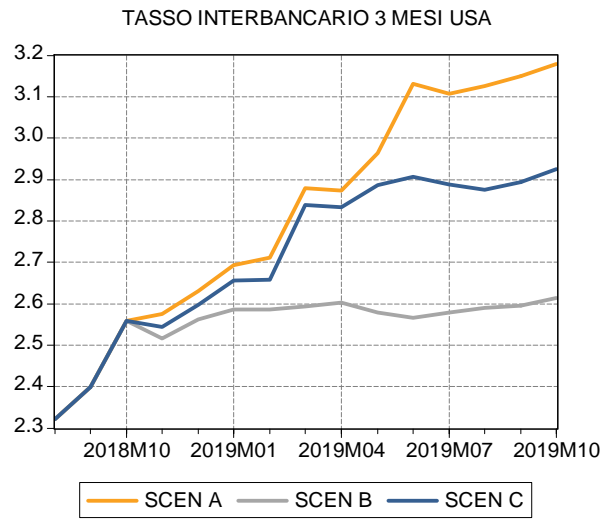
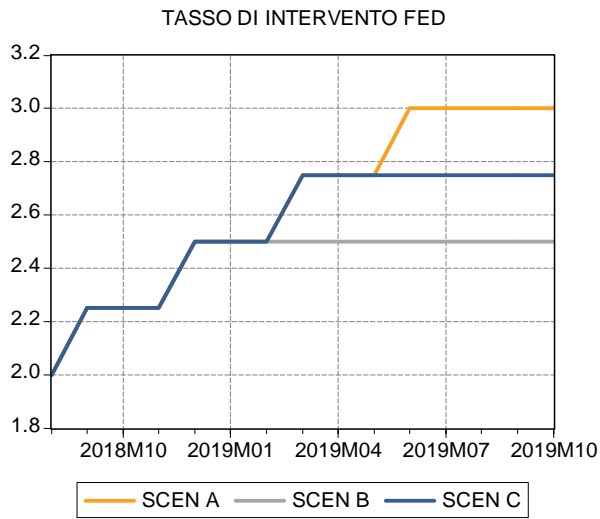
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

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

TASSI INTERBANCARI

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

STRUTTURA A TERMINE

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

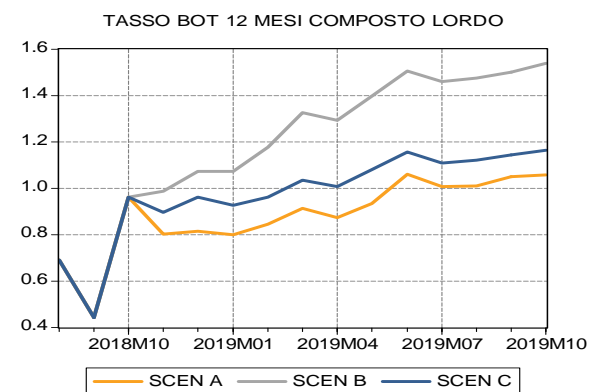
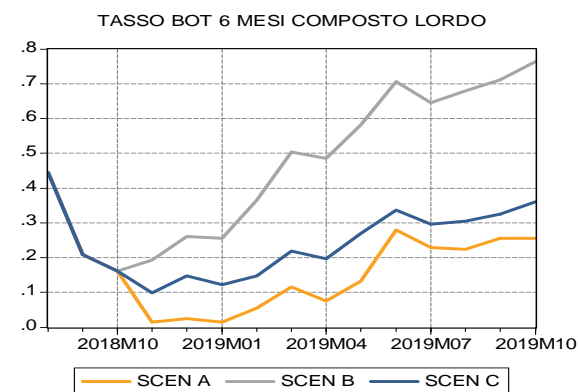
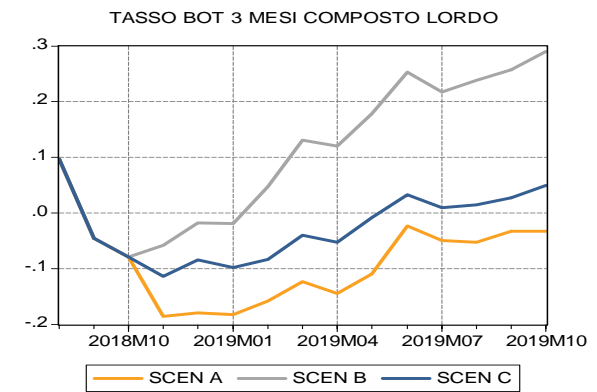
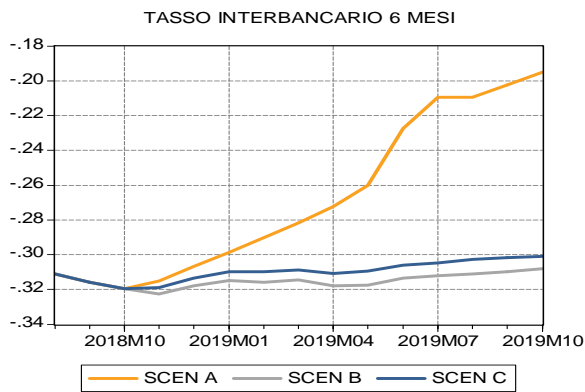
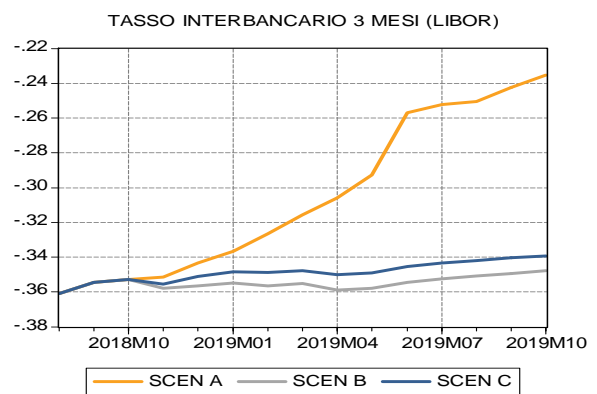
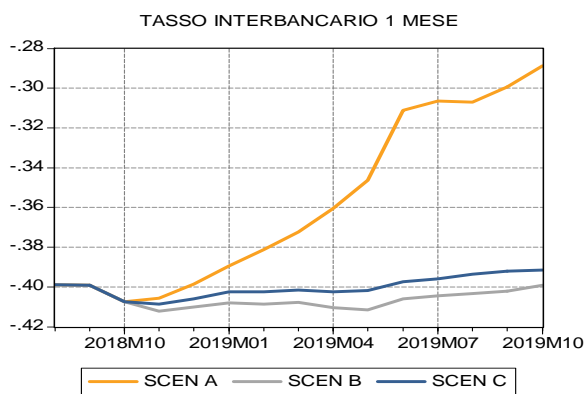
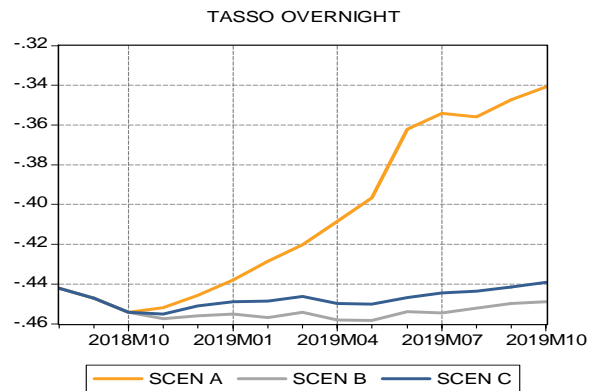
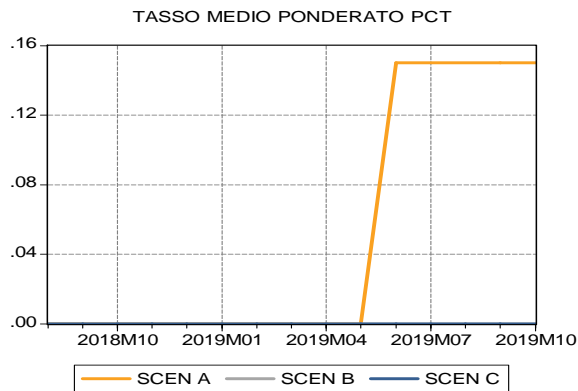
TASSI BANCARI

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

VOLUMI

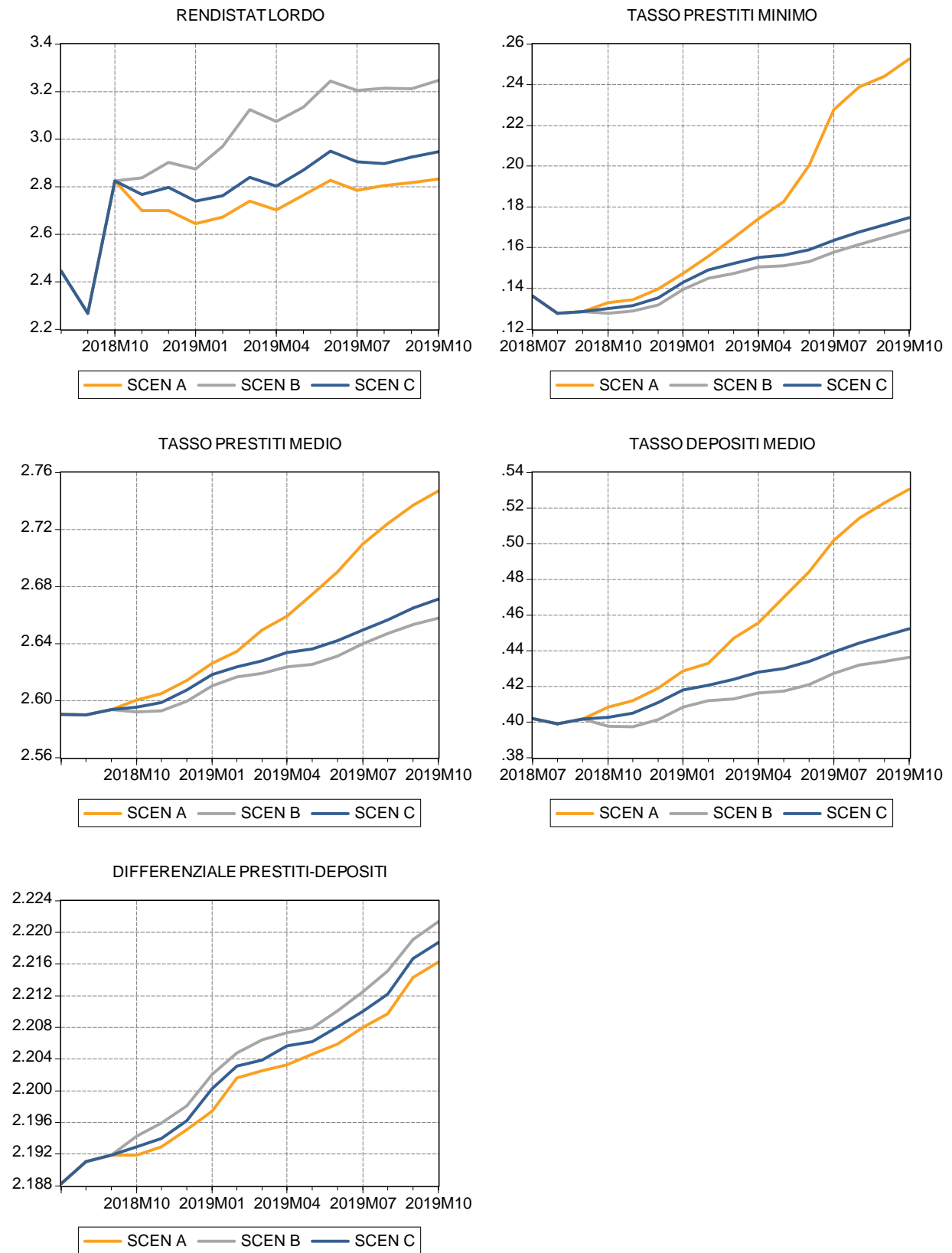
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

TASSI - Dati mensili

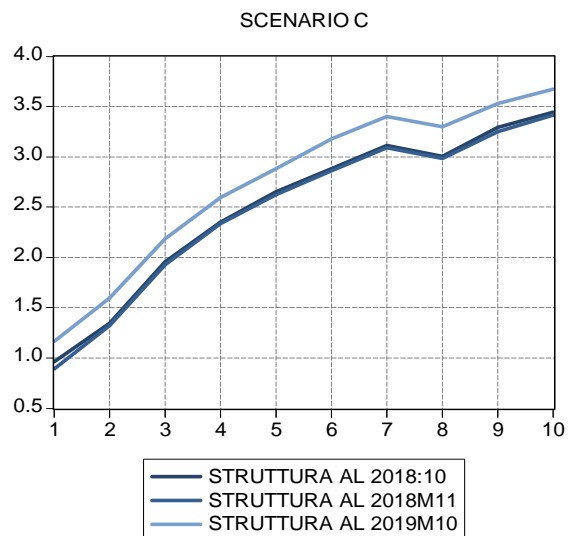
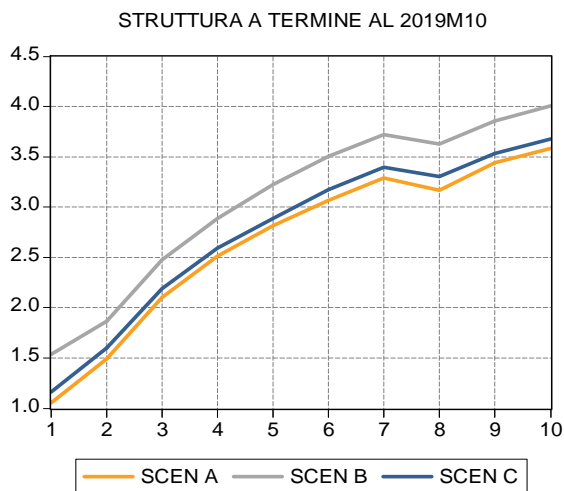
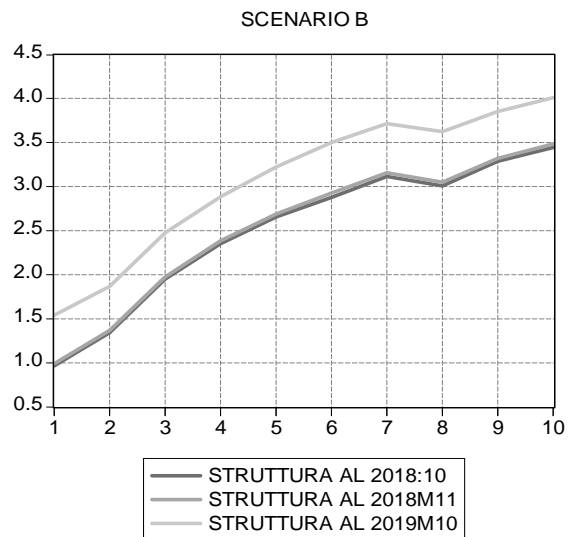
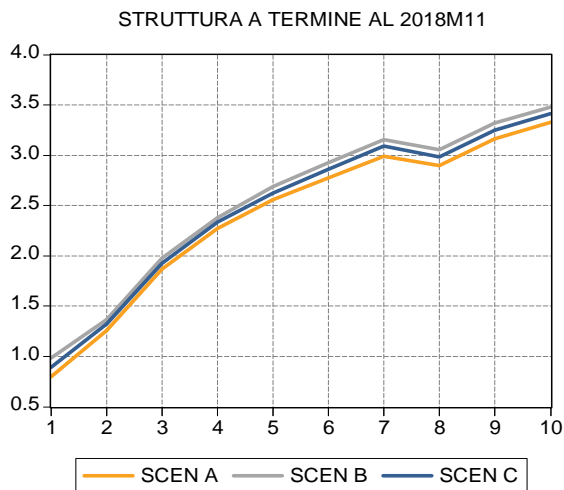
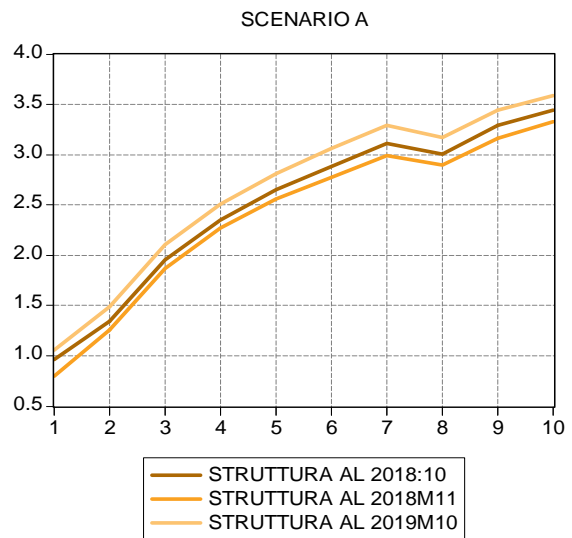
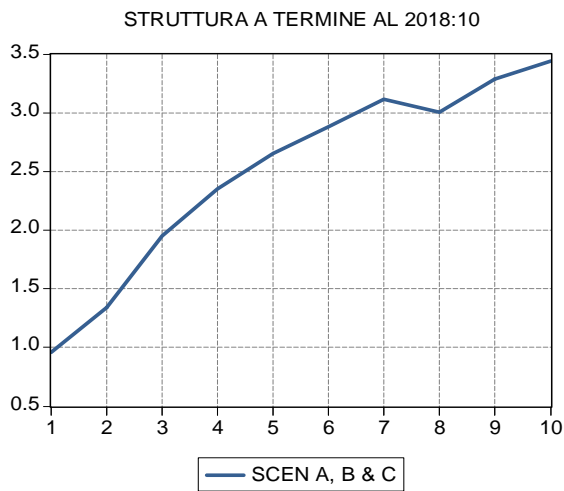


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

TASSI - Dati mensili

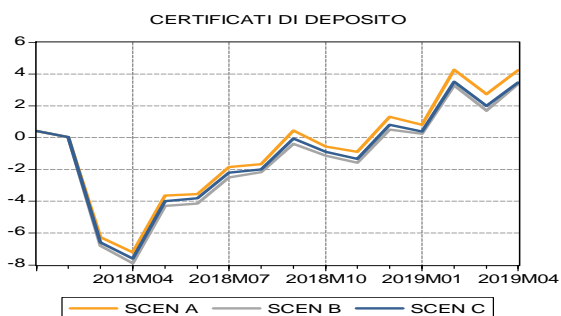
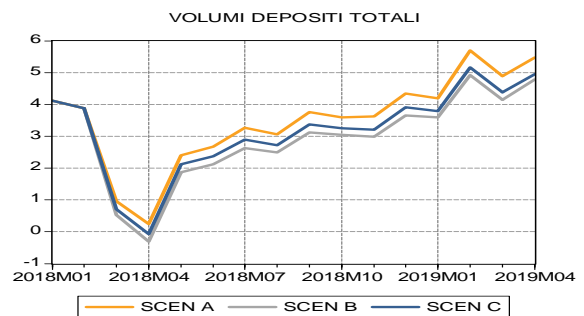
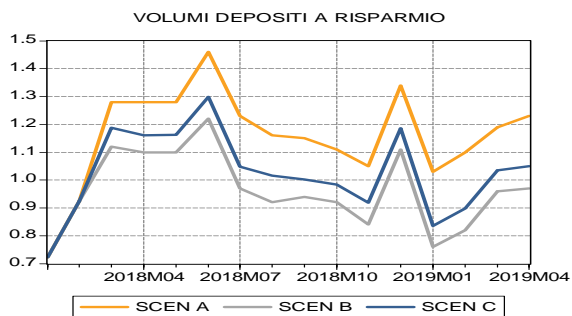
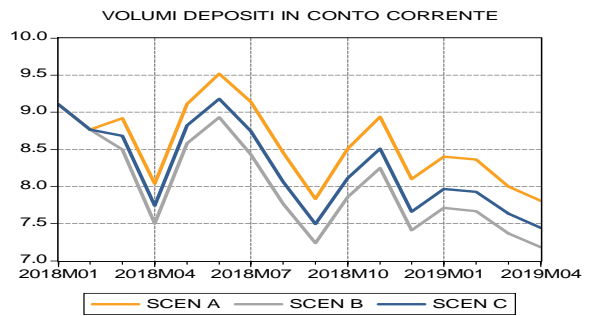
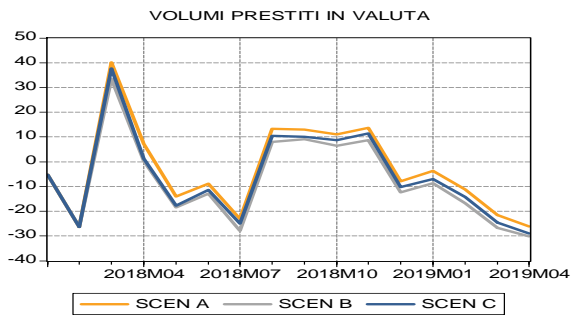
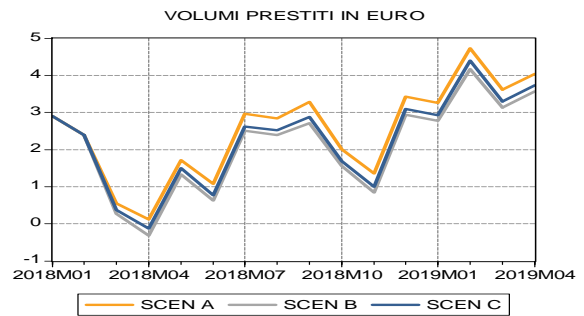
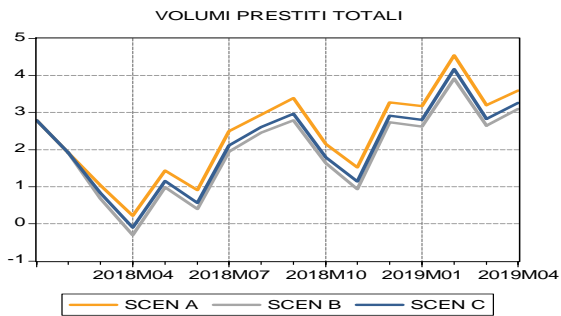
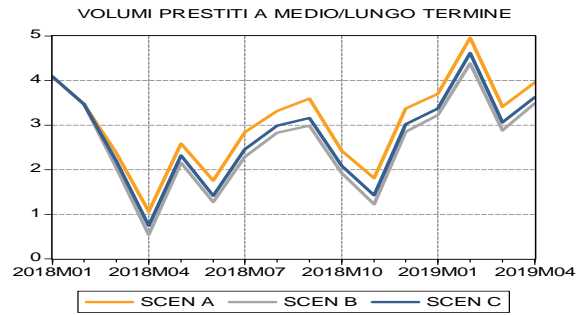
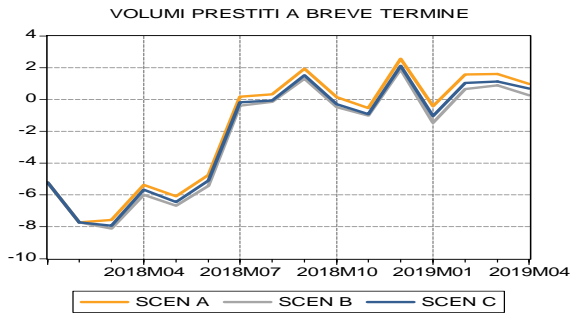


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



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

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

SCENARIO C	18 4	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9	19 10	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Indice BCI COMIT (livello)	1387	1288	1284	1311	1221	1243	1139	1148	1113	1113	1077	1072	1093	1109	1068	1038	1059	1059	1027	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.2	2.3	1.3	-0.7	-1.0	0.0	0.5	-0.4	-0.6	-0.2	0.4	0.2	0.6	0.0	0.0	0.6	0.4	-0.1	0.0	
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.6	1.0	1.4	1.9	1.6	1.5	1.7	1.6	1.5	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1	
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.46	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.45	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	-0.39	-0.39	
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	
T. Interb. 6m lett.	-0.32	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.42	0.42	0.42	0.43	0.43	0.43	0.44	0.44	0.45	0.45	
T. Prestiti medio	2.64	2.62	2.60	2.59	2.59	2.59	2.60	2.60	2.61	2.62	2.62	2.63	2.63	2.64	2.64	2.65	2.66	2.67	2.67	
T.prest. medio - T.dep. medio	2.24	2.22	2.20	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.20	2.20	2.20	2.20	2.21	2.21	2.21	2.21	2.21	2.22	2.22	
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.42	0.57	-0.11	-0.13	0.10	-0.05	-0.08	-0.11	-0.08	-0.10	-0.08	-0.04	-0.05	-0.01	0.03	0.01	0.01	0.03	0.05	
T. BOT comp. lordo 6m	-0.43	1.23	0.09	0.07	0.45	0.21	0.16	0.10	0.15	0.12	0.15	0.22	0.20	0.27	0.34	0.30	0.31	0.33	0.36	
T. BOT comp. lordo 12m	-0.40	-0.37	0.56	0.34	0.69	0.44	0.96	0.89	0.96	0.93	0.96	1.03	1.01	1.08	1.16	1.11	1.12	1.14	1.16	
Rendistat lordo	1.05	1.49	2.12	2.00	2.45	2.27	2.82	2.77	2.80	2.74	2.76	2.84	2.80	2.87	2.95	2.90	2.90	2.92	2.95	
Rendistat netto	0.92	1.30	1.85	1.75	2.14	1.98	2.47	2.42	2.45	2.40	2.42	2.48	2.45	2.51	2.58	2.54	2.53	2.56	2.58	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.14	1.40	1.13	1.26	2.11	1.78	1.95	1.93	2.00	1.99	2.02	2.06	2.04	2.09	2.15	2.13	2.15	2.19	2.19	
Rend. BTP a 5 anni	0.69	2.02	1.83	1.93	2.70	2.39	2.65	2.62	2.68	2.67	2.70	2.76	2.74	2.80	2.86	2.82	2.84	2.88	2.89	
Rend. BTP a 7 anni	1.27	2.39	2.30	2.37	3.01	2.78	3.11	3.09	3.17	3.16	3.20	3.26	3.25	3.32	3.38	3.35	3.36	3.37	3.40	
Rend. BTP a 10 anni	1.88	2.81	2.73	2.79	3.26	3.15	3.44	3.42	3.48	3.46	3.49	3.56	3.54	3.60	3.66	3.63	3.64	3.66	3.68	
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2380.593	2373.219	2332.401	2309.823	2300.420	2320.288	2338.485	2342.797	2333.040	2336.202	2332.40	2343.82	2350.77	2352.93	2343.75	2343.15	2343.80	2355.17	2363.13	
Prestiti in euro	2363.953	2342.658	2288.574	2266.420	2259.362	2282.115	2291.604	2298.056	2294.527	2298.411	2299.474	2305.35	2325.894	2317.12	2300.02	2301.55	2302.29	2314.06	2318.87	
Prestiti in valuta	16.640	30.561	43.827	43.403	41.058	38.173	46.881	44.741	38.513	37.791	32.923	38.476	24.872	35.803	43.736	41.603	41.508	41.105	44.258	
Prestiti a breve	297.137	292.566	276.033	279.196	271.102	271.633	270.068	274.221	269.852	275.534	273.162	271.016	270.733	269.663	272.441	273.316	268.791	269.889	268.275	
Prestiti a m / l	2083.457	2080.653	2056.368	2030.626	2029.318	2048.655	2068.417	2068.576	2063.188	2060.668	2059.235	2072.808	2080.033	2083.263	2071.312	2069.837	2075.008	2085.280	2094.857	
Depositi totali	2391.160	2420.533	2445.843	2419.839	2429.841	2436.614	2449.989	2457.264	2455.181	2446.105	2431.959	2446.856	2457.874	2490.487	2490.112	2490.256	2499.334	2489.245	2514.179	
Depositi in c / c	1073.970	1083.938	1101.372	1077.309	1079.978	1097.707	1097.873	1101.166	1128.279	1111.214	1117.373	1125.481	1131.741	1142.927	1147.519	1136.934	1139.181	1148.761	1155.290	
Depositi a risparmio	300.202	299.777	300.313	300.418	301.104	301.449	301.104	301.441	303.508	304.671	304.926	304.807	304.228	303.727	303.955	303.980	304.926	305.080	304.687	
Certif. deposito	1016.988	1036.818	1044.158	1042.112	1048.760	1037.459	1051.013	1054.657	1023.393	1030.220	1009.660	1016.568	1021.905	1043.833	1038.639	1049.343	1055.228	1035.404	1054.202	
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	-0.12	0.52	-2.28	-1.65	-1.89	-1.16	-2.46	-3.25	-1.61	-1.80	-0.63	-1.37	-1.25	-0.86	0.49	1.44	1.89	1.50	1.05	
Prestiti in euro	0.60	1.02	-2.45	-1.68	-2.59	-1.73	-3.02	-3.88	-1.89	-2.12	-0.85	-1.54	-1.61	-1.09	0.50	1.55	1.90	1.40	1.19	
Prestiti in valuta	-50.51	-26.83	7.47	-0.09	62.29	50.70	35.96	45.44	18.55	22.17	17.39	10.18	49.47	17.15	-0.21	-4.15	1.10	7.68	-5.60	
Prestiti a breve	-4.28	-6.78	-11.16	-6.70	-7.16	-5.76	-7.51	-8.19	-6.63	-9.27	-7.39	-7.69	-8.89	-7.83	-1.30	-2.11	-0.85	-0.64	-0.66	
Prestiti a m / l	0.50	1.64	-0.95	-0.91	-1.14	-0.52	-1.76	-2.56	-0.91	-0.71	0.34	-0.48	-0.16	0.13	0.73	1.93	2.25	1.79	1.28	
Depositi totali	0.09	3.62	4.75	3.82	4.14	3.70	3.65	4.21	3.43	2.98	3.44	2.37	2.79	2.89	1.81	2.91	2.86	2.16	2.62	
Depositi in c / c	6.97	9.07	10.50	7.80	7.42	6.83	6.74	7.60	6.42	5.94	6.35	5.04	5.38	5.44	4.19	5.53	5.48	4.65	5.23	
Depositi a risparmio	1.31	1.39	1.83	1.52	1.31	1.37	1.41	1.31	1.60	1.24	1.29	1.43	1.34	1.32	1.21	1.19	1.27	1.20	1.19	
Certif. deposito	-6.59	-0.93	0.09	0.65	1.76	1.23	1.23	1.70	0.84	0.46	1.03	-0.16	0.48	0.68	-0.53	0.69	0.62	-0.20	0.30	

Dicembre 2018⁷

Aumenta ancora l'attenzione dei mercati verso l'indebolimento della crescita globale

Lucia Trevisan^a e Francesca Volo^{a,b}

IL QUADRO GENERALE

In novembre, lo spostamento dell'attenzione sul possibile indebolimento della crescita globale si è intensificato a causa dei dati macroeconomici che hanno dimostrato di andare proprio in quella direzione. Ciò ha portato a importanti cambiamenti dello scenario internazionale: A) un rilevante calo del prezzo del petrolio, B) un ripiegamento generalizzato dei rendimenti sui titoli di stato e delle quotazioni borsistiche.

A) Dai massimi di settembre il greggio ha perso circa il 10% in ottobre e un altro 20% in novembre, portandosi, a fine mese, a 58 dollari al barile per il Brent e a 51 per il WTI (in settembre erano a 83 e 74 rispettivamente). **La drastica riduzione è dovuta**, oltre all'apprezzamento del dollaro verso le principali valute, **al doppio effetto di un eccesso di offerta e di una diminuzione della domanda per il rallentamento dell'economia globale**. La produzione petrolifera, in aumento negli Stati Uniti, in Russia e nei membri dell'OPEC, ha contribuito ad aumentare le scorte. Il rapporto mensile dell'EIA (*Energy Information Administration*) testimonia che negli USA la produzione ha segnato un nuovo record, le scorte sono aumentate per la decima settimana consecutiva e il numero d'impianti di perforazione per il quinto mese consecutivo. **Il calo del prezzo del petrolio costituisce un importante fattore dello scenario perché, se si mantiene ai bassi livelli raggiunti, fa venir meno una delle fonti di rischio inflazionistico (quello da materie prime) ridisegnando, in particolare, la politica monetaria della Fed. La probabilità che ciò accada è elevata.** Il 6 dicembre si riuniranno a Vienna i membri dell'OPEC per decidere un eventuale taglio della produzione (è attesa una riduzione di 1,3 milioni di barili al giorno rispetto ai livelli di ottobre) tuttavia è probabile che ciò non dia una spinta duratura al rialzo delle quotazioni. Quest'opinione si basa sul fatto che 1) rimane la debolezza della domanda di greggio per il ridimensionamento della crescita economica a livello internazionale. Ricordiamo che, su questo fronte, nel terzo trimestre di quest'anno la Cina ha registrato un aumento del PIL di +6.5% a/a e ci si aspetta che nel 2019 scenda a +6.4%, il minimo dalle proteste di piazza Tienanmen del 1989; il Giappone ha segnato una crescita ridotta a +0.4% a/a per un calo congiunturale di -0.3% t/t, anche se, in questo caso, vi è stato un effetto temporaneo di disastri naturali, come inondazioni, un terremoto e un tifone; l'Area Euro è cresciuta limitatamente di +1.4% a/a, con la stessa Germania e l'Italia in difficoltà (-0.2% t/t e -0.1% t/t, rispettivamente). 2) Si teme che l'OPEC, e *in primis* l'Arabia Saudita, non abbia, di fatto, intenzione di fare abbastanza per affrontare l'attuale eccesso di offerta, insinuando il dubbio di un secondo *round* di guerra dei prezzi per contrastare l'inarrestabile erosione, da parte degli Stati Uniti, delle quote di esportazione del greggio detenute dall'OPEC. Il primo round era già stato sperimentato nel 2015/16, quando le quotazioni di petrolio erano scese sotto i 40 dollari al barile per mettere in difficoltà i produttori americani di *shale oil*, il cui *break-even* di produzione è più alto rispetto a quello delle tecniche tradizionali di estrazione usate dall'OPEC. 3) La recente uscita del Qatar dall'OPEC indebolisce quest'ultimo nella sua capacità di controllare la quantità prodotta a livello internazionale.

B) Poiché il calo generalizzato dei rendimenti e delle azioni ha trovato spunto dall'effetto negativo della guerra commerciale sull'economia internazionale, è importante evidenziare l'accordo per una tregua commerciale di 90 giorni tra Stati Uniti e Cina siglato a fine novembre. Con esso ci si impegna a rinviare il rialzo dei dazi americani dal 10% al 25% atteso dall'1 gennaio 2019 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. Ovviamente, **se nel periodo di tregua il conflitto si risolvesse a favore dell'eliminazione concreta dei dazi, lo scenario cambierebbe totalmente in positivo** con un ritorno a tassi di crescita elevata. **Per il momento, tuttavia, questo sembra poco probabile, aspettandoci che il contrasto continui a logorare la fiducia dei produttori ancora per buona parte del 2019.**

Resta da chiedersi se ora si stia sovrastimando il rischio di rallentamento del ciclo economico. C'è chi vede nell'inversione della curva dei rendimenti americana, con quelli a lungo sempre più appiattiti su quelli a breve, la

^a Università Ca' Foscari Venezia.

^b GRETA.

⁷ **Dati aggiornati al 30/11/2018.**

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.

premonizione di una recessione. Questo sembra prematuro. È vero che se gli Stati Uniti arrivassero a giugno del prossimo anno senza una contrazione del PIL, la fase positiva ininterrotta del ciclo economico americano supererebbe l'espansione del 1991-2001 fino a divenire la più lunga dal 1857, cioè da quando il *National Bureau of Economic Research* ha iniziato le rilevazioni. È, quindi, naturale che dopo tanta crescita ci si attenda un'inversione di tendenza e che il massimo dell'espansione sia ormai alle spalle, ma con la forza attuale dell'economia statunitense sarebbe più appropriato parlare di rallentamento: un ridimensionamento inevitabile, visto che gli altri Paesi industrializzati sono più in difficoltà. Anche se le previsioni di crescita economica globale da parte del FMI sono state leggermente riviste al ribasso, rimangono relativamente alte, intorno a +3.5% anche nel 2019. Va sottolineato, comunque, che nel caso di una recessione, l'elevato indebitamento delle imprese non finanziarie, in particolare l'alto livello di prestiti a leva accumulato nella lunga fase di espansione, potrebbe rendere l'economia americana più vulnerabile a una brusca contrazione della disponibilità di credito, acuendo gli effetti di uno shock negativo sull'economia. Questo rischio vale anche per la Cina, dove il debito di famiglie, imprese e Governo, dal 1998, è raddoppiato al 200% in rapporto al PIL, e per il Giappone, dove alcuni componenti della Banca Centrale, alla riunione di novembre, hanno dimostrato preoccupazione per la recente evidenza di un aumento dei prestiti ad alto rischio perché, se l'economia si spostasse verso una recessione, il peggioramento dei profitti farebbe emergere situazioni d'insolvenza. Alla luce di quest'analisi, **il venir meno dei rischi inflazionistici da materie prime e le attese di una crescita moderata dovrebbero portare la Fed a un atteggiamento più prudente in termini di politica monetaria rispetto a quanto ipotizzato il mese scorso. Assegniamo un'alta probabilità all'eventualità che la Banca Centrale americana aumenti i tassi ufficiali di 25 punti base a dicembre dell'anno in corso (per la forza del mercato del lavoro) ma poi li lasci invariati nel 2019 (Scenario C – Probabilità 60%).** Tale convinzione è supportata da quanto emerso dalle minute del *meeting* della Fed di novembre, nel quale i partecipanti hanno indicato che dichiarazioni post-riunione potrebbero essere modificate per rimuovere il riferimento a "ulteriori aumenti gradual". Lo stesso Powell ha sottolineato che "non c'è un percorso prestabilito sulla politica monetaria, si farà molta attenzione a quello che dicono i dati; la crescita globale è ancora solida, ma i segnali di ridimensionamento sono fonte di preoccupazione; **in USA l'effetto positivo della politica fiscale ultra espansiva sta scomparendo**".

In Area Euro, preoccupa il rallentamento della crescita economica perché ha interessato il locomotore della regione, la Germania, che nel terzo trimestre ha registrato una contrazione del PIL di -0.2% t/t. **Anche se, come sottolineato da Draghi all'ultima riunione della BCE, il calo è attribuibile a fattori temporanei del settore auto, le criticità emerse potrebbero aver lasciato il segno sulla fiducia dei consumatori tedeschi e sulle loro decisioni di spesa.** Lo scandalo delle emissioni di gasolio, iniziato nel settembre 2015, che ha colpito il Gruppo Volkswagen, insieme alle nuove norme che vietano in molte città della Germania la circolazione delle vecchie auto diesel, ha spinto a maggiori risparmi precauzionali (per la perdita di ricchezza dovuta alla svalutazione delle automobili possedute) intaccando i consumi privati (diminuiti di -0.3% t/t). **Le esportazioni dell'industria automobilistica tedesca sono crollate perché i produttori non si sono adeguati per tempo al nuovo regolamento sulle emissioni.**

Oltre a questo, l'Area Euro ha tre possibili focolai di tensione: 1) le elezioni a maggio del Parlamento europeo, che saranno un test sui populismi già emersi a livello nazionale in molti Paesi; 2) **la Brexit, che inizierà il 29/3/2019** e, dopo l'accordo tra Commissione Europea e il Primo Ministro Teresa May di fine novembre, attende il voto, non scontato, del Parlamento britannico previsto per l'11/12/2018; 3) **i conti pubblici italiani, citati persino dalla Fed come possibile fattore di contagio nei mercati finanziari. La bocciatura definitiva da parte della Commissione Europea della manovra di bilancio dell'Italia** per violazione grave delle regole e degli impegni presi dal Governo all'ECOFIN di luglio con uno scostamento di 30 miliardi, **ha reso più vicina la procedura d'infrazione che, questa volta, sarà per debito pubblico eccessivo e non per deficit.** Va ricordato che la prima può sempre essere avviata, mentre la seconda, solo se si supera il 3% di deficit/PIL. Fino ad oggi l'Italia era riuscita ad evitare la procedura per alto debito perché la Commissione Europea considerava altri fattori positivi rilevanti. Oggi sembra non più disposta a farlo e **il 19 dicembre avvierà la procedura che sarà poi votata dall'ECOFIN il 22/1/2019, se il Governo italiano non apporterà le modifiche necessarie.** Per ora quest'ultimo ha dimostrato un'apertura a portare il deficit/PIL al 2%/2.2%, che difficilmente potrà bastare. **Lo spread sul decennale BTP/Bund è rimasto sotto i 300 punti base probabilmente per l'intervento della BCE con acquisti di titoli nell'ambito del Quantitative Easing, ma questo terminerà a fine dicembre del 2018. In ogni caso, gli effetti si stanno già vedendo sul più alto costo del credito e su tutta l'economia italiana** (nel terzo trimestre il PIL ha registrato una contrazione di -0.1% t/t). Il rallentamento a livello europeo è rafforzato dal clima d'incertezza sul futuro che porta a una sospensione degli investimenti e dei consumi di beni durevoli. **Riteniamo pertanto che anche la BCE sarà molto più cauta in termini di politica monetaria, mantenendo invariati i tassi ufficiali per tutto il 2019 o almeno fino alla fine del mandato di Draghi che terminerà a fine ottobre del 2019 (Scenario C – Probabilità 60%).** La convinzione è supportata dalle parole del Presidente stesso della BCE: "A certe condizioni i tassi probabilmente non si alzeranno non solo per tutta l'estate del 2019, ma anche oltre".

GLI ULTIMI DATI

In USA, la revisione del PIL del terzo trimestre ha confermato il dato preliminare, mantenendo la variazione congiunturale a +3.5% t/t annualizzata e a +3% a/a, in termini tendenziali. Nonostante il dato aggregato sia rimasto invariato rispetto alla prima rilevazione, **qualche aggiustamento ha interessato le diverse componenti.** Sul fronte interno, una dinamica un po' meno accentuata dei consumi (+3.6% t/t da +4%) è stata compensata da una crescita migliore degli investimenti sia nella componente dei non residenziali (rivisti a +2.5% t/t da +0.8%) sia in quella dei residenziali (a -2.6% t/t da -4%). Sul fronte del canale estero, sono peggiorate le esportazioni con una diminuzione più rilevante di -4.4% rispetto al dato preliminare di -3.5%. La spesa pubblica continua a crescere anche se ridimensionata (+2.6% t/t da +3.3% della prima rilevazione). **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 il ciclo economico con un contributo rilevante di +2.5% t/t (rivisto da +2.7%). Per contro, il canale estero ha sottratto crescita per quasi un -2% a causa di una dinamica molto incisiva delle importazioni,** che sono aumentate di +9.2% t/t. **Va inoltre sottolineato che il buon risultato trimestrale è stato sostenuto da un importante accumulo di scorte,** che ha contribuito alla crescita del PIL per un +2.3% t/t, solo in parte giustificato da una dinamica di segno opposto del trimestre precedente (-1.2%). Il settore edilizio rimane l'anello debole, penalizzato dalla politica monetaria restrittiva che ha reso meno convenienti i mutui.

I dati mensili, a oggi disponibili per ottobre e quindi rilevanti perché danno informazioni sul quarto trimestre ancora non noto, **fanno emergere un quadro di forza dal lato della domanda a fronte, invece, di un ripensamento dal lato dell'offerta. In ottobre, infatti, le vendite al dettaglio, i consumi privati e il reddito personale hanno registrato incrementi consistenti:** +0.8% m/m, +0.4% e +0.3%, rispettivamente. **Tutto ciò è sostenuto dal ritmo elevato del mercato del lavoro:** pur con un tasso di disoccupazione fermo al 3.7% (in ogni caso difficilmente migliorabile, dato il livello sotto il pieno impiego) l'occupazione è aumentata di +250.000 nuove unità, battendo le aspettative di +200.000 e ben superiore al dato del mese precedente di 118.000 (rivisto al ribasso da 134.00). Se i dati di settembre avevano insinuato il dubbio che l'economia americana avesse raggiunto il suo limite massimo di espansione per la difficoltà delle imprese a trovare nuovi lavoratori, quelli di ottobre hanno riaperto la questione del limite effettivo. **Soltanto la fiducia dei consumatori ha ripiegato in novembre,** con una riduzione del *Conference Board* a 135.7 da 137.9, **dimostrando forse che l'euforia dettata dai vantaggi della riforma fiscale si sta gradualmente smorzando.**

Più incerti sono stati i dati dal lato dell'offerta che probabilmente ha risentito delle preoccupazioni sugli sviluppi della guerra commerciale in atto. In ottobre, la produzione industriale è aumentata limitatamente di +0.1% m/m, dopo un +0.2% del mese precedente. Gli ordini di beni durevoli hanno registrato un pesante calo di -4.4% m/m, con una revisione al ribasso del dato di settembre a -0.1% da +0.8%. Se si escludono i trasporti, resta in ogni caso un incremento limitato a +0.1%, deludendo le aspettative di +0.4%. Le vendite di nuove case ha registrato una diminuzione di -8.9%, confermando le difficoltà del settore edilizio. La fiducia dei produttori, misurata attraverso l'indice ISM, infine, ha ripiegato ancora una volta a quota a 57.7 da 59.8 di settembre, nel settore manifatturiero (si ricorda che era a 61.3 in agosto) e a quota 60.3 da 61.6, nel settore dei servizi. **L'accordo raggiunto sulle tariffe a fine novembre tra USA e Cina, che rinvia 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, potrebbe ridare fiducia ai produttori, ma è prematuro trarre conclusioni.**

In sintonia con il ridimensionamento della crescita economica, si sono allentati i rischi inflazionistici. In ottobre, la variazione tendenziale dell'indice PCE (Personal Consumption Expenditures, preferito dalla Fed) in termini globali è rimasta ferma a +2% a/a e quella relativa all'indice core, depurato dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, si è leggermente ridimensionata a +1.8% a/a da +1.9%. **Il rilevante calo del prezzo del petrolio registrato in novembre dovrebbe garantire un sentiero inflazionistico più**

USA

La domanda rimane forte, mentre l'offerta s'indebolisce. Si allentano i rischi inflazionistici

moderato rispetto a quanto atteso nel mese scorso. Soltanto i salari hanno dato segnali di tensione, con una variazione tendenziale di +3.1% a/a da +2.8% di settembre.

Alla luce della precedente analisi, riteniamo che, **in un contesto di minori tensioni inflazionistiche dal lato delle materie prime e di una crescita ancora solida ma in ridimensionamento, la Fed potrebbe attuare un altro rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base a dicembre di quest'anno, ma successivamente assuma un atteggiamento neutrale (Scenario C – probabilità 60%)**, in attesa degli sviluppi sulla guerra dei dazi.

In Giappone, i dati preliminari sul PIL del terzo trimestre evidenziano la fragilità del ciclo economico nipponico, con alternanza di trimestri positivi e negativi. Dopo un calo del PIL in termini congiunturali di -0.2% t/t nei primi tre mesi dell'anno in corso e un recupero di +0.8% t/t nel secondo trimestre (rivisto al rialzo da +0.7%) **nel terzo la crescita è di nuovo arretrata di -0.3% t/t, portando quella tendenziale a +0.4% a/a da +1.4% dei tre mesi precedenti. Tutte le componenti hanno sofferto, contribuendo negativamente al ciclo economico con un -0.1% t/t ciascuna, salvo la spesa pubblica che però non ha dato alcun supporto.** I consumi languono (-0.1%) gli investimenti scendono (-0.5% dopo il buon +1.8% del secondo trimestre) le importazioni e le esportazioni si sono contratte di -1.4% e -1.8%, rispettivamente. **Questi dati, tuttavia, 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.**

I dati mensili, relativi prevalentemente a ottobre, quindi rilevanti per conoscere l'andamento del ciclo economico nipponico nel quarto trimestre ancora non noto, hanno evidenziato un certo recupero sia dal lato dell'offerta sia della domanda, spesso sorprendendo in positivo le aspettative degli economisti. La produzione industriale ha messo a segno un buon incremento di +2.9% m/m, battendo le attese, sia pur positive, di +1.2% e ritrovando la forza dopo il calo di -0.4% di settembre (rivisto al rialzo da -1.1%). È pur vero che gli ordini di macchinari industriali hanno subito una pesante contrazione di -18.3% m/m, ma si riferiscono a settembre, quindi distorti dalle condizioni meteorologiche sfavorevoli, e inoltre va tenuto conto che nei mesi precedenti di luglio e agosto erano cresciuti di +6.8% e +11% m/m, rispettivamente. **Le vendite al dettaglio sono aumentate di +1.2% m/m, sopra l'atteso +0.4%**, superando lo stallo di settembre quando avevano registrato un limitato +0.1% (rivisto da -0.2%). Il mercato del lavoro non ha dato segnali rilevanti, rimane solido, anche se il tasso di disoccupazione ha aggiustato leggermente verso l'alto al 2.4% dal 2.3% di settembre.

Più delicata è la situazione del canale estero: in ottobre, il miglioramento delle esportazioni, aumentate di +4.3% m/m, non ha evitato un preoccupante ampliamento del deficit commerciale a 302.7 miliardi di yen a fronte di un'aspettativa di 63.2.

Gli unici dati relativi a novembre riguardano la fiducia dei produttori e dei consumatori. La prima ha dimostrato più incertezza con un calo del PMI a quota 51.8 da 52.9 del mese precedente (quest'ultimo rivisto da 53.1) **forse più vulnerabile rispetto ai timori di un ridimensionamento del ciclo economico internazionale.** Quella dei consumatori ha aggiustato leggermente verso il basso, a 42.9 da 43.

La dinamica inflazionistica ha registrato qualche progresso, ma la sua debolezza resta sempre un problema per la Banca Centrale. In ottobre, la variazione tendenziale dell'indice dei prezzi in termini globali si è portata a +1.4% a/a da +1.2% del mese precedente, a +1.1% da +1% in termini d'indice *core*.

In Area Euro, non ci sono nuove informazioni sui dati trimestrali rispetto al mese scorso. Sulla base del preliminare in forma aggregata del PIL per il momento si può solo ribadire il ridimensionamento della crescita nel terzo trimestre a +0.2% t/t in termini congiunturali e a +1.7% a/a tendenziali, rispetto a +0.4% t/t e +2.2% a/a del trimestre precedente. L'unica cosa che si può aggiungere è che **la minor crescita è dovuta al calo del PIL tedesco (-0.2% t/t) e di quello italiano (-0.1%).**

GIAPPONE

I dati del terzo trimestre sono distorti dai disastri naturali. Quelli mensili di ottobre recuperano

AREA EURO

La debolezza della domanda registrata in agosto, si è trasferita in settembre anche all'offerta

I dati mensili, relativi prevalentemente a settembre, ci dicono che la debolezza della domanda, già emersa con i dati di agosto, ora si è estesa anche all'offerta. La produzione industriale è diminuita di -0.3% m/m, invertendo la tendenza positiva di +1.1% del mese precedente (rivisto da +1%) anche se la contrazione è inferiore alle attese (-0.4%). Meglio ha fatto il settore delle costruzioni con un incremento di +2% m/m, dopo i cali di -0.1 di luglio e -0.6% di agosto (rivisto da -0.5%). Dal lato della domanda, **le vendite al dettaglio sono in stallo**, risultando invariate rispetto ad agosto. Gli economisti si attendevano un risultato limitatamente positivo di +0.1%. Va ricordato, tuttavia, che il dato del mese precedente è stato rivisto al rialzo a +0.3% da -0.2% e che **il mercato del lavoro si mantiene in buona salute**, con un tasso di disoccupazione stabile all'8.1% in ottobre. **Il canale estero mostra i segni della guerra commerciale e di una criticità peculiare momentanea del settore auto tedesco:** in settembre, le esportazioni sono diminuite di -1.6% m/m a fronte di una scarsa reattività delle importazioni aumentate di +0.2%. **La minore forza del ciclo economico e la guerra dei dazi hanno continuato a erodere la fiducia di produttori e consumatori.** In novembre, l'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) si è nuovamente ridimensionato a quota 109.5 da 109.7 del mese precedente e il PMI, che interpreta specificatamente la fiducia dei produttori, è diminuito a 51.5 da 52 nel settore manifatturiero e a 53.1 da 53.7 in quello dei servizi. Entrambi hanno deluso le aspettative.

Coerentemente con il ridimensionamento della crescita e il recente calo del prezzo del petrolio, 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 +2% 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*, fissato per fine dicembre di quest'anno, lasciando invariati i tassi per tutto il 2019 (Scenario C – 60%).

In Germania, i dati trimestrali del PIL relativi al terzo trimestre hanno registrato una brusca frenata, con un calo congiunturale di -0.2% t/t che ha limitato la crescita economica in termini tendenziali a solo +1.2% a/a. Nel trimestre precedente, il PIL tedesco aveva segnato un +0.5% t/t e +1.9% a/a, rispettivamente. Come sottolineato dallo stesso Presidente della BCE, Mario Draghi, **dovrebbe trattarsi di un fattore temporaneo dovuto a criticità nel settore dell'auto. La nuova normativa che vieta la circolazione delle vecchie auto diesel ha colpito i consumi**, che sono scesi di -0.3% t/t, e **le esportazioni**, diminuite di -0.9%. I primi, infatti, hanno sottratto crescita al PIL per un -0.1% t/t e le seconde, lette assieme alle importazioni (aumentate di +1.3%) hanno contribuito negativamente per un -1% t/t. **Il risultato complessivo del PIL è stato arginato da un importante accumulo di scorte di +0.7%, che, con molta probabilità, riflette merce invenduta.** La spesa pubblica è rimasta neutrale e gli investimenti fissi hanno contribuito per un limitato +0.2% t/t.

I dati mensili, relativi prevalentemente a settembre, quindi poco significativi perché rientranti nel terzo trimestre sopra analizzato, hanno confermato la debolezza del ciclo economico soprattutto dal lato della domanda. Le vendite al dettaglio hanno proseguito lungo la tendenza negativa dei mesi precedenti, registrando una contrazione di -0.3% m/m, contro un'aspettativa in controtendenza di +0.4% e in linea con la dinamica di agosto (-0.3%). **Dal lato dell'offerta, il quadro è più incoraggiante. In settembre, la produzione industriale, le costruzioni e gli ordini sono risultati tutti positivi, con incrementi di +0.2% m/m, +2.2% e +0.3%, rispettivamente.**

I dati disponibili per novembre, che possono dare un'indicazione di come evolverà la crescita economica nel quarto trimestre ancora non noto, sono contrastanti. Da un lato, **il mercato del lavoro ha registrato nuovi progressi** con un tasso di disoccupazione sceso ulteriormente al 5% dal 5.1% di ottobre. Dall'altro, sulla fiducia dei produttori pesano ancora una volta l'incognita della guerra commerciale e la prospettiva di un ridimensionamento del ciclo economico a livello internazionale: l'indice Ifo si è ridimensionato a 102 da 102.9 di

Germania

ottobre e il PMI è sceso a 51.6 da 52.2 nel settore manifatturiero, a 53.3 da 54.7 in quello dei servizi.

L'inflazione globale ha iniziato a rientrare dal massimo registrato in ottobre: in novembre, la variazione tendenziale dell'indice HCPI si è ridimensionata a +2.2% a/a da +2.4% del mese precedente. **È vero che il core è aumentato a +1.5% a/a da +1.2% del mese precedente, ma si riferisce ad ottobre. Da qui in poi dovrebbe seguire la tendenza al ridimensionamento già verificatasi sul globale,** riflettendo il calo del prezzo del petrolio iniziato a ottobre e potenziatosi nel mese successivo.

In Francia, la revisione dei dati sul PIL del terzo trimestre non ha modificato la crescita congiunturale di +0.4% t/t emersa con le rilevazioni preliminari. Nonostante l'aumento comunque rilevante nei tre mesi, **la variazione tendenziale si è ulteriormente ridimensionata a +1.4% a/a** (rivisto da +1.5%) da +1.6% del secondo trimestre. **Anche se l'economia d'oltralpe ha perso mezzo punto percentuale dalla fine del 2017, 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 dei dati ha redistribuito la crescita più equamente tra le diverse componenti: i consumi, gli investimenti fissi e il canale estero hanno supportato il ciclo economico in modo paritetico con un contributo di +0.2% t/t, ciascuno. Solo le scorte hanno sottratto forza con un decumulo di -0.3% t/t, rivisto da -0.2%.

Francia

I dati mensili sono positivi, soprattutto quelli riferiti a ottobre e novembre, che danno informazioni sul quarto trimestre ancora non noto. La produzione industriale ha registrato un forte calo di -1.8% m/m, ma riguarda settembre, quindi rientra nell'analisi trimestrale sopra riportata. In ottobre, **gli indicatori delle vendite al dettaglio e dei consumi delle famiglie sono aumentati** di +0.5% m/m e +1.1%, rispettivamente, invertendo la tendenza negativa del mese precedente di -1.2% e -2.1%. La dinamica positiva della domanda interna è supportata dal buon andamento del mercato del lavoro: **il tasso di disoccupazione ha messo a segno un importante ridimensionamento**, portandosi all'8.9% dal 9.3% di settembre. **In novembre, la fiducia dei produttori e consumatori non ha registrato variazioni rilevanti.** La prima, letta attraverso l'indice Insee, si è portata a quota 105 da 104 di ottobre, battendo leggermente le aspettative di 103. Anche se è da sottolineare che l'indice PMI si è un po' ridimensionato sia nel settore manifatturiero, a 50.7 da 51.2, sia in quello dei servizi, a 55 da 55.3. La fiducia dei consumatori ha subito un lieve calo a 92 da 95 di ottobre.

Come per gli altri Paesi dell'Area Euro, **i rischi inflazionistici, che per la Francia erano più evidenti perché più sensibile ai rincari del greggio, 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, aumentando la distanza dall'obiettivo del 2% della BCE.

In Italia, rispetto al mese scorso, sono disponibili informazioni sul PIL del terzo trimestre anche per le componenti. L'aggregato è stato rivisto al ribasso, portando la variazione trimestrale a -0.1% t/t da 0% e quella tendenziale a +0.7% a/a da 0.8%, a testimoniare che l'economia risente non solo delle difficoltà comuni all'intera Area Euro, ma anche di quelle interne relative all'incertezza sui conti pubblici. Gli investimenti fissi, dopo l'incoraggiante dinamica positiva di +2.8% t/t nel secondo trimestre, che li aveva resi la forza trainante dell'economia, con un supporto alla crescita di +0.5%, hanno invertito la rotta, registrando una diminuzione di -1.1% t/t e un contributo negativo di -0.2%. 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 smorzato gli entusiasmi dei produttori che hanno preferito assumere un atteggiamento attendista nelle decisioni d'investimento. I consumi sono rimasti fermi com'era accaduto nel secondo trimestre e insieme a scorte e spesa pubblica non hanno dato alcun contributo alla crescita del PIL. Sorprendentemente l'unica componente che ha supportato il ciclo economico italiano è stata quella del canale estero, anche se

Italia

limitatamente a un +0.1%. 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 settembre sono poco rilevanti perché inclusi in quelli trimestrali sopra menzionati e confermano il quadro negativo. La produzione industriale e gli ordini all'industria sono diminuiti di -0.2% m/m e -2.9%, rispettivamente, smorzando gli entusiasmi delle rilevazioni riferite ad agosto di +1.7% e +4.9%. Solo le costruzioni hanno registrato un incremento di +1.3% m/m. Le vendite al dettaglio sono scese di -0.8% annullando il risultato positivo di agosto di +0.6% (rivisto da +0.7%). **I dati relativi a ottobre ci dicono che la crescita nel quarto trimestre potrà contare solo sulla domanda estera. Il peggioramento delle condizioni del mercato del lavoro probabilmente penalizzerà i consumi interni.** Il tasso di disoccupazione è aumentato al 10.6% dal 10.3% di settembre e quest'ultimo è stato rivisto al rialzo dal 10.1%. Per contro, **le esportazioni verso i Paesi extra UE hanno registrato un forte incremento di +5.3% m/m a fronte d'importazioni deboli** (-0.1%) consentendo al surplus commerciale di raddoppiare rispetto al mese precedente.

In novembre, la fiducia di produttori e consumatori è stata messa a dura prova dallo scontro tra il Governo italiano e la Commissione Europea sulla questione dei conti pubblici. Gli indicatori Istat hanno subito pesanti correzioni verso il basso: la fiducia dei consumatori è scesa a quota 114.8 da 116.5 (quest'ultimo rivisto da 116.6) deludendo le aspettative degli analisti (116); quella delle imprese è diminuita a 104.4 da 104.9 nel settore manifatturiero e a 101.8 da 103.6 (in settembre era a 105.1) in quello dei servizi. Va sottolineato, inoltre, che il PMI, disponibile soltanto per ottobre, è sceso in entrambi i settori sotto la soglia dei 50 punti che indica un'attività economica in contrazione: a 49.2 sia nel manifatturiero sia nei servizi.

L'inflazione è rimasta invariata. In novembre, la variazione tendenziale dell'indice HCPI globale si è fermata a +1.7% a/a e quella core a +0.9% a/a.

Gli occhi restano ancora puntati sui conti pubblici. Le trattative in corso tra Governo e Commissione Europea per una ridefinizione della manovra di bilancio potranno forse evitare la procedura d'infrazione per debito eccessivo, ma la debolezza del ciclo economico, in ogni caso, manterrà alta l'attenzione sulla capacità di contenere il rapporto deficit/PIL.

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

GLI SCENARI

A (20%)

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 mantiene un passo robusto al +3% a/a. L'inflazione si mantiene intorno al 2% a/a. La forza del mercato del lavoro con salari in aumento impone alla Fed due rialzi dei tassi ufficiali a dicembre del 2018 e a marzo del 2019, di 25 punti base ciascuno. Nel medio termine, il decennale si spinge intorno al 3.1% e il dollaro mantiene la sua forza fino a dicembre, poi si deprezza leggermente intorno a quota 1.14 nei confronti dell'euro.

Area Euro: la crescita solida si rafforza sopra il 2% a/a, anche grazie all'accordo Trump-Juncker per l'azzeramento dei dazi tra le due aree e l'inflazione si porta verso il 2% a/a. La BCE mantiene un atteggiamento accomodante di politica monetaria, focalizzando l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio e rinviando all'autunno del 2019 un rialzo dei tassi ufficiali. In Italia, la legge di bilancio, pur sfiorando i limiti imposti dalla Commissione Europea, evita la procedura d'infrazione per eccessivo debito pubblico. I rendimenti sui titoli di Stato italiani restano elevati in sintonia con il resto dell'area, intorno al 3.25% sulla scadenza decennale e lo *spread* intorno ai 285 punti base nei confronti del *Bund* tedesco.

B (20%)

USA: il protrarsi delle trattative con la Cina sui dazi frena la crescita per aspettative di ritorsioni tra Paesi e il venir meno dell'effetto espansivo della politica fiscale porta a un ridimensionamento del PIL intorno a +2/2.5% a/a nel medio termine. L'importante calo del prezzo del petrolio e il venir meno della tensione sui salari, a causa del ripiegamento del ciclo economico, fanno rientrare i rischi inflazionistici. Il timore da parte della Fed che dopo nove anni di crescita ininterrotta s'innesci un trend negativo fa rientrare le esigenze di ulteriori rialzi dei tassi ufficiali. I rendimenti del decennale tornano ben sotto il 3% e il dollaro si deprezza verso quota 1.16 nei confronti dell'euro.

Area Euro: la crescita si ridimensiona sotto il 2% a/a a causa del protezionismo e del ridimensionamento della domanda a livello internazionale. 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, lo scenario di minore crescita globale e uno stallo nella domanda interna enfatizzano il problema dell'elevato debito pubblico penalizzando fortemente i rendimenti sui titoli di Stato italiani che aumentano anche sopra il 3.5% sul decennale. Lo *spread* può spingersi oltre i 330 punti base rispetto al *Bund*.

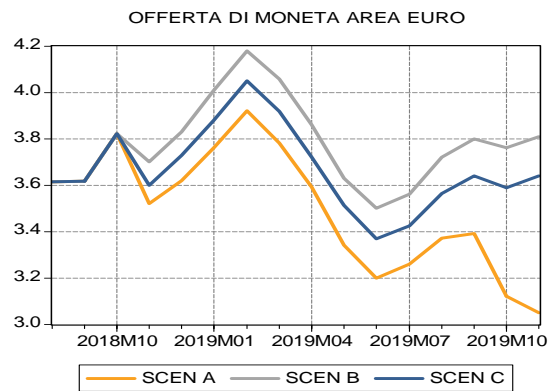
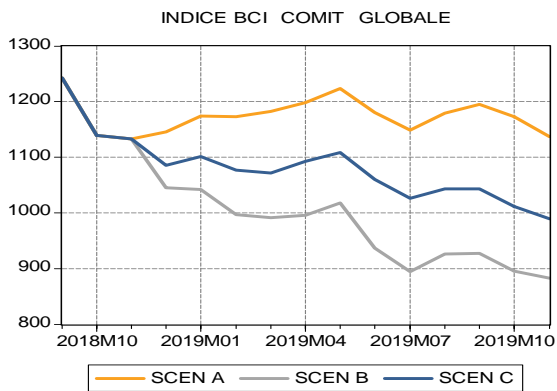
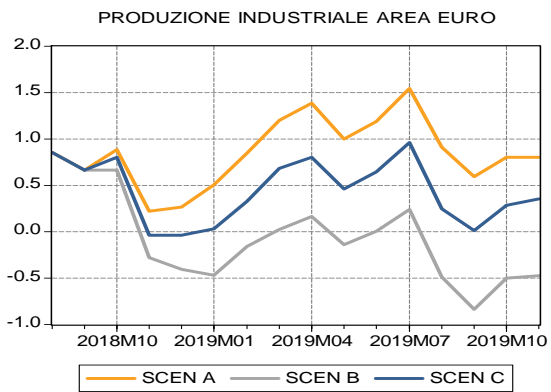
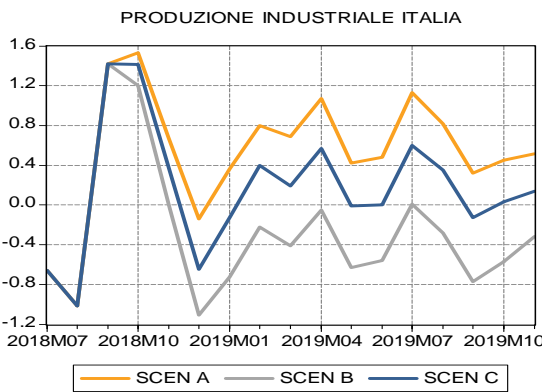
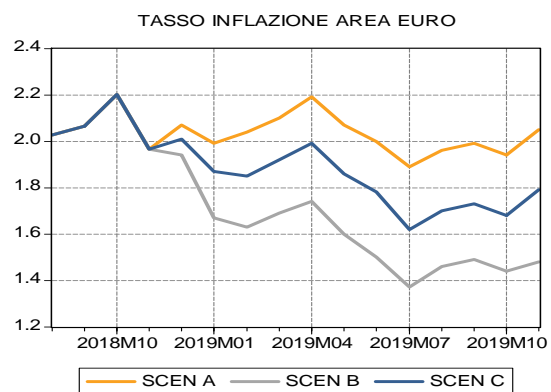
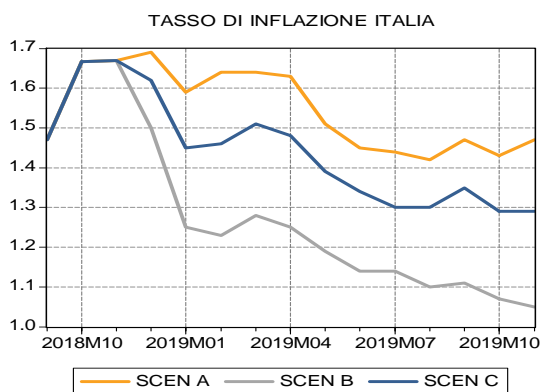
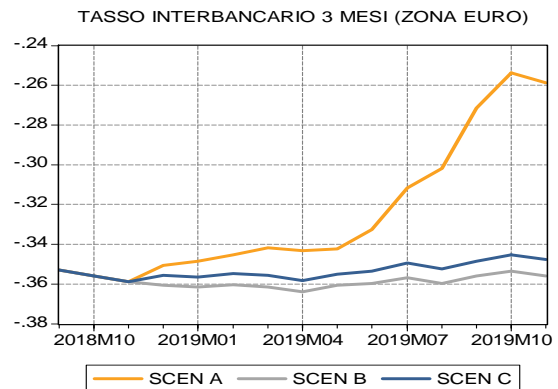
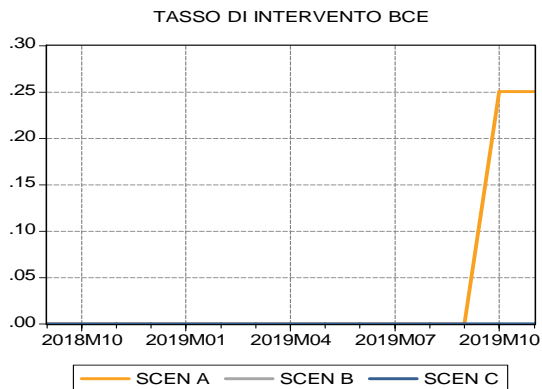
C (60%)

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, mantiene un passo robusto al +3% a/a. I rischi inflazionistici derivanti dalla forza del mercato del lavoro sono mitigati dal ridimensionamento del prezzo del petrolio, pertanto la Fed si limita ad aumentare i tassi ufficiali solo a dicembre del 2018. Nel 2019 assume un atteggiamento neutrale di politica monetaria. I rendimenti sul decennale americano restano intorno al 3% e il dollaro intorno a quota 1.15 nei confronti dell'euro.

Area Euro: continua la crescita positiva anche se meno intensa del 2017, rimanendo intorno al 2% a/a, con un'inflazione *core* ancora moderata ben sotto il 2% a/a. 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 probabile procedura d'infrazione per debito pubblico eccessivo penalizza i rendimenti sui titoli di Stato, che si portano sopra il 3.3% sul decennale, con uno *spread* BTP/*Bund* intorno ai 300 punti base.

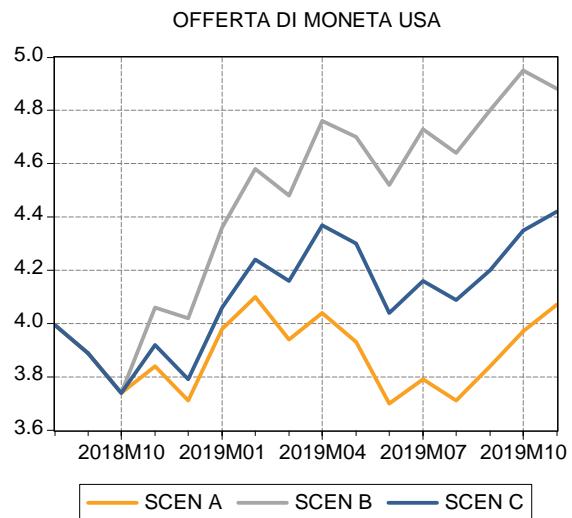
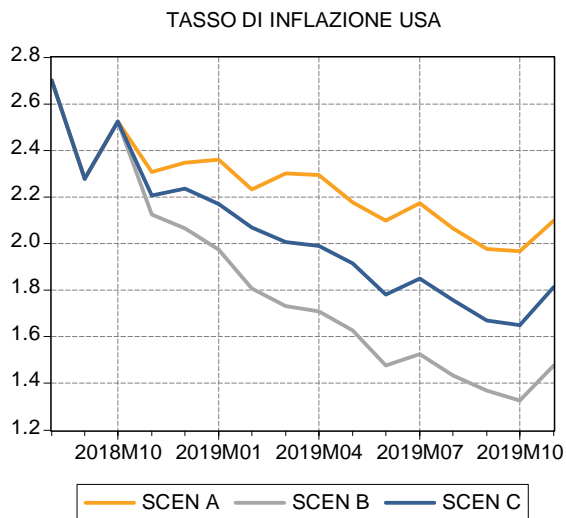
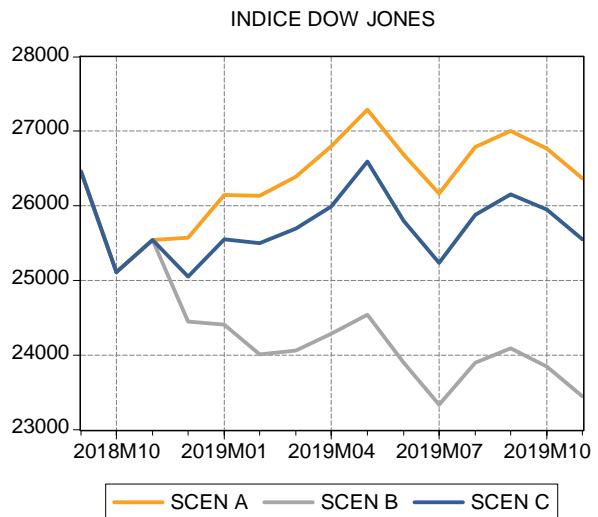
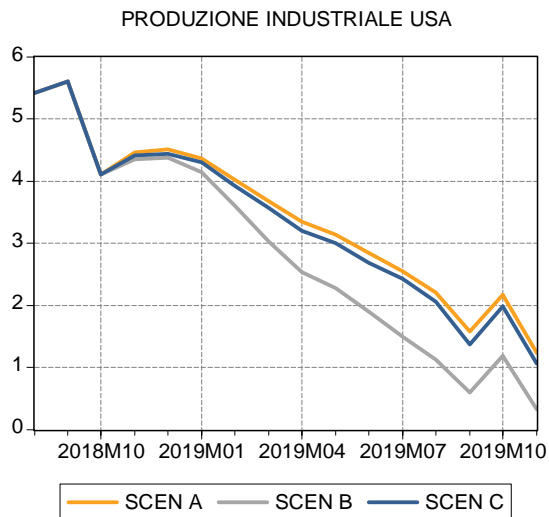
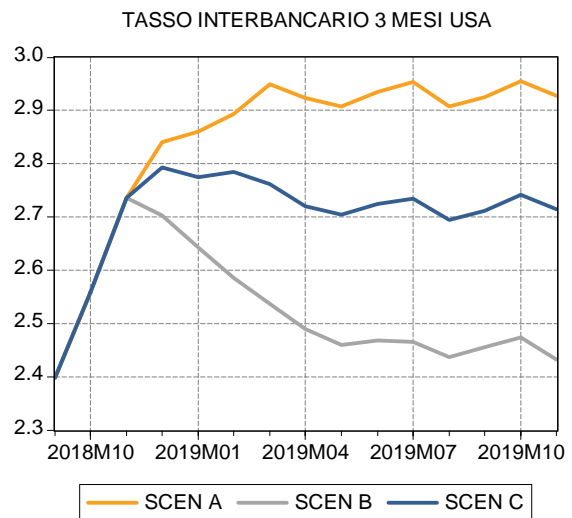
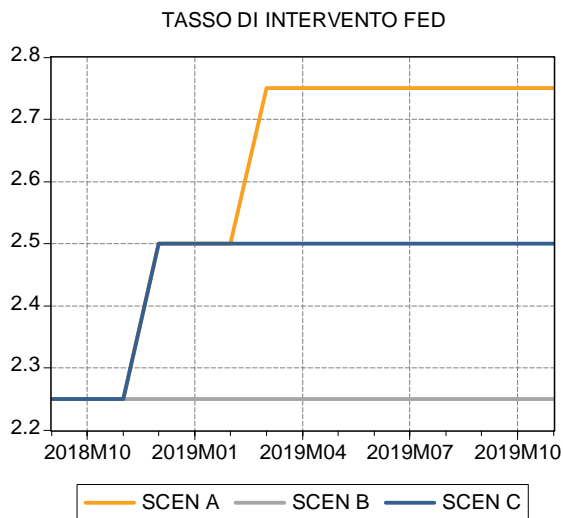
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

I tassi interbancari europei continuano a rimanere piatti su livelli minimi. In novembre il tasso a un mese è rimasto stabile a -0.41, il tre mesi è sceso a -0.36% da -0.35% e il 6 mesi a -0.33% da -0.32%. **Una crescita economica positiva ma meno intensa del 2017 e un'inflazione core moderata potrebbero consentire alla BCE di mantenere un atteggiamento accomodante per tutto il 2019 (scen. C e B).** Se le dinamiche dovessero accelerare, potrebbe prospettarsi un primo rialzo nell'autunno del 2019 (scen. A). **I saggi interbancari sono visti comunque stabili o in tenue ripresa** (tra -0.3 e -0.4% per le scadenze a 1 e 3 mesi e tra -0.2 e -0.3% il 6 mesi).

TASSI INTERBANCARI

I rendimenti della struttura a termine italiana, pur risentendo dell'incertezza politica attuale e del rischio che sia approvata dalla Commissione Europea la procedura per debito pubblico eccessivo, in novembre hanno corretto al ribasso di circa 20-25 punti base su tutte le scadenze (+1.68%, +2.38%, +2.86% e +3.25% per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni, rispettivamente da +1.95%, +2.65%, +3.11% e +3.44%). Questa correzione, oltre al probabile intervento della BCE con acquisti di titoli nell'ambito del QE, potrebbe essere imputabile anche all'effetto trascinarsi dei titoli statunitensi, in calo per il timore che la guerra commerciale alimenti il rallentamento dell'economia globale e conduca alla prossima fase recessiva del ciclo. **Nello scenario C l'accordo USA-Cina ha esito positivo e i rischi inflazionistici rimangono moderati. La Fed decide quindi di aumentare i tassi solo a dicembre 2018. La BCE, con una crescita in ridimensionamento ma positiva e l'inflazione core sotto il target, mantiene un atteggiamento accomodante focalizzando l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio. In Italia, tuttavia, la procedura d'infrazione per debito eccessivo penalizza i rendimenti dei titoli** (a novembre 2019, 1.88%, al 2.67%, al 3.20% e al 3.54% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni). Nello scenario A, la crescita robusta e le tensioni sui prezzi derivanti dal mercato del lavoro spingono la Fed a rialzare i tassi ufficiali a dicembre 2018 e a marzo. In Europa la crescita si rafforza e l'inflazione core si porta verso il 2%. L'Italia, pur sfiorando i limiti della Commissione Europea, evita la procedura d'infrazione. La BCE rimane accomodante e rinvia il rialzo dei tassi all'autunno del 2019: i rendimenti italiani rimarrebbero comunque elevati, in sintonia con il resto dell'area (+1.80% il 3 anni, +2.56% il 5 anni, +3.09% il 7 anni e +3.43% il 10 anni a novembre 2019). Nello scenario B, le tensioni commerciali tra USA e Cina e il calo dell'impulso della politica fiscale determinano il rallentamento della crescita statunitense. Il timore che inizi una fase recessiva 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 la crescita. La BCE mantiene un atteggiamento accomodante, tuttavia in Italia la minor crescita esacerba il problema del debito pubblico eccessivo penalizzando fortemente i rendimenti dei titoli di Stato (+2.14% il 3 anni, +2.88% il 5 anni, +3.39% il 7 anni e +3.74% il 10 anni alla fine dell'orizzonte di previsione).

STRUTTURA A TERMINE

In settembre 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 è visto tra +0.4 e +0.5% e quello sui prestiti tra +2.6 e +2.7% a fine periodo.**

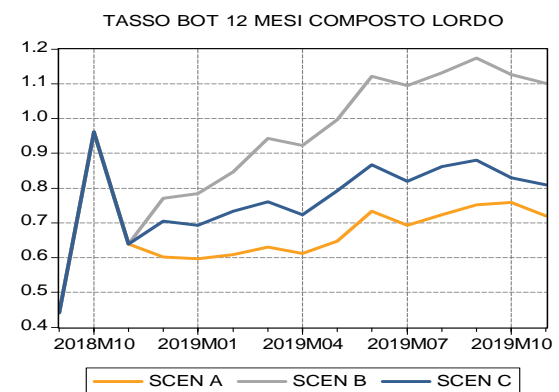
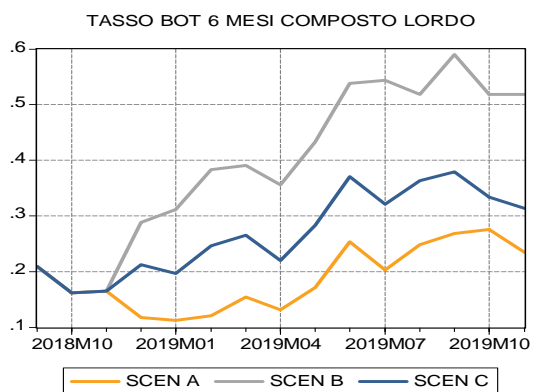
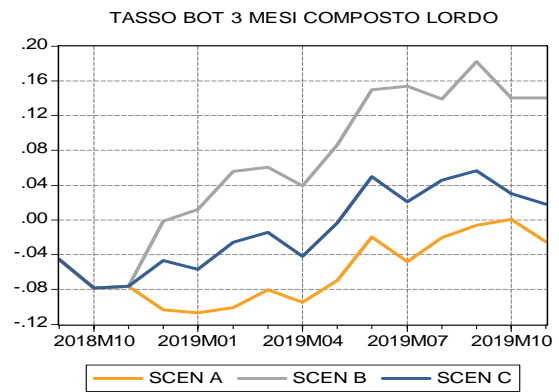
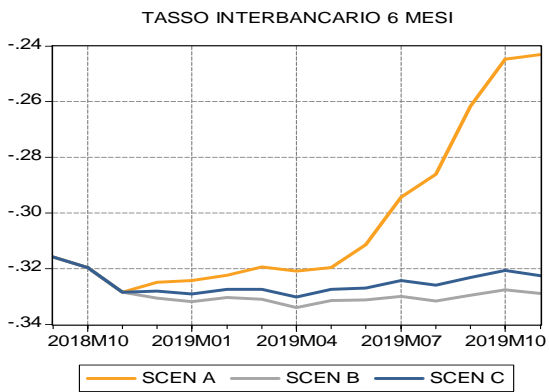
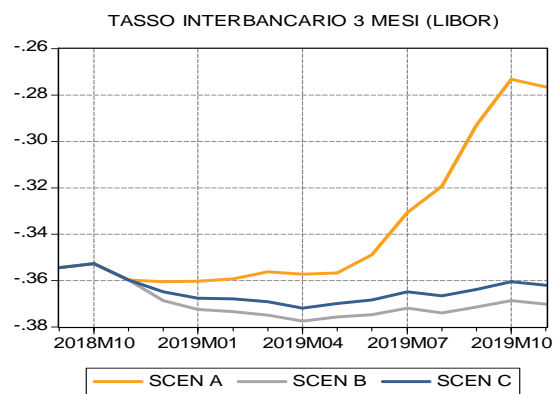
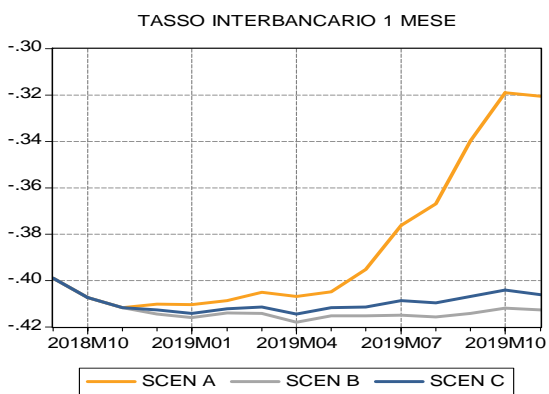
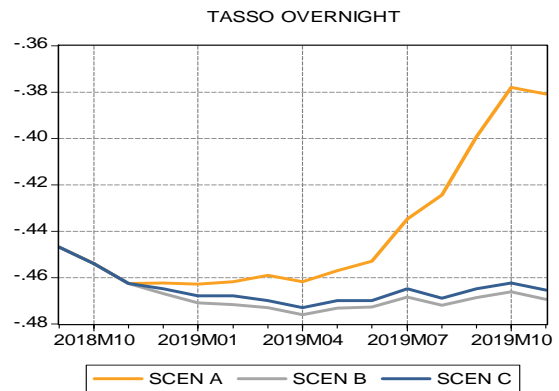
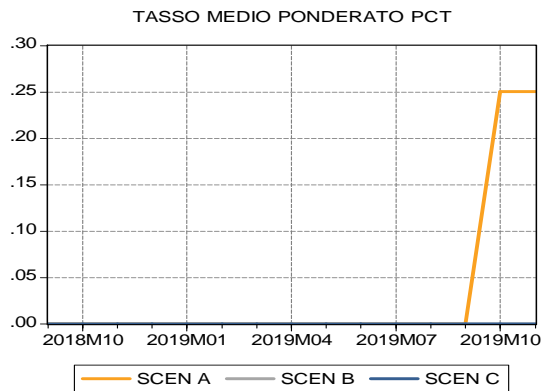
TASSI BANCARI

In settembre i prestiti totali hanno proseguito, seppur rallentandola, la caduta iniziata a giugno (-1.8% a/a, da -1.9% di agosto) mentre i depositi hanno continuato ad aumentare (+4.8% a/a, da +4.1%). **In base alle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica degli impieghi dovrebbe tornare positiva dal prossimo giugno (+1.3% a/a in C, +1.6% in A e +1.0% in B, a novembre 2019) e quella dei depositi totali dovrebbe rimanere sostenuta** (+3.8%, +4.2% e +3.5% rispettivamente).

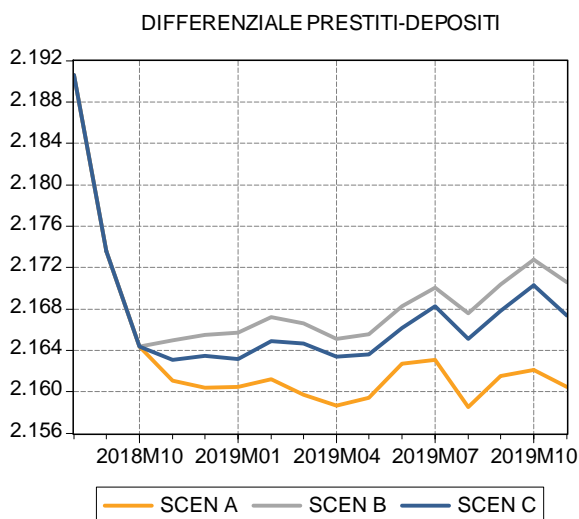
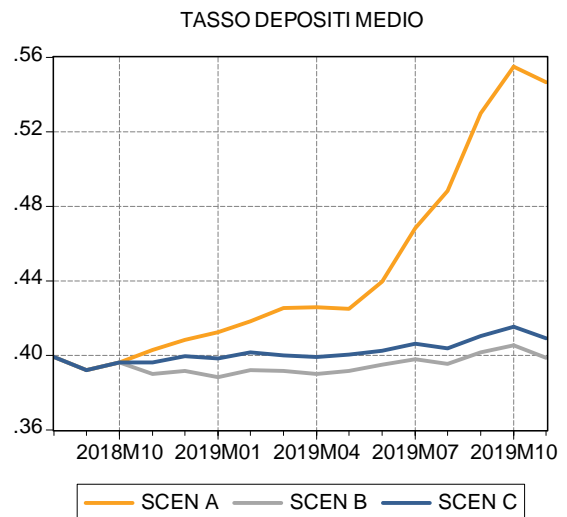
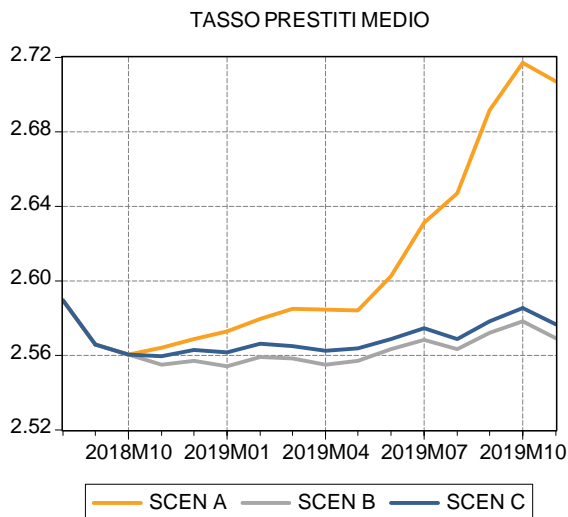
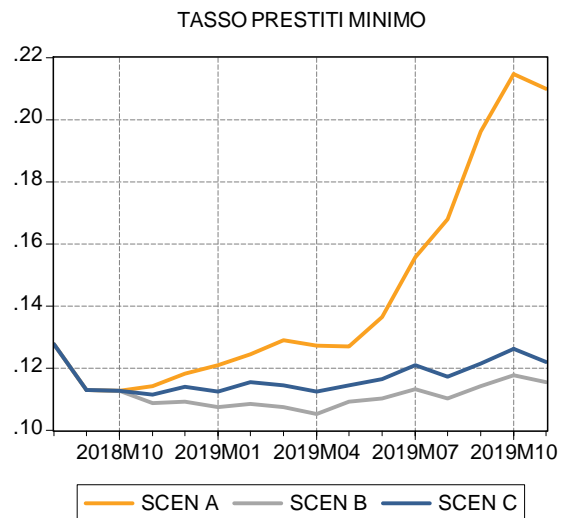
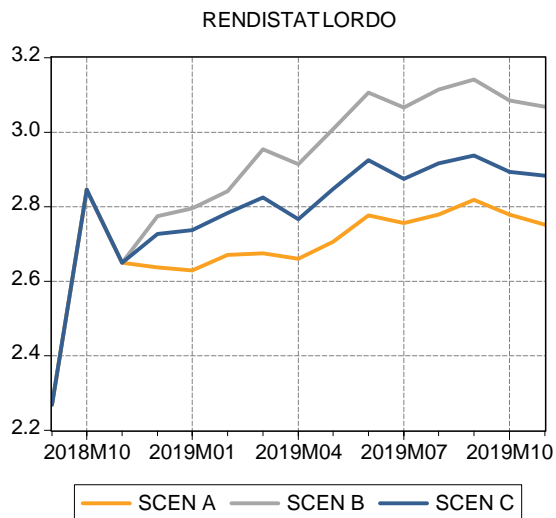
VOLUMI

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

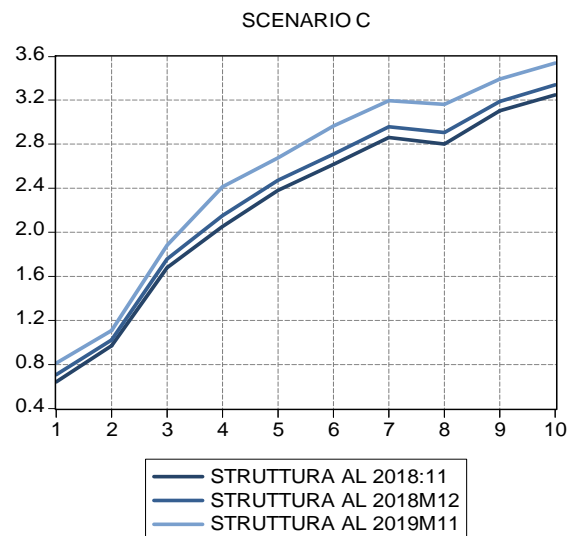
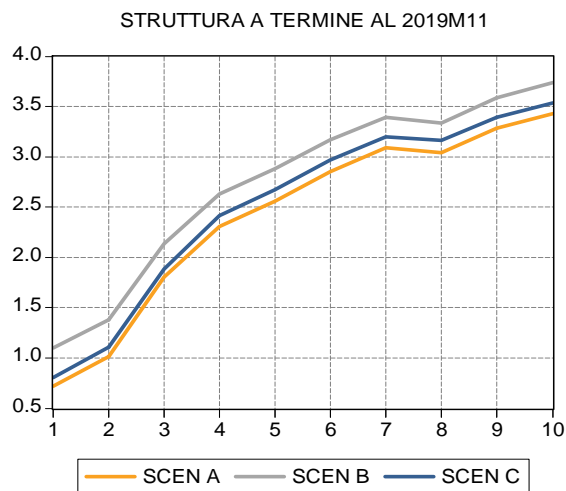
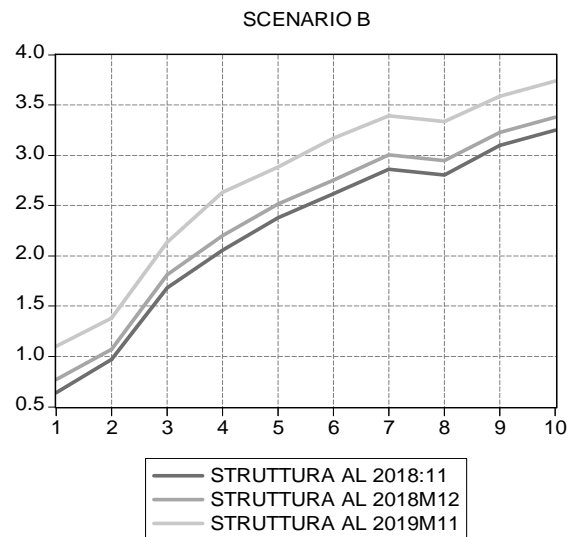
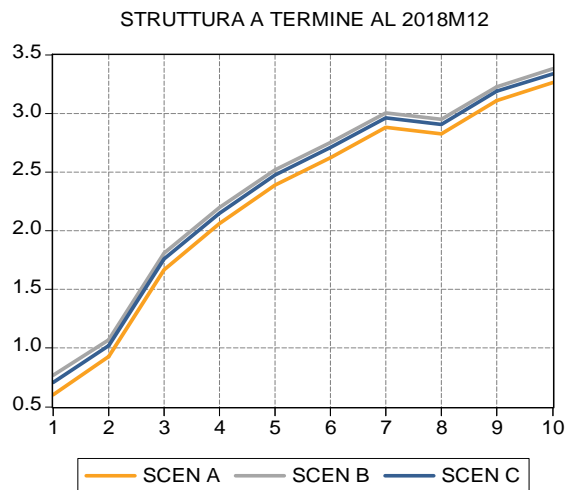
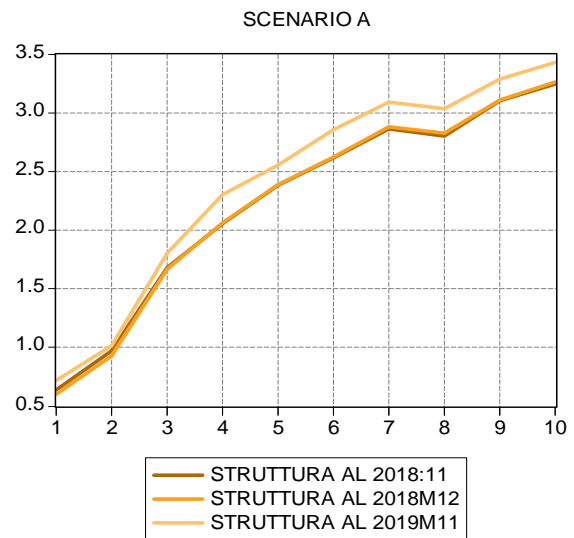
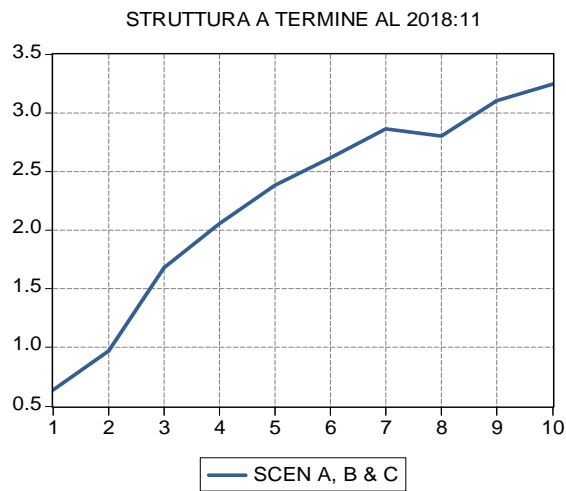
TASSI - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili

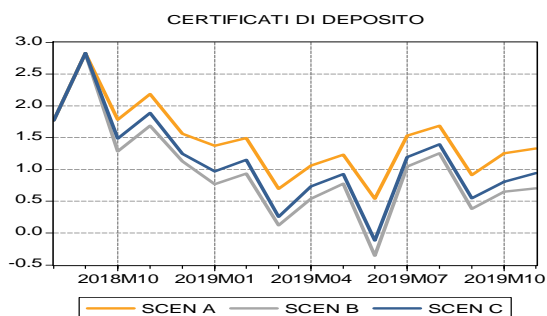
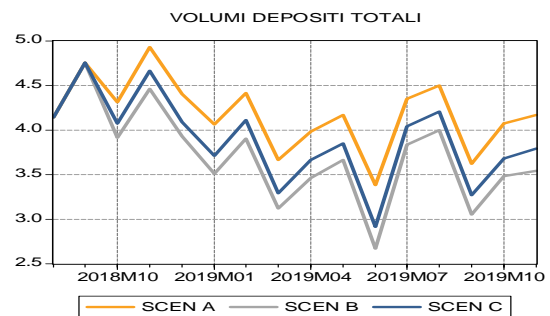
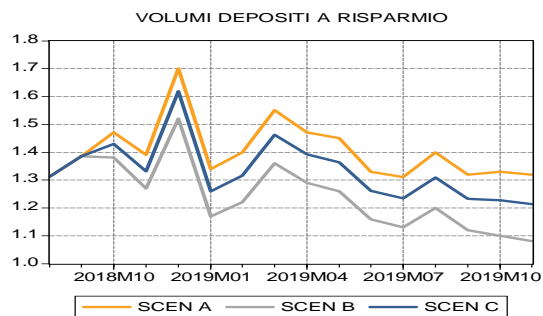
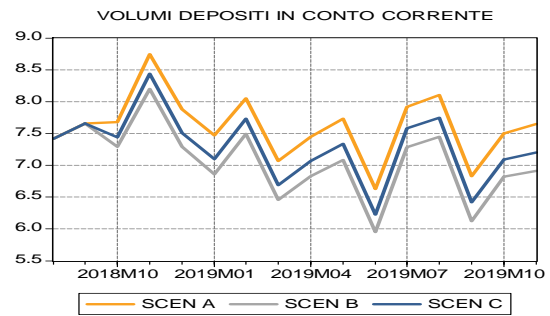
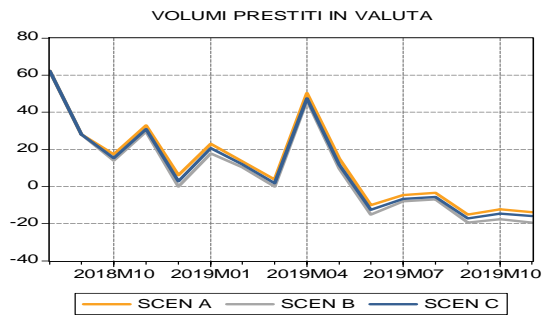
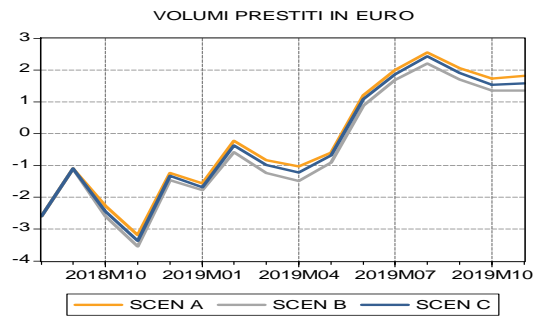
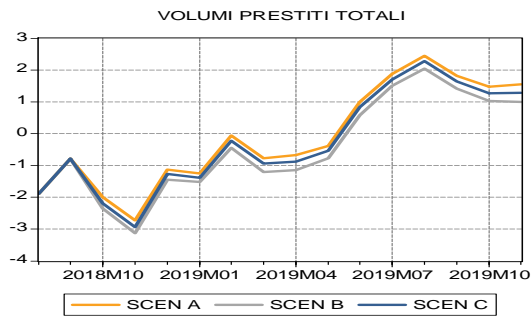
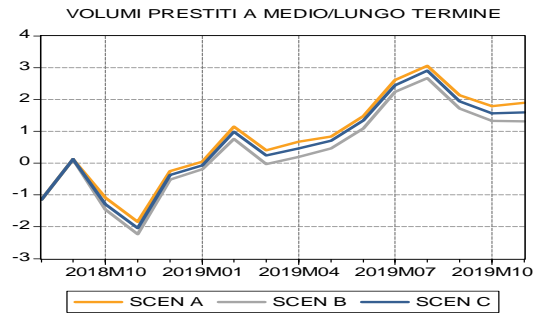
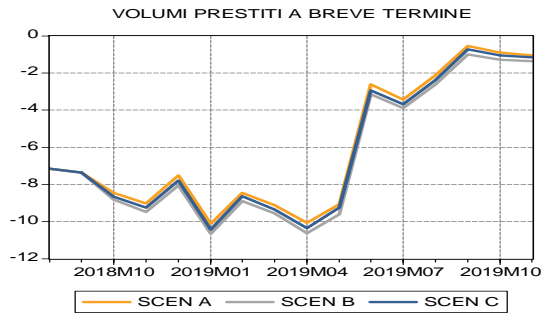


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



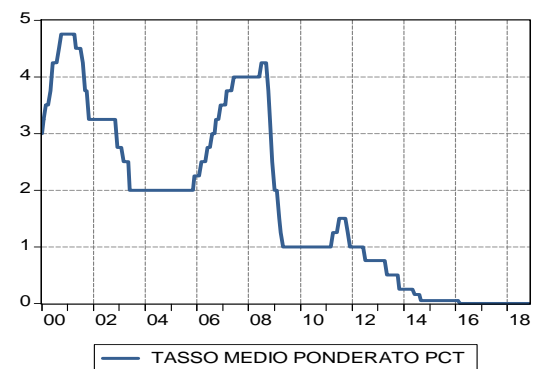
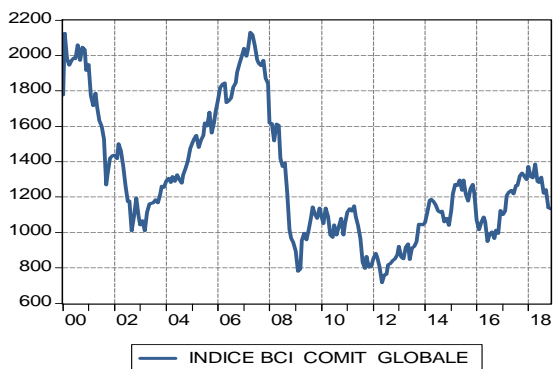
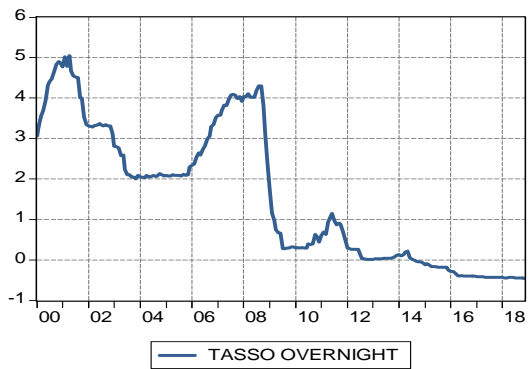
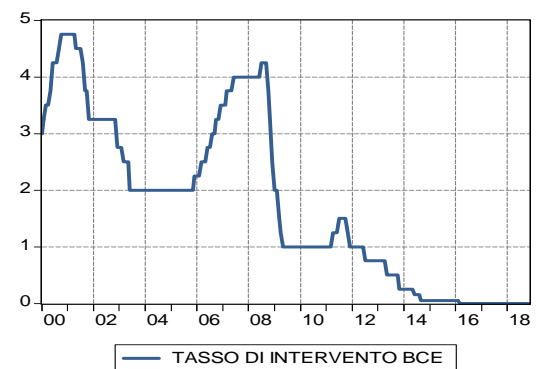
SCENARIO A	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9	19 10	19 11	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.25	
Indice BCI COMIT (livello)	1288	1284	1311	1221	1243	1139	1133	1145	1174	1173	1182	1198	1223	1180	1149	1179	1195	1173	1137	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.3	1.3	-0.7	-1.0	1.4	1.5	0.7	-0.1	0.4	0.8	0.7	1.1	0.4	0.5	1.1	0.8	0.3	0.4	0.5	
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.0	1.4	1.9	1.6	1.5	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4	1.5	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	0.25	0.25	
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.46	-0.46	-0.46	-0.46	-0.46	-0.46	-0.46	-0.45	-0.43	-0.42	-0.40	-0.38	-0.38	
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.40	-0.38	-0.37	-0.34	-0.32	-0.32	
T. Interb. 3m lett.	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.33	-0.32	-0.29	-0.27	-0.28	
T. Interb. 6m lett.	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.31	-0.29	-0.29	-0.26	-0.24	-0.24	
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.40	0.40	0.39	0.40	0.40	0.41	0.41	0.42	0.43	0.43	0.42	0.44	0.47	0.49	0.53	0.55	0.55	
T. Prestiti medio	2.62	2.60	2.59	2.59	2.57	2.56	2.56	2.57	2.57	2.58	2.59	2.58	2.58	2.60	2.63	2.65	2.69	2.72	2.71	
T.prest. medio - T.dep. medio	2.22	2.20	2.19	2.19	2.17	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.57	-0.11	-0.13	0.10	-0.05	-0.08	-0.08	-0.10	-0.11	-0.10	-0.08	-0.09	-0.07	-0.02	-0.05	-0.02	-0.01	0.00	-0.02	
T. BOT comp. lordo 6m	1.23	0.09	0.07	0.45	0.21	0.16	0.16	0.12	0.11	0.12	0.15	0.13	0.17	0.25	0.20	0.25	0.27	0.28	0.23	
T. BOT comp. lordo 12m	-0.37	0.56	0.34	0.69	0.44	0.96	0.64	0.60	0.60	0.61	0.63	0.61	0.65	0.73	0.69	0.72	0.75	0.76	0.72	
Rendistat lordo	1.49	2.12	2.00	2.45	2.27	2.84	2.65	2.64	2.63	2.67	2.67	2.66	2.71	2.78	2.76	2.78	2.82	2.78	2.75	
Rendistat netto	1.30	1.85	1.75	2.14	1.98	2.49	2.32	2.31	2.30	2.34	2.34	2.33	2.37	2.43	2.41	2.43	2.46	2.43	2.41	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	1.40	1.13	1.26	2.11	1.78	1.95	1.68	1.67	1.67	1.68	1.72	1.69	1.74	1.82	1.78	1.81	1.84	1.83	1.80	
Rend. BTP a 5 anni	2.02	1.83	1.93	2.70	2.39	2.65	2.38	2.39	2.41	2.43	2.48	2.46	2.51	2.59	2.56	2.60	2.63	2.59	2.56	
Rend. BTP a 7 anni	2.39	2.30	2.37	3.01	2.78	3.11	2.86	2.88	2.92	2.96	2.99	2.98	3.03	3.11	3.09	3.13	3.17	3.11	3.09	
Rend. BTP a 10 anni	2.81	2.73	2.79	3.26	3.15	3.44	3.25	3.26	3.29	3.31	3.35	3.34	3.39	3.46	3.44	3.47	3.50	3.46	3.43	
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2373.219	2332.401	2309.823	2300.377	2328.955	2349.737	2355.472	2344.184	2349.387	2345.900	2357.97	2364.60	2364.00	2355.52	2353.18	2356.62	2371.40	2384.49	2391.91	
Prestiti in euro	2342.658	2288.574	2266.420	2259.320	2296.548	2309.326	2314.552	2309.729	2311.326	2314.084	2321.737	2339.60	2328.837	2316.04	2311.75	2316.93	2343.86	2349.05	2356.68	
Prestiti in valuta	30.561	43.827	43.403	41.057	32.407	40.410	40.920	34.456	38.061	31.816	36.231	24.994	35.158	39.483	41.435	39.689	27.539	35.447	35.235	
Prestiti a breve	292.566	276.033	279.196	271.059	266.991	267.291	271.724	267.316	272.939	269.989	266.810	267.186	266.001	268.801	269.620	265.312	265.522	264.859	268.871	
Prestiti a m / l	2080.653	2056.368	2030.626	2029.318	2061.964	2082.445	2083.748	2076.869	2076.448	2075.911	2091.158	2097.412	2097.994	2086.719	2083.564	2091.309	2105.874	2119.634	2123.041	
Depositi totali	2420.533	2445.843	2419.839	2429.916	2461.380	2465.590	2474.242	2478.206	2471.758	2454.764	2477.689	2486.329	2521.469	2528.512	2525.061	2539.263	2550.482	2565.939	2577.418	
Depositi in c / c	1083.938	1101.372	1077.309	1079.979	1106.157	1107.526	1112.836	1143.749	1127.257	1135.217	1147.246	1153.981	1167.727	1174.393	1162.632	1167.457	1181.707	1190.590	1197.968	
Depositi a risparmio	299.777	300.313	300.418	301.104	301.490	301.274	301.668	303.805	304.963	305.251	305.169	304.615	304.124	304.307	304.353	305.319	305.469	305.281	305.650	
Certif. deposito	1036.818	1044.158	1042.112	1048.834	1053.733	1056.790	1059.738	1030.652	1039.538	1014.296	1025.274	1027.732	1049.619	1049.812	1058.076	1066.487	1063.305	1070.068	1073.800	
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	0.52	-2.28	-1.65	-1.89	-0.80	-1.99	-2.73	-1.14	-1.25	-0.06	-0.77	-0.67	-0.39	0.99	1.88	2.44	1.82	1.48	1.55	
Prestiti in euro	1.02	-2.45	-1.68	-2.59	-1.11	-2.27	-3.19	-1.24	-1.57	-0.22	-0.84	-1.03	-0.59	1.20	2.00	2.55	2.06	1.72	1.82	
Prestiti in valuta	-26.83	7.47	-0.09	62.29	27.94	17.20	33.02	6.06	23.04	13.44	3.75	50.20	15.04	-9.91	-4.53	-3.33	-15.02	-12.28	-13.89	
Prestiti a breve	-6.78	-11.16	-6.70	-7.17	-7.37	-8.46	-9.03	-7.51	-10.12	-8.47	-9.12	-10.08	-9.08	-2.62	-3.43	-2.12	-0.55	-0.91	-1.05	
Prestiti a m / l	1.64	-0.95	-0.91	-1.14	0.12	-1.09	-1.84	-0.26	0.05	1.15	0.40	0.67	0.83	1.48	2.61	3.05	2.13	1.79	1.89	
Depositi totali	3.62	4.75	3.82	4.14	4.75	4.31	4.93	4.40	4.06	4.41	3.66	3.98	4.17	3.38	4.35	4.50	3.62	4.07	4.17	
Depositi in c / c	9.07	10.50	7.80	7.42	7.66	7.68	8.74	7.88	7.47	8.05	7.07	7.45	7.73	6.63	7.92	8.10	6.83	7.50	7.65	
Depositi a risparmio	1.39	1.83	1.52	1.31	1.39	1.47	1.39	1.70	1.34	1.40	1.55	1.47	1.45	1.33	1.31	1.40	1.32	1.33	1.32	
Certif. deposito	-0.93	0.09	0.65	1.77	2.82	1.78	2.19	1.56	1.37	1.49	0.69	1.06	1.23	0.54	1.53	1.68	0.91	1.26	1.33	

SCENARIO B	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9	19 10	19 11
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)	1288	1284	1311	1221	1243	1139	1133	1045	1042	997	991	996	1018	937	894	926	927	895	883
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.3	1.3	-0.7	-1.0	1.4	1.2	0.0	-1.1	-0.7	-0.2	-0.4	-0.1	-0.6	-0.6	0.0	-0.3	-0.8	-0.6	-0.3
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.0	1.4	1.9	1.6	1.5	1.7	1.7	1.5	1.3	1.2	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.46	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.48	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.41	-0.42	-0.41	-0.41	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.41	-0.41	-0.41
T. Interb. 3m lett.	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37
T. Interb. 6m lett.	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.40	0.40	0.39	0.40	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.41	0.40
T. Prestiti medio	2.62	2.60	2.59	2.59	2.57	2.56	2.56	2.56	2.55	2.56	2.56	2.56	2.56	2.56	2.57	2.56	2.57	2.58	2.57
T.prest. medio - T.dep. medio	2.22	2.20	2.19	2.19	2.17	2.16	2.17	2.17	2.17	2.17	2.17	2.17	2.17	2.17	2.17	2.17	2.17	2.17	2.17
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.57	-0.11	-0.13	0.10	-0.05	-0.08	-0.08	0.00	0.01	0.06	0.06	0.04	0.09	0.15	0.15	0.14	0.18	0.14	0.14
T. BOT comp. lordo 6m	1.23	0.09	0.07	0.45	0.21	0.16	0.16	0.29	0.31	0.38	0.39	0.36	0.43	0.54	0.54	0.52	0.59	0.52	0.52
T. BOT comp. lordo 12m	-0.37	0.56	0.34	0.69	0.44	0.96	0.64	0.77	0.78	0.85	0.94	0.92	1.00	1.12	1.09	1.13	1.17	1.13	1.10
Rendistat lordo	1.49	2.12	2.00	2.45	2.27	2.84	2.65	2.78	2.80	2.84	2.95	2.91	3.01	3.11	3.07	3.11	3.14	3.08	3.07
Rendistat netto	1.30	1.85	1.75	2.14	1.98	2.49	2.32	2.43	2.45	2.49	2.58	2.55	2.63	2.72	2.68	2.72	2.75	2.70	2.68
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	1.40	1.13	1.26	2.11	1.78	1.95	1.68	1.81	1.82	1.88	2.01	1.96	2.06	2.17	2.14	2.18	2.21	2.17	2.14
Rend. BTP a 5 anni	2.02	1.83	1.93	2.70	2.39	2.65	2.38	2.52	2.55	2.61	2.74	2.71	2.80	2.91	2.89	2.93	2.96	2.92	2.88
Rend. BTP a 7 anni	2.39	2.30	2.37	3.01	2.78	3.11	2.86	3.00	3.04	3.10	3.22	3.17	3.27	3.37	3.36	3.44	3.45	3.42	3.39
Rend. BTP a 10 anni	2.81	2.73	2.79	3.26	3.15	3.44	3.25	3.38	3.41	3.47	3.60	3.57	3.66	3.76	3.74	3.78	3.81	3.77	3.74
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2373.219	2332.401	2309.823	2300.377	2328.955	2341.106	2345.786	2337.071	2342.862	2336.690	2347.55	2353.10	2354.88	2345.96	2344.47	2347.43	2361.73	2365.26	2369.20
Prestiti in euro	2342.658	2288.574	2266.420	2259.320	2296.548	2301.765	2305.945	2304.583	2306.395	2305.735	2312.606	2328.73	2321.340	2308.71	2304.50	2309.25	2335.59	2332.84	2337.08
Prestiti in valuta	30.561	43.827	43.403	41.057	32.407	39.341	39.841	32.487	36.467	30.955	34.941	24.369	33.542	37.242	39.969	38.175	26.140	32.421	32.120
Prestiti a breve	292.566	276.033	279.196	271.059	266.991	266.240	270.350	265.755	271.299	268.750	265.518	265.551	264.451	267.338	268.308	263.957	264.321	262.806	266.674
Prestiti a m / l	2080.653	2056.368	2030.626	2029.318	2061.964	2074.866	2075.436	2071.316	2071.563	2067.940	2082.029	2087.548	2090.431	2078.618	2076.157	2083.469	2097.408	2102.454	2102.522
Depositi totali	2420.533	2445.843	2419.839	2429.916	2461.380	2456.135	2463.159	2467.049	2458.694	2442.774	2464.782	2473.895	2509.125	2511.147	2512.519	2527.113	2536.452	2541.609	2550.355
Depositi in c / c	1083.938	1101.372	1077.309	1079.979	1106.157	1103.514	1107.310	1137.494	1120.859	1129.334	1140.710	1147.322	1160.681	1166.904	1155.737	1160.437	1173.854	1178.829	1183.833
Depositi a risparmio	299.777	300.313	300.418	301.104	301.490	301.007	301.311	303.267	304.452	304.709	304.598	304.075	303.554	303.797	303.813	304.717	304.866	304.318	304.565
Certif. deposito	1036.818	1044.158	1042.112	1048.834	1053.733	1051.614	1054.539	1026.288	1033.383	1008.731	1019.474	1022.497	1044.889	1040.446	1052.969	1061.959	1057.732	1058.462	1061.958
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	0.52	-2.28	-1.65	-1.89	-0.80	-2.35	-3.13	-1.44	-1.52	-0.45	-1.21	-1.15	-0.77	0.58	1.50	2.05	1.41	1.03	1.00
Prestiti in euro	1.02	-2.45	-1.68	-2.59	-1.11	-2.59	-3.55	-1.46	-1.78	-0.58	-1.23	-1.49	-0.91	0.88	1.68	2.21	1.70	1.35	1.35
Prestiti in valuta	-26.83	7.47	-0.09	62.29	27.94	14.10	29.51	0.00	17.89	10.37	0.06	46.44	9.75	-15.02	-7.91	-7.02	-19.34	-17.59	-19.38
Prestiti a breve	-6.78	-11.16	-6.70	-7.17	-7.37	-8.82	-9.49	-8.05	-10.66	-8.89	-9.56	-10.63	-9.61	-3.15	-3.90	-2.62	-1.00	-1.29	-1.36
Prestiti a m / l	1.64	-0.95	-0.91	-1.14	0.12	-1.45	-2.24	-0.52	-0.19	0.76	-0.03	0.20	0.47	1.08	2.24	2.67	1.72	1.33	1.31
Depositi totali	3.62	4.75	3.82	4.14	4.75	3.91	4.46	3.93	3.51	3.90	3.12	3.46	3.66	2.67	3.83	4.00	3.05	3.48	3.54
Depositi in c / c	9.07	10.50	7.80	7.42	7.66	7.29	8.20	7.29	6.86	7.49	6.46	6.83	7.08	5.95	7.28	7.45	6.12	6.82	6.91
Depositi a risparmio	1.39	1.83	1.52	1.31	1.39	1.38	1.27	1.52	1.17	1.22	1.36	1.29	1.26	1.16	1.13	1.20	1.12	1.10	1.08
Certif. deposito	-0.93	0.09	0.65	1.77	2.82	1.29	1.68	1.13	0.77	0.93	0.12	0.54	0.78	-0.36	1.04	1.25	0.38	0.65	0.70

SCENARIO C	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9	19 10	19 11	
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)	1288	1284	1311	1221	1243	1139	1133	1085	1101	1077	1072	1093	1109	1060	1026	1043	1043	1011	989	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.3	1.3	-0.7	-1.0	1.4	1.4	0.4	-0.6	-0.1	0.4	0.2	0.6	0.0	0.0	0.6	0.4	-0.1	0.0	0.1	
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.0	1.4	1.9	1.6	1.5	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4	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	-0.44	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.46	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.46	-0.47	
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.40	-0.41	
T. Interb. 3m lett.	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	
T. Interb. 6m lett.	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.32	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32	
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.40	0.40	0.39	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.40	0.41	0.42	0.41	
T. Prestiti medio	2.62	2.60	2.59	2.59	2.57	2.56	2.56	2.56	2.56	2.57	2.56	2.56	2.56	2.57	2.57	2.57	2.58	2.59	2.58	
T.prest. medio - T.dep. medio	2.22	2.20	2.19	2.19	2.17	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.17	2.17	2.17	2.17	2.17	2.17	
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.57	-0.11	-0.13	0.10	-0.05	-0.08	-0.08	-0.05	-0.06	-0.03	-0.01	-0.04	0.00	0.05	0.02	0.05	0.06	0.03	0.02	
T. BOT comp. lordo 6m	1.23	0.09	0.07	0.45	0.21	0.16	0.16	0.21	0.20	0.25	0.27	0.22	0.28	0.37	0.32	0.36	0.38	0.33	0.31	
T. BOT comp. lordo 12m	-0.37	0.56	0.34	0.69	0.44	0.96	0.64	0.70	0.69	0.73	0.76	0.72	0.79	0.87	0.82	0.86	0.88	0.83	0.81	
Rendistat lordo	1.49	2.12	2.00	2.45	2.27	2.84	2.65	2.73	2.74	2.78	2.82	2.77	2.85	2.93	2.88	2.92	2.94	2.89	2.88	
Rendistat netto	1.30	1.85	1.75	2.14	1.98	2.49	2.32	2.39	2.39	2.43	2.47	2.42	2.49	2.56	2.52	2.55	2.57	2.53	2.52	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	1.40	1.13	1.26	2.11	1.78	1.95	1.68	1.76	1.76	1.80	1.83	1.79	1.85	1.93	1.89	1.93	1.95	1.90	1.88	
Rend. BTP a 5 anni	2.02	1.83	1.93	2.70	2.39	2.65	2.38	2.48	2.50	2.55	2.59	2.56	2.63	2.71	2.68	2.72	2.74	2.69	2.67	
Rend. BTP a 7 anni	2.39	2.30	2.37	3.01	2.78	3.11	2.86	2.96	2.99	3.05	3.09	3.08	3.14	3.22	3.19	3.23	3.26	3.22	3.20	
Rend. BTP a 10 anni	2.81	2.73	2.79	3.26	3.15	3.44	3.25	3.34	3.37	3.42	3.46	3.43	3.49	3.57	3.54	3.58	3.60	3.56	3.54	
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2373.219	2332.401	2309.823	2300.377	2328.955	2345.024	2350.596	2341.021	2346.058	2341.998	2353.96	2359.64	2360.65	2351.82	2349.12	2352.77	2367.06	2374.72	2380.67	
Prestiti in euro	2342.658	2288.574	2266.420	2259.320	2296.548	2305.309	2310.307	2307.627	2308.743	2310.606	2318.459	2335.11	2326.494	2313.52	2308.58	2314.00	2340.18	2340.81	2346.81	
Prestiti in valuta	30.561	43.827	43.403	41.057	32.407	39.715	40.289	33.394	37.315	31.392	35.500	24.524	34.152	38.296	40.540	38.777	26.874	33.907	33.859	
Prestiti a breve	292.566	276.033	279.196	271.059	266.991	266.678	271.061	266.455	272.034	269.446	266.091	266.399	265.457	267.914	268.896	264.614	265.028	263.851	267.907	
Prestiti a m / l	2080.653	2056.368	2030.626	2029.318	2061.964	2078.346	2079.536	2074.566	2074.025	2072.553	2087.868	2093.239	2095.189	2083.902	2080.220	2088.158	2102.028	2110.867	2112.763	
Depositi totali	2420.533	2445.843	2419.839	2429.916	2461.380	2459.917	2467.875	2470.847	2463.445	2447.711	2468.845	2478.677	2513.724	2517.017	2517.600	2532.140	2541.867	2550.442	2561.408	
Depositi in c / c	1083.938	1101.372	1077.309	1079.979	1106.157	1105.073	1109.756	1139.801	1123.317	1131.832	1143.129	1149.851	1163.445	1169.979	1158.951	1163.609	1177.173	1183.382	1189.700	
Depositi a risparmio	299.777	300.313	300.418	301.104	301.490	301.155	301.494	303.559	304.723	305.000	304.904	304.380	303.866	304.103	304.124	305.043	305.203	304.849	305.155	
Certif. deposito	1036.818	1044.158	1042.112	1048.834	1053.733	1053.689	1056.625	1027.487	1035.405	1010.879	1020.812	1024.446	1046.413	1042.935	1054.525	1063.488	1059.491	1062.211	1066.552	
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	0.52	-2.28	-1.65	-1.89	-0.80	-2.19	-2.93	-1.27	-1.39	-0.22	-0.94	-0.88	-0.53	0.83	1.70	2.28	1.64	1.27	1.28	
Prestiti in euro	1.02	-2.45	-1.68	-2.59	-1.11	-2.44	-3.37	-1.33	-1.68	-0.37	-0.98	-1.22	-0.69	1.09	1.86	2.42	1.90	1.54	1.58	
Prestiti in valuta	-26.83	7.47	-0.09	62.29	27.94	15.18	30.97	2.79	20.63	11.93	1.66	47.38	11.75	-12.62	-6.59	-5.55	-17.07	-14.62	-15.96	
Prestiti a breve	-6.78	-11.16	-6.70	-7.17	-7.37	-8.67	-9.25	-7.81	-10.42	-8.65	-9.36	-10.34	-9.27	-2.94	-3.69	-2.38	-0.74	-1.06	-1.16	
Prestiti a m / l	1.64	-0.95	-0.91	-1.14	0.12	-1.29	-2.04	-0.37	-0.07	0.99	0.25	0.47	0.70	1.34	2.44	2.90	1.94	1.56	1.60	
Depositi totali	3.62	4.75	3.82	4.14	4.75	4.07	4.66	4.09	3.71	4.11	3.29	3.66	3.85	2.91	4.04	4.21	3.27	3.68	3.79	
Depositi in c / c	9.07	10.50	7.80	7.42	7.66	7.44	8.44	7.51	7.09	7.73	6.69	7.07	7.33	6.23	7.58	7.74	6.42	7.09	7.20	
Depositi a risparmio	1.39	1.83	1.52	1.31	1.39	1.43	1.33	1.62	1.26	1.32	1.46	1.39	1.36	1.26	1.23	1.31	1.23	1.23	1.21	
Certif. deposito	-0.93	0.09	0.65	1.77	2.82	1.49	1.89	1.25	0.97	1.15	0.26	0.73	0.93	-0.12	1.19	1.40	0.55	0.81	0.94	

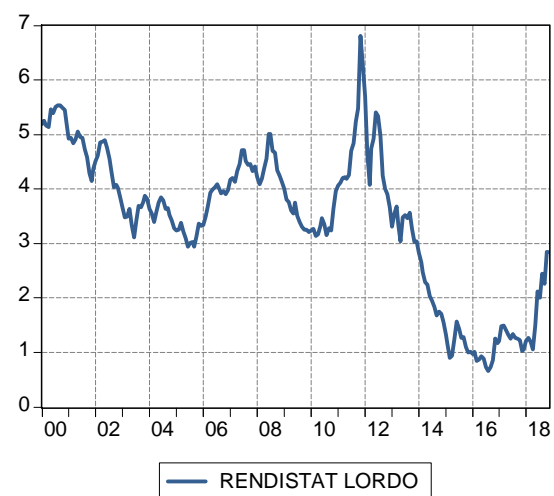
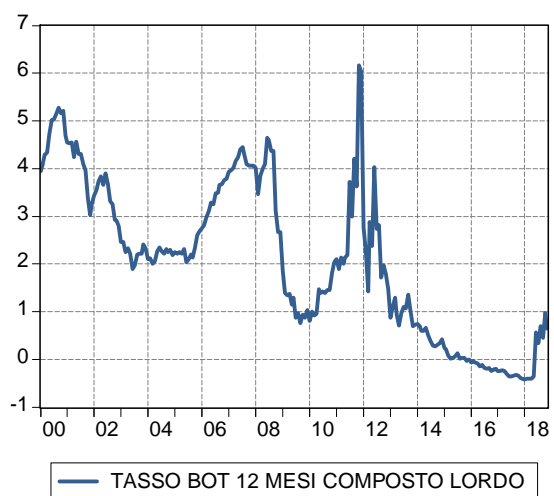
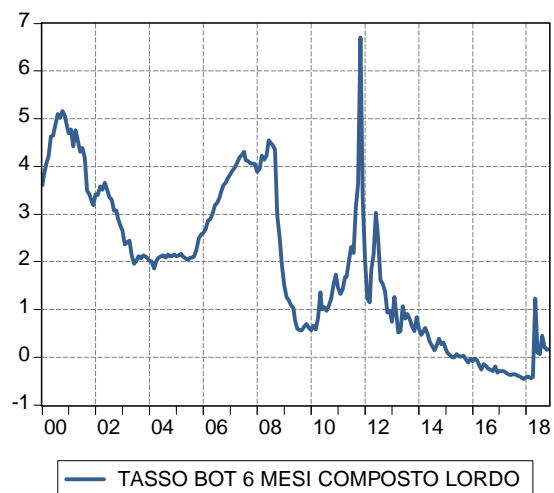
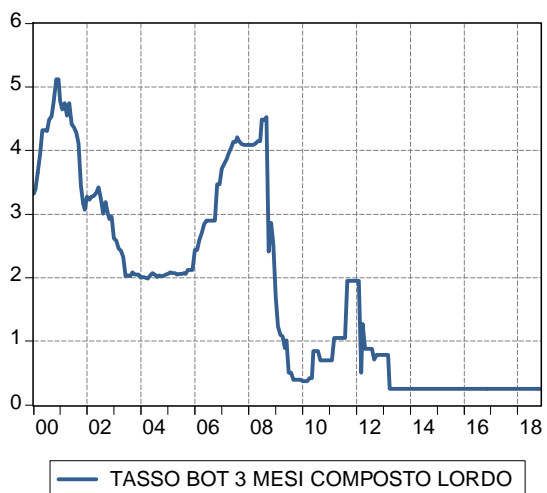
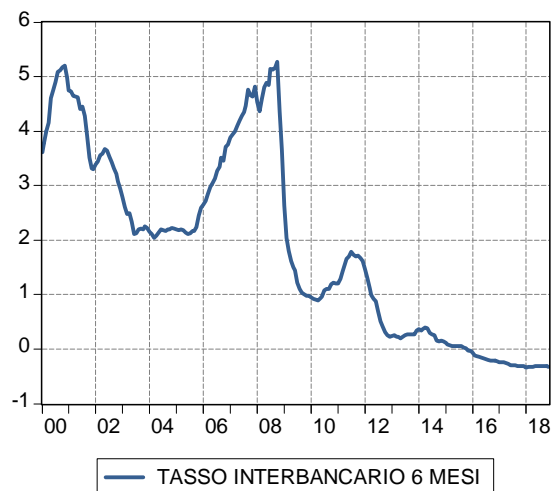
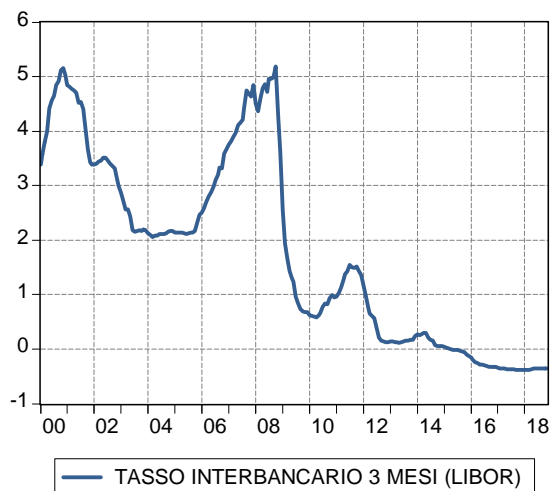
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



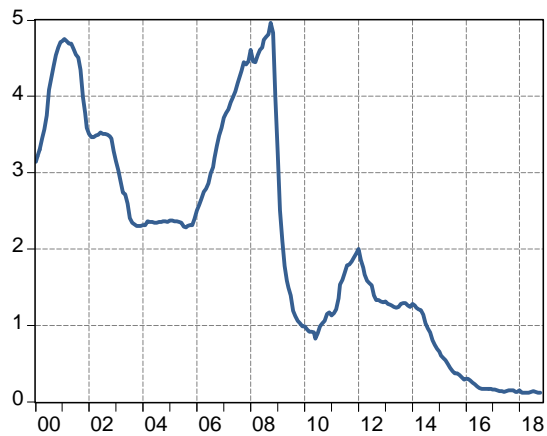
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili

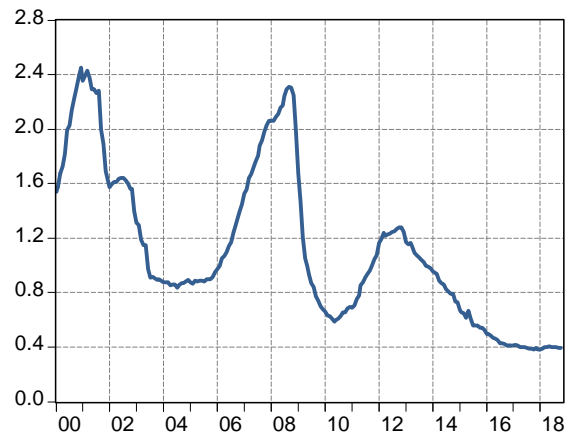


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

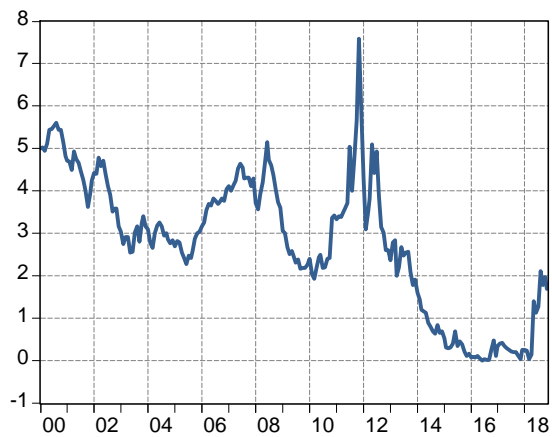
Dati mensili



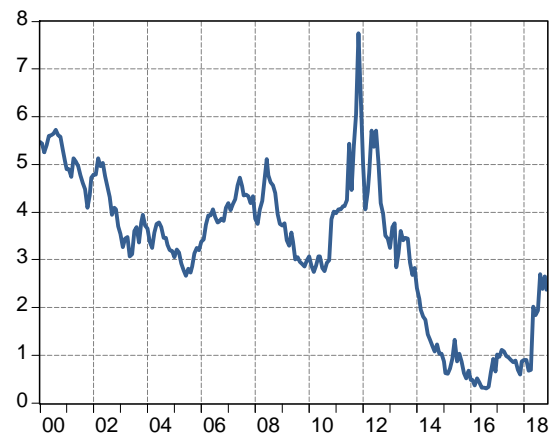
— TASSO PRESTITI MINIMO



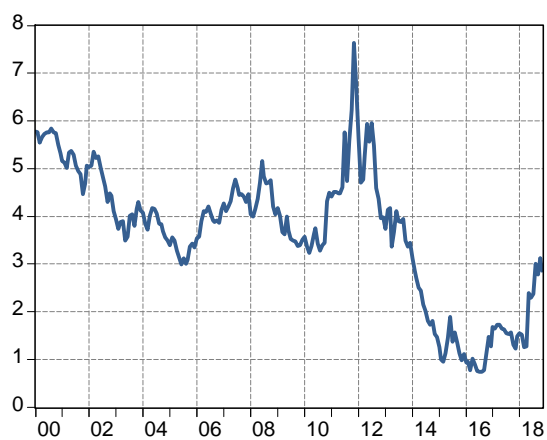
— TASSO DEPOSITI MEDIO



— 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

