

GRUPPI DI RICERCA ECONOMICA TEORICA E APPLICATA

Lavori di ricerca

Luglio 2019



1
2019

GRUPPI DI RICERCA ECONOMICA TEORICA E APPLICATA



Lavori di ricerca

Numero 1|2019 - Luglio

GRETA - Gruppi di Ricerca Economica Teorica e Applicata, 2019

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 2019 7

Lucia Trevisan e Francesca Volo

<i>Gennaio</i>	Mercati ancora preoccupati per il rallentamento dell'economia globale	9
<i>Febbraio</i>	Crolla la fiducia	27
<i>Marzo</i>	La fiducia riprende quota	45

Fine della serie degli scenari macroeconomici

MEFIM₁ - Scenari macroeconomici 2019

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.

Gennaio 2019²

Mercati ancora preoccupati per il rallentamento dell'economia globale

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

I FATTORI CRITICI DELLO SCENARIO

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

IL QUADRO GENERALE

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

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

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

^a Università Ca' Foscari Venezia.

^b GRETA.

² **Dati aggiornati al 31/12/2018.**

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.

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

1) Il Presidente Trump, che aveva ingaggiato la guerra delle tariffe per risolvere il problema dell'eccessivo deficit commerciale statunitense, alla luce dei dati macroeconomici, dovrebbe essersi convinto che non è la strada giusta visto che il disavanzo è peggiorato e che colpendo gli altri Paesi ha finito per penalizzare le stesse multinazionali americane, come da più parti gli era stato suggerito fin dall'inizio. Anche se negli USA i profitti aziendali del quarto trimestre sono stati positivi, molte società hanno dato messaggi di *profit warning* per il 2019 perché preoccupate per il rallentamento dell'economia cinese.

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

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

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

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

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

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

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

GLI ULTIMI DATI

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

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

Dal lato dell'offerta, in novembre, la produzione industriale è ritornata a crescere, sorprendendo in positivo gli analisti. È, infatti, aumentata di +0.6% m/m, contro un'aspettativa di +0.3%, dopo il calo -0.2% del mese precedente (rivisto al ribasso da +0.1%). Gli ordini di beni durevoli, che danno una lettura più prospettica del ciclo economico, hanno tuttavia deluso. In termini complessivi, pur riuscendo a invertire la pesante tendenza negativa di ottobre di -4.3% m/m, sono aumentati di +0.8% m/m a fronte di un atteso +1.6% e, se si depura la serie dalla componente più volatile dei trasporti, il segno è negativo (-0.3%). L'accordo raggiunto sulle tariffe a fine novembre tra USA e Cina, che ha rinviato di tre mesi l'eventuale incremento dei dazi dal 10% al 25% su merci importate dalla Cina per un controvalore di 200 miliardi di dollari, inizialmente previsto dall'1 gennaio 2019, non ha ridato fiducia ai produttori: gli indicatori disponibili per dicembre, il PMI di Chicago, l'indice di Philadelphia e il New York Empire State Manufacturing hanno tutti ripiegato. In particolare, il primo è sceso a quota 65.4 da 66.4 di novembre.

Si sono allentati i rischi inflazionistici. In novembre, la variazione tendenziale dell'indice PCE (Personal Consumption Expenditures, preferito dalla Fed) in termini globali si è ridimensionata a +1.8% a/a da +2% del mese precedente. Quella dell'indice core, depurato dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, pur aggiustando leggermen-

USA

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

te verso l'alto a +1.9% a/a da +1.8%, si è mantenuta sotto l'obiettivo della Fed del 2%. **Il rilevante calo del prezzo del petrolio registrato in novembre e dicembre dovrebbe garantire un sentiero inflazionistico più moderato nel prossimo futuro. Soltanto i salari hanno mantenuto segnali di tensione**, confermando la variazione tendenziale di +3.1% di ottobre. L'aumento dei costi della manodopera dovrebbe, tuttavia, essere compensato da una riduzione dei costi da materie prime.

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

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

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

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

GIAPPONE

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

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

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

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

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

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

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

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

AREA EURO

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

Germania

Il risultato complessivo del PIL, tuttavia, è stato arginato da un importante accumulo di scorte di +0.7%, che probabilmente riflette merce invenduta data la debolezza dei consumi. Pertanto, **difficilmente, il quarto trimestre potrà tornare a una crescita rilevante.**

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

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

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

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

Italia

I dati mensili che si riferiscono a ottobre ci dicono che la crescita nel quarto trimestre potrà ancora contare sulla domanda estera: le esportazioni verso i Paesi extra UE hanno registrato un forte incremento di +5.3% m/m a fronte di importazioni deboli (-0.1%) consentendo al surplus commerciale di raddoppiare rispetto al mese precedente. **Dal lato della domanda interna, invece, è probabile un proseguimento dello stallo dei consumi:** le vendite al dettaglio sono riuscite a invertire la tendenza negativa di settembre (-0.8% m/m) ma limitatamente a un +0.1%; il tasso di disoccupazione in ottobre è salito al 10.6% dal 10.3% del mese precedente e nel terzo trimestre l'occupazione è diminuita di 52300 unità. **Anche dal lato dell'offerta i segnali positivi sono pochi:** la produzione industriale è riuscita a registrare un +0.1% m/m dopo il -0.1% di settembre, sorpendendo le aspettative che erano più pessimiste (-0.3%). Il settore delle costruzioni e gli ordini all'industria sono, tuttavia, diminuiti di -1.6% m/m e -0.3%, rispettivamente, e questi ultimi avevano già registrato un calo rilevante anche in settembre (-3.1%, rivisto da -2.9%). **I dati disponibili per dicembre sulla fiducia di produttori e consumatori evidenziano come il braccio di ferro tra il Governo e la Commissione Europea sulla questione dei conti pubblici abbia lasciato il segno. Dopo la pesante correzione al ribasso degli indicatori**

Istat registrata in novembre, la tendenza è proseguita anche nell'ultimo mese del 2018, deludendo le aspettative. La fiducia dei consumatori è scesa a quota 113.1 da 114.7 di novembre e 116.4 di ottobre; quella delle imprese è diminuita nel settore manifatturiero a 103.6 da 104.3 e 104.8 dei due mesi precedenti e nei servizi a 99.5 da 101.7 e 103.5 (in settembre era a 104.9). Va sottolineato, inoltre, che il PMI, disponibile soltanto per novembre, nel settore manifatturiero è sotto la soglia dei 50 punti a 48.6, indicando un'economia in contrazione. **Anche per l'Italia, l'inflazione si è ridimensionata.** In novembre, la variazione tendenziale dell'indice HCPI globale si è portata a +1.6% a/a da +1.7% del mese precedente e quella *core* a +0.7% a/a da +0.9%.

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

Francia

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

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

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

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

GLI SCENARI

A (20%)

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

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

B (20%)

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

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

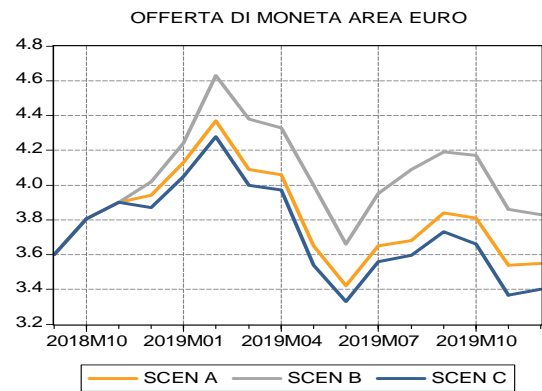
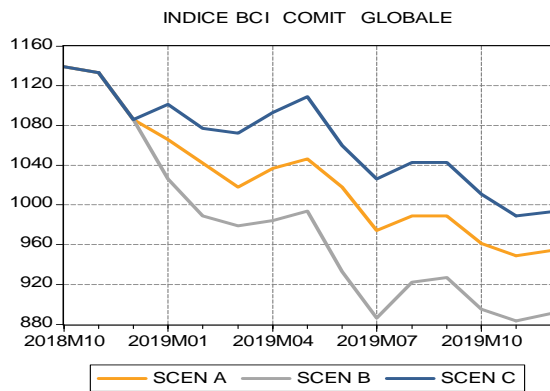
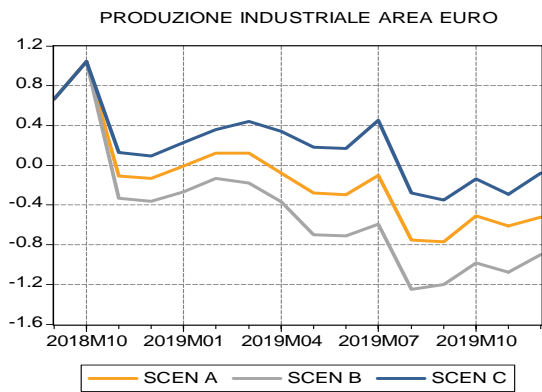
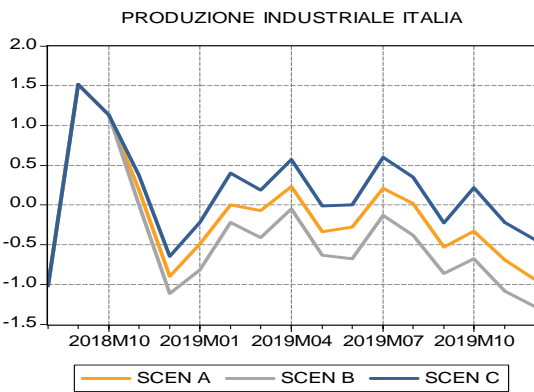
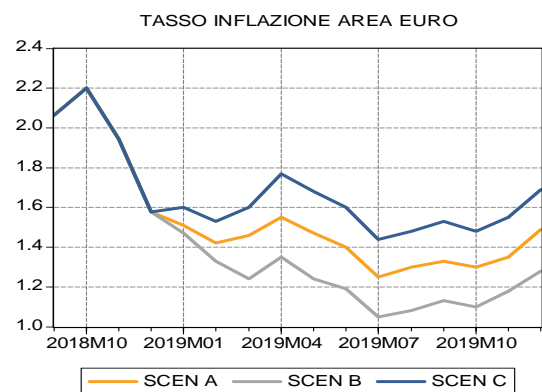
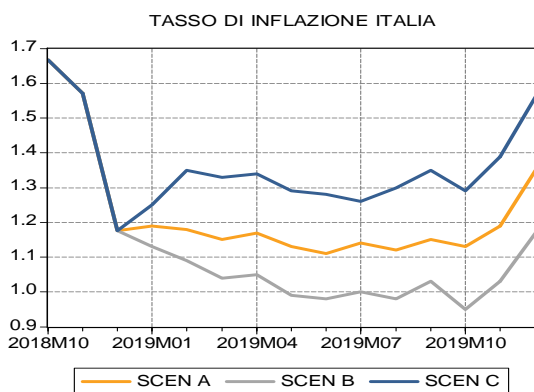
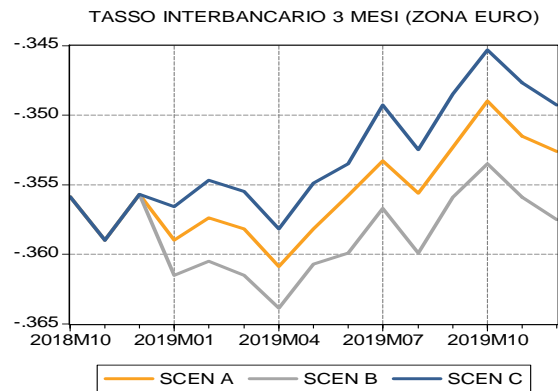
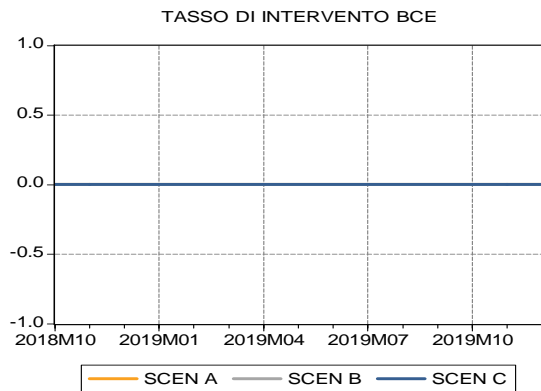
C (60%)

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

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

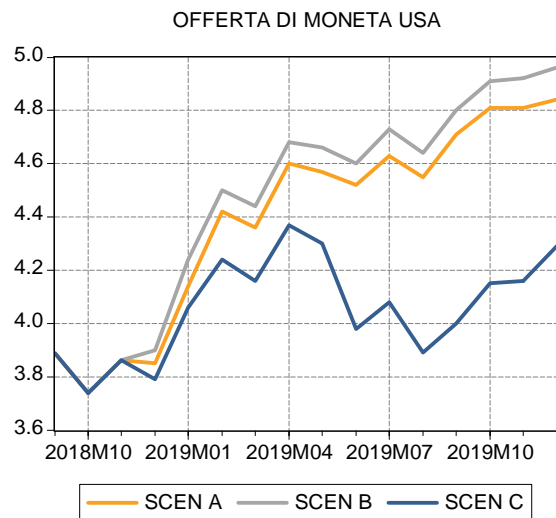
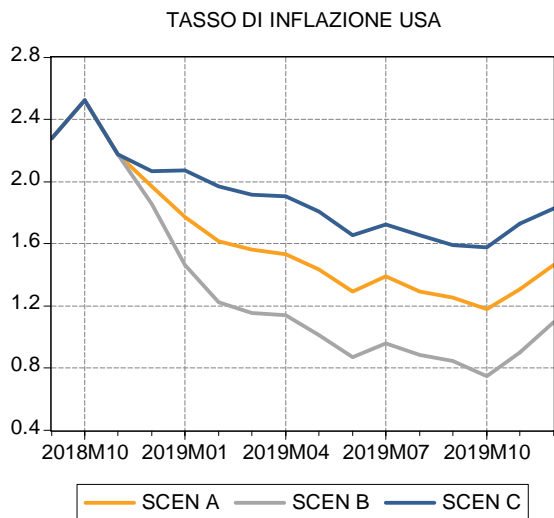
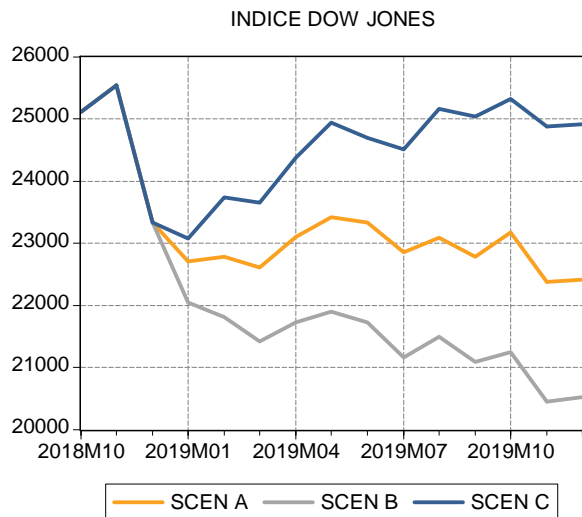
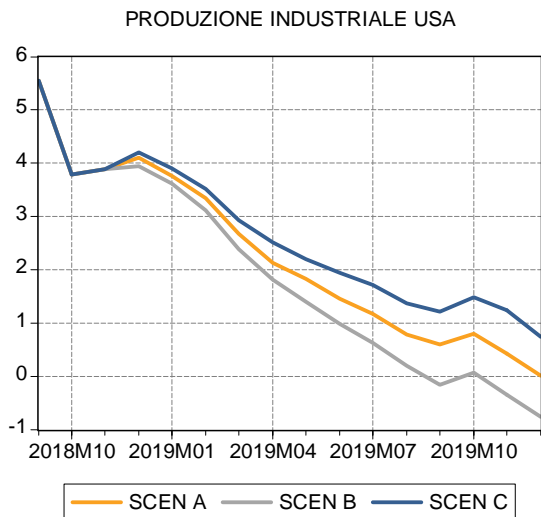
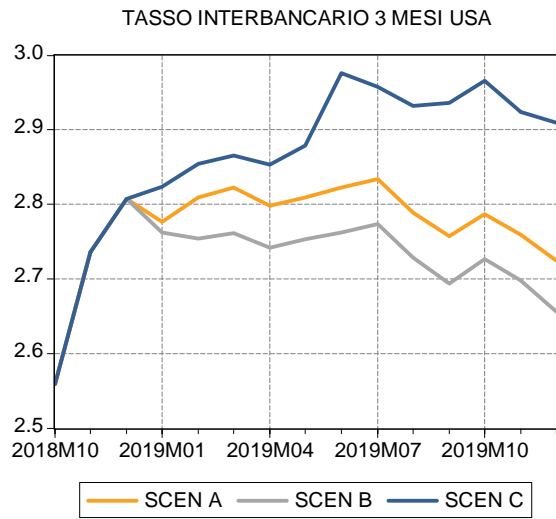
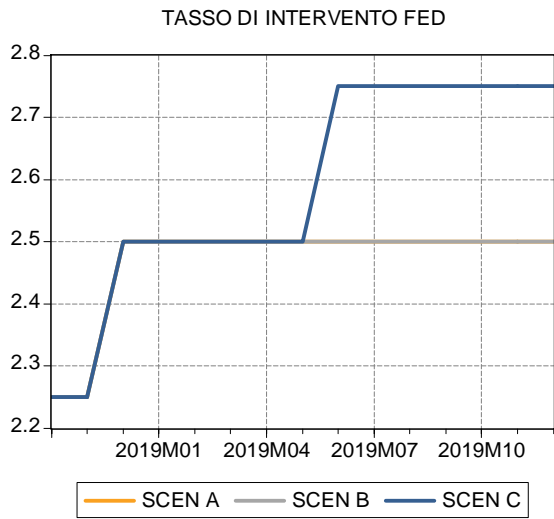
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

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

TASSI
INTERBANCARI

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

STRUTTURA A
TERMINE

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

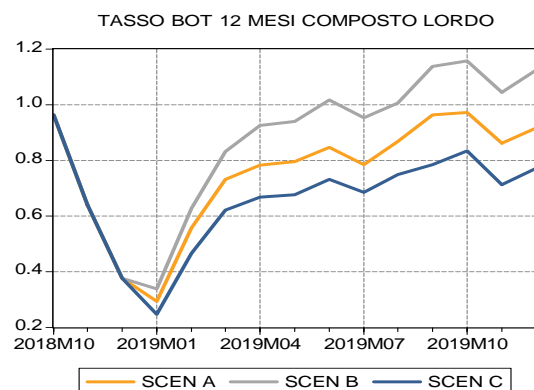
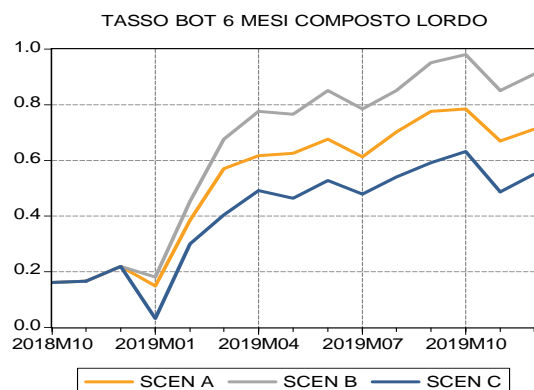
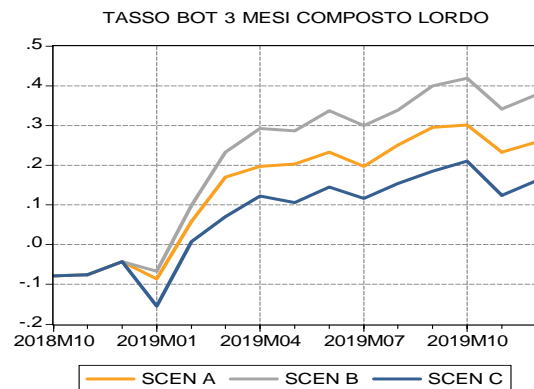
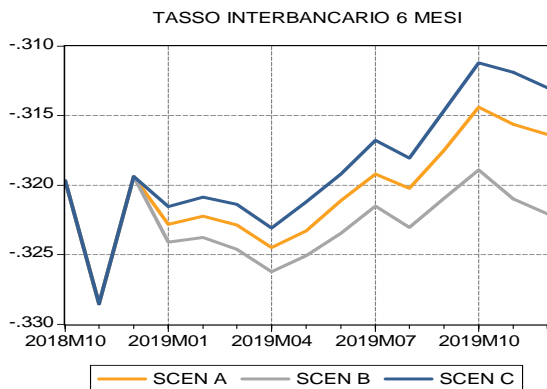
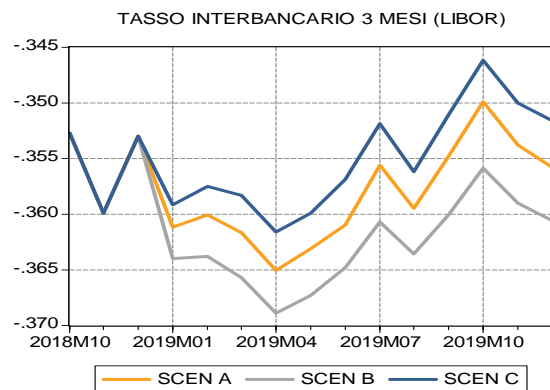
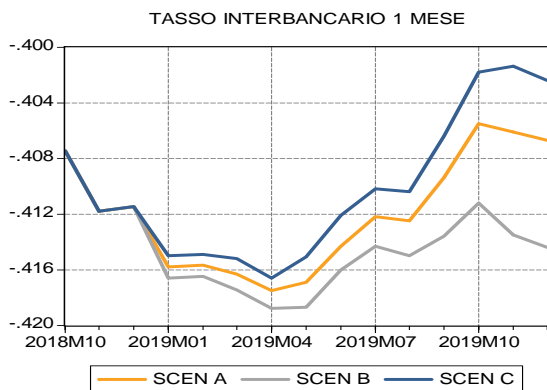
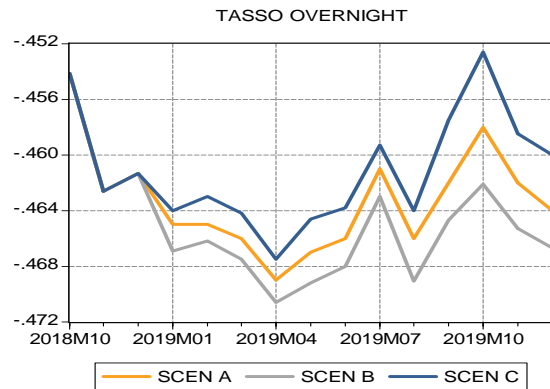
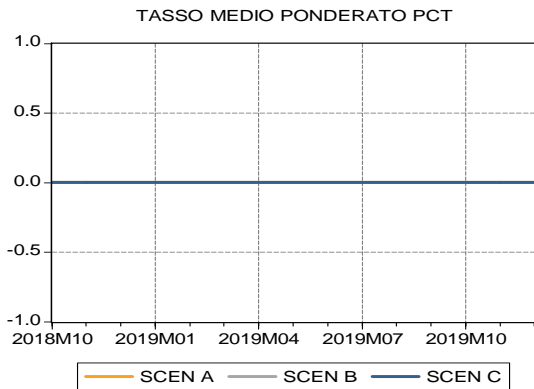
TASSI BANCARI

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

VOLUMI

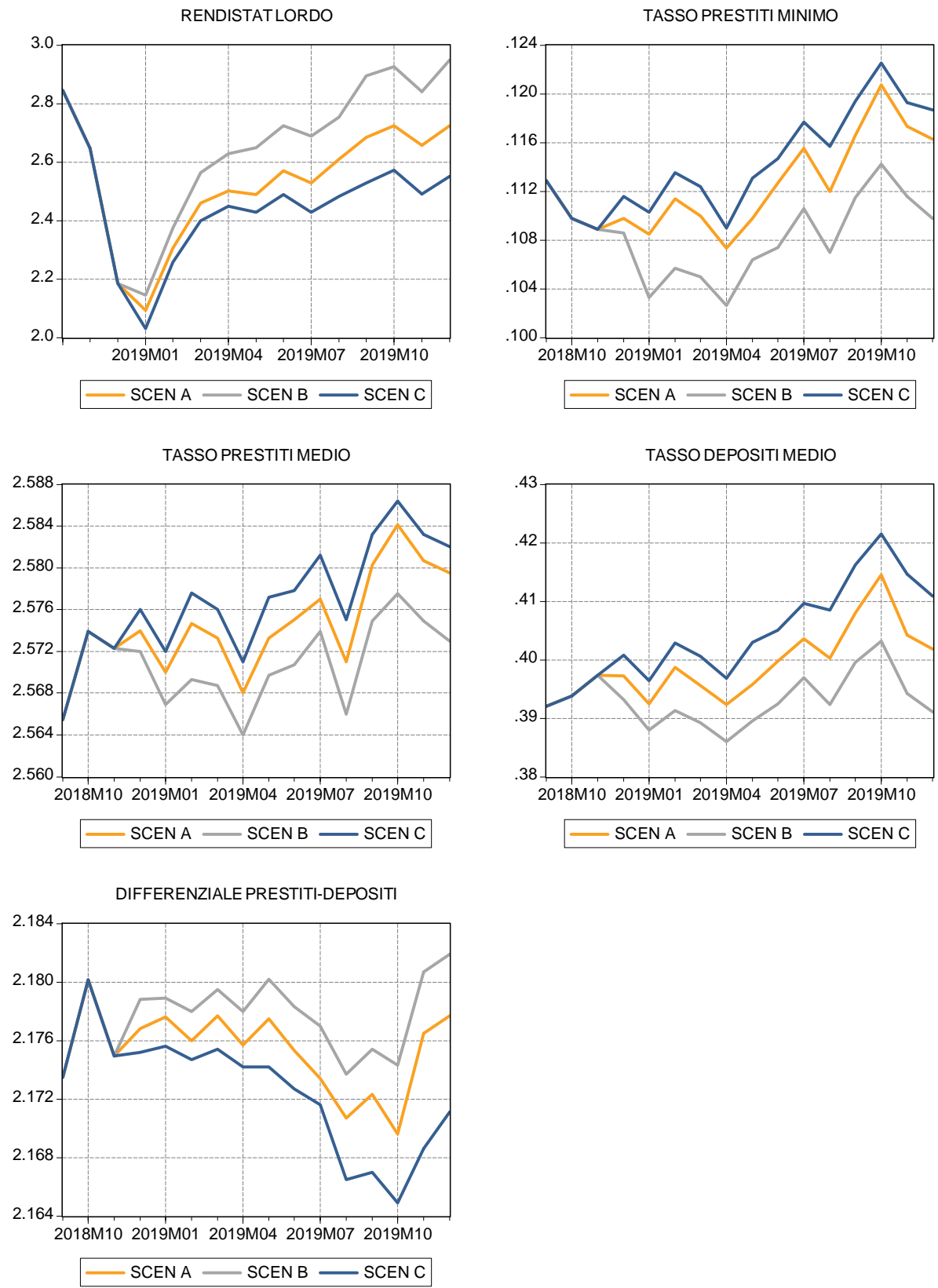
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

TASSI - Dati mensili

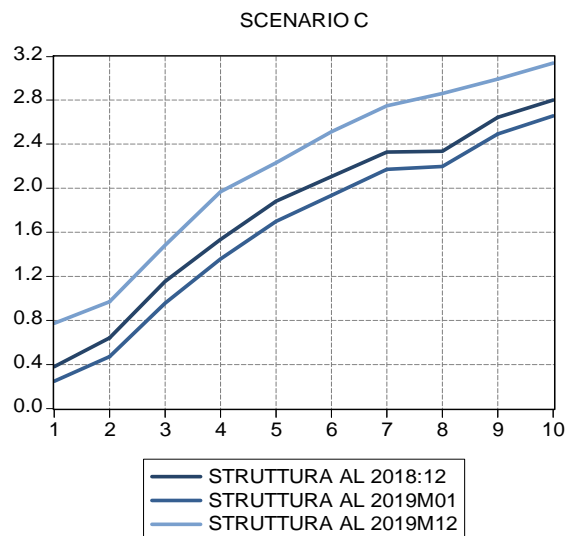
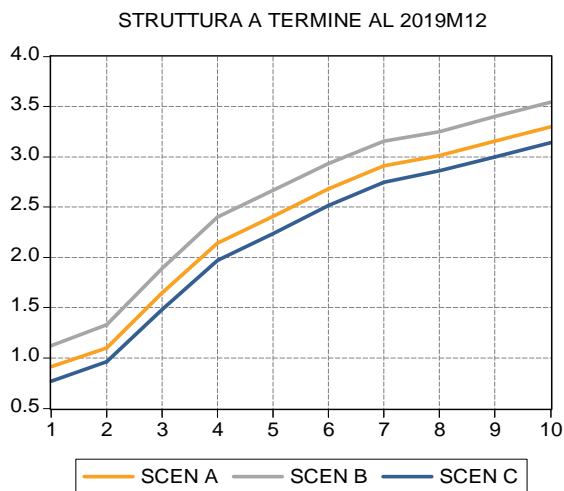
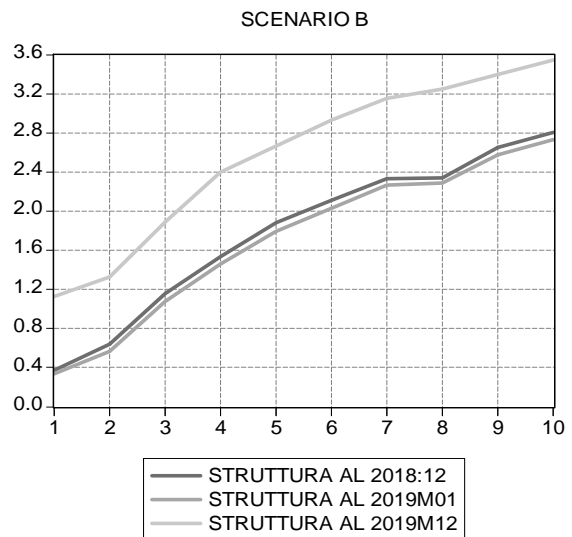
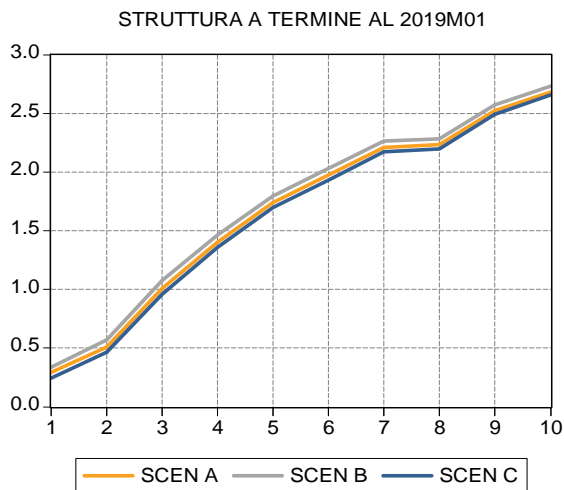
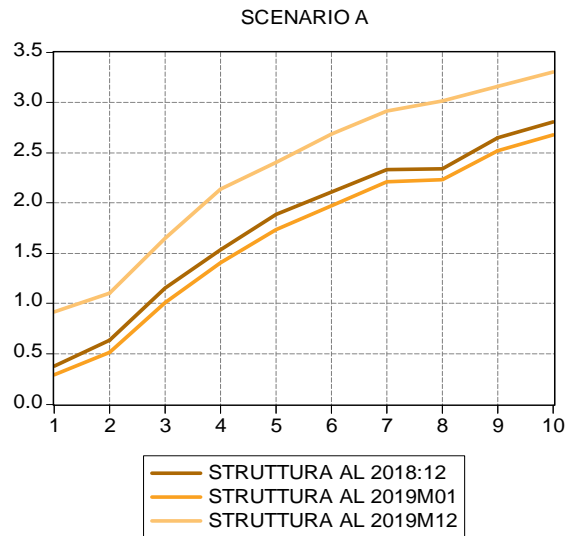
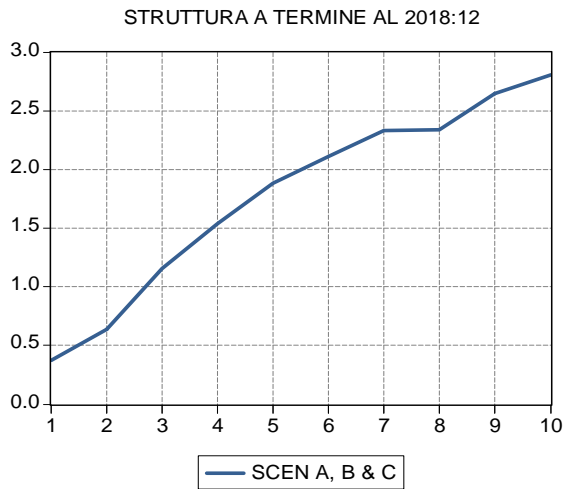


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

TASSI - Dati mensili

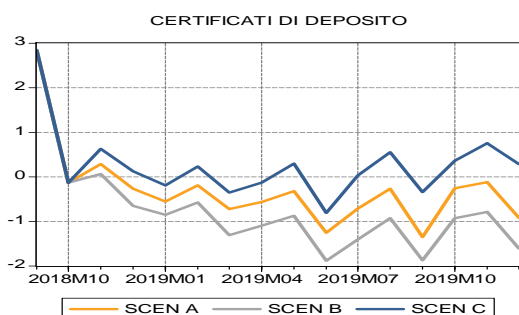
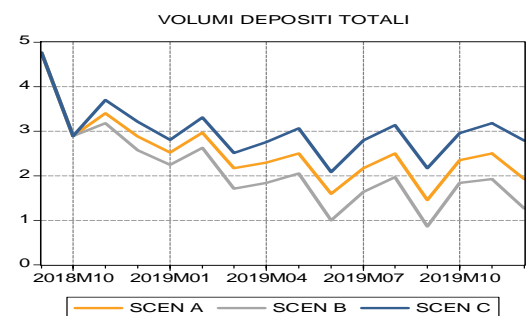
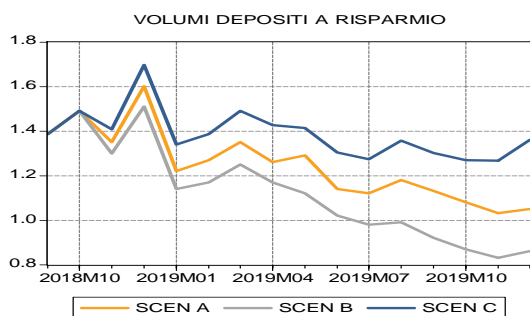
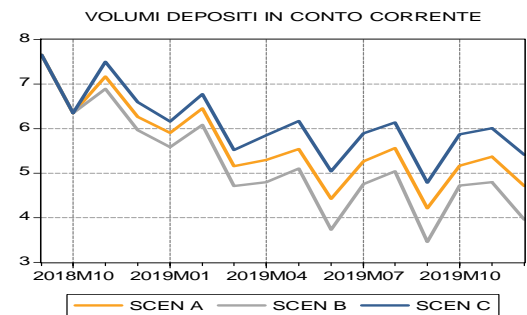
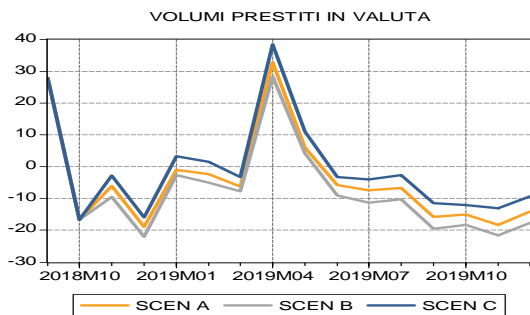
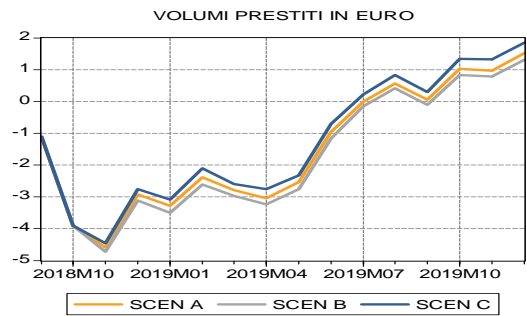
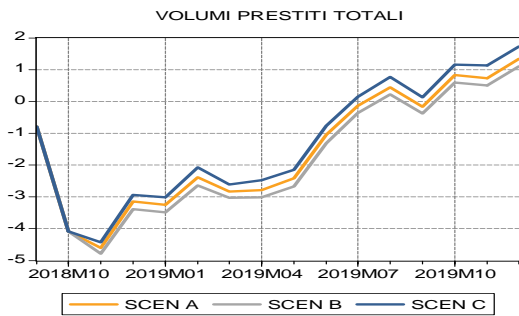
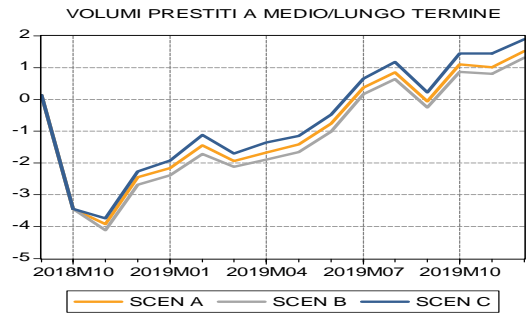
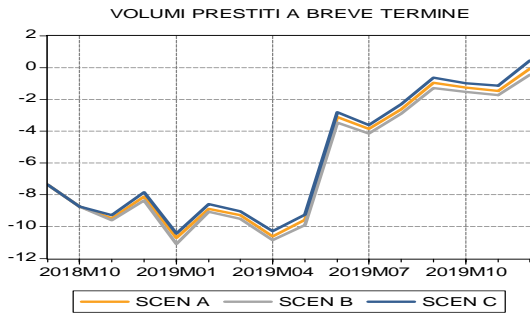


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



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

SCENARIO B	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9	19 10	19 11	19 12	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice BCI COMIT (livello)	1284	1311	1221	1243	1139	1133	1086	1026	989	979	984	994	933	886	922	927	895	883	891	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	1.3	-0.7	-1.0	1.5	1.1	0.0	-1.1	-0.8	-0.2	-0.4	-0.1	-0.6	-0.7	-0.1	-0.4	-0.9	-0.7	-1.1	-1.3	
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.4	1.9	1.6	1.5	1.7	1.6	1.2	1.1	1.1	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.2
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.46	-0.46	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.46	-0.47	-0.46	-0.46	-0.47	-0.47
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.41	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.41	-0.42	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36
T. Interb. 6m lett.	-0.31	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.40	0.39	0.39	0.40	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.40	0.39	0.40	0.40	0.39	0.39	0.39
T. Prestiti medio	2.60	2.59	2.59	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.56	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.58	2.57	2.57	2.57
T.prest. medio - T.dep. medio	2.20	2.19	2.19	2.17	2.18	2.17	2.18	2.18	2.18	2.18	2.18	2.18	2.18	2.18	2.18	2.18	2.17	2.18	2.17	2.18
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.11	-0.13	0.10	-0.05	-0.08	-0.08	-0.04	-0.07	0.10	0.23	0.29	0.29	0.34	0.30	0.34	0.40	0.42	0.34	0.38	
T. BOT comp. lordo 6m	0.09	0.07	0.45	0.21	0.16	0.16	0.22	0.18	0.45	0.68	0.78	0.77	0.85	0.79	0.85	0.95	0.98	0.85	0.91	
T. BOT comp. lordo 12m	0.56	0.34	0.69	0.44	0.96	0.64	0.38	0.34	0.63	0.83	0.93	0.94	1.02	0.95	1.01	1.14	1.16	1.04	1.12	
Rendistat lordo	2.12	2.00	2.45	2.27	2.84	2.65	2.19	2.15	2.38	2.56	2.63	2.65	2.72	2.69	2.75	2.90	2.93	2.84	2.95	
Rendistat netto	1.85	1.75	2.14	1.98	2.49	2.32	1.91	1.88	2.08	2.24	2.30	2.32	2.38	2.35	2.41	2.53	2.56	2.49	2.58	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	1.13	1.26	2.11	1.78	1.95	1.68	1.16	1.07	1.39	1.58	1.64	1.66	1.73	1.69	1.75	1.90	1.92	1.80	1.89	
Rend. BTP a 5 anni	1.83	1.93	2.70	2.39	2.65	2.38	1.88	1.79	2.11	2.30	2.35	2.39	2.46	2.43	2.49	2.66	2.68	2.57	2.67	
Rend. BTP a 7 anni	2.30	2.37	3.01	2.78	3.11	2.86	2.33	2.26	2.58	2.77	2.83	2.87	2.95	2.92	2.98	3.14	3.16	3.06	3.16	
Rend. BTP a 10 anni	2.73	2.79	3.26	3.15	3.44	3.25	2.80	2.73	3.02	3.19	3.24	3.28	3.35	3.32	3.38	3.53	3.55	3.45	3.54	
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2332.401	2309.823	2300.377	2328.962	2299.530	2305.588	2291.069	2296.095	2285.266	2304.323	2308.94	2309.85	2301.85	2301.51	2305.44	2320.11	2313.10	2317.35	2316.27	
Prestiti in euro	2288.574	2266.420	2259.320	2296.555	2270.774	2277.734	2265.760	2266.006	2258.656	2272.099	2287.597	2278.00	2262.027	2263.02	2268.58	2294.03	2289.62	2295.50	2295.44	
Prestiti in valuta	43.827	43.403	41.057	32.407	28.756	27.854	25.309	30.089	26.610	32.224	21.340	31.853	39.820	38.487	36.855	26.083	23.476	21.846	20.829	
Prestiti a breve	276.033	279.196	271.059	266.974	266.457	269.992	264.888	270.024	268.190	265.636	264.898	263.602	266.482	267.638	263.198	263.557	262.380	265.321	263.696	
Prestiti a m / l	2056.368	2030.626	2029.318	2061.987	2033.073	2035.596	2026.181	2026.071	2017.077	2038.687	2044.040	2046.252	2035.365	2033.870	2042.240	2056.554	2050.717	2052.025	2052.575	
Depositi totali	2445.843	2419.839	2429.916	2461.539	2432.013	2432.977	2434.766	2428.527	2412.680	2431.080	2434.919	2470.154	2470.301	2459.282	2477.543	2482.709	2476.519	2479.690	2465.444	
Depositi in c / c	1101.372	1077.309	1079.979	1106.157	1093.823	1093.903	1123.393	1107.442	1114.520	1121.959	1125.456	1139.252	1142.475	1128.488	1134.433	1144.347	1145.373	1146.297	1167.746	
Depositi a risparmio	300.313	300.418	301.104	301.490	301.335	301.400	303.237	304.361	304.559	304.268	303.715	303.134	303.376	303.362	304.085	304.263	303.956	303.902	305.845	
Certif. deposito	1044.158	1042.112	1048.834	1053.893	1036.856	1037.674	1008.136	1016.724	993.601	1004.853	1005.748	1027.768	1024.450	1027.432	1039.025	1034.098	1027.190	1029.492	991.853	
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	-2.28	-1.65	-1.89	-0.79	-4.08	-4.79	-3.38	-3.49	-2.64	-3.03	-3.01	-2.67	-1.31	-0.36	0.22	-0.38	0.59	0.51	1.10	
Prestiti in euro	-2.45	-1.68	-2.59	-1.11	-3.90	-4.73	-3.12	-3.50	-2.61	-2.96	-3.23	-2.76	-1.16	-0.15	0.41	-0.11	0.83	0.78	1.31	
Prestiti in valuta	7.47	-0.09	62.29	27.94	-16.60	-9.45	-22.10	-2.73	-5.12	-7.72	28.24	4.23	-9.14	-11.33	-10.24	-19.51	-18.36	-21.57	-17.70	
Prestiti a breve	-11.16	-6.70	-7.17	-7.37	-8.75	-9.61	-8.35	-11.08	-9.08	-9.52	-10.85	-9.90	-3.46	-4.14	-2.90	-1.28	-1.53	-1.73	-0.45	
Prestiti a m / l	-0.95	-0.91	-1.14	0.13	-3.44	-4.11	-2.69	-2.38	-1.71	-2.12	-1.89	-1.65	-1.02	0.16	0.64	-0.26	0.87	0.81	1.30	
Depositi totali	4.75	3.82	4.14	4.76	2.89	3.18	2.57	2.24	2.62	1.71	1.83	2.05	1.00	1.63	1.96	0.86	1.83	1.92	1.26	
Depositi in c / c	10.50	7.80	7.42	7.66	6.35	6.89	5.96	5.58	6.08	4.71	4.79	5.10	3.73	4.75	5.04	3.45	4.71	4.79	3.95	
Depositi a risparmio	1.83	1.52	1.31	1.39	1.49	1.30	1.51	1.14	1.17	1.25	1.17	1.12	1.02	0.98	0.99	0.92	0.87	0.83	0.86	
Certif. deposito	0.09	0.65	1.77	2.84	-0.14	0.06	-0.66	-0.85	-0.58	-1.31	-1.11	-0.87	-1.89	-1.41	-0.94	-1.88	-0.93	-0.79	-1.62	

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

Febbraio 2019³

Crolla la fiducia

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

I FATTORI CRITICI DELLO SCENARIO

- Guerra dei dazi
- **Shutdown**
- Elezioni del Parlamento Europeo e Brexit
- Conti pubblici dell'Italia

IL QUADRO GENERALE

Il mese scorso è stato caratterizzato da un cambiamento nel linguaggio di comunicazione delle due principali Banche Centrali, Fed e BCE, indicando un possibile stop al processo di normalizzazione della loro politica monetaria, se l'economia lo richiedesse. La Banca Centrale del Giappone non l'ha modificato perché non aveva ancora iniziato questo processo.

In particolare, **alla riunione di fine gennaio la Fed ha apportato due importanti cambiamenti al comunicato** che in genere rilascia a conclusione dell'incontro. **In primo luogo**, ha tolto la frase "sono probabili alcuni ulteriori aumenti gradualmente dei tassi ufficiali", dichiarando, invece, che "alla luce degli sviluppi economici e finanziari globali e delle minori pressioni inflazionistiche, **il Comitato sarà paziente nel determinare la tempistica e la dimensione degli interventi futuri, valutando le condizioni economiche realizzate e previste**". Durante la conferenza stampa, **il Presidente J. Powell ha più volte ripetuto le parole "cautela" e "pazienza" e ha sottolineato che le decisioni future dipenderanno dai dati macroeconomici.** **In secondo luogo**, mentre alla riunione di dicembre il programma di *exit strategy* doveva continuare con il "pilota automatico", a gennaio la Fed ha aperto la strada a una sua modifica. Si ricorda che, in base a tale programma, a settembre del 2017 aveva iniziato il processo di normalizzazione del proprio bilancio, riducendo gradualmente i titoli in portafoglio mediante reinvestimenti decrescenti di quelli in scadenza, precedentemente acquistati con il *Quantitative Easing*. Si sarebbero reinvestiti soltanto quelli eccedenti il tetto iniziale di 10 miliardi di dollari mensili, poi progressivamente portato a 50 a regime (da ottobre del 2018). Alla riunione di gennaio, **"il Comitato della Fed, pur continuando a considerare i tassi ufficiali come strumento principale di politica monetaria, è pronto ad adeguare il programma di normalizzazione del bilancio alla luce degli sviluppi economici e finanziari", allentando l'effetto restrittivo dell'*exit strategy*.**

La BCE alla riunione di gennaio ha ribadito che i tassi rimarranno a zero almeno fino all'estate 2019 e la politica monetaria accomodante continuerà attraverso i pieni reinvestimenti dei titoli in scadenza acquistati in precedenza con il QE, **ma ha anche sottolineato che è pronta a modificarla in termini più espansivi, se necessario, utilizzando tutti gli strumenti a disposizione.** In conferenza stampa, il Presidente M. Draghi ha precisato che "le cartucce non sono finite; la Banca Centrale ha ancora tutti gli strumenti a disposizione" e che **le LTRO (Long Term Refinancing Operation), operazioni di mercato aperto di lunga durata, sono state menzionate dai membri del Comitato, anche se non è stata presa nessuna decisione in tal senso**, mentre ha escluso la riapertura di un nuovo QE.

Questa predisposizione a eventuali allentamenti di politica monetaria ha ridato impulso alle quotazioni del mercato azionario, soprattutto in USA, e a un calo dei rendimenti, soprattutto nell'Area Euro. **Essa trova giustificazione nel deterioramento del contesto macroeconomico internazionale**, già messo in evidenza nei mesi scorsi, ma che si è intensificato alla luce degli ultimi dati disponibili e dell'evoluzione dei fattori critici dello scenario.

La guerra dei dazi non ha avuto sviluppi in positivo. Le date indicate il mese scorso del 7 gennaio, quando era previsto l'incontro di due delegazioni, americana e cinese, e del 22-26 gennaio al *World Economic Forum* a Davos, hanno lasciato USA e Cina ancora lontane da un accordo. Tutto è, quindi, rinviato al 2 marzo, quando scadrà la proroga di 90 giorni concessa a fine novembre per le trattative e che vedrà l'aumento dei dazi al 25% sui beni cinesi importati negli Stati Uniti in caso di mancata conciliazione. Consapevole del rischio destabilizzante di quest'ultima evenienza, **il**

^a Università Ca' Foscari Venezia.

^b GRETA.

³ **Dati aggiornati al 31/01/2019.**

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.

Presidente Trump ha preparato i mercati a un possibile accordo solo di massima per quella data, necessitando più tempo poi per definire i dettagli.

Nel frattempo i dati macroeconomici hanno evidenziato un clima di fiducia di produttori e consumatori in forte ridimensionamento a livello generalizzato che, trattandosi di rilevazioni riferite prevalentemente a gennaio, alimentano aspettative di una partenza sotto tono dell'anno in corso.

Negli USA, il protrarsi dello *shutdown*, la chiusura degli uffici governativi per il mancato accordo al Congresso sul bilancio, rischia di penalizzare pesantemente la crescita economica, oltre ad aver generato un vuoto informativo per l'assenza di pubblicazione della maggior parte dei dati. La forza del mercato del lavoro resta indiscussa, ma lo *shutdown*, il più lungo della storia degli Stati Uniti, iniziato il 22 dicembre e sospeso temporaneamente il 4 febbraio per 15 giorni, **potrebbe sottrarre crescita per uno 0.5%-0.8% al mese**, lasciando 800.000 dipendenti pubblici senza stipendio e impedendo lo svolgimento di attività anche private, se collegate a quelle pubbliche. Tutto ciò, assieme a un clima particolarmente rigido che non favorisce l'attività produttiva, rischia di aggiungere un fattore temporaneo rilevante a quello generato dalla guerra dei dazi.

Nell'Area Euro, i dati macroeconomici, pur registrando una crescita economica positiva intorno all'1% a/a nel quarto trimestre del 2018, hanno messo in evidenza la sofferenza del canale estero che ha pesato sull'offerta. L'Italia è in recessione tecnica, dopo due trimestri di crescita negativa del PIL, **e la Germania rischia di seguirla, visto che, anche se i dati dell'ultimo trimestre dell'anno scorso non sono ancora noti, quelli mensili relativi a quel periodo sono stati tutti negativi.** Si tenga in considerazione che i due Paesi formano il 50% del PIL dell'area. **Tutto ciò rischia di enfatizzare il fattore critico dei *conti pubblici italiani*, per la minore capacità di ripagare il debito.** Il 7 febbraio la Commissione Europea pubblicherà le nuove previsioni di crescita per l'Area Euro ed è alta la probabilità che riveda al ribasso le stime del PIL italiano, riaprendo il rischio di una procedura per debito pubblico eccessivo.

In attesa delle *elezioni del Parlamento Europeo* del 23-26 maggio, che potrebbero far emergere pericolosi populismi, su questo fronte gli occhi sono puntati sulla *Brexit* perché è aumentata la probabilità di un'uscita dall'Unione Europea programmata per il 29 marzo senza un accordo. Se entro il 13 febbraio il primo Ministro britannico T. May non sarà stata in grado di produrre un nuovo accordo con l'UE con una soluzione diversa per quanto riguarda il confine irlandese e che sia stato approvato dalla Camera dei Comuni, presenterà una mozione emendabile che in sostanza lascerà al Parlamento la scelta di come procedere: se andare al *no deal* (*Brexit* senza accordo con UE); se chiedere un'estensione dell'articolo 50 del trattato sull'Unione Europea (il cui ricorso ha dato avvio all'uscita dall'UE) per rinviare la data del 29 marzo o addirittura il ritiro della procedura; se indire un secondo referendum o nuove elezioni. **Pur nella convinzione che questo fattore penalizzi principalmente il Regno Unito, con la fuga delle multinazionali verso l'Area Euro già in atto, la situazione di incertezza che si verrebbe a creare in caso di un *no deal* deprimerebbe anche i Paesi esportatori dell'UE. In caso di rinvio della data di uscita, inoltre, si rischia di invalidare l'intero voto delle Europee**, se il Regno Unito rinunciasse a organizzare le elezioni del Parlamento sul proprio territorio, come impone il Trattato dell'UE a ogni Stato membro, e se la *Brexit* avvenisse dopo l'1 luglio, giorno prima della riunione costitutiva a Strasburgo del nuovo Parlamento.

Alla luce della precedente analisi, si assegna un'elevata probabilità all'eventualità che, entro l'1 marzo, USA e Cina raggiungano un accordo solo di massima, imponendo alla Fed un atteggiamento neutrale per tutto l'anno in corso e che la BCE apra alla possibilità di politica monetaria espansiva attraverso lo strumento delle LTRO nella seconda parte del 2019 (Scenario A – Probabilità 70%). Nel caso non si raggiunga un accordo per quella data e scattino i nuovi dazi, non si esclude che vi siano allentamenti monetari attraverso strumenti non convenzionali anche in USA e che la BCE anticipi la mossa delle LTRO nella prima parte del 2019 (Scenario C – Probabilità 20%).

L'Italia beneficerebbe poco dell'eventuale atteggiamento più espansivo della BCE in termini di rendimenti sui titoli di Stato, come si è già visto in gennaio, perché tale decisione di politica monetaria sarebbe dettata da una mancata ripresa del ciclo economico dell'Area Euro, compreso quello italiano, compromettendo i conti pubblici del nostro Paese.

Il mercato azionario statunitense potrebbe essere sostenuto dalla ritrovata concorrenza nei confronti dell'obbligazionario, dopo che i rendimenti americani sulla scadenza decennale si sono portati ben sotto il 3% **ma attenzione che in primavera il rallentamento previsto dell'economia potrebbe interrompere i rialzi delle quotazioni.** Questa ipotesi è legata anche alla durata dello *shutdown* che, al momento, non è prevedibile.

Sul fronte del prezzo del petrolio, le quotazioni del greggio hanno recuperato terreno in gennaio portandosi intorno a 63 dollari al barile per il Brent e a 55 per il WTI, tuttavia, **dati i molti fattori messi in evidenza nella precedente analisi che pesano sulla crescita economica internazionale, si assegna una bassa probabilità che la tendenza al rialzo sia duratura per la questione di un eccesso di offerta di petrolio** generata anche dal continuo aumento della produzione *shale oil* negli Stati Uniti.

GLI ULTIMI DATI

In USA, il vuoto informativo causato dello *shutdown*, la chiusura degli uffici governativi, inclusi quelli che pubblicano la maggior parte dei dati statistici sull'economia, per la mancata approvazione del bilancio da parte del Congresso, **obbliga a un'analisi parziale. Le rilevazioni sul PIL per il quarto trimestre saranno disponibili il 21 febbraio**, quindi, possiamo solo ribadire che, fino all'autunno del 2018, la crescita economica negli Stati Uniti era solida, anche se ridimensionata in termini congiunturali, a +3.4% t/t rispetto al +4.2% del secondo trimestre, con una variazione tendenziale di +3% a/a.

Il ciclo economico era trainato dai consumi. Gli investimenti residenziali in contrazione evidenziavano gli effetti della politica monetaria restrittiva della Fed che ha reso meno convenienti i mutui. I dati avevano già dimostrato una certa sofferenza per gli effetti della guerra commerciale, penalizzando il canale estero che aveva sottratto un -2% t/t alla crescita. La causa era da attribuire alla forte dinamica delle importazioni (+9.3% t/t) a fronte di un calo delle esportazioni (-4.9% t/t). L'altro aspetto importante da sottolineare è l'ampio accumulo di scorte, con un contributo alla crescita del PIL per un +2.3% t/t. Questo potrebbe penalizzare il dato del quarto trimestre, ancora non noto, per il necessario smaltimento di merce invenduta. **In termini prospettici, è atteso un nuovo ridimensionamento del ciclo economico, non solo nel quarto trimestre del 2018, ma anche nei primi tre mesi dell'anno in corso. All'incertezza generata dalla guerra dei dazi si è aggiunto, infatti, anche il fattore dello *shutdown*, iniziato il 22 dicembre e sospeso il 4 febbraio solo temporaneamente per 15 giorni, che impedisce lo svolgimento di molte attività, non solo quelle pubbliche, ma anche quelle private ad esse collegate. I prossimi dati saranno di difficile lettura, perché non si potrà distinguere l'effetto transitorio della chiusura delle attività governative dalla tendenza di fondo dell'economia americana.**

I dati mensili disponibili sono davvero pochi e sembrano confermare la crescita economica. In dicembre, la produzione industriale ha confermato il trend rialzista, con un incremento di +0.3% m/m, che segue un +0.4% del mese precedente (rivisto da +0.6%). Le aspettative degli economisti erano più caute (+0.2%). La capacità produttiva è aumentata a 78.7% da 78.6% di novembre. **Il mercato del lavoro ha ancora una volta sorpreso per la sua forza** con +312 000 nuovi occupati, quasi il doppio di quanto atteso (184 000). È stato rivisto ampiamente al rialzo anche il dato precedente, a 176 000 da 155 000 inizialmente rilevati. L'aggiustamento verso l'alto del tasso di disoccupazione al 3.9% dal 3.7% di novembre, va interpretato in termini positivi per l'aumento del tasso di partecipazione a 63.1% da 62.9%. **Come sottolineato dalla Fed, tuttavia, è il peggioramento del clima aziendale e dei consumatori che impone cautela:** la fiducia degli imprenditori in dicembre, letta attraverso l'indice ISM, si è notevolmente ridimensionata a 54.3 da 58.8 del mese precedente per il settore manifatturiero e a 58 da 60.4 per quello dei servizi; il PMI di Chicago, disponibile per gennaio, evidenzia un'accentuazione della tendenza negativa, con una drastica correzione al ribasso a 56.7 da 65.4 di dicembre. A novembre era a quota 66.4. Tutti i dati hanno deluso le aspettative dei mercati. Non è da meno la fiducia dei consumatori, misurata attraverso la *Conference Board*, che a gennaio si è portato a quota 120.2 da 126.6 del mese precedente, quest'ultimo rivisto al ribasso da 128.1. Tenendo conto che in novembre era a 134.6 e in ottobre a 137.9, possiamo dire che dall'autunno del 2018 la fiducia si è ridotta di 18 punti! È evidente che **l'euforia dettata dai vantaggi della riforma fiscale ha completamente lasciato il posto all'incertezza della guerra dei dazi.**

Sul fronte inflazionistico sono disponibili nuovi dati solo sui salari orari che in dicembre mantengono una dinamica tendenziale sopra il 3% (+3.2% a/a da +3.1%). Riteniamo, tuttavia, che il percorso dell'inflazione verso valori sotto l'obiettivo del 2%, iniziato a novembre, debba proseguire, grazie al venir meno delle tensioni da costi delle materie prime per il calo del prezzo del petrolio.

Alla luce della precedente analisi, riteniamo che **una crescita in ridimensionamento e le minori tensioni inflazionistiche dal lato delle materie prime renderanno la Fed molto cauta nel 2019. È probabile che a fine febbraio la guerra dei dazi trovi solo un accordo di massima tra USA e Cina, imponendo alla Fed un prolungato periodo di neutralità (Scenario A – probabilità 70%).**

USA

I dati mensili confermano la crescita, ma crolla la fiducia di produttori e consumatori

In Giappone, non ci sono nuove informazioni dai dati sul PIL, pertanto, possiamo solo ribadire quanto messo in evidenza il mese scorso: **nel terzo trimestre del 2018, l'economia nipponica ha subito una pesante contrazione congiunturale di -0.6% t/t che ha praticamente azzerato quella tendenziale** (+0.1% a/a da +1.4% del trimestre precedente). Le tre componenti principali, consumi, investimenti e canale estero hanno sottratto crescita; in particolare gli investimenti fissi, diminuiti di -2.2% t/t, con un contributo di -0.5% t/t. Le scorte e la spesa pubblica sono state neutrali sul ciclo economico. Come già messo in evidenza il mese scorso, **questi dati vanno interpretati con cautela, perché distorti da una serie di disastri naturali**, come inondazioni, un tifone e un terremoto, che hanno colpito seriamente l'attività economica, **ma** dalle stesse dichiarazioni della Banca Centrale e dai dati mensili della parte finale dell'anno **la domanda e la produzione legate al ripristino di tali calamità non si sono dimostrate forti quanto atteso**.

I dati mensili, relativi prevalentemente a dicembre, infatti, **sono stati deboli soprattutto dal lato dell'offerta**, in sintonia con quanto rilevato già per quelli di novembre. La produzione industriale è diminuita di -0.1% m/m, dopo il forte calo di -1.0% m/m del mese precedente. Gli ordini di macchinari industriali sono rimasti invariati, ma si riferiscono a novembre. Se teniamo conto del -18.3% m/m di settembre e del +7.6% di ottobre, il bilancio rimane negativo e lascia presagire una debolezza dell'attività economica anche nel quarto trimestre ancora non noto del 2018. **Il canale estero in dicembre evidenzia ancora una certa sofferenza**, con un calo delle esportazioni di -1.3% m/m. Il saldo della bilancia commerciale migliora solo grazie a una contrazione più pesante delle importazioni (-5.3%). **Recupera, invece, la domanda: in dicembre, le vendite al dettaglio hanno sorpreso in positivo le attese** di +0.4%, mettendo a segno un incremento di +0.9% m/m, dopo lo scivolone di -1.1% m/m del mese precedente (rivisto da -1%). **Il mercato del lavoro rimane solido**, anche se il tasso di disoccupazione ha aggiustato leggermente verso l'alto al 2.5% dal 2.4% di ottobre. **Come per gli Stati Uniti, tuttavia, anche in Giappone i dati più preoccupanti riguardano la fiducia di produttori e consumatori, che, essendo riferita a gennaio, dà una prima indicazione sullo scenario d'inizio 2019 e i segnali giunti non lasciano presagire nulla di buono**: la fiducia dei produttori si è ridimensionata a 50 da 52.6 del mese precedente (si ricorda che 50 punti rappresenta la soglia sotto la quale l'attività economica è in contrazione) e quella dei consumatori è scesa a 41.9 da 42.7 di dicembre. Gli economisti speravano in un aggiustamento più contenuto (42.4).

La debolezza del ciclo economico e il calo del prezzo del petrolio, hanno riaperto il rischio di deflazione, giacché gli indicatori dei prezzi si sono portati vicino allo zero. In dicembre, la variazione tendenziale dell'indice dei prezzi in termini globali si è ridimensionata a +0.2% a/a da +0.7% del mese precedente, deludendo le aspettative di +0.3%, e quella *core* a +0.7% a/a da +0.9%. Le prospettive di basse quotazioni del greggio anche nel 2019 non agevoleranno il compito della Banca Centrale del Giappone di riportare l'inflazione verso il 2%. Una mano potrebbe darla l'aumento dell'IVA programmato per ottobre del 2019, ma se la domanda si mantiene debole anche nella seconda parte dell'anno in corso, l'aggiustamento verso l'alto dell'aliquota sui consumi potrebbe tradursi in una contrazione della quantità venduta.

In Area Euro, sono disponibili i dati preliminari del PIL del quarto trimestre solo in forma aggregata. **La crescita congiunturale è positiva, ma ha mantenuto il passo ridotto di +0.2% t/t del trimestre precedente**.

Il ritmo cauto ha ridimensionato la variazione tendenziale a +1.2% a/a da +1.6% del terzo trimestre. Non avendo a disposizione informazioni sulle componenti, non è possibile al momento individuare la causa dell'incertezza del ciclo economico dell'Area. Sarà importante verificare se ciò sia dovuto ancora una volta alla guerra dei dazi che aveva penalizzato la crescita nel terzo trimestre attraverso il canale estero. I dati mensili, che seguono, vanno un po' in questa direzione. In base all'analisi per Paese, sul risultato globale ha pesato sicuramente la contrazione congiunturale dell'Italia, mentre non si possono trarre conclusioni sulla Germania perché non sono ancora stati pubblicati i dati sul PIL del quarto trimestre.

GIAPPONE

Anche qui diminuisce la fiducia di produttori e consumatori.

Riemergono i rischi deflazionistici

AREA EURO

La crescita è positiva ma debole, per le incertezze sull'offerta più che sulla domanda. L'inflazione si ridimensiona

I dati mensili, relativi prevalentemente a novembre, sono stati deboli dal lato dell'offerta, forse penalizzata dalla contrazione delle esportazioni, mentre la domanda probabilmente è stata supportata dal buon andamento del mercato del lavoro. In novembre, **la produzione industriale è diminuita** di -1.7% m/m e il dato del mese precedente, già debole, è stato rivisto al ribasso a +0.1% da +0.2%. Gli economisti si attendevano comunque un risultato negativo (-1.5%). Le costruzioni, dopo il calo di -1.6% m/m, non sono riuscite a invertire la tendenza negativa, registrando un -0.1%. **Il canale estero, che aveva registrato un certo recupero in ottobre, è tornato a soffrire** registrando un calo delle esportazioni di -1% m/m. Il surplus della bilancia commerciale è migliorato solo grazie a una diminuzione delle importazioni di -1.9% più rilevante di quella dei flussi in uscita. I risultati deludenti hanno intaccato la fiducia dei produttori che in gennaio è scesa a 50.5 da 51.4 del mese precedente nel settore manifatturiero e a 50.8 da 51.2 in quello dei servizi. **Migliori risultano, invece, i dati dal lato della domanda, con le vendite al dettaglio che sono riuscite a mantenere la buona dinamica del mese precedente di +0.6%, sorprendendo in positivo le aspettative di +0.2%.** Il dato precedente è stato rivisto al rialzo a +0.6% da +0.3%. **Il mercato del lavoro si mantiene in buona salute**, con un tasso di disoccupazione al 7.9% in novembre e dicembre, in ridimensionamento dal 8.1% di ottobre. Tutto ciò si è riflesso in positivo sulla fiducia dei consumatori, letta attraverso la sotto-componente dell'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) che in gennaio è migliorata a -7.9% da -8.3% del mese precedente. Se ne deduce che il calo dell'ESI globale, che interpreta la fiducia di produttori e consumatori, a 106.2 da 107.4 di dicembre è attribuibile al pessimismo dei primi, data l'analisi precedente dell'offerta.

La minor forza del ciclo economico e il calo del prezzo del petrolio negli ultimi due mesi del 2018, hanno ridimensionato l'inflazione: in dicembre, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi al consumo HCPI (*Harmonized Consumer Price Index*) si è portata a +1.6% a/a da +1.9% del mese precedente, e quella *core* è rimasta ferma a +1% a/a.

Alla luce di 1) una crescita moderata dell'Area Euro, 2) un rallentamento generalizzato a livello globale, 3) le incognite derivanti dal quadro dei conti pubblici italiani, 4) il rischio di un rafforzamento dei populismi in sede di elezioni del Parlamento Europeo a maggio e di una Brexit senza un accordo, è molto probabile che la BCE prenda in considerazione la possibilità di una politica monetaria espansiva attraverso lo strumento delle LTRO nella seconda parte del 2019 (Scenario A – Probabilità 70%).

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

Il risultato complessivo del PIL, tuttavia, è stato arginato da un importante accumulo di scorte di +0.7%, che probabilmente riflette merce invenduta, data la debolezza dei consumi. **Difficilmente il quarto trimestre potrà, pertanto, tornare a una crescita rilevante.**

I dati mensili, relativi prevalentemente a novembre, sono tutti negativi e hanno ampiamente deluso le aspettative sia dal lato della domanda sia dell'offerta. La produzione industriale, le costruzioni e gli ordini all'industria sono diminuiti di -1.9% m/m, -1.7% e -1% rispettivamente. I mercati si attendevano sulla produzione un risultato positivo di +0.3% e sugli ordini una contrazione limitata a -0.1%. **Rilevanti sono state anche le revisioni al ribasso dei dati del mese precedente:** a -0.8% m/m, -1.2% e +0.2% da -0.5%, -0.3% e +0.3%, rispettivamente. Soffre ancora il canale estero con una contrazione delle esportazioni di -0.3% m/m. La debolezza dei consumi interni si è riflessa sulle importazioni che sono diminuite di -1.4%. **Ancora peggiore è stata la domanda con una**

Germania

pesante contrazione delle vendite al dettaglio in dicembre di -4.3% m/m, ben al di là di quanto di aspettavano gli economisti (-0.6%). L'unica nota positiva proviene dal mercato del lavoro che in gennaio ha mantenuto il tasso di disoccupazione fermo ai livelli bassi del 5%.

La fiducia di produttori e consumatori, disponibile per gennaio, lascia presagire un ciclo economico tedesco debole anche all'inizio dell'anno in corso: l'indice Ifo ha corretto nuovamente al ribasso a 99.1 da 101 del mese precedente e così pure il PMI del settore manifatturiero a 49.9 da 51.5. Il risultato sotto la soglia dei 50 punti, anche se solo di poco, se venisse confermato anche nei prossimi mesi, indicherebbe un'attività economica in contrazione. Solo nel settore dei servizi la fiducia è migliorata (a 53.1 da 51.8). È evidente che tutto ciò deriva dalla penalizzazione più marcata per la Germania rispetto agli altri Paesi dell'Area derivante dal rallentamento della crescita globale e dalla guerra dei dazi, poiché l'economia tedesca è *export-oriented*.

Nonostante la debolezza dell'economia, l'inflazione si è mantenuta stabile: in gennaio, la variazione tendenziale dell'indice HCPI globale è rimasta ferma a +1.7 a/a; quella dell'indice *core*, disponibile però solo per dicembre, si è portata a +1.4% a/a da +1.2%. **Alla luce dell'analisi precedente, è tuttavia lecito attendersi un ridimensionamento nei prossimi mesi.**

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

Italia

I dati mensili, che si riferiscono prevalentemente a novembre e dicembre, **hanno evidenziato che, nella parte finale dell'anno, ha pesato anche la debolezza della componente estera e che l'offerta sta soffrendo.** Le esportazioni verso l'Unione Europea, infatti, in novembre hanno registrato una contrazione di -1.3% m/m e quelle verso i Paesi extra UE, disponibili per dicembre, sono crollate di -5.6% dopo aver resistito nei due mesi precedenti (+0.6% in novembre e +5.3% in ottobre). Nonostante anche le importazioni siano scese di -2.2%, non si è potuta evitare un'erosione importante del surplus della bilancia commerciale extra UE. Sul fronte interno, in novembre, la produzione industriale è diminuita di -1.6% m/m, contro un'aspettativa meno pessimista di -0.3%, e il dato di ottobre è stato rivisto al ribasso a -0.1% da +0.1%. Anche gli ordini sono risultati in contrazione con un -0.2% m/m, proseguendo la tendenza negativa del mese precedente (-0.5%, rivisto al ribasso da -0.3%). Solo il settore delle costruzioni ha

dato segnali positivi, anche se deboli, aumentando di +0.2% m/m a fronte di un calo di -1.7% in ottobre. **Migliori, invece, risultano le condizioni della domanda: in novembre, le vendite al dettaglio hanno messo a segno un buon rialzo di +0.7% m/m,** potenziando la dinamica positiva di +0.2% del mese precedente e in dicembre **il tasso di disoccupazione è ritornato ai livelli di tre mesi prima, 10.3%, dopo il momentaneo aumento** al 10.6% di ottobre e al 10.5% di novembre. **I dati disponibili per gennaio sulla fiducia di produttori e consumatori rispecchiano l'analisi precedente: il pessimismo dei primi si è tradotto in un nuovo ridimensionamento dell'indice Istat sulle imprese** a 102.1 da 103.4 del mese precedente nel settore manifatturiero e a 98.6 da 99.5 nei servizi (si ricorda che in settembre era a 104.9). Va sottolineato, inoltre, che il PMI, disponibile soltanto per novembre, nel settore manifatturiero è sotto la soglia dei 50 punti a 49.2, indicando un'economia in contrazione. **Dall'altro lato, la fiducia dei consumatori è migliorata** a 114 da 113.2, probabilmente **in attesa della manovra fiscale sul reddito di cittadinanza e di quota 100 sulle pensioni.** **Anche per l'Italia, l'inflazione si è ridimensionata.** In dicembre, la variazione tendenziale dell'indice HCPI globale si è portata a +1.2% a/a da +1.6% del mese precedente e quella *core* a +0.6% a/a da +0.7%.

La recessione tecnica e l'indebolimento della congiuntura internazionale acuiranno il rischio sui conti pubblici, anche se le difficoltà del ciclo economico dell'Area Euro si dovessero accentuare, inducendo la BCE a un atteggiamento più espansivo di politica monetaria.

In Francia, i dati sul PIL del quarto trimestre del 2018 hanno confermato la dinamica congiunturale di +0.3% dei tre mesi precedenti. Anche se ciò ha ridimensionato la variazione tendenziale a +0.9% a/a da +1.3% (quest'ultimo rivisto da +1.4%) **i risultati testimoniano che l'economia d'oltralpe gode di salute migliore rispetto a Germania e Italia. La forza trainante del ciclo economico francese resta, sorprendentemente, ancora il canale estero,** con un contributo alla crescita di +0.2% t/t, grazie a un aumento delle esportazioni di +2.4% t/t, più ampio di quello delle importazioni di +1.6%. **Scarso è stato, invece, l'apporto della domanda interna,** con i consumi che sono rimasti neutrali e un limitato contributo positivo degli investimenti fissi di +0.1%. Da segnalare, infine, che è proseguito il decumulo di scorte che hanno sottratto alla ripresa un -0.1%, nonostante il -0.5% del trimestre precedente. La ricostituzione del magazzino potrebbe fornire un supporto alla crescita nella prima parte del 2019.

Francia

I dati mensili disponibili rientrano nel trimestre già noto, quindi non aggiungono nuove informazioni rispetto all'analisi precedente. In ogni caso, è da sottolineare che la buona performance del canale estero sopracitata è attribuibile al risultato di ottobre, quando le esportazioni avevano registrato un importante incremento di +6.1% m/m. In novembre, anche la Francia ha iniziato a soffrire per la debolezza della congiuntura internazionale con un calo dei flussi commerciali in uscita di -4.4%. Gli effetti si sono ripercossi sulla produzione industriale, che ha azzerato il risultato di ottobre con una diminuzione di -1.3% m/m. Più solido si è dimostrato il settore delle costruzioni (+1.4%). Dal lato della domanda, sempre in novembre, le vendite al dettaglio sono rimaste praticamente ferme (+0.1%) e la contrazione a dicembre dei consumi delle famiglie di -1.2% lascia qualche ombra sul futuro, soprattutto se letta assieme all'incremento del tasso di disoccupazione al 9.1% dal 8.9% di novembre. **In controtendenza rispetto agli altri Paesi dell'Area, la fiducia di consumatori e produttori rimane, tuttavia, positiva:** in gennaio, la prima è aumentata a 91 da 86 e la seconda, letta attraverso il PMI, a 51.2 da 49.7, superando l'importante soglia dei 50 punti, nel settore manifatturiero; solo in quello dei servizi è emersa qualche difficoltà (47.5 da 49). Sempre in gennaio, l'inflazione globale si è ridimensionata a +1.4% a/a da +1.9% del mese precedente; quella *core*, riferita però a dicembre, a +0.6% a/a da +0.7%.

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

GLI SCENARI

A (70%)

USA: un accordo con la Cina sui dazi a fine febbraio, solo di massima, non impedisce alla crescita economica si ridimensionarsi intorno a +1% a/a, dopo dieci anni di fase positiva ininterrotta del ciclo economico e l'esaurirsi dell'effetto espansivo della politica fiscale. **I rischi inflazionistici scompaiono** per il venir meno delle tensioni sui salari e per il calo del prezzo del petrolio, **facendo rientrare le esigenze di ulteriori rialzi dei tassi ufficiali nel 2019**. Nel medio termine, il decennale americano scende sotto il 2.6% e il dollaro si deprezza leggermente intorno a quota 1.15 nei confronti dell'euro.

Area Euro: la crescita del PIL reale si ridimensiona all'1% a/a in sintonia con un contesto internazionale di cicli economici deboli. **La BCE apre alla possibilità di politica monetaria espansiva attraverso lo strumento delle LTRO nella seconda parte del 2019**. In Italia, lo scenario di minore crescita globale e uno stallo nella domanda interna riaprono il problema dell'elevato debito pubblico. I rendimenti sui titoli di Stato italiani vengono penalizzati, portandosi verso il 3% sulla scadenza decennale e lo *spread* intorno ai 280 punti base nei confronti del *Bund* tedesco.

B (10%)

USA: un accordo con la Cina sui dazi chiaro e completo a fine febbraio, che scongiura un'escalation delle ritorsioni commerciali, **lascia più spazio al proseguimento della crescita economica**, che, pur in ridimensionamento, si mantiene intorno al 2% a/a. I rischi inflazionistici derivanti dalla forza del mercato del lavoro sono mitigati dalle basse quotazioni del prezzo del petrolio, pertanto **la Fed si limita a un solo rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base a settembre**. I rendimenti sul decennale americano aumentano limitatamente, portandosi poco sopra il 2.7% e il dollaro rimane intorno a quota 1.14 nei confronti dell'euro.

Area Euro: continua la crescita positiva anche se inferiore a quella del 2018, rimanendo intorno all'1.5% a/a, con un'inflazione moderata. **La BCE mantiene un atteggiamento accomodante di politica monetaria, focalizzando l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio per tutto il 2019**. In Italia, la promessa della Commissione Europea di vigilare sugli effetti della manovra di bilancio, di fatto, non riapre il problema di un avvio della procedura d'infrazione per debito pubblico eccessivo. Il rendimento sul decennale italiano aumenta ma beneficia della politica monetaria espansiva nella seconda parte del 2019, con uno *spread* BTP/*Bund* intorno a 260 punti base.

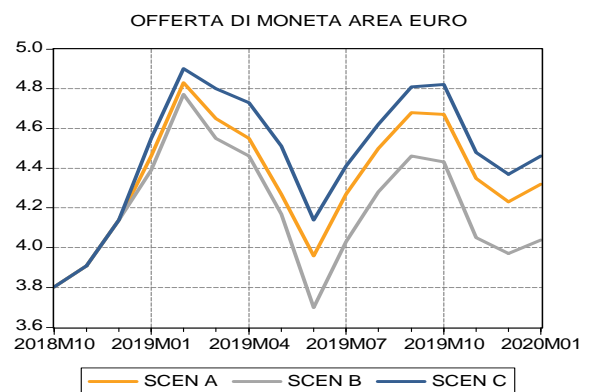
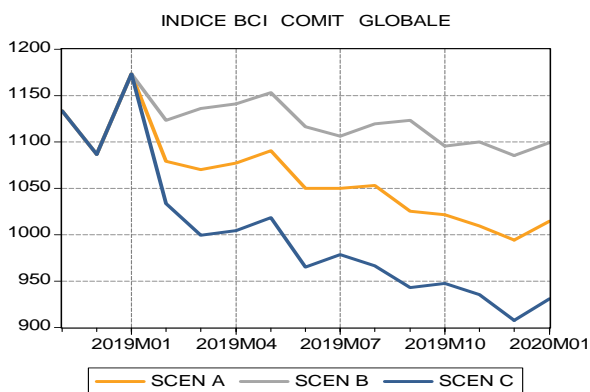
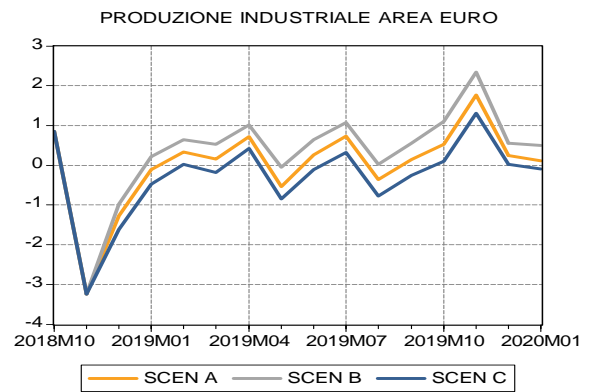
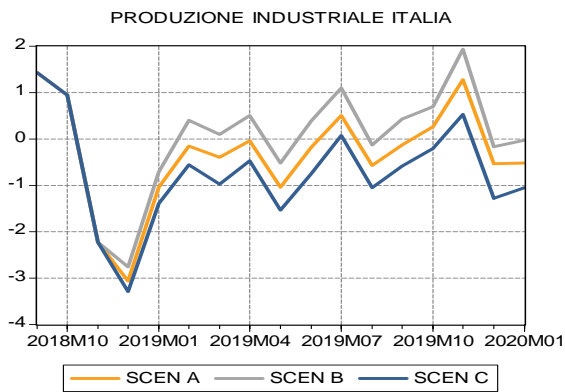
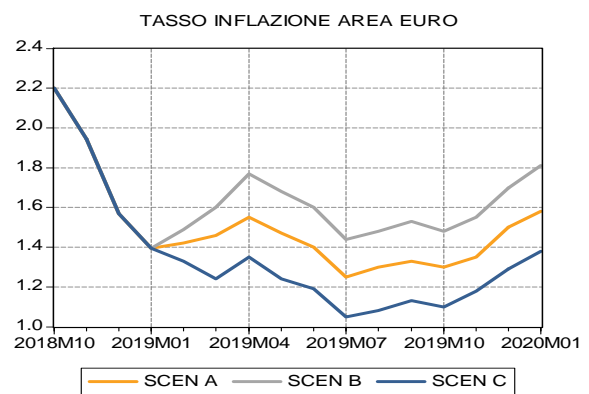
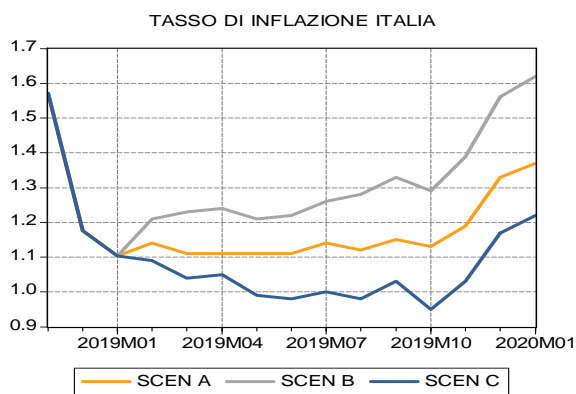
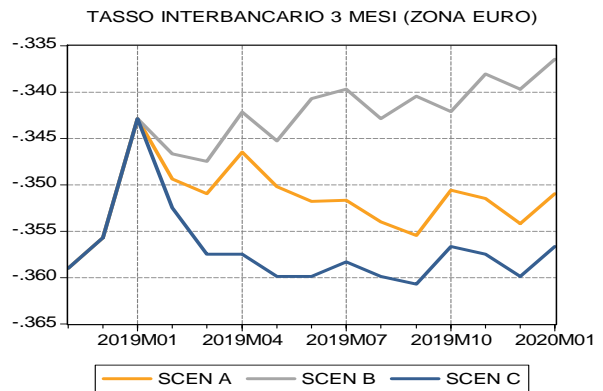
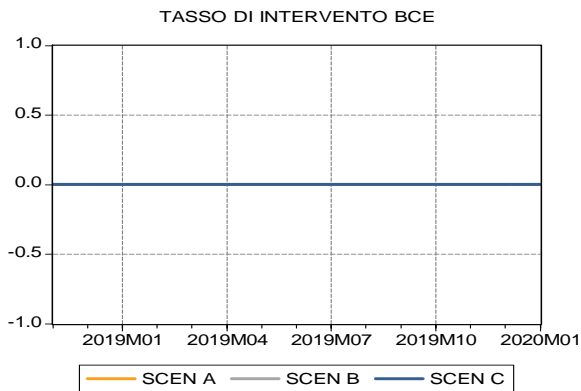
C (20%)

USA: il protrarsi delle trattative con la Cina sui dazi frena pesantemente la crescita per aspettative di ritorsioni tra Paesi. Tutto ciò, unito all'esaurimento dell'effetto espansivo della politica fiscale, rende concreti i rischi di recessione nel medio termine. L'importante calo del prezzo del petrolio e il rientro della dinamica salariale a causa del ripiegamento del ciclo economico riportano l'inflazione ben sotto l'obiettivo del 2%. **Il timore, da parte della Fed, che dopo dieci anni d'ininterrotta crescita s'innesci un trend negativo impone alla Banca Centrale di ritornare sui suoi passi**, non solo lasciando i tassi ufficiali invariati ma **anche aprendo la strada a nuovi allentamenti monetari attraverso strumenti non convenzionali**. I rendimenti del decennale scendono anche sotto il 2.5% e il dollaro si deprezza verso quota 1.16 nei confronti dell'euro.

Area Euro: la crescita si porta sotto l'1% a/a a causa del protezionismo e delle serie difficoltà del ciclo economico internazionale. **La BCE apre alla possibilità di politica monetaria espansiva attraverso lo strumento delle LTRO nella prima parte del 2019**. In Italia, i rischi di una seria recessione si fanno più incalzanti, enfatizzando il problema dell'elevato debito pubblico e riaprendo la questione di una procedura d'infrazione presso la Commissione Europea. Tutto ciò, nonostante l'allentamento monetario anticipato alla prima parte del 2019, penalizza fortemente i rendimenti sui titoli di Stato italiani, che aumentano verso il 3% sulla scadenza decennale. Lo *spread* può spingersi fino a 300 punti base rispetto al *Bund*.

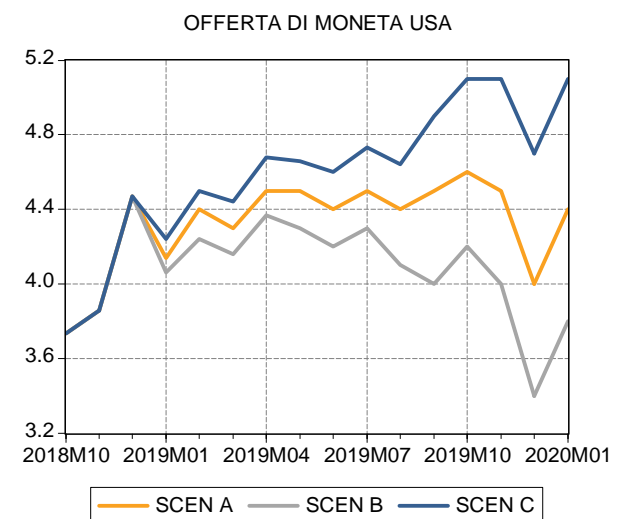
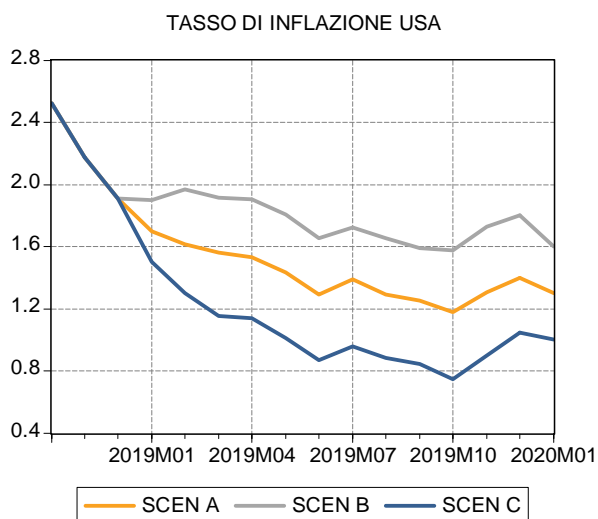
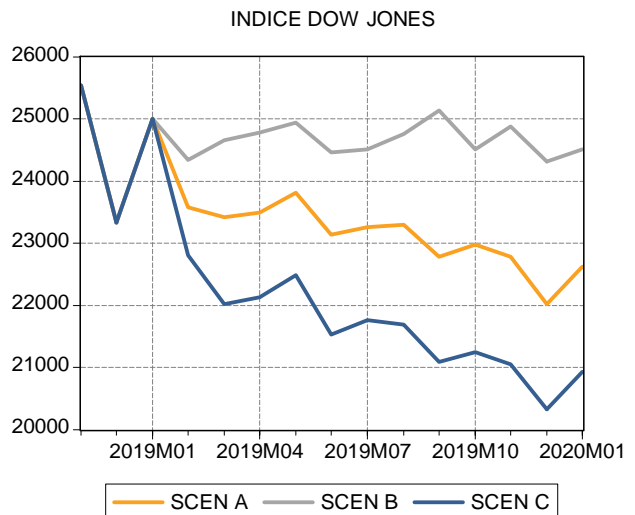
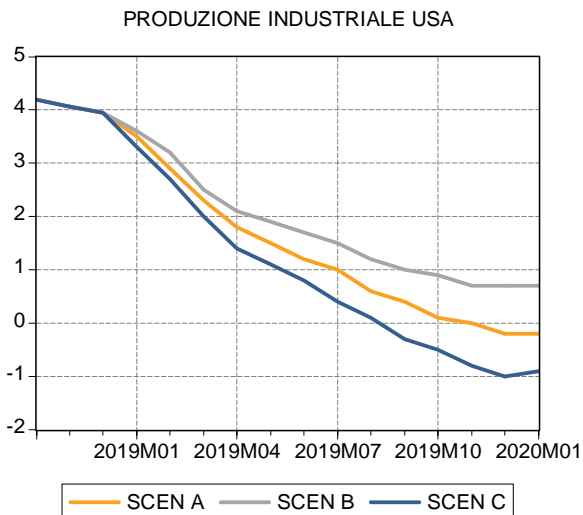
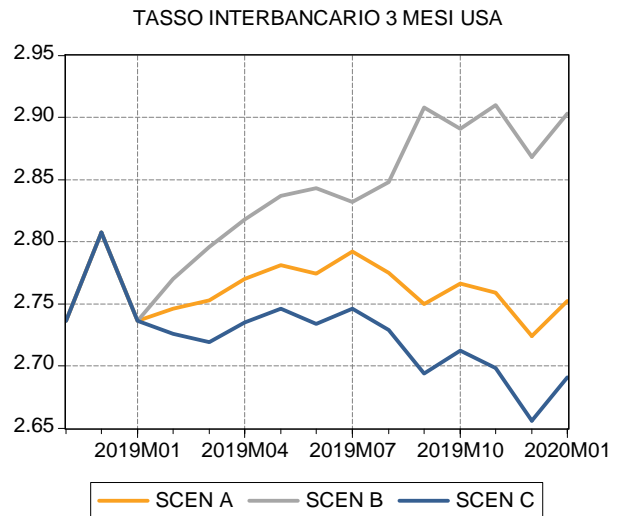
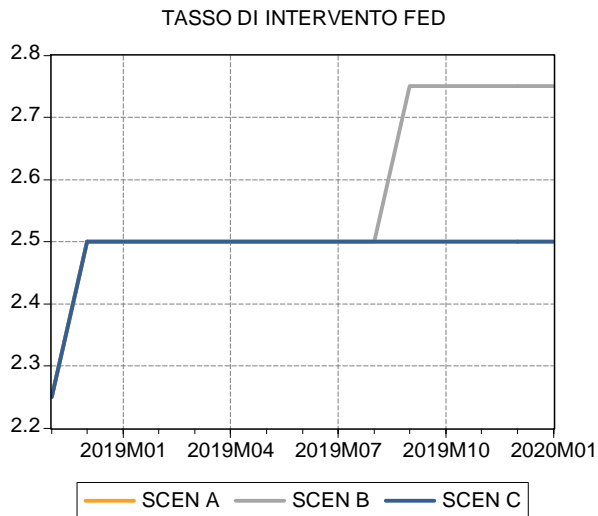
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

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

TASSI INTERBANCARI

La prospettiva che l'*exit strategy* della Fed possa essere molto più lenta del previsto, se non addirittura abbandonata per tornare ad atteggiamenti più accomodanti, e che la BCE possa tornare a usare strumenti di stimolo come le LTRO, in gennaio, ha disteso il clima sui mercati. Nonostante il calo congiunturale del PIL italiano nel quarto trimestre, infatti, i rendimenti dei titoli di Stato sono diminuiti a tutte le scadenze (+0.95%, +1.63%, +2.12% e +2.68% per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni, rispettivamente da +1.16%, +1.88%, +2.33% e +2.80%). **Nei prossimi 12 mesi, se l'accordo commerciale tra Cina e USA fosse solo di massima e portasse a un ridimensionamento della crescita intorno all'1% del PIL sia americano sia europeo (scenario A) la Fed potrebbe decidere di rimanere neutrale, mentre la BCE potrebbe fare ricorso alle operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO) nella seconda parte del 2019. In Italia il contesto economico globale debole riaprirebbe il problema dell'eccessivo debito pubblico, penalizzando i rendimenti della struttura a termine** (a gennaio 2020, 1.48%, 2.06%, 2.59% e 3.03% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni). Se invece l'accordo USA-Cina fosse chiaro e definito fin da subito (scenario B) la crescita, pur ridimensionandosi, potrebbe proseguire in entrambe le macro-aree. La Fed potrebbe rialzare i tassi a settembre mentre la BCE potrebbe mantenere l'attuale politica di reinvestimento dei titoli già in suo possesso. In Italia, il miglior contesto macroeconomico consentirebbe ai rendimenti di godere, in parte, della politica monetaria espansiva (+1.25% il 3 anni, +1.85% il 5 anni, +2.44% il 7 anni e +2.83% il 10 anni a dicembre 2019). Il protrarsi delle trattative commerciali tra USA e Cina (scenario C) potrebbe invece frenare pesantemente la crescita, spingendo la Fed a ricorrere nuovamente a strumenti non convenzionali e la BCE alle LTRO già nella prima parte del 2019. Il rischio di una recessione incalzante in Italia azzererebbe il beneficio della politica accomodante della Banca Centrale penalizzando fortemente i rendimenti dei titoli di Stato (+1.66% il 3 anni, +2.23% il 5 anni, +2.74% il 7 anni e +3.19% il 10 anni alla fine dell'orizzonte di previsione).

STRUTTURA A TERMINE

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

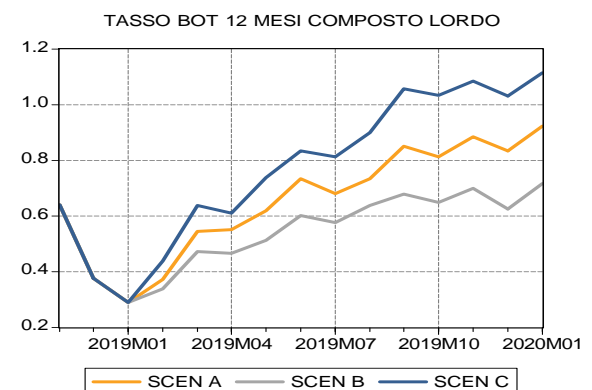
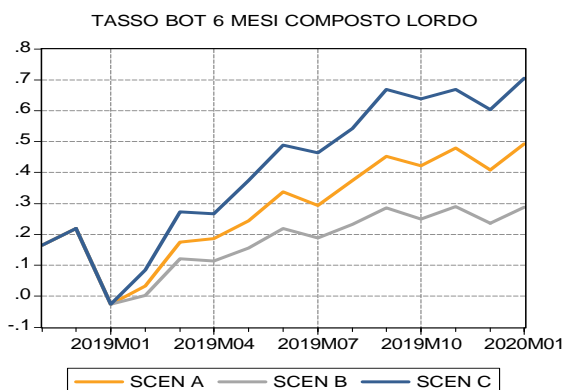
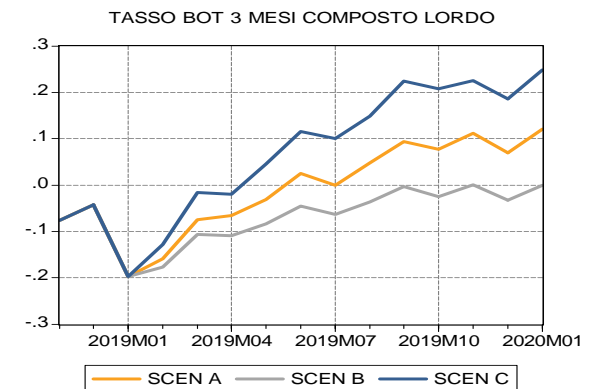
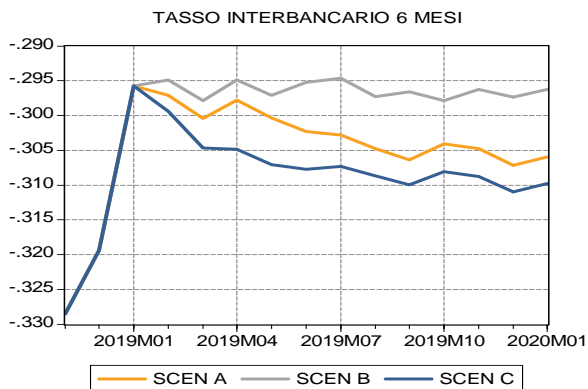
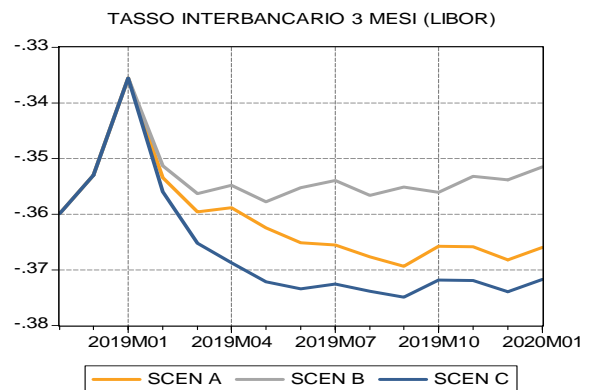
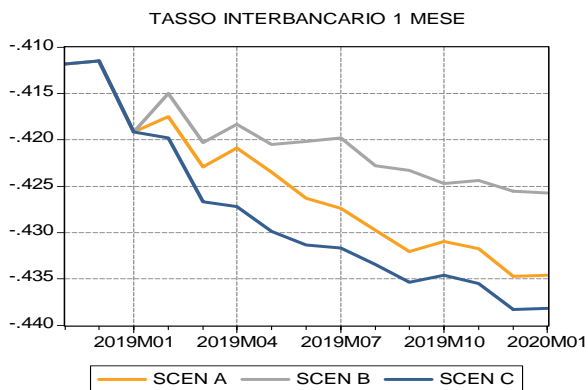
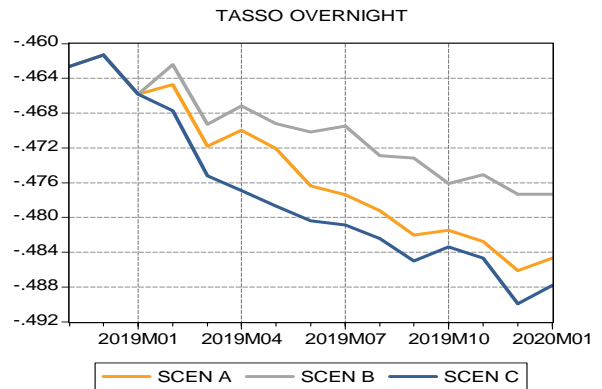
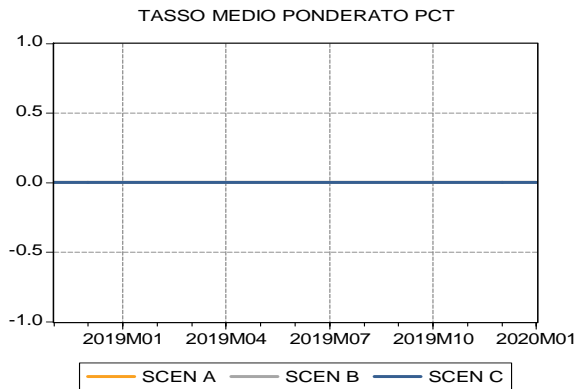
TASSI BANCARI

In novembre è proseguito il pesante calo dei prestiti totali (-6.1% a/a, da -4.1% di ottobre) mentre i depositi, pur in rallentamento, hanno continuato ad aumentare (+1.4% a/a, da +2.9%). **In base alle simulazioni, la dinamica degli impieghi dovrebbe tornare positiva dal prossimo autunno (+1.3% a/a in A, +1.8% in B e +0.9% in C, a gennaio 2020) e i depositi totali dovrebbero mantenere il trend in salita (+2.3%, +3.1% e +1.5% rispettivamente).**

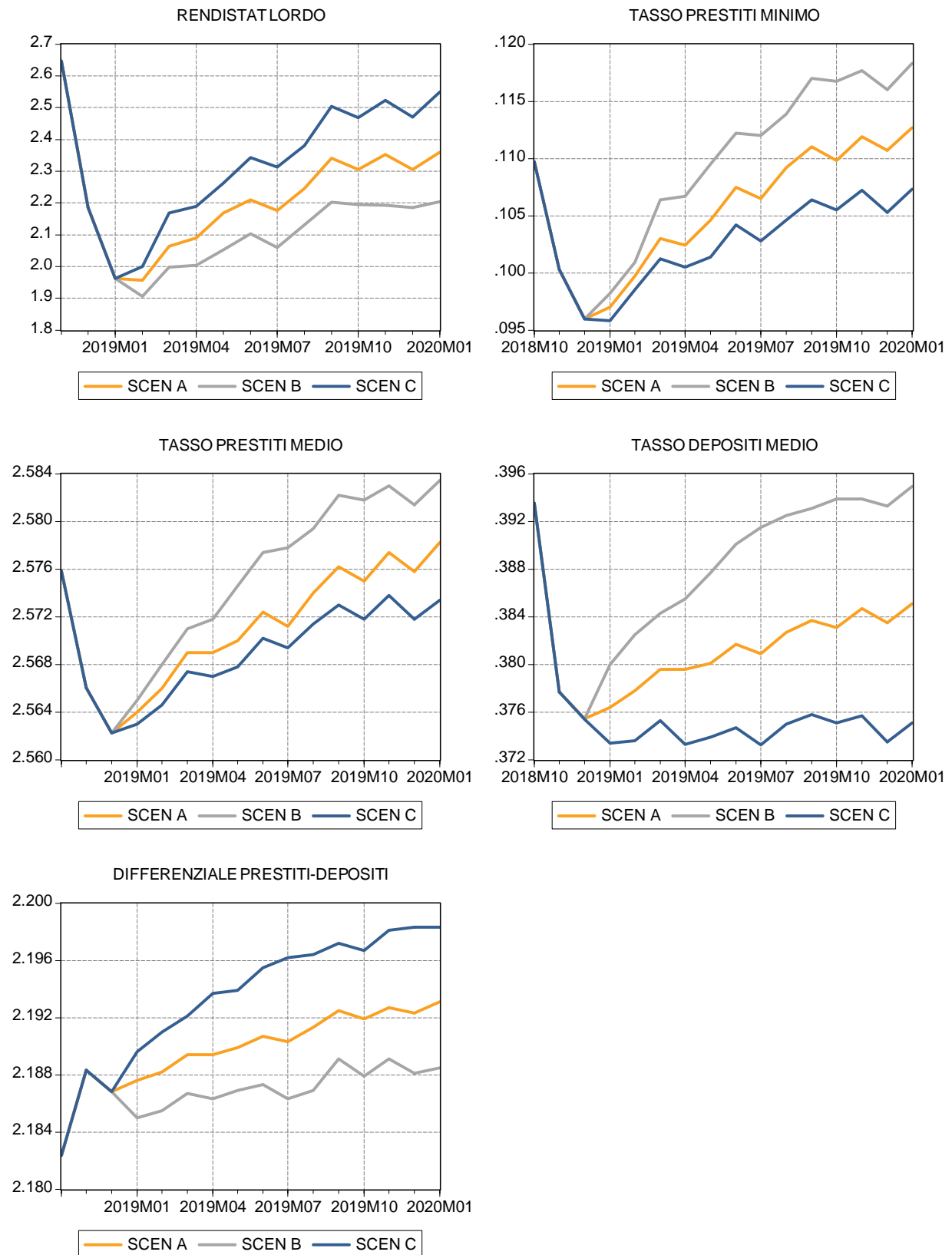
VOLUMI

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

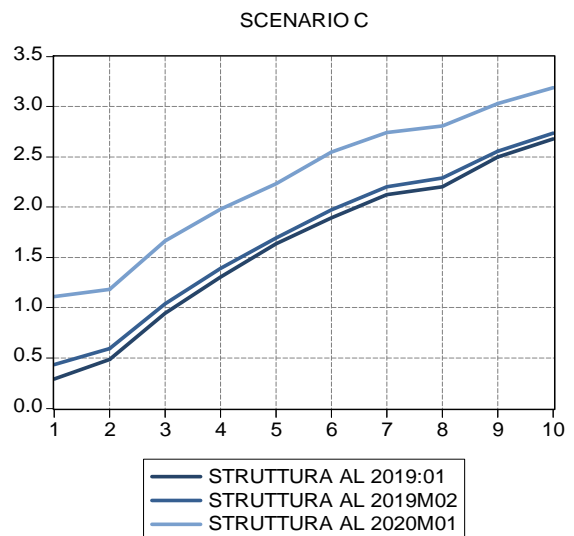
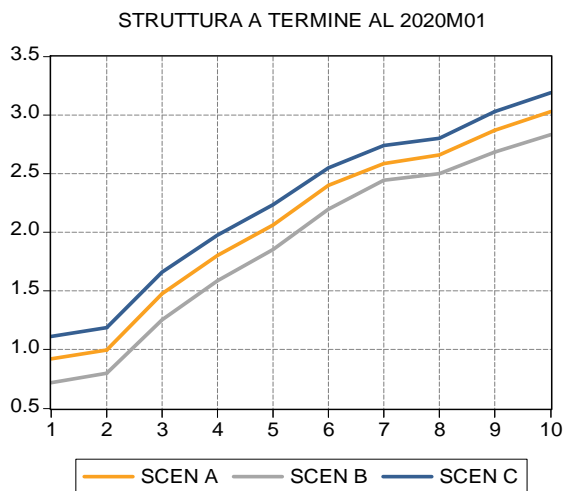
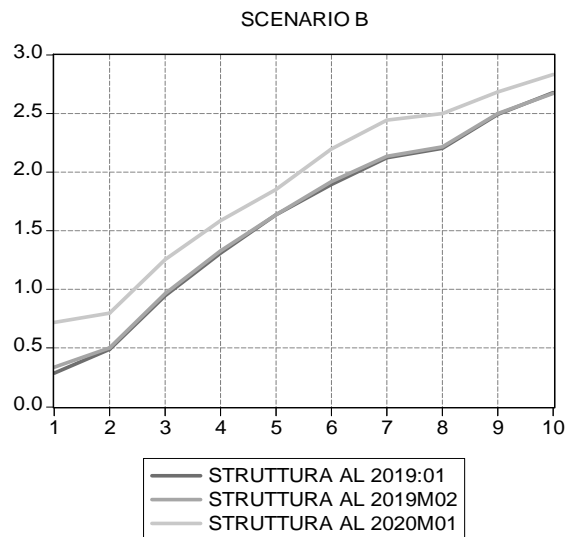
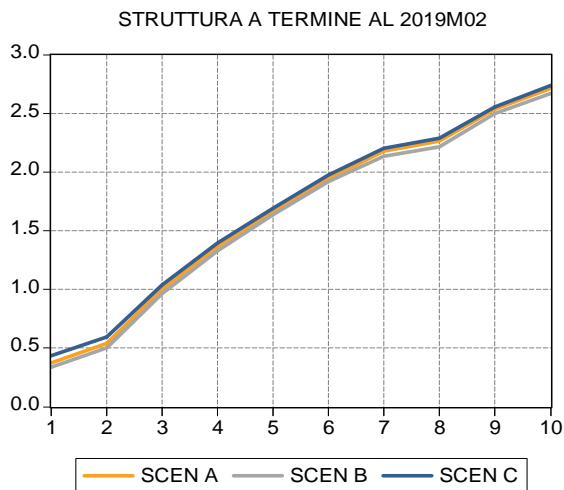
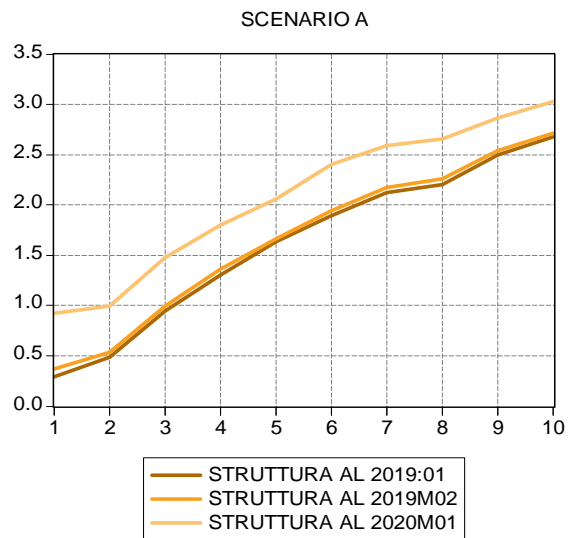
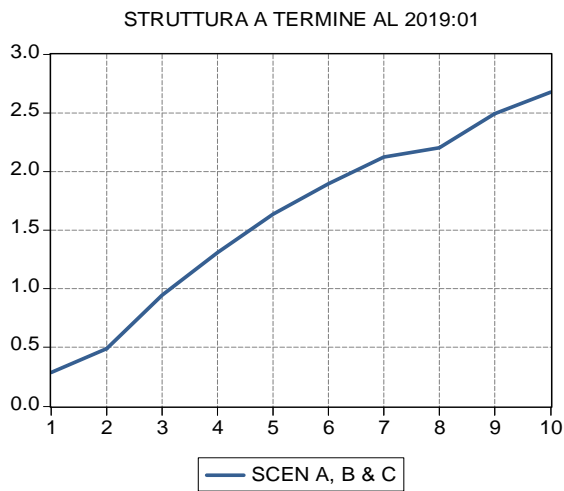
TASSI - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili

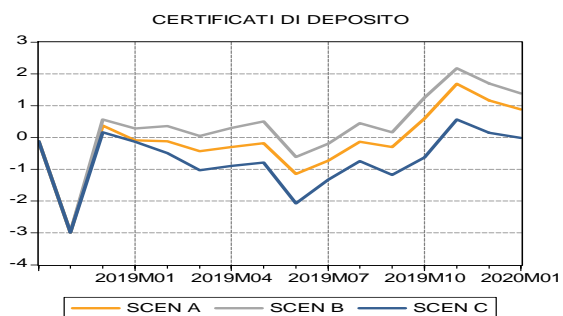
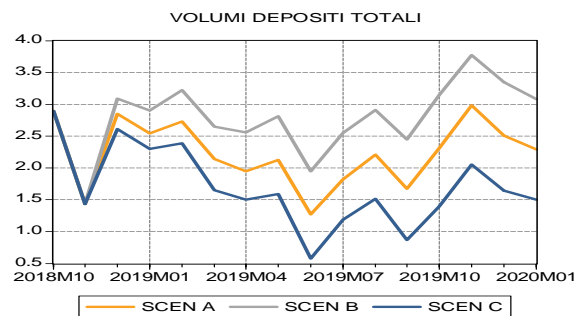
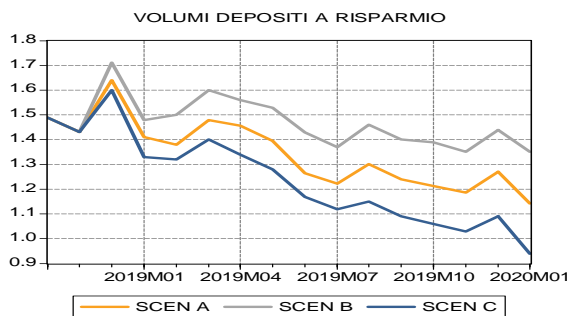
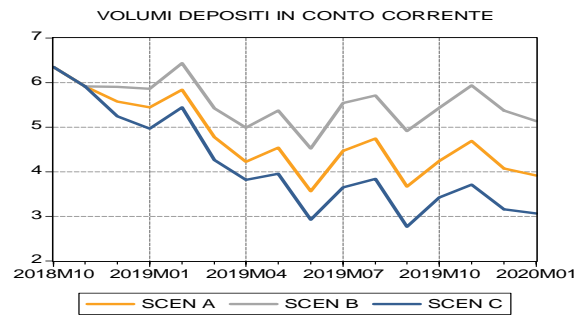
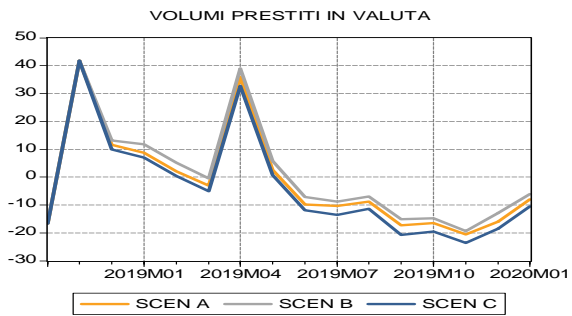
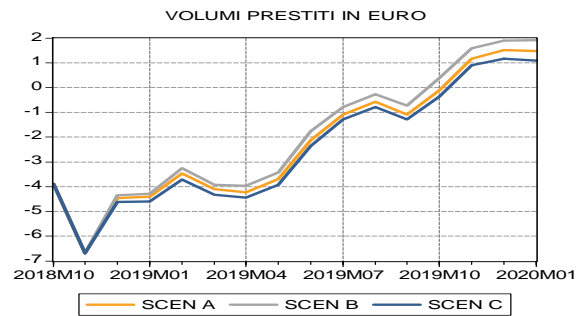
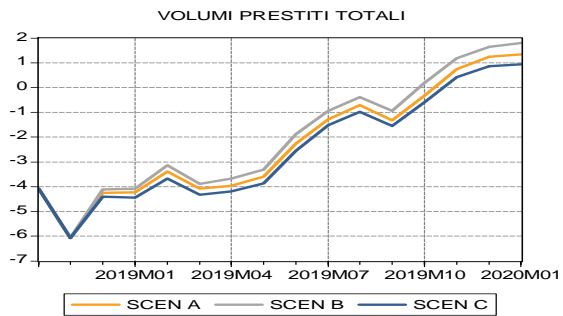
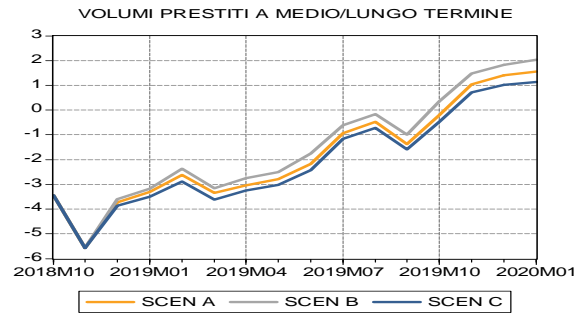
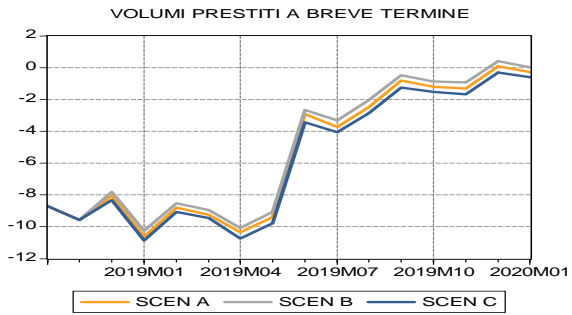


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



SCENARIO A	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9	19 10	19 11	19 12	20 1	
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)	1311	1221	1243	1139	1133	1086	1173	1079	1070	1077	1090	1050	1050	1053	1025	1021	1009	994	1014	1014
Produzione Industriale (Var. % a/a)	-0.8	-1.2	1.4	0.9	-2.2	-3.1	-1.0	-0.2	-0.4	0.0	-1.1	-0.2	0.5	-0.6	-0.1	0.3	1.3	-0.5	-0.5	-0.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.9	1.6	1.5	1.7	1.6	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.1	1.2	1.3	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	0.00
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.46	-0.46	-0.47	-0.46	-0.47	-0.47	-0.47	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.49	-0.48	-0.48
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.41	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.36	-0.35	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37
T. Interb. 6m lett.	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.33	-0.32	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.30	-0.30	-0.31	-0.31	-0.31
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.39	0.39	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.39
T. Prestiti medio	2.59	2.59	2.57	2.58	2.57	2.56	2.56	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.58	2.58	2.58	2.58	2.58	2.58
T.prest. medio - T.dep. medio	2.19	2.19	2.17	2.18	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.13	0.10	-0.05	-0.08	-0.08	-0.04	-0.20	-0.16	-0.07	-0.07	-0.03	0.02	0.00	0.05	0.09	0.08	0.11	0.07	0.12	0.12
T. BOT comp. lordo 6m	0.07	0.45	0.21	0.16	0.16	0.22	-0.03	0.03	0.18	0.19	0.24	0.34	0.29	0.37	0.45	0.42	0.48	0.41	0.49	0.49
T. BOT comp. lordo 12m	0.34	0.69	0.44	0.96	0.64	0.38	0.29	0.37	0.54	0.55	0.62	0.73	0.68	0.73	0.85	0.81	0.88	0.83	0.92	0.92
Rendistat lordo	2.00	2.45	2.27	2.84	2.65	2.19	1.96	1.96	2.06	2.09	2.17	2.21	2.18	2.24	2.34	2.31	2.35	2.31	2.36	2.36
Rendistat netto	1.75	2.14	1.98	2.49	2.32	1.91	1.72	1.71	1.81	1.83	1.90	1.93	1.90	1.96	2.05	2.02	2.06	2.02	2.07	2.07
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	1.26	2.11	1.78	1.95	1.68	1.16	0.95	1.00	1.15	1.15	1.21	1.32	1.27	1.34	1.44	1.40	1.46	1.38	1.48	1.48
Rend. BTP a 5 anni	1.93	2.70	2.39	2.65	2.38	1.88	1.63	1.66	1.78	1.77	1.82	1.92	1.87	1.94	2.02	1.98	2.05	1.97	2.06	2.06
Rend. BTP a 7 anni	2.37	3.01	2.78	3.11	2.86	2.33	2.12	2.18	2.30	2.28	2.34	2.44	2.40	2.46	2.54	2.51	2.57	2.49	2.59	2.59
Rend. BTP a 10 anni	2.79	3.26	3.15	3.44	3.25	2.80	2.68	2.71	2.80	2.77	2.82	2.89	2.85	2.91	2.99	2.96	3.02	2.95	3.03	3.03
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2309.823	2300.377	2328.962	2299.623	2274.594	2270.472	2278.261	2267.557	2279.289	2286.358	2287.57	2279.56	2280.38	2283.91	2298.34	2292.18	2291.71	2298.64	2308.56	2308.56
Prestiti in euro	2266.420	2259.320	2296.555	2270.865	2231.015	2234.188	2244.637	2238.943	2245.407	2263.722	2256.214	2240.06	2241.490	2246.44	2271.52	2268.14	2257.12	2268.15	2277.63	2277.63
Prestiti in valuta	43.403	41.057	32.407	28.757	43.579	36.284	33.624	28.614	33.882	22.636	31.351	39.503	38.893	37.463	26.820	24.040	34.594	30.492	30.928	30.928
Prestiti a breve	279.196	271.059	266.974	266.529	270.137	265.762	271.394	268.995	266.429	266.365	265.095	267.905	268.812	264.324	264.834	263.318	266.544	265.948	270.634	270.634
Prestiti a m / l	2030.626	2029.318	2061.987	2033.094	2004.457	2004.710	2006.867	1998.562	2012.860	2019.993	2022.470	2011.655	2011.571	2019.581	2033.508	2028.862	2025.168	2032.691	2037.928	2037.928
Depositi totali	2419.839	2429.916	2461.539	2432.124	2391.775	2441.413	2435.705	2415.266	2441.358	2437.788	2472.090	2476.905	2463.880	2483.617	2502.647	2488.306	2463.050	2502.692	2491.483	2491.483
Depositi in c / c	1077.309	1079.979	1106.157	1093.802	1083.829	1119.259	1105.965	1111.893	1122.602	1119.292	1133.149	1140.581	1125.357	1131.170	1146.642	1140.179	1134.661	1164.813	1149.208	1149.208
Depositi a risparmio	300.418	301.104	301.490	301.332	301.789	303.625	305.174	305.191	304.959	304.574	303.957	304.111	304.091	305.024	305.225	304.988	305.367	307.485	308.660	308.660
Certif. deposito	1042.112	1048.834	1053.893	1036.990	1006.157	1018.529	1024.566	998.182	1013.797	1013.923	1034.985	1032.213	1034.431	1047.424	1050.780	1043.139	1023.023	1030.395	1033.615	1033.615
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	-1.65	-1.89	-0.79	-4.08	-6.07	-4.25	-4.24	-3.39	-4.08	-3.96	-3.61	-2.27	-1.27	-0.72	-1.31	-0.32	0.75	1.24	1.33	1.33
Prestiti in euro	-1.68	-2.59	-1.11	-3.90	-6.68	-4.47	-4.41	-3.46	-4.10	-4.24	-3.69	-2.12	-1.10	-0.57	-1.09	-0.12	1.17	1.52	1.47	1.47
Prestiti in valuta	-0.09	62.29	27.94	-16.60	41.66	11.69	8.70	2.02	-2.98	36.03	2.59	-9.87	-10.39	-8.75	-17.24	-16.41	-20.62	-15.96	-8.02	-8.02
Prestiti a breve	-6.70	-7.17	-7.37	-8.72	-9.56	-8.05	-10.63	-8.81	-9.25	-10.36	-9.39	-2.94	-3.72	-2.48	-0.80	-1.20	-1.33	0.07	-0.28	-0.28
Prestiti a m / l	-0.91	-1.14	0.13	-3.44	-5.58	-3.72	-3.30	-2.62	-3.36	-3.05	-2.80	-2.17	-0.94	-0.48	-1.38	-0.21	1.03	1.40	1.55	1.55
Depositi totali	3.82	4.14	4.76	2.89	1.43	2.85	2.54	2.73	2.14	1.95	2.13	1.27	1.82	2.21	1.67	2.31	2.98	2.51	2.29	2.29
Depositi in c / c	7.80	7.42	7.66	6.35	5.91	5.57	5.44	5.83	4.77	4.22	4.54	3.56	4.46	4.74	3.66	4.24	4.69	4.07	3.91	3.91
Depositi a risparmio	1.52	1.31	1.39	1.49	1.43	1.64	1.41	1.38	1.48	1.46	1.39	1.26	1.22	1.30	1.24	1.21	1.19	1.27	1.14	1.14
Certif. deposito	0.65	1.77	2.84	-0.12	-2.98	0.36	-0.09	-0.12	-0.43	-0.30	-0.18	-1.14	-0.74	-0.13	-0.30	0.59	1.68	1.17	0.88	0.88

SCENARIO B	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9	19 10	19 11	19 12	20 1	
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)	1311	1221	1243	1139	1133	1086	1173	1123	1136	1141	1153	1116	1106	1119	1123	1095	1100	1085	1099	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	-0.8	-1.2	1.4	0.9	-2.2	-2.8	-0.7	0.4	0.1	0.5	-0.5	0.4	1.1	-0.1	0.4	0.7	1.9	-0.2	0.0	
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.9	1.6	1.5	1.7	1.6	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.6	1.6	
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.46	-0.46	-0.47	-0.46	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.41	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.43	-0.43	
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.36	-0.35	-0.34	-0.35	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	
T. Interb. 6m lett.	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.33	-0.32	-0.30	-0.29	-0.30	-0.29	-0.30	-0.30	-0.29	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.39	0.39	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	
T. Prestiti medio	2.59	2.59	2.57	2.58	2.57	2.56	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.58	2.58	2.58	2.58	2.58	2.58	2.58	2.58	
T.prest. medio - T.dep. medio	2.19	2.19	2.17	2.18	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.13	0.10	-0.05	-0.08	-0.08	-0.04	-0.20	-0.18	-0.11	-0.11	-0.08	-0.05	-0.06	-0.04	0.00	-0.02	0.00	-0.03	0.00	
T. BOT comp. lordo 6m	0.07	0.45	0.21	0.16	0.16	0.22	-0.03	0.00	0.12	0.11	0.16	0.22	0.19	0.23	0.29	0.25	0.29	0.24	0.29	
T. BOT comp. lordo 12m	0.34	0.69	0.44	0.96	0.64	0.38	0.29	0.34	0.47	0.47	0.51	0.60	0.58	0.64	0.68	0.65	0.70	0.62	0.72	
Rendistat lordo	2.00	2.45	2.27	2.84	2.65	2.19	1.96	1.91	2.00	2.00	2.05	2.10	2.06	2.13	2.20	2.20	2.19	2.19	2.20	
Rendistat netto	1.75	2.14	1.98	2.49	2.32	1.91	1.72	1.67	1.75	1.75	1.80	1.84	1.80	1.86	1.93	1.92	1.92	1.91	1.93	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	1.26	2.11	1.78	1.95	1.68	1.16	0.95	0.96	1.08	1.06	1.11	1.18	1.14	1.20	1.25	1.21	1.27	1.20	1.25	
Rend. BTP a 5 anni	1.93	2.70	2.39	2.65	2.38	1.88	1.63	1.63	1.73	1.70	1.74	1.80	1.76	1.81	1.85	1.81	1.87	1.81	1.85	
Rend. BTP a 7 anni	2.37	3.01	2.78	3.11	2.86	2.33	2.12	2.14	2.22	2.19	2.25	2.31	2.28	2.34	2.40	2.35	2.43	2.36	2.44	
Rend. BTP a 10 anni	2.79	3.26	3.15	3.44	3.25	2.80	2.68	2.67	2.74	2.71	2.75	2.79	2.75	2.79	2.84	2.80	2.85	2.79	2.83	
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2309.823	2300.377	2328.962	2299.623	2274.594	2273.759	2282.058	2273.295	2284.124	2293.226	2294.67	2288.79	2288.11	2291.41	2307.30	2304.22	2301.66	2311.28	2322.91	
Prestiti in euro	2266.420	2259.320	2296.555	2270.865	2231.015	2236.994	2247.455	2243.813	2249.388	2270.104	2262.305	2248.07	2248.515	2253.22	2279.79	2279.72	2266.49	2279.27	2290.38	
Prestiti in valuta	43.403	41.057	32.407	28.757	43.579	36.765	34.603	29.482	34.737	23.121	32.360	40.719	39.595	38.186	27.513	24.500	35.173	32.003	32.525	
Prestiti a breve	279.196	271.059	266.974	266.529	270.137	266.448	272.483	269.783	267.309	267.156	266.060	268.718	269.927	265.556	265.666	264.210	267.597	267.523	272.546	
Prestiti a m / l	2030.626	2029.318	2061.987	2033.094	2004.457	2007.311	2009.574	2003.513	2016.815	2026.070	2028.606	2020.067	2018.183	2025.849	2041.636	2040.012	2034.064	2043.753	2050.360	
Depositi totali	2419.839	2429.916	2461.539	2432.124	2391.775	2447.110	2444.205	2426.786	2453.548	2452.374	2488.550	2493.537	2481.545	2500.627	2521.847	2508.736	2481.945	2529.088	2519.486	
Depositi in c / c	1077.309	1079.979	1106.157	1093.802	1083.829	1122.757	1110.370	1118.197	1129.567	1127.454	1142.146	1151.154	1136.992	1141.645	1160.469	1153.196	1148.100	1183.049	1167.332	
Depositi a risparmio	300.418	301.104	301.490	301.332	301.789	303.835	305.385	305.552	305.320	304.885	304.363	304.607	304.534	305.500	305.710	305.521	305.863	308.210	309.507	
Certif. deposito	1042.112	1048.834	1053.893	1036.990	1006.157	1020.518	1028.450	1003.037	1018.662	1020.035	1042.041	1037.775	1040.019	1053.482	1055.668	1050.020	1027.982	1037.829	1042.647	
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	-1.65	-1.89	-0.79	-4.08	-6.07	-4.11	-4.08	-3.15	-3.88	-3.67	-3.31	-1.87	-0.94	-0.39	-0.93	0.20	1.19	1.65	1.79	
Prestiti in euro	-1.68	-2.59	-1.11	-3.90	-6.68	-4.35	-4.29	-3.25	-3.93	-3.97	-3.43	-1.77	-0.79	-0.27	-0.73	0.39	1.59	1.89	1.91	
Prestiti in valuta	-0.09	62.29	27.94	-16.60	41.66	13.17	11.86	5.12	-0.53	38.95	5.89	-7.09	-8.77	-6.99	-15.10	-14.80	-19.29	-12.95	-6.00	
Prestiti a breve	-6.70	-7.17	-7.37	-8.72	-9.56	-7.81	-10.27	-8.54	-8.95	-10.09	-9.06	-2.65	-3.32	-2.03	-0.49	-0.87	-0.94	0.40	0.02	
Prestiti a m / l	-0.91	-1.14	0.13	-3.44	-5.58	-3.60	-3.17	-2.38	-3.17	-2.75	-2.50	-1.77	-0.61	-0.17	-0.99	0.34	1.48	1.82	2.03	
Depositi totali	3.82	4.14	4.76	2.89	1.43	3.09	2.90	3.22	2.65	2.56	2.81	1.95	2.55	2.91	2.45	3.15	3.77	3.35	3.08	
Depositi in c / c	7.80	7.42	7.66	6.35	5.91	5.90	5.86	6.43	5.42	4.98	5.37	4.52	5.54	5.71	4.91	5.43	5.93	5.37	5.13	
Depositi a risparmio	1.52	1.31	1.39	1.49	1.43	1.71	1.48	1.50	1.60	1.56	1.53	1.43	1.37	1.46	1.40	1.39	1.35	1.44	1.35	
Certif. deposito	0.65	1.77	2.84	-0.12	-2.98	0.56	0.29	0.36	0.04	0.30	0.50	-0.61	-0.20	0.44	0.17	1.26	2.17	1.70	1.38	

SCENARIO C	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9	19 10	19 11	19 12	20 1	
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)	1311	1221	1243	1139	1133	1086	1173	1033	999	1004	1018	965	978	966	943	947	935	907	931	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	-0.8	-1.2	1.4	0.9	-2.2	-3.3	-1.4	-0.6	-1.0	-0.5	-1.5	-0.7	0.1	-1.1	-0.6	-0.2	0.5	-1.3	-1.1	
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.9	1.6	1.5	1.7	1.6	1.2	1.1	1.1	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0	1.2	1.2	
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.46	-0.46	-0.47	-0.47	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	-0.49	-0.48	-0.48	-0.49	-0.49	
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.41	-0.42	-0.42	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.43	-0.44	-0.43	-0.44	-0.44	-0.44	
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.36	-0.35	-0.34	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	
T. Interb. 6m lett.	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.33	-0.32	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.39	0.39	0.38	0.38	0.37	0.37	0.38	0.37	0.37	0.37	0.37	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.37	0.38
T. Prestiti medio	2.59	2.59	2.57	2.58	2.57	2.56	2.56	2.56	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57	2.57
T.prest. medio - T.dep. medio	2.19	2.19	2.17	2.18	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.13	0.10	-0.05	-0.08	-0.08	-0.04	-0.20	-0.13	-0.02	-0.02	0.05	0.12	0.10	0.15	0.22	0.21	0.23	0.19	0.25	
T. BOT comp. lordo 6m	0.07	0.45	0.21	0.16	0.16	0.22	-0.03	0.09	0.27	0.27	0.37	0.49	0.46	0.54	0.67	0.64	0.67	0.60	0.71	
T. BOT comp. lordo 12m	0.34	0.69	0.44	0.96	0.64	0.38	0.29	0.44	0.64	0.61	0.74	0.83	0.81	0.90	1.06	1.03	1.08	1.03	1.11	
Rendistat lordo	2.00	2.45	2.27	2.84	2.65	2.19	1.96	2.00	2.17	2.19	2.26	2.34	2.31	2.38	2.51	2.47	2.52	2.47	2.55	
Rendistat netto	1.75	2.14	1.98	2.49	2.32	1.91	1.72	1.75	1.90	1.92	1.98	2.05	2.02	2.08	2.19	2.16	2.21	2.16	2.23	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	1.26	2.11	1.78	1.95	1.68	1.16	0.95	1.04	1.23	1.21	1.31	1.43	1.41	1.49	1.62	1.58	1.63	1.56	1.66	
Rend. BTP a 5 anni	1.93	2.70	2.39	2.65	2.38	1.88	1.63	1.69	1.85	1.82	1.91	2.02	1.99	2.07	2.19	2.15	2.20	2.13	2.23	
Rend. BTP a 7 anni	2.37	3.01	2.78	3.11	2.86	2.33	2.12	2.20	2.36	2.34	2.42	2.53	2.49	2.58	2.69	2.63	2.70	2.65	2.74	
Rend. BTP a 10 anni	2.79	3.26	3.15	3.44	3.25	2.80	2.68	2.74	2.86	2.84	2.89	2.99	2.96	3.04	3.14	3.09	3.14	3.08	3.19	
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2309.823	2300.377	2328.962	2299.623	2274.594	2266.646	2273.493	2261.090	2273.431	2280.847	2281.61	2273.16	2274.71	2278.06	2292.86	2285.83	2284.15	2286.14	2294.64	
Prestiti in euro	2266.420	2259.320	2296.555	2270.865	2231.015	2230.913	2240.411	2232.913	2240.256	2258.757	2250.826	2234.56	2237.183	2241.70	2267.16	2262.69	2250.87	2257.02	2265.06	
Prestiti in valuta	43.403	41.057	32.407	28.757	43.579	35.732	33.082	28.177	33.175	22.089	30.787	38.594	37.530	36.366	25.704	23.135	33.276	29.124	29.581	
Prestiti a breve	279.196	271.059	266.974	266.529	270.137	264.974	270.752	268.190	265.812	265.284	263.983	266.565	267.889	263.280	263.637	262.424	265.598	264.127	269.074	
Prestiti a m / l	2030.626	2029.318	2061.987	2033.094	2004.457	2001.671	2002.741	1992.900	2007.619	2015.563	2017.630	2006.593	2006.825	2014.784	2029.226	2023.401	2018.549	2022.012	2025.563	
Depositi totali	2419.839	2429.916	2461.539	2432.124	2391.775	2435.716	2429.953	2407.273	2429.646	2427.028	2459.020	2459.925	2448.635	2466.851	2482.955	2466.174	2440.807	2475.661	2466.402	
Depositi in c / c	1077.309	1079.979	1106.157	1093.802	1083.829	1115.760	1100.930	1107.796	1117.137	1114.888	1126.754	1133.532	1116.523	1121.342	1136.687	1131.210	1124.039	1150.906	1134.618	
Depositi a risparmio	300.418	301.104	301.490	301.332	301.789	303.506	304.933	305.010	304.719	304.225	303.614	303.827	303.783	304.566	304.776	304.526	304.898	306.814	307.799	
Certif. deposito	1042.112	1048.834	1053.893	1036.990	1006.157	1016.450	1024.090	994.466	1007.790	1007.914	1028.652	1022.566	1028.329	1040.943	1041.492	1030.437	1011.870	1017.941	1023.984	
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	-1.65	-1.89	-0.79	-4.08	-6.07	-4.41	-4.44	-3.67	-4.33	-4.19	-3.86	-2.54	-1.52	-0.97	-1.55	-0.60	0.42	0.86	0.93	
Prestiti in euro	-1.68	-2.59	-1.11	-3.90	-6.68	-4.61	-4.59	-3.72	-4.32	-4.45	-3.92	-2.36	-1.29	-0.78	-1.28	-0.36	0.89	1.17	1.10	
Prestiti in valuta	-0.09	62.29	27.94	-16.60	41.66	9.99	6.95	0.46	-5.00	32.75	0.74	-11.94	-13.53	-11.43	-20.68	-19.55	-23.64	-18.49	-10.58	
Prestiti a breve	-6.70	-7.17	-7.37	-8.72	-9.56	-8.32	-10.84	-9.08	-9.46	-10.72	-9.77	-3.43	-4.05	-2.87	-1.25	-1.54	-1.68	-0.32	-0.62	
Prestiti a m / l	-0.91	-1.14	0.13	-3.44	-5.58	-3.87	-3.50	-2.89	-3.61	-3.26	-3.03	-2.42	-1.17	-0.72	-1.59	-0.48	0.70	1.02	1.14	
Depositi totali	3.82	4.14	4.76	2.89	1.43	2.61	2.30	2.39	1.65	1.50	1.59	0.58	1.19	1.52	0.87	1.40	2.05	1.64	1.50	
Depositi in c / c	7.80	7.42	7.66	6.35	5.91	5.24	4.96	5.44	4.26	3.81	3.95	2.92	3.64	3.83	2.76	3.42	3.71	3.15	3.06	
Depositi a risparmio	1.52	1.31	1.39	1.49	1.43	1.60	1.33	1.32	1.40	1.34	1.28	1.17	1.12	1.15	1.09	1.06	1.03	1.09	0.94	
Certif. deposito	0.65	1.77	2.84	-0.12	-2.98	0.16	-0.14	-0.49	-1.02	-0.89	-0.79	-2.07	-1.32	-0.75	-1.18	-0.63	0.57	0.15	-0.01	

Marzo 2019⁴

La fiducia riprende quota

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

I FATTORI CRITICI DELLO SCENARIO

- Guerra dei dazi
- Elezioni del Parlamento Europeo e *Brexit*
- Conti pubblici dell'Italia

IL QUADRO GENERALE

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

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

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

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

Nel quarto trimestre del 2018, in USA il PIL, pur mantenendo una crescita tendenziale di circa +3%, si è quasi dimezzato in termini congiunturali intorno a +2.5% annualizzato in due trimestri e i dati mensili relativi all'inizio dell'anno in corso hanno avuto prevalentemente segno negativo o hanno deluso le aspettative degli economisti. Pur tenendo in considerazione il peso del fattore temporaneo dello *shutdown* e del fatto che il mercato del lavoro resta al pieno impiego con forti incrementi nei nuovi occupati, **la Fed ha riusato il termine 'pazienza', per indicare le sue intenzioni a interrompere il processo di normalizzazione dei tassi d'interesse ufficiali e dai verbali della riunione di gennaio è emerso che la maggior parte dei componenti del Comitato è disposto, se necessario, ad allungare i tempi dell'*exit***

^a Università Ca' Foscari Venezia.

^b GRETA.

⁴ **Dati aggiornati al 28/02/2019.**

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.

strategy, cioè ridurre il tetto dei non-reinvestimenti dei titoli in scadenza presenti nel portafoglio della Banca Centrale, acquistati in precedenza con il QE (per i dettagli *sull'exit strategy* si veda il Mefim di febbraio). Tradotto più semplicemente, si tratterebbe di una minore restrizione monetaria, perché la Fed riacquisterebbe più titoli in scadenza.

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

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

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

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

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

GLI ULTIMI DATI

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

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

Sul fronte inflazionistico sono disponibili nuovi dati solo sui salari orari che in gennaio hanno mantenuto una dinamica tendenziale sopra il 3% (+3.2% a/a da +3.3%), un livello tutto

USA

In febbraio la fiducia di produttori e consumatori ha ripreso quota

sommato contenuto rispetto alla forza del mercato del lavoro. Come sottolineato dalla Fed, **i rischi inflazionistici si sono sopiti.**

Alla luce della precedente analisi, riteniamo che **una crescita in ridimensionamento e le minori tensioni inflazionistiche dal lato delle materie prime renderanno la Fed molto cauta nel 2019. È probabile che a fine febbraio la guerra dei dazi trovi solo un accordo di massima tra USA e Cina, imponendo alla Fed un prolungato periodo di neutralità (Scenario A – probabilità 70%).**

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

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

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

In Area Euro non sono ancora disponibili informazioni sulle componenti del PIL del quarto trimestre, pertanto sulla base del dato preliminare aggregato possiamo solo ribadire che **la crescita congiunturale è stata positiva ma ha mantenuto il passo ridotto di +0.2% t/t del trimestre precedente. Il ritmo cauto ha ridimensionato la variazione tendenziale a +1.2% a/a da +1.6% del terzo trimestre.** Non avendo a disposizione i dati sulle componenti non è possibile, al momento, individuare la causa dell'incertezza del ciclo economico dell'area. Sarà importante verificare se ciò sia stato determinato, ancora una volta dal canale estero penalizzato dalla guerra dei dazi. I dati mensili, che seguono, vanno un po' in questa direzione. In base all'analisi per Paese, sul risultato globale ha pesato la contrazione del PIL italiano e la stagnazione di quello tedesco.

I dati mensili, relativi prevalentemente a dicembre, ci dicono che a fronte di un canale estero fermo, la debolezza è emersa anche nelle componenti interne sia dal lato dell'offerta sia della domanda. Infatti, a fronte di un'assenza di variazioni di rilievo nelle esportazioni e importazioni (0% m/m per le prime, -0.1% per le seconde) gli altri dati sono risultati negativi. La produzione industriale ha proseguito su un trend discendente, diminuendo di -0.9% m/m, dopo la pesante contrazione di -1.7% di novembre. Gli economisti si attendevano un calo ma di minore entità (-1.5%). Le costruzioni, nonostante

GIAPPONE

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

AREA EURO

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

una revisione al rialzo del dato di novembre a +0.3% m/m da -0.1%, sono diminuite di -0.4%. Le vendite al dettaglio si sono contratte di -1.6% m/m, in linea con le aspettative, non beneficiando del buon andamento del mercato del lavoro che ha mantenuto il tasso di disoccupazione stabile al 7.9%.

I risultati deludenti non hanno consentito al clima di fiducia nel settore manifatturiero di riprendersi con il nuovo anno. In febbraio, l'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) ha subito un'altra limatura a 106.1 da 106.3 del mese precedente. Si tenga in considerazione che a dicembre era a 107.4. Il pessimismo proviene principalmente dai produttori: il PMI del settore manifatturiero è sceso a 49.2 da 50.5 di gennaio, sotto la soglia dei 50 punti, indicando un'economia in contrazione; quella del settore dei servizi è, invece, migliorata a 52.3 da a 51.2. La fiducia dei consumatori, letta attraverso la sotto-componente dell'ESI, ha aggiustato leggermente verso l'alto a -7.4% da -7.9% del mese.

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

Alla luce di 1) una crescita moderata dell'Area Euro, 2) un rallentamento generalizzato a livello globale, 3) le incognite derivanti dal quadro dei conti pubblici italiani, 4) il rischio di un rafforzamento dei populismi in sede di elezioni del Parlamento Europeo a maggio e 5) una *Brexit* ancora da definire, **è molto probabile che la BCE intervenga con un TLTRO a giugno dell'anno in corso (Scenario A – probabilità 70%).**

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

Germania

La criticità del ciclo economico tedesco è confermata dai dati mensili, relativi prevalentemente a dicembre, che sono stati tutti in contrazione, sia dal lato dell'offerta sia della domanda, e ancora una volta deludenti rispetto alle aspettative. La produzione industriale, le costruzioni e gli ordini all'industria hanno proseguito nella tendenza negativa già verificatasi in ottobre e novembre, diminuendo rispettivamente di -0.4% m/m, -4.1% e -1.6%. I mercati si attendevano, sulla produzione, un risultato positivo di +0.8% e sugli ordini +0.3%. Nel mese precedente, i dati, nonostante siano stati rivisti al rialzo, hanno mantenuto il segno negativo (-1.3%, -0.5% e -0.2%, rivisti da -1.9%, -1.7% e -1%) rispettivamente. **Dal lato della domanda, le informazioni sono ancora più critiche, con una pesante contrazione delle vendite al dettaglio -3.1% m/m, ben al di sotto dell'atteso -0.6%.** L'unica nota positiva proviene dal mercato del lavoro che in gennaio ha mantenuto il tasso di disoccupazione fermo ai livelli bassi del 5%.

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

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

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

Italia

I dati mensili, che si riferiscono prevalentemente a dicembre e gennaio, hanno confermato, da un lato, la debolezza delle componenti interne del ciclo economico nella parte finale del 2018, ma, dall'altro, hanno evidenziato una ripresa del canale estero a inizio anno, anche se ciò non è riuscito a invertire la tendenza al ribasso del clima di fiducia di produttori e consumatori. In dicembre, infatti, la produzione industriale ha continuato a diminuire, registrando un -0.8% m/m, dopo il pesante calo di -1.7% del mese precedente (rivisto al ribasso da -1.6%) e contro un'aspettativa di inversione di tendenza di +0.4%. La diminuzione degli ordini è stata anche più ampia, con un -1.8% m/m da -0.4% di novembre (rivisto da -0.2%). Solo il settore delle costruzioni è riuscito a registrare un timido incremento di +0.2%. Sul fronte della domanda la situazione non è migliore, dato che le vendite al dettaglio sono scese di -0.7% m/m da +0.6% di novembre, nonostante un miglioramento del tasso di disoccupazione al 10.3%, che è ritornato ai livelli di tre mesi prima dopo il momentaneo aumento al 10.6% di ottobre e al 10.5% di novembre. **I dati disponibili riferiti al nuovo anno presentano aspetti positivi e negativi, insieme. In gennaio, i primi riguardano le esportazioni verso i Paesi extra UE, che sono ritornate a crescere di +5.9% m/m più che compensando il crollo di -5.6% del mese precedente.** Quindi, la loro debolezza di dicembre ha rappresentato solo un fattore temporaneo, visto che in ottobre e novembre avevano mantenuto una dinamica positiva di +5.3% e +0.6%, rispettivamente. **Le importazioni, invece, hanno risentito delle difficoltà interne, registrando un'altra contrazione di -2.6% dopo quella di -2.3% di dicembre.** Tutto ciò ha consentito al saldo della bilancia commerciale di raddoppiare. **Tra gli aspetti negativi va sottolineato il peggioramento della fiducia di produttori e consumatori.** In febbraio, la prima, letta attraverso l'indice Istat sulle imprese, ha registrato un nuovo ridimensionamento a 101.7 da 102 del mese precedente nel settore manifatturiero e a 98.3 da 98.6 nei servizi. Va sottolineato, inoltre, che **il PMI, disponibile soltanto per gennaio, si è confermato sotto la soglia dei 50 punti, indicando un'economia in contrazione,** sia nel manifatturiero, con un crollo a 47.8 da 49.2, sia nei servizi a 49.7 da 50.5. **L'approvazione della manovra fiscale sul reddito di cittadinanza e di quota 100 sulle pensioni non ha sostenuto la fiducia dei consumatori,** che in febbraio è scesa a 112.4 da 113.9 del mese precedente.

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

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

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

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

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

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

GLI SCENARI

A (70%)

USA: un accordo con la Cina sui dazi a marzo solo di massima non impedisce alla crescita economica di ridimensionarsi intorno a +1% a/a, dopo dieci anni di fase positiva ininterrotta del ciclo economico e l'esaurirsi dell'effetto espansivo della politica fiscale. I rischi inflazionistici scompaiono per il venir meno delle tensioni sui salari e per il prezzo del petrolio moderato, facendo rientrare le esigenze di ulteriori rialzi dei tassi ufficiali nel 2019. Nel medio termine, il decennale americano si porta intorno a 2.6% e il dollaro intorno a 1.14 nei confronti dell'euro.

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

B (10%)

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

Area Euro: continua la crescita positiva anche se inferiore a quella del 2018, rimanendo intorno all'1.5%, con un'inflazione moderata. La BCE mantiene un atteggiamento accomodante di politica monetaria, focalizzando l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio per tutto il 2019. In Italia, il rendimento sul decennale italiano aumenta per le disattese di un allentamento monetario più incisivo tramite le TLTRO, con uno *spread* BTP/Bund intorno ai 260 punti base.

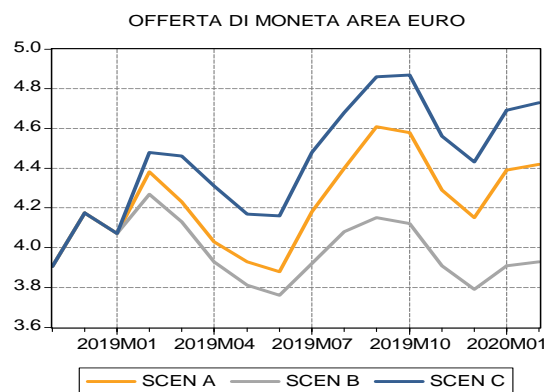
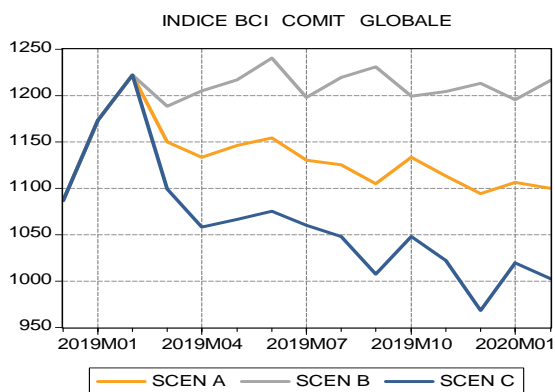
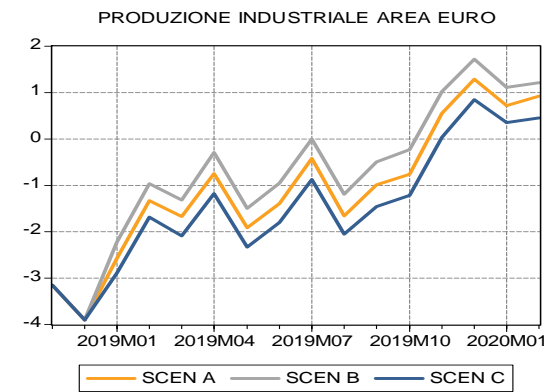
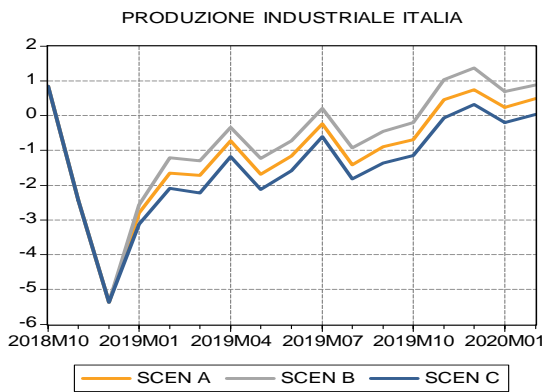
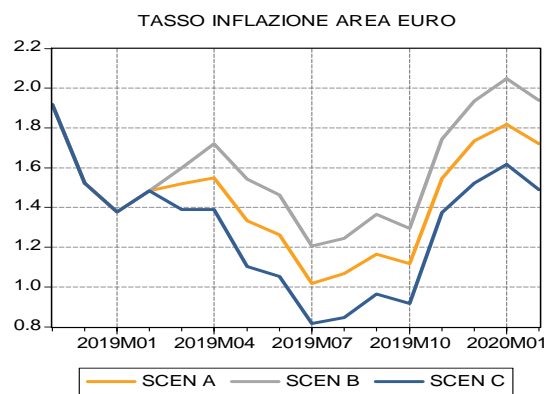
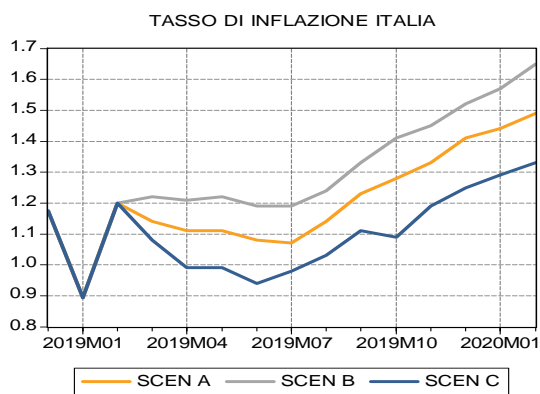
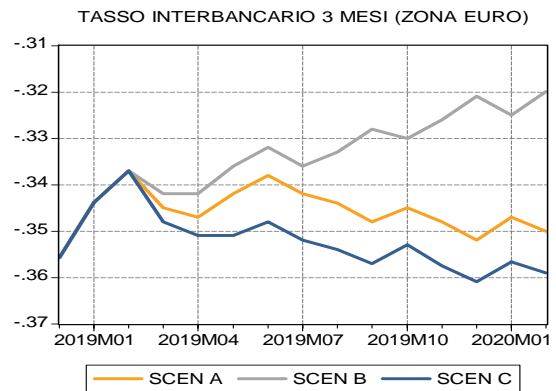
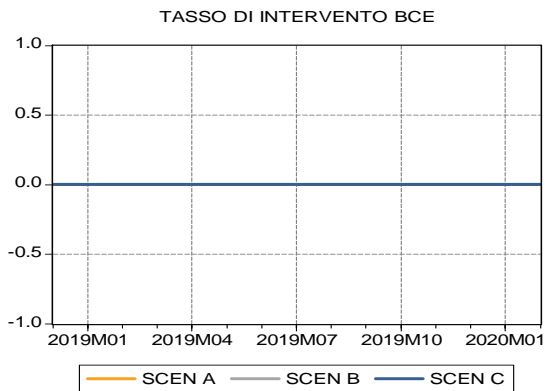
C (20%)

USA: il protrarsi delle trattative con la Cina sui dazi frena pesantemente la crescita per aspettative di ritorsioni tra Paesi. Tutto ciò, unito all'esaurimento dell'effetto espansivo della politica fiscale, rende concreti i rischi di recessione nel medio termine. L'importante calo del prezzo del petrolio e il rientro della dinamica salariale a causa del ripiegamento del ciclo economico, riportano l'inflazione ben sotto l'obiettivo del 2%. Il timore da parte della Fed che dopo dieci anni d'ininterrotta crescita s'innesci un trend negativo, impone alla Banca Centrale di ritornare sui suoi passi non solo lasciando i tassi ufficiali invariati, ma anche di aprire la strada a nuovi allentamenti monetari attraverso una rimodulazione più lenta dell'*exit strategy* (maggiori riacquisti dei titoli in scadenza). I rendimenti del decennale scendono anche sotto il 2.5% e il dollaro si deprezza verso quota 1.16 nei confronti dell'euro.

Area Euro: la crescita si porta sotto l'1% a causa del protezionismo e delle serie difficoltà del ciclo economico internazionale. La BCE apre alla possibilità di politica monetaria espansiva attraverso lo strumento delle TLTRO già da marzo del 2019. In Italia, i rischi di una seria recessione si fanno più incalzanti, enfatizzando il problema dell'elevato debito pubblico e riaprendo la questione di una procedura d'infrazione presso la Commissione Europea. Tutto ciò, nonostante l'allentamento monetario anticipato a marzo del 2019, penalizza i rendimenti sui titoli di Stato italiani, che aumentano verso il 2.9% sulla scadenza decennale. Lo *spread* può spingersi fino a 280 punti base rispetto al Bund.

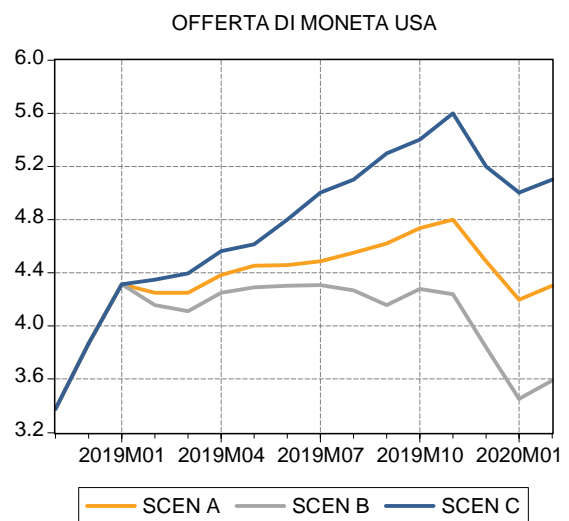
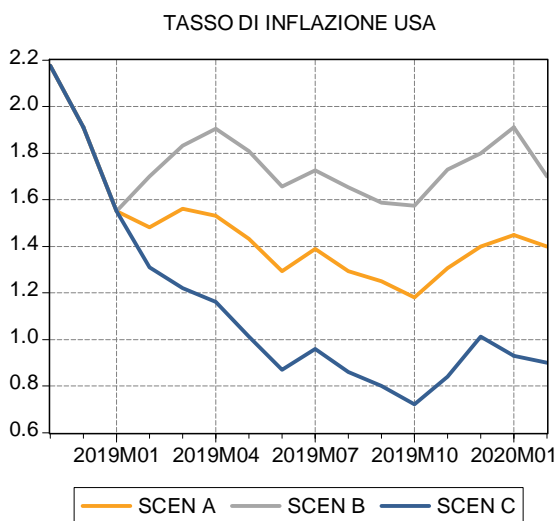
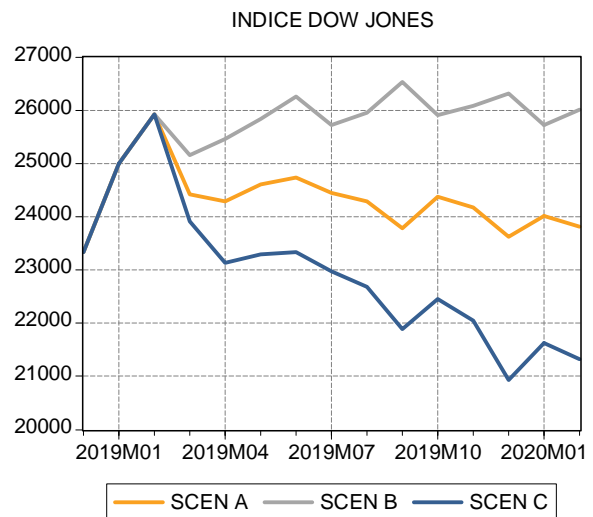
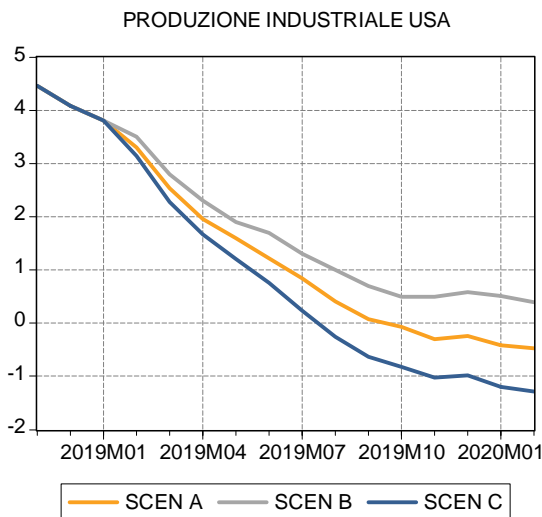
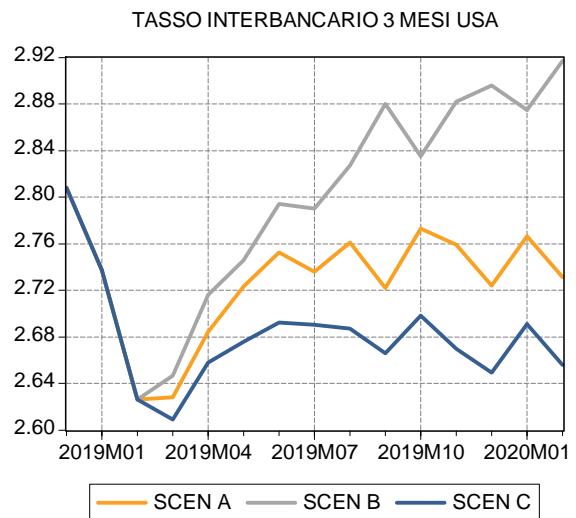
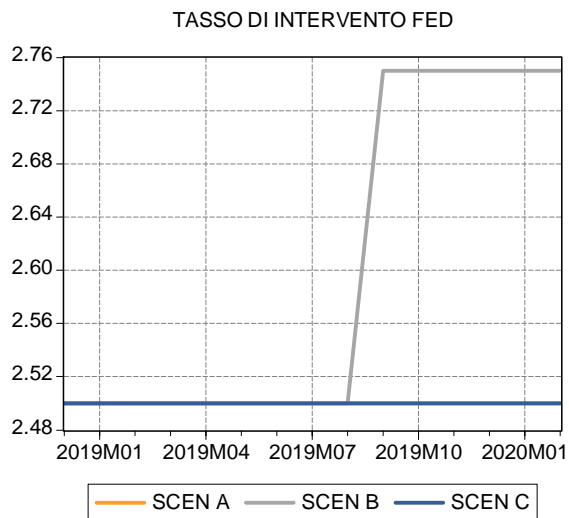
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

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

TASSI
INTERBANCARI

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

STRUTTURA A
TERMINE

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

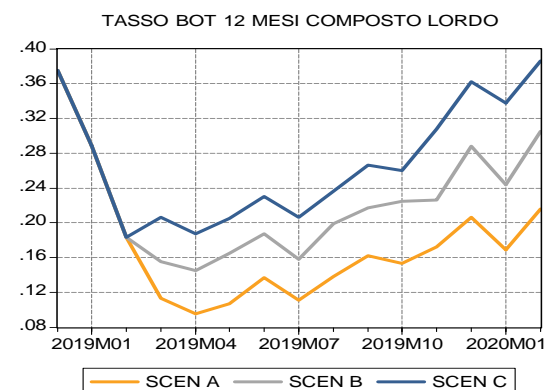
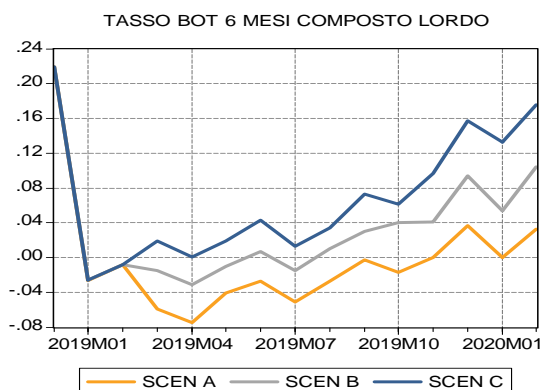
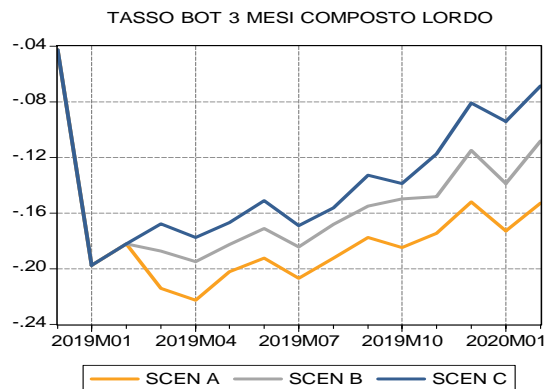
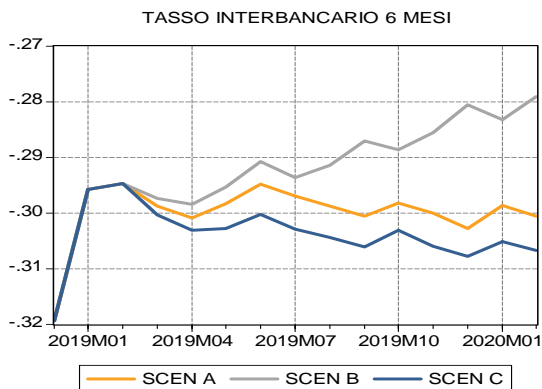
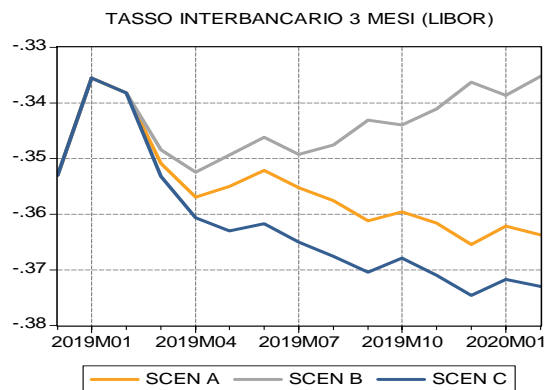
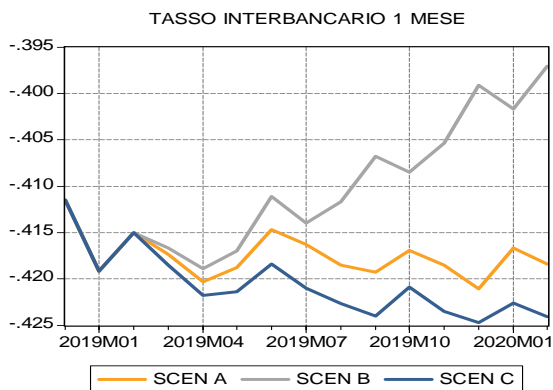
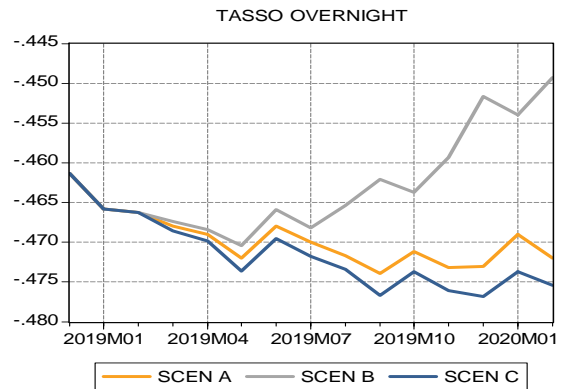
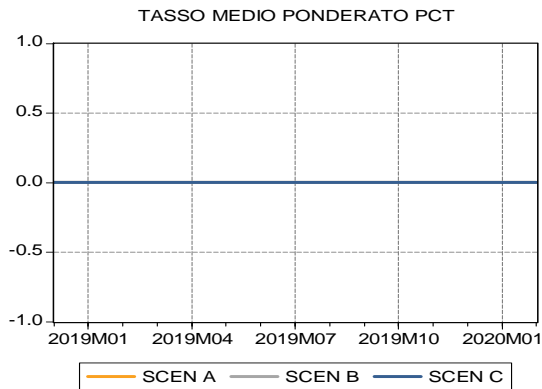
TASSI BANCARI

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

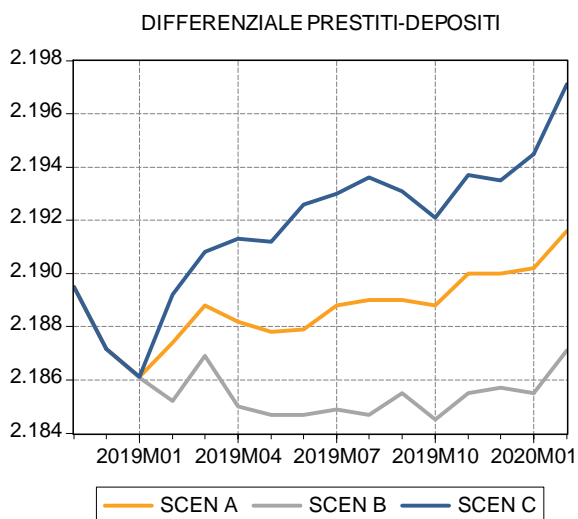
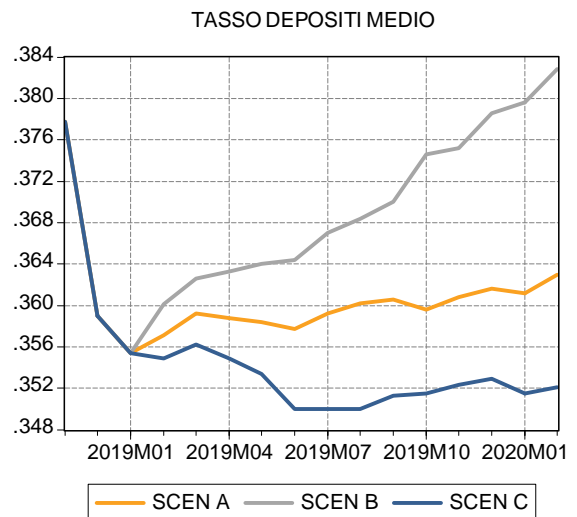
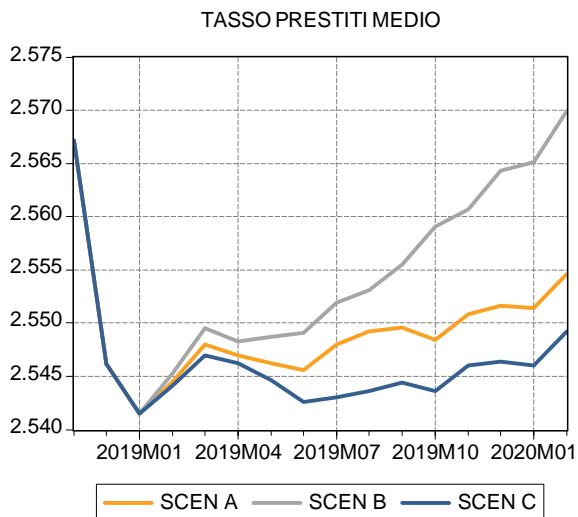
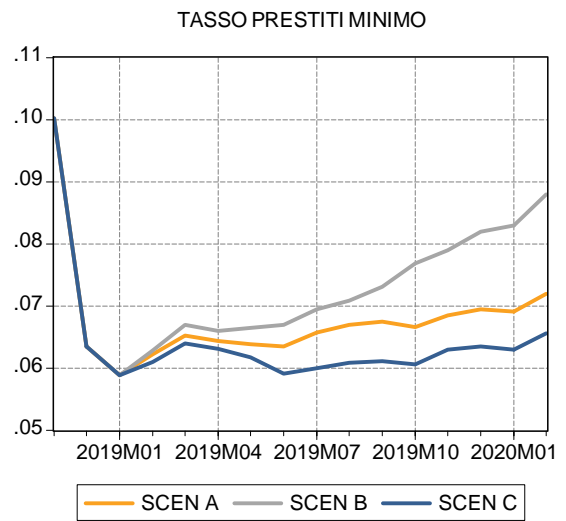
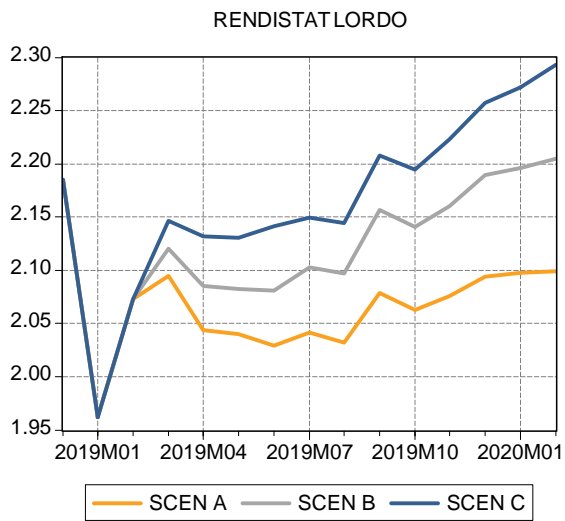
VOLUMI

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

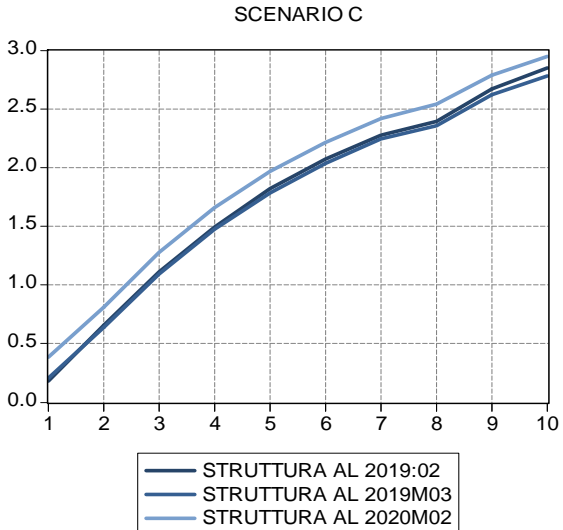
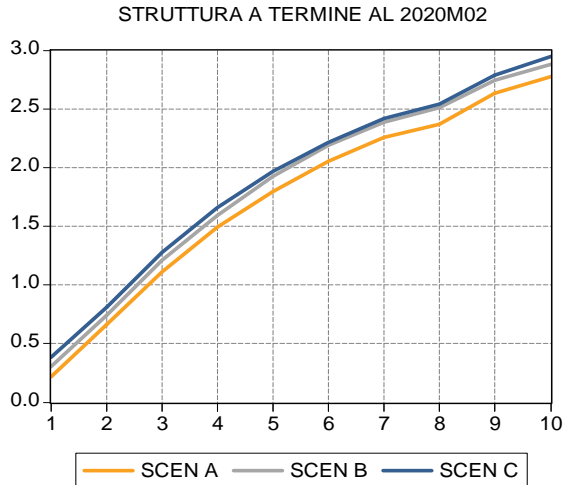
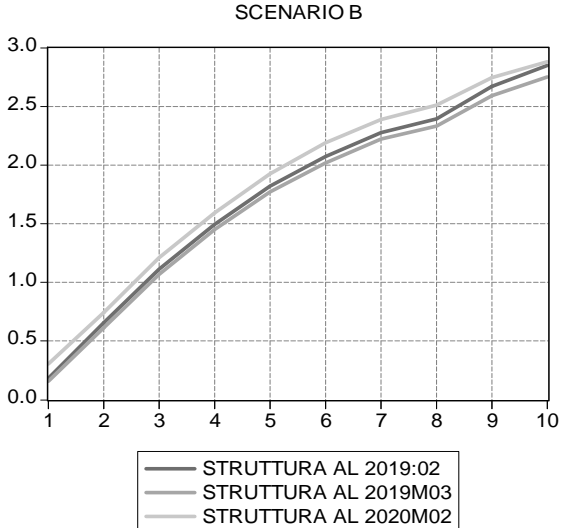
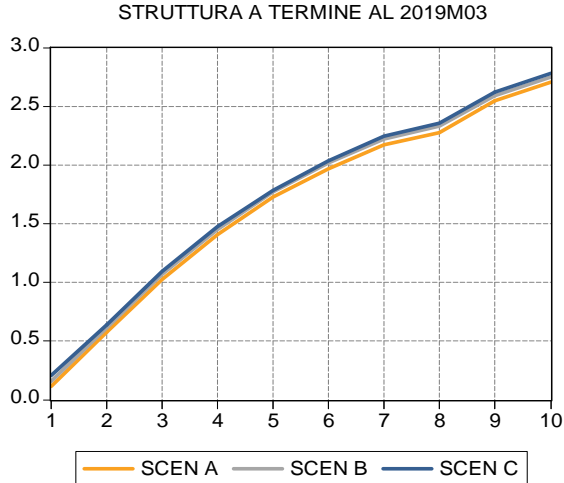
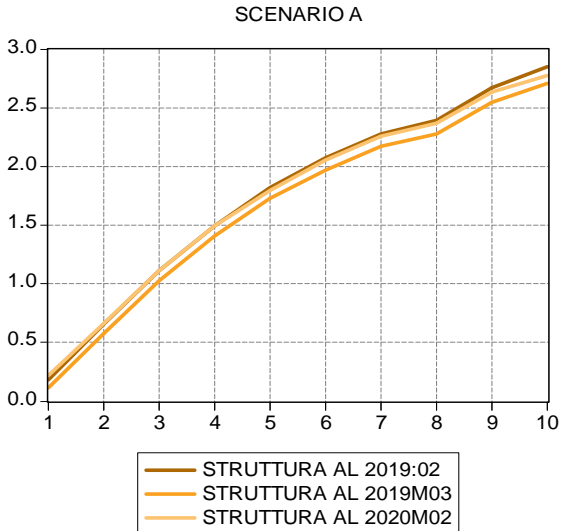
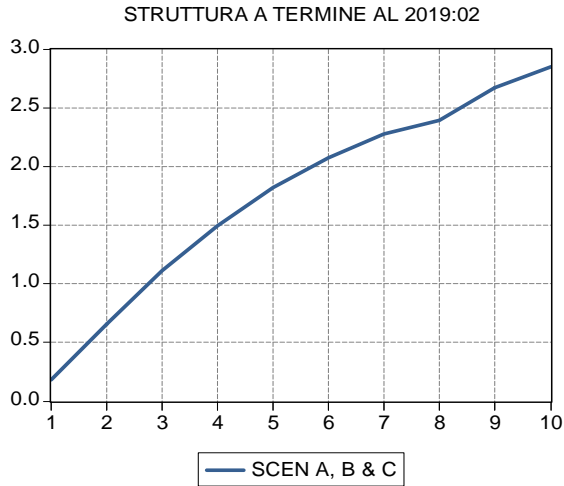
TASSI - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili

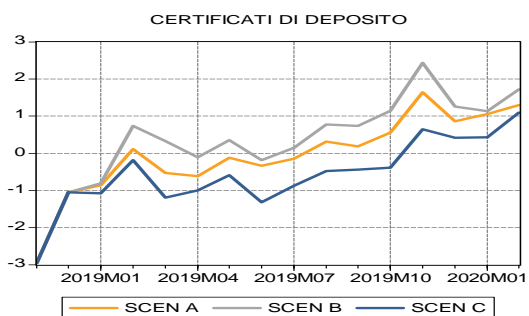
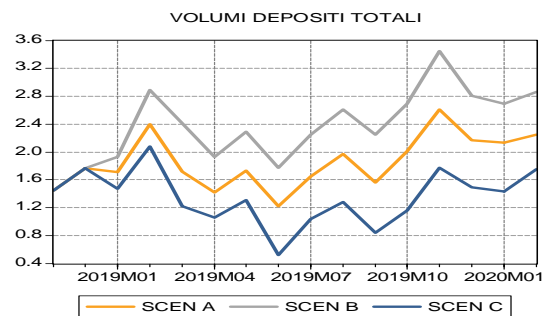
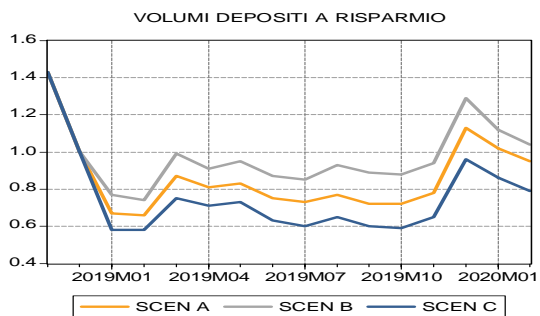
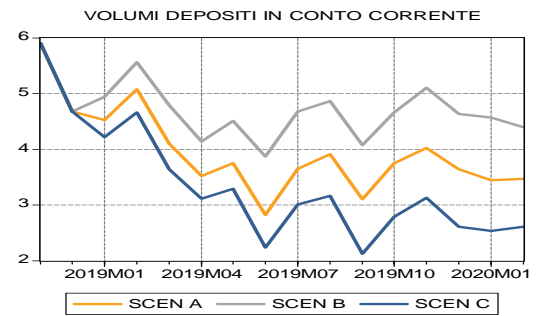
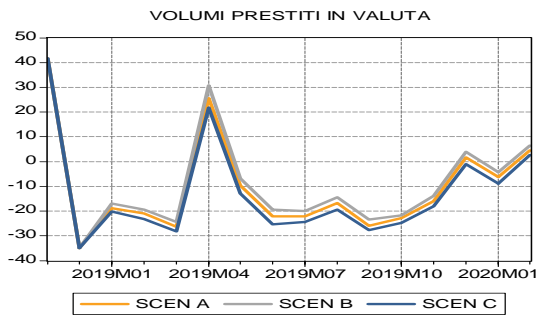
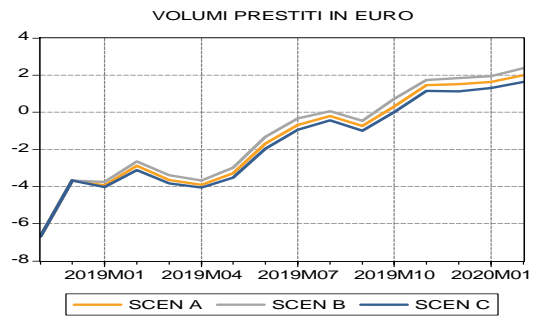
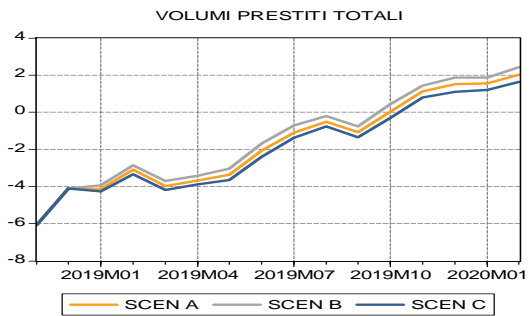
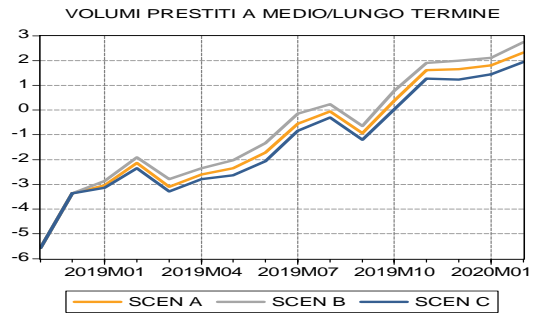
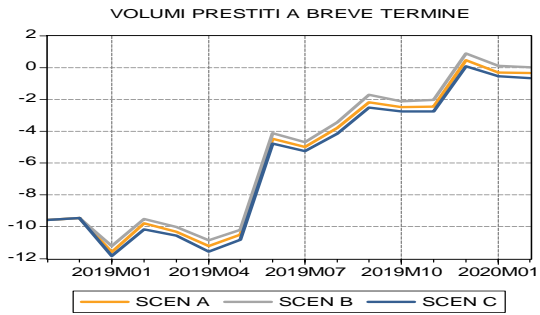


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE

VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



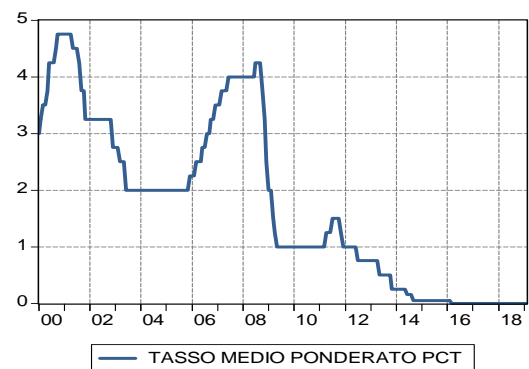
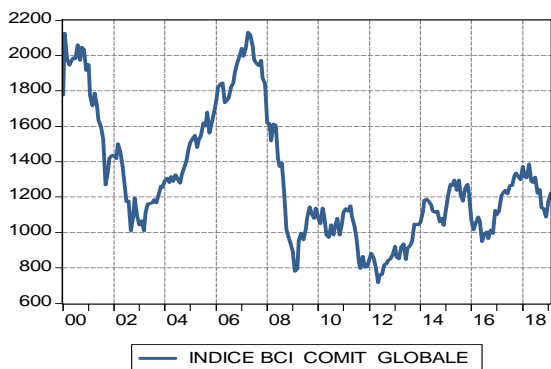
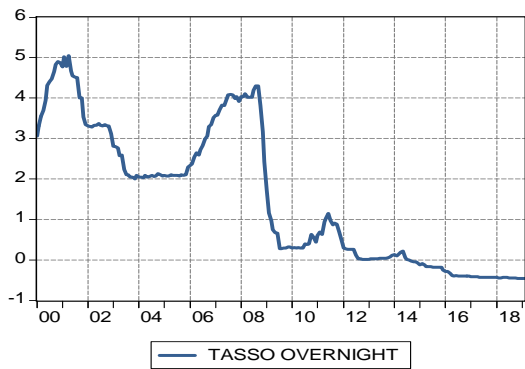
SCENARIO A	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9	19 10	19 11	19 12	20 1	20 2
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice BCI COMIT (livello)	1221	1243	1139	1133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

SCENARIO B	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9	19 10	19 11	19 12	20 1	20 2
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice BCI COMIT (livello)	1221	1243	1139	1133	1086	1173	1222	1188	1205	1217	1240	1198	1219	1231	1199	1204	1213	1195	1216
Produzione Industriale (Var. % a/a)	-1.2	1.3	0.9	-2.4	-5.4	-2.6	-1.2	-1.3	-0.3	-1.2	-0.7	0.2	-0.9	-0.5	-0.2	1.0	1.4	0.7	0.9
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.6	1.5	1.7	1.6	1.2	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6	1.7
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.45	-0.45	-0.46	-0.46	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.46	-0.46	-0.46	-0.45	-0.45	-0.45
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.41	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.40	-0.40	-0.40
T. Interb. 3m lett.	-0.36	-0.35	-0.35	-0.36	-0.35	-0.34	-0.34	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34
T. Interb. 6m lett.	-0.31	-0.32	-0.32	-0.33	-0.32	-0.30	-0.29	-0.30	-0.30	-0.30	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.29	-0.28	-0.28	-0.28
T. Depositi medio	0.40	0.39	0.39	0.38	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.36	0.37	0.37	0.37	0.37	0.38	0.38	0.38	0.38
T. Prestiti medio	2.59	2.57	2.58	2.57	2.55	2.54	2.55	2.55	2.55	2.55	2.55	2.55	2.55	2.56	2.56	2.56	2.56	2.57	2.57
T.prest. medio - T.dep. medio	2.19	2.17	2.18	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.18	2.18	2.18	2.18	2.19	2.18	2.19	2.19	2.19	2.19
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.10	-0.05	-0.08	-0.08	-0.04	-0.20	-0.18	-0.19	-0.20	-0.18	-0.17	-0.18	-0.17	-0.16	-0.15	-0.15	-0.12	-0.14	-0.11
T. BOT comp. lordo 6m	0.45	0.21	0.16	0.16	0.22	-0.03	-0.01	-0.02	-0.03	-0.01	0.01	-0.02	0.01	0.03	0.04	0.04	0.09	0.05	0.10
T. BOT comp. lordo 12m	0.69	0.44	0.96	0.64	0.38	0.29	0.18	0.16	0.15	0.17	0.19	0.16	0.20	0.22	0.23	0.23	0.29	0.24	0.31
Rendistat lordo	2.45	2.27	2.84	2.65	2.19	1.96	2.07	2.12	2.09	2.08	2.08	2.10	2.10	2.16	2.14	2.16	2.19	2.20	2.20
Rendistat netto	2.14	1.98	2.49	2.32	1.91	1.72	1.81	1.86	1.82	1.82	1.82	1.84	1.83	1.89	1.87	1.89	1.92	1.92	1.93
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	2.11	1.78	1.95	1.68	1.16	0.95	1.11	1.07	1.05	1.06	1.10	1.06	1.09	1.13	1.10	1.14	1.20	1.14	1.21
Rend. BTP a 5 anni	2.70	2.39	2.65	2.38	1.88	1.63	1.82	1.77	1.75	1.77	1.81	1.76	1.80	1.84	1.80	1.84	1.90	1.83	1.92
Rend. BTP a 7 anni	3.01	2.78	3.11	2.86	2.33	2.12	2.28	2.22	2.21	2.23	2.25	2.22	2.25	2.28	2.25	2.30	2.36	2.30	2.39
Rend. BTP a 10 anni	3.26	3.15	3.44	3.25	2.80	2.68	2.85	2.75	2.74	2.75	2.76	2.75	2.76	2.79	2.79	2.81	2.87	2.83	2.88
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2300.377	2328.962	2299.623	2274.593	2273.823	2285.626	2280.102	2288.639	2299.177	2301.311	2293.45	2293.65	2295.78	2311.03	2309.51	2307.35	2316.12	2328.60	2335.51
Prestiti in euro	2259.320	2296.555	2270.865	2231.014	2252.703	2259.901	2257.496	2262.265	2277.432	2272.847	2258.136	2258.94	2260.675	2286.22	2286.99	2269.83	2294.15	2303.97	2311.45
Prestiti in valuta	41.057	32.407	28.757	43.579	21.120	25.726	22.606	26.374	21.745	28.463	35.314	34.713	35.101	24.809	22.523	37.513	21.963	24.628	24.058
Prestiti a breve	271.059	266.974	266.529	270.133	261.730	269.598	266.921	264.197	264.898	262.695	264.633	266.074	261.734	262.382	260.825	264.650	264.007	269.868	267.001
Prestiti a m / l	2029.318	2061.987	2033.094	2004.460	2012.093	2016.028	2013.181	2024.442	2034.280	2038.615	2028.817	2027.580	2034.042	2048.646	2048.686	2042.698	2052.109	2058.728	2068.508
Depositi totali	2429.916	2461.539	2432.124	2392.052	2415.711	2421.164	2419.028	2447.812	2437.310	2475.963	2489.134	2474.285	2493.337	2516.924	2497.548	2474.578	2483.592	2486.293	2488.212
Depositi in c / c	1079.979	1106.157	1093.802	1083.815	1109.814	1100.720	1109.056	1122.816	1118.433	1132.824	1143.995	1127.727	1132.466	1151.177	1144.773	1139.089	1161.198	1151.023	1157.855
Depositi a risparmio	301.104	301.490	301.332	301.789	301.728	303.248	303.264	303.486	302.934	302.625	302.926	302.971	303.904	304.173	303.984	304.626	305.620	306.644	306.418
Certif. deposito	1048.834	1053.893	1036.990	1006.448	1004.169	1017.196	1006.707	1021.509	1015.943	1040.515	1042.213	1043.586	1056.968	1061.574	1048.791	1030.863	1016.774	1028.626	1023.939
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	-1.89	-0.79	-4.08	-6.07	-4.11	-3.93	-2.86	-3.69	-3.42	-3.03	-1.67	-0.70	-0.20	-0.77	0.43	1.44	1.86	1.88	2.43
Prestiti in euro	-2.59	-1.11	-3.90	-6.68	-3.68	-3.76	-2.66	-3.38	-3.66	-2.98	-1.33	-0.33	0.06	-0.45	0.71	1.74	1.84	1.95	2.39
Prestiti in valuta	62.29	27.94	-16.60	41.66	-34.99	-16.83	-19.40	-24.48	30.67	-6.86	-19.42	-20.02	-14.51	-23.45	-21.68	-13.92	3.99	-4.27	6.42
Prestiti a breve	-7.17	-7.37	-8.72	-9.56	-9.44	-11.22	-9.51	-10.01	-10.85	-10.21	-4.13	-4.70	-3.44	-1.72	-2.14	-2.03	0.87	0.10	0.03
Prestiti a m / l	-1.14	0.13	-3.44	-5.58	-3.37	-2.86	-1.90	-2.80	-2.36	-2.02	-1.34	-0.15	0.23	-0.65	0.77	1.91	1.99	2.12	2.75
Depositi totali	4.14	4.76	2.89	1.44	1.77	1.93	2.89	2.41	1.93	2.29	1.77	2.25	2.61	2.25	2.69	3.45	2.81	2.69	2.86
Depositi in c / c	7.42	7.66	6.35	5.90	4.68	4.94	5.56	4.79	4.14	4.51	3.87	4.68	4.86	4.07	4.66	5.10	4.63	4.57	4.40
Depositi a risparmio	1.31	1.39	1.49	1.43	1.00	0.77	0.74	0.99	0.91	0.95	0.87	0.85	0.93	0.89	0.88	0.94	1.29	1.12	1.04
Certif. deposito	1.77	2.84	-0.12	-2.95	-1.05	-0.81	0.73	0.32	-0.10	0.36	-0.19	0.14	0.78	0.73	1.14	2.43	1.26	1.12	1.71

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

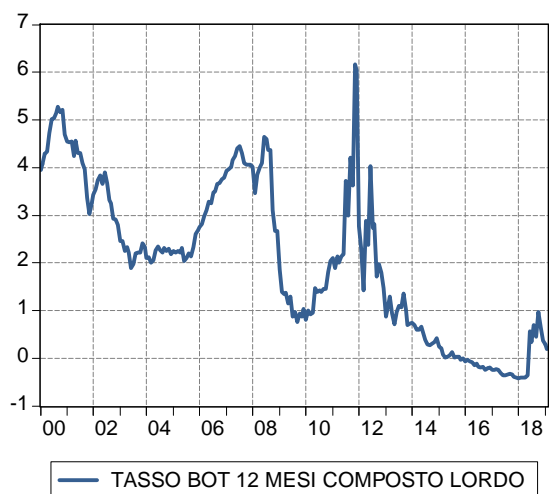
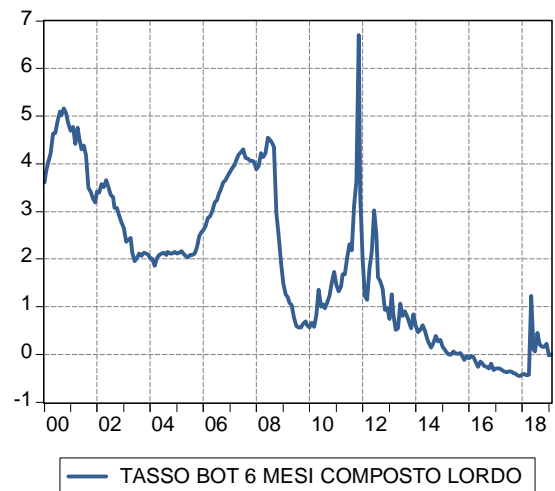
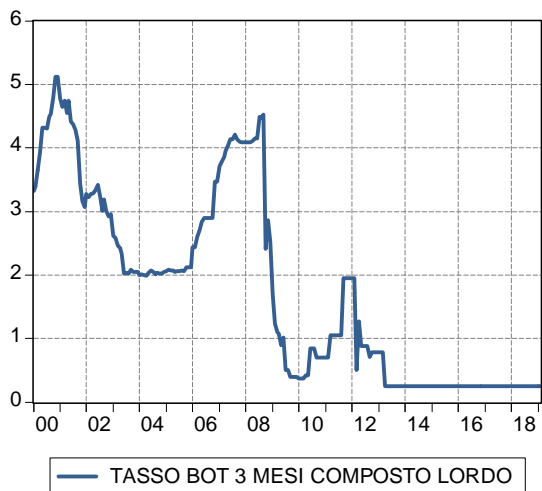
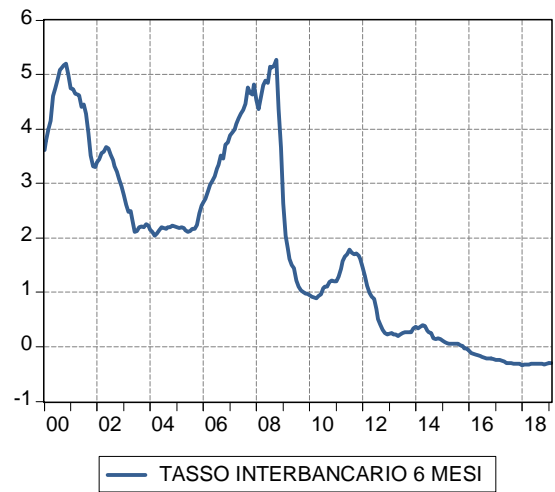
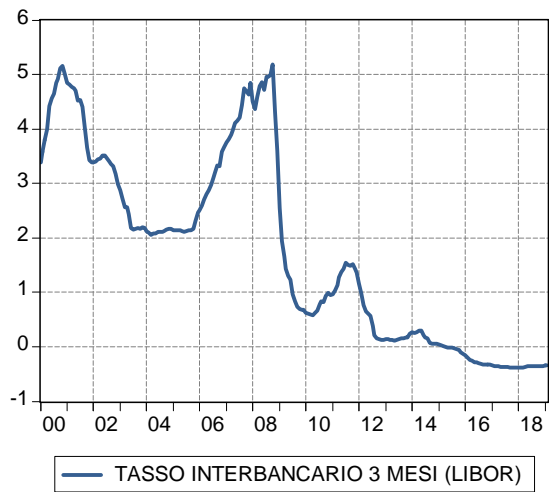
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



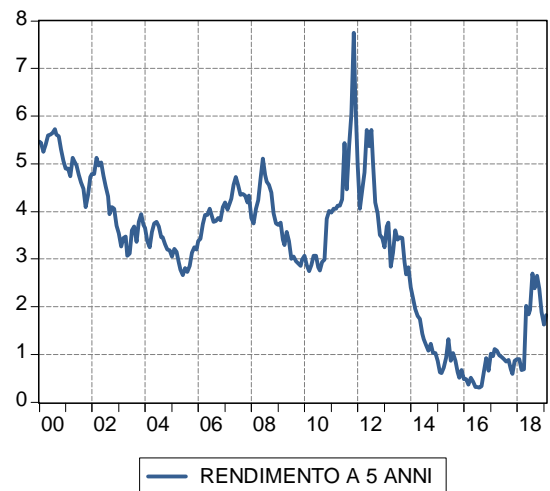
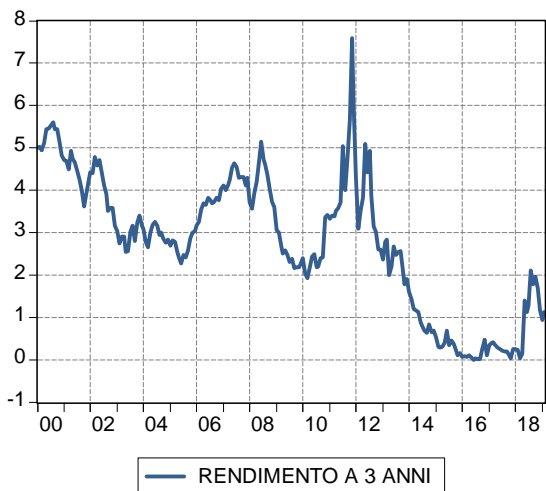
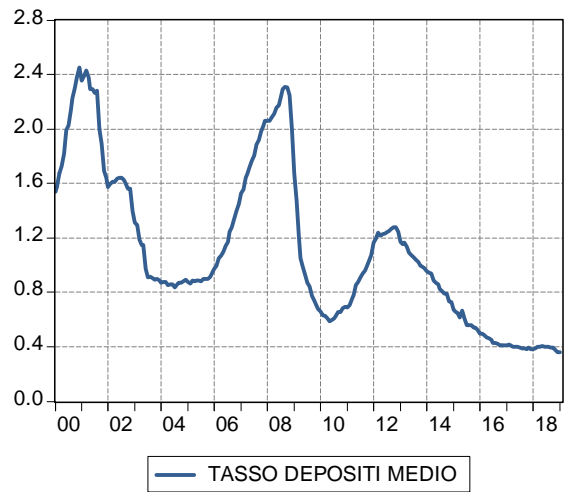
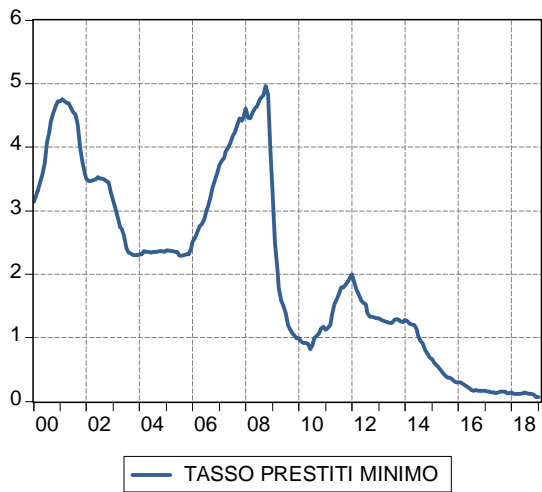
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



VOLUMI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili - Variazione % annua

