LO SCENARIO ECONOMICO NEL 2016

LO SCENARIO ECONOMICO NEL 2016

La crescita dell'**economia globale**, attestatasi al 3,2% a fine 2016, si è mantenuta in linea con il dato degli ultimi due anni (2014 e 2015) ed è stata sostenuta principalmente dalla crescita degli Stati Uniti, della Spagna e del regno Unito, in misura inferiore, dalla Germania e dalla Francia. L'area dei Paesi Emergenti ha contribuito nel suo complesso soprattutto grazie alla crescita di Cina ed India mentre continuano ad evidenziare forti segnali di recessione sia il Brasile che la Russia. L'Italia continua ad esprimere un dato inferiore all'1,0% (0,9%, anche se in leggera crescita rispetto al dato del 2015.

Nel corso del 2016 numerosi eventi di natura geopolitica hanno impattato sull'economia mondiale: le elezioni presidenziali statunitensi, la Brexit e il referendum sulla riforma costituzionale in Italia. Nel corso dell'anno molte previsioni di mercato e degli analisti si sono rivelate sbagliate: il Regno Unito ha deciso di uscire dalla Unione Europea, Donald Trump ha vinto le elezioni presidenziali americane e le principali banche del mondo sono state costrette ad attuare politiche monetarie più accomodanti del previsto. Sempre più i mercati debbono convivere con eventi inaspettati.

Nonostante la Brexit l'economia britannica non ha registrato segnali di rallentamento mentre si è registrata una svalutazione di circa il 17% della sterlina nei confronti dell'euro. Restano presenti i forti rischi legati al terrorismo soprattutto in Europa, le tensioni con la Turchia e le problematiche in sede europea sulla gestione degli immigrati provenienti dalle zone di guerra (in primis la Siria).

Negli **Stati Uniti** la vittoria di Trump sembrava dovesse gettare il mondo nell'incertezza ed invece il discorso post elezione del nuovo Presidente ha smorzato i toni forti che avevano contraddistinto la sua campagna elettorale annunciando l'obiettivo di finanziare la crescita attraverso forti investimenti in infrastrutture (uno dei pochi punti su cui i due candidati si erano trovati d'accordo in campagna elettorale) e una riduzione del carico fiscale; i mercati hanno reagito con compostezza e, nelle settimane successive, hanno raggiunto (come vedremo più avanti) i massimi.

Per quanto riguarda l'**Europa**, resta da gestire la fase di "exit" dall'Unione Europea da parte del Regno Unito; la premier Theresa May proprio in questi giorni ha formalizzato davanti al Parlamento britannico la decisione di lasciare l'Unione Europea attivando l'ormai famoso art. 50 dei Trattati. Le prossime fasi saranno: un prossimo vertice dei premier dei paesi membri, l'approvazione del Parlamento Europeo e il mandato formale dei vari governi al capo negoziatore Ue Michel Barnier per iniziare i negoziati ufficiali che, secondo le previsioni, dovrebbero durare due anni, sino al 28 marzo 2019. Al centro del dibattito ci sono il mercato comune europeo, il libero accesso al mercato dei paesi membri (che le industrie britanniche considerano fondamentale per gli interessi della City) e la piazza finanziaria di Londra che rappresenta una delle grandi risorse del Regno Unito. L'art. 50 prevede che se la fase dei

negoziati non dovesse concludersi entro i due anni previsti nessun Trattato si applicherà più al Regno Unito. Fino a quella data Londra avrà comunque accesso al mercato unico.

Nell'ambito delle **materie prime**, il prezzo dell'**oro**, dopo l'importante flessione del 2015, ha gradualmente recuperato per tutta la prima parte del 2016 (sino ad ottobre) passando dai valori di fine 2015 di circa 1.062 dollari/oncia al valore di fine 2016 di circa 1.152 dollari/oncia. Il prezzo della materia prima ha toccato una punta massima ad inizio luglio di 1.367 dollari/oncia per poi ritracciare negli ultimi mesi, toccando la punta minima proprio alla fine dell'esercizio. Il prezzo del **petrolio**, dal livello di fine 2015 di 37,28 dollari/barile ha gradualmente recuperato arrivando a toccare, a fine esercizio, il livello di 56,82 dollari/barile con un apprezzamento, anno su anno, di oltre il 50%. Nell'arco dell'anno il prezzo ha toccato una punta minima il 20 gennaio di 27,88 dollari/barile e una punta massima di 56,82 dollari/barile il 30 dicembre.

Nella tabelle riepiloghiamo in sintesi la **crescita delle principali economie mondiali** nell'ultimo quinquennio (dati destagionalizzati e concatenati):

Paese	2012	2013	2014	2015	2016
Mondo	2,5	2,4	3,2	3,2	3,1
Usa	2,3	2,2	2,4	2,5	1,6
Area Euro	-0,7	-0,4	1,3	1,5	1,7
Italia	-2,8	-1,7	-0,4	0,8	0,9
Regno Unito	0,7	1,7	2,8	2,2	2,0
Germania	0,4	0,1	1,6	1,5	1,7
Francia	0,3	0,3	0,4	1,1	1,3
Spagna	-2,1	-1,2	1,4	3,2	3,2
Giappone	1,8	1,6	0,0	0,6	0,9
Cina	7,8	7,7	7,4	6,9	6,7
India	4,9	4,7	7,3	7,3	6,6
Brasile	1,0	2,5	0,1	-3,8	-3,5
Russia	3,4	1,3	0,6	-3,7	-0,6

*Fonti: IMF, World Economic Outlook (revisione gennaio 2017)

Negli **Stati Uniti** il **Pil**, dopo essersi mantenuto gli ultimi quattro anni abbastanza stabile (dal 2,2% al 2,5%) pur rimanendo in area più che positiva (1,6%) ha ritracciato di oltre il 50% rispetto al dato di fine 2015. Un'analisi più approfondita rivela che nel 2016 gli Usa hanno subito un rallentamento della domanda interna: sono infatti calati i consumi e gli investimenti privati mentre il commercio estero, malgrado la propaganda delle presidenziali, ha solo leggermente limato la crescita complessiva. L'ultimo trimestre dell'anno ha dato tuttavia l'impressione di un cambiamento in quanto i consumi interni ed esteri hanno accelerato generando una contrazione del saldo import/export.

Del resto la disoccupazione molto più bassa rispetto a quella dell'area Euro (4,7% contro 9,6%) non farebbe pensare a redditi in sofferenza anche se la situazione finanziaria delle

famiglie non sembra ancora stabilizzata: da un recente sondaggio promosso dalla Fed è risultato che il 47% delle famiglie ha dichiarato di non avere a disposizione immediata la somma di 400 dollari necessaria per la sostituzione di un elettrodomestico non riparabile. A detta di molti analisti i ritmi di crescita appaiono troppo bassi, soprattutto tenuto conto dei livelli raggiunti dal debito nazionale. Il protezionismo promesso dal Presidente Trump potrebbe creare sicuramente il rischio di frenare ulteriormente l'economia soprattutto nel medio periodo mentre nel breve periodo è possibile che il nuovo Presidente adotti misure che riequilibrino l'impatto negativo delle tariffe.

Il **tasso di disoccupazione** a dicembre è sceso al 4,7% (dal 5,0% del dicembre 2015), ai minimi dal giugno 2008. A dicembre 2016, gli Stati Uniti evidenziano una crescita della **produzione industriale** dello 0,8%, un buon miglioramento rispetto al dato negativo del mese precedente (-0,4%) ed in rialzo anche rispetto alle stime degli analisti, che prevedevano una crescita dello 0,6%. La **capacità di utilizzo degli impianti** si è attestata al 75,5%, in rialzo sia rispetto al dato precedente (75,0%) che alle stime degli analisti (75,4%).

La **Fed**, lo scorso 14 dicembre, ha alzato i tassi di interesse in una forchetta fra lo 0,50% e lo 0,75% (primo aumento del 2016 e il secondo in dieci anni). Ricordiamo infatti che, già nel 2015, il 16 dicembre, la Banca centrale americana aveva deciso all'unanimità di rialzare il costo del denaro di un quarto di punto portando il livello dei tassi dallo 0,00-0,25% allo 0,25-0,50%. In quella sede la Fed si era riservata di procedere ad altri quattro rialzi nel corso del 2016 con l'obiettivo di arrivare, a fine anno, ad un livello dell'1,375%. Come visto, in realtà le cose sono andate diversamente. Durante la campagna elettorale si è assistito ad uno "scontro istituzionale" tra Trump e la Presidente della Fed Yellen (in scadenza di mandato al 31 gennaio 2018) in quanto, secondo quest'ultimo, la Fed avrebbe tenuto il costo del denaro basso per favorire la candidata Hillary Clinton. Trump aveva anche dichiarato che, in caso di sua elezione, avrebbe proceduto alla sostituzione della Yellen prima della scadenza naturale del suo mandato. Il candidato repubblicano, per attirare consensi, aveva puntato molto sulle condizioni "disastrose" dell'economia americana che, per definizione, implicano un cattivo lavoro della Banca Centrale. La Presidente Yellen ha successivamente dichiarato di "avere piena intenzione di servire l'intero mandato"difendendo la legge Dodd-Frank contro gli abusi della finanza, e mettendo in dubbio i piani economici del nuovo Presidente. La Yellen ha anche platealmente rivendicato i successi del suo mandato e dell'amministrazione Obama, sottolineando i buoni dati economici e il calo della disoccupazione, scesa ulteriormente alla fine dell'anno.

Nell'**Area Euro** il 2016 ha visto il **Pil** crescere dell'1,7% (+13% rispetto al dato di fine 2015, all'1,5%) anche se l'andamento dell'economia ha evidenziato dinamiche assai diverse. Nello specifico evidenziamo che alcuni paesi, quali la **Spagna**, hanno mostrato un inaspettato dinamismo negli ultimi due anni ed altri, quali **Germania**, **Francia** ed **Italia**, che hanno sostanzialmente confermato, seppur di poco, il loro rinnovato ritmo di crescita. A partire dal

secondo semestre dell'anno l'economia dell'area ha risentito delle tensioni geopolitiche accentrate nei paesi dell'Europa dell'Est legate a decisioni discutibili sul
tema immigrazione.

Il **tasso di disoccupazione** dell'area a dicembre è sceso al 9,6% (dall'10,40% del dicembre 2015), migliore sia rispetto al dato di novembre che al dato di stima degli analisti (9,8%), toccando il livello più basso dall'aprile del 2013 (mese in cui il dato era pari al 12,1%). Tra gli Stati membri il tasso più basso si è riscontrato in Germania (6,0% rispetto al 6,3% del 2015).

Nel corso del 2016 si è assistito ad una graduale ripresa dei prezzi al consumo. L'**inflazione** a dicembre è cresciuta dell'1,1% su base annua, in salita rispetto allo 0,6% di novembre.

Il dato sulla **Produzione Industriale** dell'area del mese di dicembre ha evidenziato una flessione dell'1,6%, con un peggioramento rispetto al mese precedente (+1,5%) ma in linea con le stime degli analisti (-1,5%).

Nella riunione dell'8 dicembre (l'ultima del 2016) il Consiglio direttivo della **Bce** ha deciso di lasciare invariato il livello dei tassi nell'area allo 0,00%. La Bce continua ad aspettarsi che i tassi d'interesse di riferimento rimangano ai livelli attuali o inferiori per un lungo periodo di tempo, e ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di asset. Per quanto riguarda le misure di politica monetaria non convenzionali, il Consiglio direttivo ha deciso di proseguire il programma di acquisto di asset (APP) con l'attuale ritmo mensile di 80 miliardi di euro fino alla fine di marzo 2017. Da aprile e sino alla fine del 2017, gli acquisti di asset netti saranno destinati a continuare ad un ritmo mensile di 60 miliardi di euro o al di là, se necessario, e comunque fino a quando la Bce non vedrà una regolazione costante dell'inflazione in linea con l'obiettivo fissato del 2%. Se, nel frattempo, le prospettive diventassero meno favorevoli o se le condizioni finanziarie diventassero incompatibili con tale obiettivo, la Bce intende aumentare il programma in termini di dimensioni e/o di durata. Nel corso della conferenza stampa Draghi ha tuttavia sottolineato che in seno al Comitato non si è discusso propriamente di "tapering" ma ha invece affermato che la banca centrale continuerà ad essere presente sui mercati obbligazionari in modo attivo.

In riferimento ai principali paesi, in **Germania** l'economia è leggermente migliorata evidenziando un **Pil** in aumento dell'1,7% (contro il +1,5% del 2015). In dicembre il **tasso di disoccupazione** nel Paese si è attestato stabilmente al 6,0% (rispetto al 6,3% del dicembre 2015), in linea sia con il dato precedente che con le stime degli analisti e ritornando ai livelli minimi del 1991. I numeri incoraggianti hanno riguardato anche l'occupazione in generale. Nel 2016, sono state impiegate 43,4 milioni di persone, l'1% in più, rispetto all'anno prima. L'**inflazione** tedesca a dicembre ha superato le attese, portandosi al livello più alto dal luglio 2013. L'indice dei prezzi al consumo è aumentato dello 0,7% a dicembre su base mensile e dell'1,7% su base annua. L'aumento dell'inflazione in Germania è sicuramente un buon segnale per la politica espansiva della Bce, il cui obiettivo è quello di sostenere la crescita, facendo risalire l'inflazione nell'Eurozona fino al target del 2%.

L'andamento del Pil è risultato positivo anche per Regno Unito (+2,0%) e Francia (+1,3%). Nello specifico l'economia del **Regno Unito** si è confermata come la più robusta economia del G7, il gruppo dei sette paesi industrializzati più ricchi del globo. Si è trattato di una notevole correzione di rotta rispetto alle previsioni fatte (anche dal Fondo Monetario internazionale) prima del referendum britannico sull'Unione Europea del giugno 2016, quando il FMI pronosticò che, in caso di vittoria di Brexit, cioè del fronte per l'uscita dalla Ue, il Regno Unito sarebbe rapidamente caduto in una acuta recessione, con un conseguente crollo della Borsa di Londra. Successivamente, pur ammettendo l'errore nelle proprie stime, il Fondo lo ha giustificato affermando che l'effetto negativo è stato "bloccato" dalle azioni intraprese dalla Banca centrale dopo il voto, tagliando i tassi d'interesse e permettendo così alle banche di avere più denaro da prestare; in questo modo si è riusciti a "far mantenere fiducia" nell'economia britannica. Il Fondo ha evidenziato anche che il pericolo di una ricaduta economica in caso di Brexit, era stato prevista non soltanto dall'FMI ma da tutti gli altri più prestigiosi barometri economici, dalla Banca Centrale Europea a fior di premi Nobel. A distanza di mesi, secondo molti analisti il Fondo potrebbe aver sbagliato soltanto i tempi ma non la sostanza della sua analisi di scenario. L'economia britannica forse non ha ancora patito la Brexit perché la Brexit non ha ancora prodotto i suoi effetti reali. A Londra ottimismo e fiducia sono rimasti invariati, sostenuti dalla politica della Bank of England, dalla crescita della Borsa e, paradossalmente, anche dal calo della sterlina (precipitata al cambio più basso degli ultimi 31 anni contro il dollaro), che sta favorendo enormemente le esportazioni di prodotti britannici. Ma, quando fra due o tre anni, gli effetti di Brexit si faranno sentire, le conseguenze probabilmente verranno duramente avvertite nell'economia reale.

L'economia della **Francia** ha evidenziato segni di recupero rispetto all'anno precedente (+1,1%) seppur la dinamica del Pil sia rimasta su livelli modesti, poco al di sopra dell'1% reale annuo. La **Spagna**, dopo essere tornata al segno positivo nel 2014 (+1,4%), dopo due anni di crescita negativa grazie all'effetto delle riforme strutturali messe in atto nel Paese, continua ad esprimere la migliore crescita economica dell'eurozona con una conferma del +3,2% anche per il 2016. La **Grecia** ha continuato a rimanere a rischio "default". Gli impegni con l'unione Europea e la Troika hanno portato ad un accordo che il Paese fa difficoltà a mantenere, soprattutto per quanto riguarda la messa in atto delle riforme strutturali chieste dalle autorità UE.

In **Giappone** l'"Abenomics", ovvero il lancio nel 2014 di un pacchetto di riforme per far ripartire l'economia del Paese da parte del Primo Ministro Shinzo Abe (tra cui un "Quantitative Easing" posto in essere dalla Banca Centrale), ha dato i suoi frutti, con un **Pil** che si attesta su di +0,9% (rispetto al +0,6% del 2015) ma che non fa ripartire i consumi interni. La politica economica espansiva del Premier ha fatto crescere il prodotto interno lordo grazie al traino di export e degli investimenti delle aziende. Evidenziamo che nel 2016, per la prima volta dal 2013, tutti e quattro i trimestri hanno chiuso in positivo. La continua debolezza dei consumi,

tuttavia, ridimensiona le aspettative di una espansione sostenibile. La crescita è stata guidata dal progresso delle esportazioni (+2,6%), in particolare nel settore auto e della telefonia mobile. L'avanzata di Donald Trump negli Stati Uniti e le sue dichiarazioni sull'intenzione di lanciare un massiccio piano di stimoli per sviluppare le infrastrutture hanno inoltre favorito l'indebolimento dello yen trainando l'export del Paese.

Il **tasso di disoccupazione** nel Paese è sceso seppur in maniera impercettibile (3,1% contro il 3,3% dello scorso anno. La **produzione industriale**, nel mese di dicembre, ha espresso un dato positivo dello 0,7% (rispetto al -1,7% del dicembre 2015) che ha determinato un dato anno su anno del 3,2% (rispetto al -1,9% del 2015).

Il **tasso di riferimento** fissato dalla Bank of Japan (BOJ) il 20 dicembre (ultima seduta dell'anno) si è mantenuto fermo a -0,1% (a fine 2015 lo stesso era fissato allo 0,10%), come già avvenuto nella seduta del 21 settembre. Invariato anche il piano di espansione monetaria, pari a 80 mila miliardi di yen annui, circa 700 miliardi di euro, fino al raggiungimento dell'obiettivo di un'inflazione al 2% e il contestuale controllo del rendimento del titolo decennale allo 0% (già stabilito nella riunione di settembre). Ricordiamo infatti che a settembre era stata introdotto una modifica al piano di acquisti di asset stabilendo un controllo della curva dei rendimenti per cui la BOJ acquisterà titoli di Stato a lungo termine proprio al fine di mantenere i rendimento del titolo decennale attorno all'attuale livello dello 0%. Allo scopo di stimolare i consumi la Banca Centrale intende sollecitare le banche e le istituzioni finanziarie a concedere più prestiti alla clientela evitando di parcheggiare un'eccessiva liquidità presso la BOJ. Nella seduta di dicembre la BOJ ha anche rivisto la sua valutazione dell'economia giapponese, sottolineando che la ripresa prosegue ad un ritmo moderato. Nonostante il miglioramento delle previsioni, rimangono rischi nel caso di cambiamenti della politica monetaria statunitense o nella politica del paese sui mercati globali. Gli analisti prevedono che gran parte della crescita in Giappone sarà dovuta al programma di stimoli in progetti di lavori pubblici per l'anno 2017.

Nel 2016 la **Cina**, pur rallentando marginalmente la crescita del proprio **Pil** (+6,7% contro un +6,9% nel 2015) ha comunque espresso un buon dato. Nel Paese si è cercato di proseguire il processo di cambiamento del proprio modello di sviluppo, volto a favorire la domanda interna e a ridimensionare il peso detenuto sino ad oggi dalle esportazioni e dagli investimenti. La crescita cinese è stata sorretta da un'ingente spesa per consumi e per infrastrutture. Benché le prospettive a breve termine dipendano in prevalenza dall'entità delle politiche di stimolo, l'espansione economica dovrebbe mantenere una graduale tendenza al ribasso nel medio periodo. Secondo le previsioni, i consumi saranno il principale fattore trainante della crescita. Il 2016 è stato l'anno in cui il Paese è diventato un partecipante a pieno titolo della "governance" globale. Si stima che il contributo della Cina all'economia mondiale inciderà per più del 30%, consolidando così il suo status come il più potente motore della crescita globale.

La **produzione industriale** in dicembre è rimasta sostanzialmente stabile attestandosi al

6,0% (contro un dato 2015 del 5,9%) mentre l'**indice dei prezzi al consumo** si è attestato al +2,1% (contro un +1,6% dell'anno prima).

La **Pboc**, la Banca centrale cinese,dopo che nel corso del 2015 aveva tagliato più volte il livello dei tassi nel tentativo di ridare fiato all'economia portandolo così dal 5,60% di fine 2014 al 4,35% di fine 2015, nel corso del 2016 ha invece mantenuto invariato tale livello per tutto l'anno. La Banca centrale cinese, con la sua nuova politica monetaria, sta cercando di controllare (anche nei primi mesi del 2017) la crescita di bolle speculative e di rischio finanziario, garantendo al tempo stesso l'economia nel suo complesso. Il Governatore della Banca Centrale ha dichiarato di "voler trovare un sottile equilibrio tra la stabilizzazione della crescita e il controllo delle bolle di asset". In tal senso ha dichiarato che "la politica monetaria sarà prudente e neutrale, si adatterà ai nuovi cambiamenti nella massa monetaria, si sforzerà di rendere scorrevoli i canali di trasmissione della politica monetaria e di migliorare i meccanismi per aiutare a mantenere la liquidità sostanzialmente stabile". Le autorità monetarie del Paese debbono tuttavia gestire importanti deflussi di capitali "camuffati" sotto forma di pagamenti transfrontalieri e una enorme quantità di titoli di debito in Usd emessi dalle aziende cinesi che, nel corso degli ultimi anni, hanno continuato a preferire l'emissione di titoli di debito denominati in dollari per beneficiare dei tassi d'interesse sino ad oggi molto bassi. Questo mix di fattori, unitamente alle aspettative di un rialzo dei tassi americani, potrebbe mettere in discussione l'efficacia del controllo esercitato dalla Pboc sulle riserve di divise che, negli ultimi anni, si erano stabilizzate. I cinesi oggi cercano di portare la loro moneta fuori dal Paese. Un primo effetto è stato sicuramente il forte deprezzamento dello Yuan che, dai primi di ottobre 2016, subito dopo il suo inserimento nel basket delle monete del Fondo Monetario Internazionale, ha toccato il livello più basso rispetto al dollaro da ben sei anni. Il **tasso di disoccupazione** è leggermente sceso attestandosi a fine 2016 al 4,02% (rispetto al 4,05% del 2015) nelle aree urbane portando il Paese al livello della maggiori economie mondiali con il tasso più basso. Nello specifico, sono stati creati oltre13 milioni di posti di lavoro, un risultato superiore alle attese del governo che ne stimava 10 milioni. Secondo i dati forniti dal ministero cinese delle Risorse Umane il mercato del lavoro del paese è "complessivamente stabile".

Dopo il crollo del 2015 (-3,7%), in **Russia** il **Pil** del 2016 ha recuperando rimanendo tuttavia in area negativa al -0,6%. Ricordiamo che il Paese è entrato in crisi già nell'ultima parte del 2014, con tassi di interesse innalzati dalla Banca Centrale al 17% alla fine del 2015 e un livello record raggiunto dalle quotazioni del rublo rispetto alle altre monete. Le cause dell'inizio di questa crisi sono da ricercare nella vertiginosa discesa del prezzo del petrolio e nelle sanzioni economiche imposte dagli Stati Uniti e dall'Unione Europea a seguito alle tensioni e agli scontri in Ucraina. La **Banca Centrale Russa** nel corso del 2016 ha gradualmente tagliato il tasso di interesse portandolo alla fine dell'anno sul livello del 10%. L'inflazione ha rallentato al 5,4% in dicembre ma il rallentamento e' instabile e in parte causato da fattori positivi ma temporanei, come ad esempio dai risultati dei raccolti agricoli. I rischi che la Banca centrale non raggiunga

il suo obiettivo di inflazione del 4% entro la fine del 2017 si sono ridotti. Gli analisti rilevano che la ripresa economica, seppur in atto, non appare omogenea in tutti i settori dell'economia e delle regioni del Paese e che permangono forti rischi di tensioni sociali e politici per effetto delle crescenti proteste nei confronti della classe politica del Paese..

La significativa riduzione del prezzo del petrolio ha impattato, oltre che sull'economia russa, anche sull'economia di alcuni Paesi Emergenti (tra cui il **Brasile** e il **Venezuela**).

L' **Italia** sembra uscire dalla lunga fase recessiva, durata tre anni, con un dato del **Pil** per l'anno 2016 attestato al +0,9% (rispetto al +0,8% del 2015). Ad impattare sul dato annuo sono state sia le esportazioni, sia una debole ripresa della domanda interna e degli investimenti in macchinari ed attrezzature. L'aumento del reddito disponibile, conseguente alle più favorevoli condizioni occupazionali, favorisce infatti i consumi delle famiglie.

L'**indice di fiducia dei consumatori**, che a dicembre 2015 era attestato a 99,7 punti, a fine 2016 ha recuperato facendo segnare un livello di 111,1 punti, in rialzo sia rispetto al dato precedente di 107,9 punti che rispetto alle attese degli analisti, che stimavano un livello di 107,5 punti. L'**indice di fiducia delle imprese**, che a dicembre 2015 era attestato a 97,5 punti, a fine 2016 ha recuperato facendo segnare un livello di 104,3 punti, anche se in leggero ritracciamento rispetto al dato precedente di 105,1 punti.

Buona la crescita della **produzione industriale** nel 2016: secondo i dati pubblicati dall'Istat l'industria (con esclusione delle costruzioni) ha visto crescere i volumi prodotti del 6,6% annuo a dicembre, tenendo conto delle correzioni del calendario (i giorni lavorativi sono stati 20, contro i 21 del dicembre 2015). Un dato che porta il bilancio dell'intero 2016 a una crescita del volume prodotto dell'1,6%. Si tratta di un risultato positivo, il migliore dal 2010, quando la crescita della produzione industriale evidenziava un dato del +6,7%. Complessivamente nell'anno si è dimostrato ancora una volta trainante il comparto dei mezzi di trasporto nel quale si registra un aumento della produzione annua del 5,1% rispetto al 2015 mentre per il solo mese di dicembre si rileva una crescita del 12,2% rispetto al 2015 e del 2,1% rispetto al mese di novembre. Ottimi i dati del comparto auto: la produzione è aumentata nel 2016 del 9,2% le del 20,6% su base annua nel solo mese di dicembre. L'**indice dei prezzi al consumo** in dicembre ha registrato una variazione positiva dello 0,5%, in rialzo sia rispetto al dato precedente (0,1%) che rispetto alle stime (0,3%). Il **tasso di disoccupazione** diffuso dall'Istat per l'ultimo trimestre dell'anno si attesta all'11,9%, in aumento sia rispetto al dato precedente (11,6%) che rispetto alle stime (11,7%). Ricordiamo tuttavia che l'ultimo trimestre del 2015 aveva espresso un dato del 13,0%.

Per quanto concerne il settore del **commercio con l'estero**, a dicembre 2016, si è registrata una crescita, rispetto al mese precedente, sia dell'**export** (+2,3%) sia dell'**import** (+2,5%). L'**avanzo commerciale**, nel mese di **dicembre**, è stato pari a +5,8 miliardi (+5,6 miliardi a dicembre 2015). L'aumento congiunturale dell'export ha coinvolto nel mese di riferimento entrambe le principali aree di sbocco, con un incremento delle vendite maggiore verso i paesi

extra Ue (+2,5%) rispetto all'area Ue (+2,1%). Rispetto al trimestre precedente, negli ultimi tre mesi dell'anno si rileva una dinamica positiva per entrambi i flussi (+2,4% per l'export e +3,6% per l'import). L'**avanzo commerciale** complessivo **annuo** ha raggiunto i 51,6 miliardi (+78,0 miliardi al netto dell'energia). Nel 2016, i mercati più dinamici verso l'export sono stati: Giappone (+9,6%), Cina e Repubblica ceca (+6,4% entrambe), Spagna (+6,1%) e Germania (+3,8%). Si segnala la forte crescita nell'anno delle vendite all'estero di articoli farmaceutici, chimico-medicinali e botanici (+6,8%), autoveicoli (+6,3%), mezzi di trasporto, autoveicoli esclusi (+4,6%) e prodotti alimentari, bevande e tabacco (+4,2%). Nel 2016, gli acquisti dalla Russia (-26,3%), così come quelli di gas naturale e di petrolio greggio (rispettivamente -28,5% e -20,4%), sono risultati in forte calo.

Il **fabbisogno del settore statale** nel 2016 è continuato a scendere attestandosi sul livello di 47,7 miliardi, con un miglioramento di circa 11,2 miliardi rispetto al risultato del 2015. Ricordiamo che tale dato era pari a 80,3 miliardi di euro a fine 2013, a 76,8 miliardi di euro a fine 2014 e a 60,0 miliardi di euro a fine 2015. Nel confronto con lo scorso anno, il risultato positivo sconta sia fattori di carattere straordinario, sia il divario tra la dinamica delle spese delle amministrazioni centrali e locali, risultate in leggera contrazione anche per effetto dello slittamento di alcuni pagamenti di fine anno per motivi di calendario, e quella degli incassi fiscali, risultati sostanzialmente stabili. Il miglioramento del fabbisogno appare in linea con la riduzione dell'indebitamento netto tra il 2015 e il 2016 indicata nella nota di aggiornamento del Def. Nel solo mese di dicembre 2016 si è realizzato un avanzo pari, in via provvisoria, a circa 8,9 miliardi di euro, con un miglioramento di circa 5,3 miliardi di euro rispetto al saldo del corrispondente mese del 2015, quando era stata condotta l'operazione di buy-back dei titoli di debito delle regioni.

I MERCATI FINANZIARI E VALUTARI

Per quanto riguarda i **mercati obbligazionari** le performance e i rendimenti sono ulteriormente scesi.

La **curva dei rendimenti americana** ha evidenziato una leggera flessione. Lo spread fra i rendimenti a 10 e 2 anni sulla curva dei tassi è passato dallo 0,981 del dicembre 2015 allo 0,853 del dicembre 2016, seppur con andamenti in leggera ripresa del tasso a breve (2 anni) e del tasso a lungo termine (10 anni). In tale contesto, infatti, entrambi i tassi sono saliti. Il tasso a 2 anni è salito, passando da un livello di 1,184% del dicembre 2015 ad un livello dell'1,462% del dicembre 2016, e il tasso a 10 anni è salito passando dal 2,164% del dicembre 2015 al 2,315% del dicembre 2016. Il tasso a 30 anni ha subito una leggerissima flessione passando da un livello del 2,598% di fine 2015 ad un livello del 2,570% di fine 2016.

La **curva dei rendimenti** nell'**Area Euro** ha evidenziato un andamento analogo a quella statunitense. I differenziali dei tassi sulla curva europea hanno espresso uno spread fra i rendimenti a 10 e 2 anni che è sceso passando dall'1,026 del dicembre 2015 allo 0,823 del

dicembre 2016. In tale contesto il tasso a 2 anni è rimasto in territorio negativo passando dal -0,029% del dicembre 2015 al -0,160% del dicembre 2016 mentre il tasso a 10 anni è sceso passando dall'1,001% del dicembre 2015 allo 0,663% del dicembre 2016. Il tasso a 30 anni è ulteriormente sceso passando dall'1,613% di fine 2015 all'1,234% di fine 2016. L'**Euribor mensile** è passato dal livello di -0,205 di fine 2015 a quello di -0,368 di fine 2016 (minimo dell'anno). L'**Euribor trimestrale** è passato dal livello di -0,131 di fine 2015 a quello di -0,319 di fine 2016 (minimo dell'anno).

Per quanto riguarda i **rendimenti governativi**, per il **Bund tedesco decennale** il tasso benchmark è oscillato tra lo 0,626% di fine 2015 e lo 0,200% di fine anno, con una punta minima e negativa del -0,19% in data 08 luglio 2016. Per il **BTP italiano decennale**, il tasso benchmark è oscillato tra l'1,589% di fine 2015 e l'1,808% di fine anno, con una punta minima di metà agosto dell'1,039% ed una punta massima di fine novembre del 2,127%. Lo **spread Btp/Bund**, che aveva chiuso il 2014 a quota 132,31 b.p. e il 2015 a quota 96,03 b.p. ha avuto un andamento altalenante (con una punta massima di circa 187 b.p. in data 24 novembre) per poi chiudere l'anno sul livello di 160 b.p. Ad impattare sul rialzo dell'indicatore è stato il forte clima di incertezza legato al referendum costituzionale di novembre.

Nel contesto evidenziato di tassi di interesse estremamente bassi possiamo dire che le performance 2016 dei **mercati azionari internazionali**, a parte qualche eccezione (Cina, Italia, Spagna Irlanda e Portogallo), sono state buone. L'andamento è stato molto positivo negli Stati Uniti rispetto all'Europa nel suo complesso. I **mercati evoluti** hanno comunque ben performato. L'indice **MSCI World**, dopo il +24,1% del 2013, il +3,23% del 2014 e il ritracciamento di -2,77% del 2015 ha evidenziato una ripresa del +5,32% nel corso del 2016 a 1.847 punti, restando ampiamente al di sopra del livello minimo di inizio marzo 2009 di 689 punti. Evidenziamo tuttavia che l'indice azionario globale ha subito un importante ritracciamento ad inizio 2016 (-13%) a causa dei timori sull'economia cinese, poi rientrati, ma già a fine marzo aveva recuperato quanto perso. Dopo il referendum sulla Brexit, nel giro di tre settimane i mercati si sono riportati sui massimi. Per l'area **mercati emergenti** l'indice **MSCI Emerging Market**, dopo avere perso il 5,02% nel 2013, il 4,63% nel 2014 e il 16,96% nel 2015, ha recuperato con un +8,95% nel 2016.

In **Asia** l'indice Nikkei (**Giappone**) ha guadagnato lo 0,42% (rispetto al +9,07% del 2015), lo Hang Seng (**Hong Kong**) ha guadagnato lo 0,39% (rispetto al -7,16% del 2015), il CSI 300 (**Shangai**) ha perso l'11,28% (rispetto al +5,58% del 2015) e lo S&P BSE (**India)** ha registrato un +1,95% (rispetto al -5,03% del 2015). In **Brasile** l'indice Bovespa ha evidenziato una performance positiva del 38,93% (dopo le perdite del 10,64% nel 2015 e del 2,91% nel 2014) mentre in **Russia** l'indice RTS, dopo il +22,69% del 2015, ha continuato a crescere evidenziando un +26,73%.

Negli **Stati Uniti** gli indici, dopo l' ottima performance del 2014 e la perdita di vigore del 2015, hanno ben performato sulla scia, nella prima parte dell'anno, dei generali segnali di

miglioramento degli utili aziendali legati alla ripresa dell'economia del Paese e, nella seconda parte dell'anno, dell'euforia legata all'elezione di Trump alla Casa Bianca. Il **Dow Jones**, dopo la flessione del 2,23% del 2015, si è attestato a fine 2016 al livello di 19.763 punti esprimendo una performance positiva del 13,42%; l'indice **S&P 500** (dopo la flessione dello 0,73% del 2015) si è attestato a fine 2016 al livello di 2.239 punti esprimendo una performance positiva del 9,54%; il **Nasdaq** (dopo la crescita del 5,73% del 2015) si è attestato in chiusura di esercizio al livello di 5.383 punti registrando una crescita del 7,50%.

L'**indice Vix**, che misura la volatilità implicita a breve termine delle opzioni "at the money" sull'indice S&P 500 quotate sul mercato delle opzioni del Chicago Bord of Trade (CBOT), in genere fluttuante su livelli del 20-30%, dopo il picco del novembre del 2008 (80,86%) e il ritracciamento consolidato di fine 2012, 2013, 2014 e 2015 (rispettivamente 22,72%, 13,72%, 15,92% e 18,21%) conferma il trend e si attesta a fine anno al 14,04%, con un picco massimo del 28,14% in data 11 febbraio.

In **Europa** l'**Eurostoxx 50** ha fatto registrare, dopo la performance positiva del 3,85% del 2015, una modesta crescita dello 0,70%, toccando una punta minima a metà febbraio di 2.680 punti ed attestandosi, a fine dicembre, a circa 3.268 punti, sui massimi dell'anno.

Più nello specifico le performance del 2016 sono state le seguenti: il Ftse di **Londra** -4,93% (+14,43% nel 2015), lo Xetra Dax di **Francoforte** +6,87% (+9,56% nel 2015), il Cac di **Parigi** +4,86% (+8,53% nel 2015), l'Ibex di **Madrid** -2,01% (-7,15% nel 2015), lo Smi di **Zurigo** -6,78% (-1,35% nel 2015). La **Borsa italiana**, dopo il +12,66% del 2015, ha evidenziato un ritracciamento dell'indice FTSE Mib del 10,20%.

Nella tabella riepiloghiamo la **performance** delle principali borse mondiali per il 2016:

Paese	2016
Usa (DJ)	+13,42
Usa (Nasdaq)	+7,50
Usa (S&P500))	+9,54
Giappone	+0,42
Brasile	+38,93
Russia	+26,73
India	+1,95
Hong Kong	+0,39
Shangai	-11,28
EuroStoxx 50	+0,70
Londra	+14,43
Germania	+6,87
Francia	+4,86
Svizzera	-6,78
Spagna	-2,01
Italia	-10,20
Portogallo	-0,17
Irlanda	-4,04
Grecia	+1,95

* Area extra Ue in valuta locale

Il **cambio euro/dollaro**, che ha chiuso il 2015 con una quotazione di 1,086, ha poi ritracciato sino a toccare il minimo di metà dicembre di 1,039 e chiudendo l'anno sui livelli di 1,052.

Il **cambio euro/sterlina**, che ha chiuso il 2015 con una quotazione di 0,737, ha toccato un massimo a metà ottobre di 0,912 per poi chiudere a fine dicembre sul livello di 0,853, perdendo circa il 15% da inizio anno, soprattutto per effetto dell'esito del referendum sulla Brexit.

Il cambio **euro/franco svizzero**, che ha chiuso il 2015 sul livello stabile di 1,088 (dopo avere ritracciato nel corso del 2015 di circa il 15% per effetto dell'abbandono da parte della Banca Centrale Svizzera del livello di cambio fisso tra le due valute), ha chiuso l'anno sul livello di 1,069.

Analizzando il comparto del **risparmio gestito**, il 2016 si è chiuso con un nuovo record storico per la raccolta sui prodotti di risparmio gestito, grazie all'abbondante liquidità presente sul mercato. Secondo Assogestioni le sottoscrizioni nette totali hanno sfiorato i 55 miliardi di euro portando il totale del patrimonio gestito dall'industria a fine dicembre a 1.937 miliardi di euro, oltre 100 miliardi di euro in più rispetto a fine 2015 (+5,56%). Il 51% di tale importo (989 miliardi di euro) è stato investito in mandati, mentre il restante 49% (948 miliardi) è stato impiegato nelle gestioni collettive. La raccolta netta dell'esercizio si è concentrata prevalentemente verso i fondi obbligazionari (+18,8 miliardi di euro), i fondi flessibili (+14,6 miliardi di euro), con importi interessanti anche sui fondi bilanciati (+4,2 miliardi); si registra un deflusso di 1,6 miliardi dai fondi azionari. Analizzando nel dettaglio tali dati rileviamo una preferenza sia verso i fondi obbligazionari che continuano a rappresentare un investimento sempre più alternativo a quello in titoli di Stato, i cui rendimenti sono in continuo calo che verso i prodotti flessibili che permettono di costruire portafogli più rischiosi, ma allo stesso tempo, con la ricerca di soluzioni che tengano sotto controllo la volatilità e il rischio. A livello geografico i fondi di diritto estero prevalgono (con un +29,2 miliardi di euro) rispetto a quelli di diritto italiano (+5,3 miliardi di euro).

FATTI DI RILIEVO - ESERCIZIO 2017

Secondo le recenti stime del Fondo Monetario Internazionale nel 2017 l'**economia mondiale** dovrebbe crescere del 3,4%, leggermente in miglioramento rispetto alla crescita espressa nel 2016 (+3,1%), mentre per il 2018 è previsto un ulteriore lieve aumento (+3,6%).

Negli **Stati Uniti** le stime riguardanti la crescita dell'economia per il 2017 vedono un Pil in miglioramento rispetto a quello del 2016 (+2,3%, contro un +1,6%), dato che migliora ancora anche per il 2018 (+2,5%).

Nell'**Eurozona** le stime sulla crescita dell'economia per il 2017 evidenziano un +1,6% che resta costante anche per il 2018.

Le previsioni degli analisti per la crescita della **Cina** vedono un Pil, seppur in leggerissima flessione, ancora in crescita al 6,5% per il 2017 e al 6,0% per il 2018.

Per quanto riguarda il **Giappone** le stime prevedono ancora una crescita moderata, con un Pil positivo dello 0,8% per il 2017 e dello 0,5% per il 2018.

Per l'area dei **Paesi Emergenti**, cresciuta del 4,1% complessivamente nel 2016, la dinamica economica appare anche per le previsioni dei prossimi due anni abbastanza eterogenea. Per il 2017 e il 2018 gli analisti intravedono un ritmo di espansione che, pur migliorando, dovrebbe rimanere contenuto per la **Russia** (+1,1% per il 2017 e +1,2% per il 2018) e per il **Brasile** (+0,2 per il 2017 e +1,5% per il 2018). Diversa la posizione dell'**India**, vista ancora in forte crescita sia per il 2017 (+7,2%) che per il 2018 (+7,7%).

Nella tabella riepiloghiamo in sintesi la **crescita delle principali economie mondiali** stimata per il 2017 e il 2018:

Paese	2017	2018
Mondo	3,4	3,6
Usa	2,3	2,5
Area Euro	1,6	1,6
Italia	0,7	0,8
Regno Unito	1,5	1,4
Germania	1,5	1,5
Francia	1,3	1,6
Spagna	2,3	2,1
Giappone	0,8	0,5
Cina	6,5	6,0
India	7,2	7,7
Brasile	0,2	1,5
Russia	1,1	1,2

* Fonti: IMF, World Economic Outlook (revision gennaio 2017)

L'**indice Vix**, che a fine 2016 ed inizio 2017 si attestava su livelli del 14,00% ha in seguito ritracciato toccando un minimo del 10,58% a fine gennaio ed attestandosi ai livelli attuali dell'11,28%.

Il **cambio euro/dollaro**, che a fine dicembre 2016 viaggiava su livelli di circa 1,052, pur toccando un minimo nella prima settimana di gennaio a 1,041, ha poi recuperato attestandosi sui livelli massimi attuali di circa 1,080 evidenziando un importante apprezzamento della valuta europea nei confronti di quella statunitense.

Il **cambio euro/sterlina**, che a fine 2016 era attestato sul livello di 0,853, ha toccato una punta massima a metà gennaio di 0,880 per poi ritracciare ed attestarsi ai valori odierni di 0,866.

Il **cambio euro/franco svizzero**, che a fine 2016 era attestato sul livello di 1,069, è rimasto in linea a 1,070 dopo aver toccato un minimo il 28 febbraio di 1,064 ed un massimo il 10 marzo di 1,079.

Nell'ambito delle **materie prime**, il prezzo dell'**oro** ha guadagnato oltre l'8% passando dai valori di fine 2016 di 1.152 dollari/oncia agli attuali 1.248 dollari/oncia, toccando una punta massima a fine febbraio di 1.257 dollari/oncia.

Il prezzo del **petrolio**, dal livello di fine 2016 di 56,82 dollari/barile si è mantenuto abbastanza stabile sino alla prima settimana di marzo per poi ritracciare perdendo circa il 7% ed attestandosi sulle quotazioni attuali di 51,86 dollari/barile e toccando una punta minima il 14 marzo di 50,92 dollari/barile. Il massimo del 2017 è stato invece toccato il 06 gennaio (57,10 dollari/barile).

Le incognite per il 2017 sono tantissime, ma sono più di natura politica che economica. I grandi rischi economici che venivano evidenziati lo scorso anno (recessione degli Stati Uniti e rischio di deflazione) sono obiettivamente spariti. Gli Stati Uniti oggi stanno crescendo e dovrebbero ulteriormente accelerare grazie anche alla politica espansiva fiscale di Trump. Il rischio di una dinamica di inflazione negativa è meno pressante anche grazie al rimbalzo del prezzo delle materie prime. I rischi politici sono però molteplici e legati, per esempio, al nuovo corso della politica estera americana, all'atteggiamento nei confronti dell'Iran, della Cina, all'aggressività nei confronti dell'Europa e al sensibile tema Israele-Palestina. In Europa occorrerà convivere con l'avanzata dei movimenti anti-establishment e l'attenzione dei mercati per quest'anno sarà focalizzata sulle diverse tornate elettorali previste per il 2017, soprattutto le elezioni francesi.

La **Fed**, nella seduta del **15 marzo** scorso ha alzato i tassi di un quarto di punto negli Stati Uniti portando il livello degli stessi dallo 075% all'1,00%. Le Borse statunitensi hanno reagito positivamente nell'immediato (+0,5%), il dollaro si è deprezzato nei confronti dell'euro che ha guadagnato nell'immediato un +1,2% a 1,0729 e il rendimento del decennale governativo è sceso di 10 bps al 2,504%. Nella consueta conferenza stampa il Presidente Yellen ha ribadito, come già fatto lo scorso dicembre, che per quest'anno il Fomc vede un totale di tre rialzi del livello dei tassi lasciando presagire, quindi, una politica monetaria "accomodante" ed ha dichiarato di considerare questi ulteriori due rialzi residui del 2016 come "un aumento graduale dei tassi". Per questo motivo i mercati e gli analisti, che temevano invece un'accelerazione più brusca, hanno tirato un sospiro di sollievo. Un solo componente del Fomc (il Presidente della Fed di Minneapolis) ha votato contro questo rialzo. Per il 2018 la Fed prevede altre tre rialzi graduali con l'obiettivo di portare il livello dei tassi a fine 2018 al 2,10%. Con le sue dichiarazioni la Yellen ha poi ribadito la buona salute dell'economia americana, con una congiuntura robusta e resistente agli shock e che, a suo avviso, esistono buoni motivi per essere fiduciosi, anche alla luce dell'andamento del mercato del lavoro. La Fed, inoltre, è sempre più fiduciosa che l'inflazione raggiunga e si stabilizzi verso l'obiettivo del 2% nel medio

termine, anche mettendo in conto un eventuale movimento della stessa al di sopra del target stabilito, seppur per un breve periodo.

La **curva dei rendimenti americana** dopo la lieve flessione del 2016, in questa prima parte dell'anno ha evidenziato una ulteriore flessione. Lo spread fra i rendimenti a 10 e 2 anni sulla curva dei tassi è infatti passato dallo 0,853 del dicembre 2016 allo 0,752 attuale. In tale contesto entrambi i tassi (2 e 10 anni) sono saliti: il tasso a 2 anni è passato da un livello di 1,462% del dicembre 2016 ad un livello dell'1,591% di fine marzo 2017 mentre il tasso a 10 anni è passato da un livello del 2,315% del dicembre 2016 al livello del 2,344% di fine marzo 2017.

La **Bce**, anche nella seduta del 9 marzo scorso ha mantenuto invariato il livello dei tassi nell'area Euro sul livello dello 0,00% ed ha confermato il tasso sui depositi a -0,40%. Il Presidente Draghi ha ribadito che il "Quantitative Easing" ("QE") andrà avanti per tutto il 2017 e anche oltre, se necessario, sottolineando che nell'ambito del Board non si è parlato di uno stop al programma di acquisto di titoli di Stato (QE). Draghi ha ribadito che la Bce si è tenuta dei margini di flessibilità sulla possibilità di un potenziamento degli acquisti o di un abbassamento dei tassi in presenza di scenari improvvisamente negativi ed inattesi. Di certo non è stato accolto l'appello lanciato più volte alla Bce dal ministro delle Finanze tedesco Schaeuble di "abbandonare tempestivamente la sua politica monetaria accomodante". Molti analisti hanno comunque intravisto la possibilità di un annuncio del "tapering" ovvero dell'inizio di una graduale riduzione della quantità di acquisti di bond dopo le elezioni olandesi ma soprattutto francesi, nel caso in cui la crescita economica dell'area e l'inflazione seguissero il trend attuale. Nello specifico, visto che il ballottaggio per le presidenziali francesi si terrà il 7 maggio, gli analisti danno già per scontato che dalla prossima riunione della Bce, in programma il 27 aprile prossimo, non emergeranno novità di rilievo. La Bce ha quindi rivisto al rialzo le stime di inflazione per il 2017 (dall'1,3% all'1,7%) e per il 2018 (dall'1,5% all'1,6%) ma stabili per il 2019 (all'1,7%). Molti analisti hanno invece interpretato tali stime come una conferma di un QE attivo e tassi ancora invariati a zero sino al 2019. Secondo Draghi, infine, manca ancora la crescita robusta dei salari per poter dichiarare vittoria sul fronte dell'inflazione. Tale crescita non è considerata ancora robusta per poter procedere ad un primo rialzo dei tassi nell'area diminuendo gli stimoli monetari prima della fine del QE. La Bce ha inoltre rivisto al rialzo le stime di crescita nell'Eurozona per il 2017 (dall'1,7% all'1,8%) e per il 2018 (dall'1,6% all'1,7%) mentre per il 2019 l'incremento è stato confermato all'1,6%.

La **curva dei rendimenti** nell'Area Euro ha evidenziato uno spread fra i rendimenti a 10 e 2 anni che, dopo la flessione del 2016, è leggermente salito passando dallo 0,823 del dicembre 2016 allo 0,926 di fine marzo 2016. In tale contesto il tasso a 2 anni è leggermente salito, pur rimanendo in territorio negativo, passando dallo -0,16% del dicembre 2016 al -0,09% di fine marzo 2017 e il tasso a 10 anni è leggermente salito passando dallo 0,663% del dicembre 2016 allo 0,833% di fine marzo 2017.