



MEFIM

MODELLO ECONOMETRICO FINANZIARIO INTERNAZIONALE MENSILE

SCENARI MACROECONOMICI	3
DELINEAZIONE DEGLI SCENARI	7
COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO	10
GRAFICI SU VARIABILI ENDOGENE	11
TASSI	12
STRUTTURA A TERMINE	13
VOLUMI	14
TABELLE	15
SCENARIO A	15
SCENARIO B	16
SCENARIO C	17
STORICI	18

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 ad 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 ed 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 di 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 di intervento delle autorità monetarie, dal rendimento sugli eurodepositi a 3 mesi, dall'indice di borsa, dall'indice della produzione industriale, dall'indice dei prezzi al consumo e, per USA e Germania, quantità di moneta.

Il modello viene stimato con dati che vanno da Maggio del 1986 a Aprile 2014.

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, vengono 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.

SCENARI MACROECONOMICI

La stima del Pil USA del primo trimestre, decisamente inferiore alle attese, in concomitanza con l'ultimo comunicato della *Fed* ha creato scompiglio nei mercati. Yellen, infatti, ha deciso di ridurre gli acquisti di altri 10 miliardi di dollari, portandoli a un ammontare complessivo, tra titoli ipotecari e del tesoro, di 45 miliardi di dollari. Se, tuttavia, la *performance* poco brillante del primo trimestre, fosse accompagnata da dati al di sotto delle attese nel mercato del lavoro, le aspettative dei mercati circa la politica monetaria del prossimo futuro ne sarebbero sconvolte. A oggi, osservando il mercato dei *future*, gli operatori stanno scontando una politica di riduzione degli acquisti al ritmo di 10 miliardi di dollari in ciascuna delle prossime 4 riunioni del *FOMC*, con l'esaurimento del *QE* a fine 2014 e un primo aumento dei tassi sui *Fed funds* tra marzo e giugno del 2015. Grande attesa, quindi, per l'*Employment Report* in uscita il 2 maggio: se le rilevazioni non confermassero le attese, molto ottimistiche, le conseguenze sui mercati azionari, molto reattivi perché ai massimi storici, potrebbero essere rilevanti. Il nostro scenario base per gli USA rimane in linea con le aspettative attuali dei mercati, quindi siamo convinti che la battuta d'arresto sia imputabile quasi completamente al grande freddo dei primi due mesi del 2014. Per avanzare ipotesi circa la futura politica monetaria della *Fed*, oltre al mercato del lavoro, sarà necessario tenere monitorati l'inflazione, al momento in crescita ma sotto controllo, e la valuta. Nel primo trimestre dell'anno infatti, le esportazioni, nonostante la debolezza del dollaro, sono state la componente che maggiormente ha sottratto punti alla crescita. Se il dollaro dovesse riprendersi, il canale estero potrebbe risentirne ulteriormente. In Asia lo scenario risulta perlopiù invariato: l'economia cinese continua a crescere a un ritmo moderato, rispetto al passato, mentre in Giappone si confermano gli effetti positivi della politica espansiva, anche se il ritmo di crescita dell'inflazione sembra essere rallentato. In Area Euro, la stima *flash* dell'HCPI indica che l'inflazione in aprile è debolmente risalita, tuttavia, secondo il governatore della BCE, il rischio di deflazione inizia a essere troppo duraturo. L'euro è sempre forte rispetto al dollaro e costituisce un grave rischio al ribasso per l'economia europea, sostenuta in larga misura dal canale estero. Per arginare l'effetto restrittivo del cambio, la *forward guidance* della BCE è sempre più insistente nell'annunciare che saranno prese tutte le misure, anche non convenzionali, necessarie a sostenere l'economia. In questa situazione, a nostro avviso, la probabilità che effettivamente la BCE intervenga, adottando anche misure di *QE*, è più elevata rispetto al mese precedente. Le motivazioni, oltre ai già citati rischi legati all'inflazione e al cambio, sono molteplici. Innanzitutto, i continui annunci della Banca Centrale, non seguiti da alcuna azione, rischiano, se protratti a lungo, di vanificare sia gli impatti indiretti, dovuti al condizionamento delle aspettative, sia quelli diretti delle misure che eventualmente verranno adottate. Nell'ultimo mese, inoltre, la situazione in Ucraina si è notevolmente inasprita, comportando una ingente fuga di capitali dal mercato russo, i quali, insieme a quelli provenienti dai paesi emergenti, affluiscono, più che in passato, nell'Area Euro. Qui, grazie alle riforme attuate, a fronte di rischi sostenibili vi sono paesi che offrono rendimenti ancora molto appetibili. La situazione Ucraina, quindi, oltre a contribuire alla riduzione degli *spread* e dei rendimenti dei titoli con scadenze a medio-lungo termine nei paesi periferici, sta mantenendo alto il valore dell'euro. Questo dovrebbe ulteriormente incentivare la BCE ad adottare una politica monetaria molto più aggressiva. Un'altra motivazione per attendersi un effettivo intervento risiede nella possibilità che, alle prossime elezioni europee, si affermino forti sentimenti antieuropeisti. In tale contesto, il riaffiorare del rischio Europa interromperebbe proprio quell'imponente afflusso di capitali che, pur rafforzando l'euro, sta contribuendo a contenere gli *spread* e i rendimenti, che, altrimenti, tornerebbero a quote insostenibili per molti paesi.

USA

La stima del Pil USA del primo trimestre, decisamente inferiore alle attese, in concomitanza con l'ultimo comunicato della *Fed*, ha creato scompiglio nei mercati. Yellen, infatti, ha deciso di ridurre gli acquisti di altri 10 miliardi di dollari, portandoli a un ammontare complessivo, tra titoli ipotecari e del tesoro, di 45 miliardi di dollari.

La prima lettura del Pil del I trimestre del 2014 segnala una variazione pari a +0,1% t/t (+2,3% a/a) contro il +2,6% t/t (2,6% a/a) del trimestre precedente, decisamente al di sotto delle aspettative, le quali pronosticavano un +1,2% t/t. La crescita non è bilanciata. Le uniche componenti che contribuiscono sono i consumi privati (+2,04% t/t, dopo il +2,22% del VI trim. del 2013) e le importazioni (+0,24% t/t, -0,24% t/t il precedente). I consumi privati sono aumentati del 3% t/t (2,5% a/a) dopo il +3,3% t/t (+2,3% a/a) dell'ultimo trimestre del 2013, mentre le importazioni sono diminuite dell'1,4% t/t (+2,3% a/a) dopo l'incremento precedente (+1,5% t/t e +2,8% a/a). Queste due componenti positive, da sole, non sono state, tuttavia, in grado di mantenere la crescita congiunturale ai livelli precedenti, poiché tutte le altre voci hanno sottratto punti alla crescita: esportazioni -1,07% t/t (dopo il +1,23% t/t del IV trim.), scorte -0,57% t/t (-0,02% nel VI trim.), investimenti fissi -0,44% t/t (+0,43% t/t), e spesa pubblica -0,09% t/t (-0,99% t/t). Per

quel che riguarda gli investimenti (-2,8% t/t e +3% a/a, +2,8% t/t e +3,4% a/a nel IV trim.) il contributo negativo deriva dal fatto che, nel primo trimestre dell'anno, è venuta meno la crescita della componente non residenziale (-2% t/t, +3,2% a/a) che, fino al periodo precedente (+5,7% t/t, +2,6% a/a) aveva ampiamente contro bilanciato la diminuzione di quella residenziale (-5,8% t/t e +2,2% a/a nel I trim., -7,9 % t/t e +6,9% a/a il precedente). Se per investimenti fissi e scorte la battuta d'arresto si può imputare al freddo eccezionale che ha caratterizzato i primi due mesi dell'anno, non altrettanto evidente è, data la debolezza del dollaro, il collegamento tra tale evento meteorologico e la variazione congiunturale fortemente negativa delle esportazioni (-7,6% t/t, +3,2% a/a, +9,5% t/t e +4,9% a/a i precedenti). Le rilevazioni mensili relative al commercio estero si riferiscono a febbraio ed evidenziano una contrazione delle esportazioni pari a -1,05% m/m, dopo il +0,61% m/m di gennaio e un aumento delle importazioni dello 0,43% m/m (+0,64% m/m a gennaio) con un saldo negativo della bilancia commerciale di 42,3 mld di \$ (-39,28 in gennaio). Per comprendere meglio la natura e le cause della *performance* negativa delle esportazioni trimestrali sarà necessario attendere le rilevazioni di marzo. Segnali confortanti per il mese di marzo sono giunti dal mercato del lavoro, con il tasso di disoccupazione che è rimasto stabile al 6,7% e un aumento dell'occupazione di 192 mila unità (197 mila in febbraio) in linea con le attese, dovuto esclusivamente al settore privato (192 mila unità in marzo contro le 188 mila unità in febbraio). Nello stesso mese la produzione industriale è cresciuta dello 0,7% rispetto al mese precedente (+1,2% m/m a febbraio) e del 3,8% rispetto allo stesso mese del 2013 (+3,5% a/a a febbraio). Anche gli ordini di beni durevoli in marzo sono rimasti in territorio positivo (+2,5% m/m dopo il +2,2% di febbraio) così come il dato esclusi i trasporti (+2% m/m, +0,1% il precedente). Sempre in marzo l'utilizzo della capacità produttiva è passato al 79,2% dal 78,8% a febbraio. Questo dato, letto insieme alla diminuzione delle scorte e alla contrazione degli investimenti nel primo trimestre, lascia pensare che in questo periodo di incertezza i produttori abbiano preferito soddisfare la domanda interna con quanto già stoccato e sfruttando maggiormente gli impianti esistenti piuttosto che rinnovarli. La fiducia degli imprenditori, secondo gli indici ISM, si è confermata su livelli superiori a quelli di febbraio: il manifatturiero si è portato a 53,7 da 53,2 e quello dei servizi a 53,1 da 51,6. Osservando gli indici di fiducia delle imprese di aprile, il Philadelphia è passato a 16,6 da 9, mentre l'NAPM a 63 da 55,9. In marzo i dati relativi al settore edilizio confermano la continua battuta d'arresto del settore: pressoché ferma la vendita di case esistenti (-0,2% m/m); in declino la vendita di case nuove (-14,5% m/m dopo il -4,5% m/m di febbraio); in aumento l'avvio di nuovi cantieri rispetto al mese precedente (+2,8%, +1,9% m/m in febbraio), non rispetto a marzo del 2013 (-5,9%, -5,1% a/a il precedente). Dall' lato della domanda, guardando gli indici di fiducia dei consumatori in aprile, i segnali sono discordanti: il Conference Board è diminuito da 83,9 a 82,3 mentre l'indice di fiducia delle famiglie del Michigan è aumentato da 80 a 84,1. L'inflazione, in aumento in marzo rispetto al mese precedente, continua a non destare preoccupazione, sebbene vada monitorata attentamente per anticipare le mosse della Fed. L'indice CPI ha registrato una variazione dell'1,5% a/a (1,1% a/a in febbraio) superando le attese (1,4% a/a); il dato *core* ha segnato un +1,6% a/a (in linea con le aspettative) contro il +1,5% a/a di febbraio. Dall'analisi dei dati mensili sembra emergere che l'economia americana, nel primo trimestre, abbia sperimentato un rallentamento dovuto alle avverse condizioni meteorologiche, tuttavia per fugare ogni dubbio e tranquillizzare i mercati, è fondamentale che l'*Employment Report* in uscita il 2 maggio confermi il buono stato di salute del mercato del lavoro. Se così fosse, sarebbero avvalorate le attese di un *tapering* a un passo di 10 miliardi di \$ in ognuna delle prossime 4 riunioni, con il conseguente esaurimento del QE a fine 2014, e un primo rialzo dei tassi di riferimento tra marzo e giugno del 2015.

GIAPPONE

Il Giappone continua a trarre vantaggio dalla politica monetaria fortemente espansiva della BoJ. Gli ultimi dati disponibili con riguardo alla crescita sono quelli dell'ultimo trimestre del 2013 e non presentano revisioni. Per quanto riguarda i dati mensili, il commercio con l'estero in marzo presenta una variazione negativa delle esportazioni (-2,73% m/m contro il +2,67% m/m di febbraio), mentre le importazioni subiscono un forte recupero passando in territorio positivo con un +5,05% m/m (-6,05% m/m in febbraio); il saldo della bilancia commerciale è di -1714,25 mld di yen contro i -1184,04 di febbraio. I dati relativi all'occupazione a febbraio rimangono perlopiù stabili: il tasso di disoccupazione è sceso a 3,6% da 3,7% di gennaio. Dal lato dell'offerta, la produzione industriale in marzo è tornata a crescere in termini congiunturali (+0,3% m/m) dopo il -2,3% m/m di febbraio, si conferma invece il dato tendenziale (+7% a/a dopo il +7,1% a/a precedente). I nuovi dati relativi agli indici di fiducia sono confortanti e in significativo aumento: l'indice Tankan globale nel I trimestre dell'anno si attesta a 12 contro l'8 registrato nel IV del 2013, il manifatturiero e il non manifatturiero sono anch'essi in crescita registrando rispettivamente 10 (6 nel IV trim. 2013) e 14 (9 il precedente). Notizie positive arrivano anche dal lato della domanda con le vendite al dettaglio in marzo in aumento del 25,8% m/m (+11% a/a) dopo la contrazione subita in febbraio (-6,9% m/m e +3,6% a/a). La crescita dell'inflazione in marzo si è arrestata, in linea con le attese: il CPI ha registrato una variazione

dell'1,6% a/a (1,5% a/a a febbraio) mentre il *core* è rimasto stabile all'1,3% a/a. Dai verbali e dalla conferenza stampa non emergono nuove informazioni riguardo un possibile aumento degli acquisti di titoli, ma ci si attende che la *BoJ* persegua una politica accomodante per lungo tempo, anche perché, in prospettiva, ci dovrebbe essere un ridimensionamento della domanda interna, a causa del rialzo dell'imposta sui consumi.

AREA EURO

In Area Euro, la stima flash dell'HCPI indica che l'inflazione in aprile è debolmente risalita, tuttavia, secondo il governatore della BCE, il rischio di deflazione inizia a essere troppo duraturo.

I dati disponibili sulla crescita sono ancora relativi al IV trimestre del 2013 con alcune revisioni: il Pil è stato corretto leggermente al ribasso (+0,2% t/t – da +0,3% t/t – e +0,5% a/a) confermando una ripresa piuttosto lenta (+0,1% t/t, -0,3% a/a nel III trimestre). Il maggiore contributo alla crescita è derivato dalle esportazioni, +0,6%, (+0,1% il precedente) aumentate, secondo la revisione, dell'1,3% t/t (+2,8% a/a) riviste da +1,2% t/t (+2,6% a/a) dopo il +0,1% t/t (+0,9% a/a) del trimestre precedente. Anche la variazione congiunturale delle importazioni è stata leggermente corretta al rialzo (+0,5% t/t da +0,4% t/t) mentre rimane stabile a +1,9% a/a il tendenziale. La componente che sottrae più punti alla crescita sono le scorte (-0,34% t/t – rivisto da -0,32% t/t – dopo il +0,27% del III trim.). Per i restanti dati, la revisione non ha apportato significative variazioni: hanno contribuito positivamente gli investimenti fissi (+0,2% t/t) e i consumi privati (+0,05% t/t, rivisto da +0,08% t/t), mentre spesa pubblica e importazioni hanno sottratto punti alla crescita (-0,1% t/t e -0,2% t/t rispettivamente). Con riguardo ai dati mensili, le rilevazioni relative al commercio estero di febbraio mostrano un continuo miglioramento. Sia le esportazioni (+1,2% m/m e +1,33% in gennaio) sia le importazioni (+0,61% m/m e +2,03% a/a a gennaio) registrano variazioni positive. La bilancia commerciale si attesta a 14,96 mld di € dopo i 13,93 precedenti. Nel mercato del lavoro la situazione sembra in leggero miglioramento con il tasso di disoccupazione, che, seppur ancora molto elevato, non ha subito ulteriori rialzi (11,9% come in gennaio). L'economia si conferma quindi in lenta ripresa. Dall' lato dell' offerta, la situazione sembra stabile: la produzione industriale in febbraio è cresciuta dello 0,2% m/m, dopo la stasi del mese precedente, il tendenziale è rimasto costante a +1,8%. Il settore delle costruzioni ha, invece, rallentato (+0,1% m/m) dopo il confortante +1,6% m/m di gennaio. Gli indici di fiducia in marzo sono rimasti sui livelli precedenti (PMI manifatturiero a 53 da 53,2 e quello non manifatturiero a 52,2 da 52,6) così come l'unico disponibile per aprile, l'ESI, passato a 102 da 102,5. Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio, con un +0,4% m/m (+1,2% a/a) si dimostrano al di sotto delle attese in febbraio (+0,7% m/m), dopo il +1% m/m (+0,6% a/a) di gennaio. Viste le dichiarazioni del presidente Draghi, che ha messo in evidenza il perdurare del rischio di deflazione anche per lungo tempo, è bene concentrare l'attenzione sulle dinamiche dei prezzi. In aprile, secondo la stima *flash*, l'inflazione ha corretto al rialzo, passando a +0,7% a/a da +0,5% a/a di marzo, nonostante la riduzione in atto del prezzo del petrolio. Il *core*, infatti, in aprile ha registrato una correzione più ampia passando a +1% a/a da +0,7% a/a di marzo. La situazione macroeconomica è, quindi, in leggero miglioramento e l'inflazione ha lievemente corretto al rialzo: questo contribuisce a sostenere il valore dell'euro, in ulteriore ascesa soprattutto a causa dell'aggravarsi della situazione in Ucraina. L'*escalation* della crisi, infatti, insieme allo stabilizzarsi della situazione economica in AE e ai rendimenti ancora appetibili offerti dai titoli dei paesi periferici, stanno dirottando un'ingente liquidità, in uscita dal mercato russo, oltre che dai paesi emergenti in difficoltà, sui mercati europei piuttosto che, come in passato, su quelli statunitensi. L'effetto Ucraina, quindi, sta, da un lato, mantenendo bassi gli *spread* e i rendimenti dei titoli a medio-lungo termine, e dall'altro impedisce all'euro di assumere valori più in linea con i fondamentali, con possibili rischi al ribasso per il canale estero, unico sostegno effettivo alla crescita. La situazione macroeconomica e geo-politica delineata, accompagnata alle dichiarazioni di Draghi circa il perdurare del rischio di deflazione, alla debolezza del dollaro contro euro, al rischio che una *forward guidance* fatta solo di annunci e non seguita da azioni vanifichi gli effetti di eventuali misure di politica monetaria effettivamente adottate, e infine la possibilità che, alle elezioni europee di maggio, si affermino forti sentimenti antieuropeisti, con conseguenze nefaste su *spread* e rendimenti, aumenta, a nostro avviso, la probabilità che, alla prossima riunione, la BCE decida di intervenire per rendere la politica espansiva più aggressiva, senza escludere misure di *QE*.

Germania

L'ultima lettura del Pil riguarda ancora il IV trimestre del 2013 e non vi sono revisioni, pertanto la Germania si conferma l'economia trainante dell'Eurozona, con una *performance* tuttavia non brillante (+0,4% t/t e +1,4% a/a, +0,3% t/t e 0,6% a/a nel III trim.). Osservando i contributi, la crescita non è equilibrata, in quanto dovuta esclusivamente al canale estero (+1,1% t/t il contributo delle esportazioni nette) e all'accumulo di scorte (+0,2% t/t, come nel III trim.). Nullo il contributo della spesa pubblica e dei consumi privati e negativo l'apporto degli investimenti fissi (-0,6% t/t, dopo il +0,2% t/t del periodo precedente). I dati mensili

di febbraio relativi al commercio estero, mettono in luce i rischi e le difficoltà derivanti dalla forza dell'euro: le esportazioni sono diminuite dell'1,37% m/m dopo il +2,16% m/m di gennaio, mentre le importazioni continuano ad aumentare (+0,43% m/m), anche se meno rispetto al mese precedente (+4,12% m/m). Il mercato del lavoro è in miglioramento: il tasso di disoccupazione ad aprile è sceso a 6,8% da 7,1% di marzo e l'occupazione nel IV trimestre è aumentata di 209 mila unità rispetto al periodo precedente. Dal lato dell'offerta, la produzione industriale a febbraio è cresciuta debolmente rispetto al mese precedente (+0,4%, +0,7% m/m in gennaio) ma il tendenziale è ancora ampiamente positivo (+4,8% a/a, 4,9% a/a in gennaio). Dopo la buona dinamica della produzione nelle costruzioni in gennaio (+4,5% m/m), in febbraio si è vista invece una correzione al ribasso (-0,1% m/m). In aprile, i segnali provenienti dalla fiducia delle imprese non sono concordi: lo *Zew* è sceso a 43,2 da 46,6 mentre l'*Ifo* è salito a 111,2 da 110,7. Qualche preoccupazione deriva, oltre che dal possibile effetto negativo del cambio sul canale estero, anche dall'andamento dell'inflazione. La Germania, infatti, pur essendo l'economia che ancora traina la crescita in AE, ha subito in marzo una correzione al ribasso dell'indice di inflazione, passato a +0,9% a/a da +1,1% a/a di febbraio. In ribasso anche il *core*, a +0,9% a/a dopo il +1,2% a/a di febbraio.

Francia

I dati relativi alla crescita rimangono invariati nel IV trimestre, senza alcuna revisione, con un Pil in aumento dello 0,3% t/t (+0,8% a/a) dopo il -0,1% t/t (+0,3% a/a) del III trimestre. La crescita, più debole rispetto alla Germania, è più bilanciata, con il contributo positivo dei consumi privati (+0,4% t/t, +0,2% a/a nel III trim.) delle esportazioni nette (+0,3% t/t, -0,7% t/t il precedente) e degli investimenti fissi (+0,1% t/t dopo l'apporto nullo del III trim.). Sottraggono punti alla crescita le scorte (-0,2% t/t). I dati più recenti per il canale estero sottolineano anche per la Francia le difficoltà derivanti dalle dinamiche valutarie: in febbraio le esportazioni sono calate dello 0,19% m/m, dopo il -1,59% m/m di gennaio, e le importazioni sono crollate del 5,52% t/t dopo il -0,28% m/m precedente. Il tasso di disoccupazione in febbraio è ancora molto elevato (10,4%) anche se quasi invariato rispetto a gennaio (10,3%). Anche in Francia l'inflazione in marzo ha rallentato (+0,7% a/a) dopo il confortante +1,1% a/a di febbraio. In diminuzione anche l'inflazione *core* che, nello stesso mese ha segnato un +0,4% dopo il +0,7% a/a di febbraio. Dal lato dell'offerta gli indici di fiducia più recenti indicano una sostanziale stabilità: l'*Insee* è passato in aprile da 101 a 100. Dal lato della domanda è presente un miglioramento nelle vendite al dettaglio in marzo con un +2,3% m/m (+3,7% a/a) dopo la variazione nulla di febbraio (+1,1% a/a), in aprile tuttavia la fiducia è diminuita da 88 a 85, secondo l'indagine *Insee*.

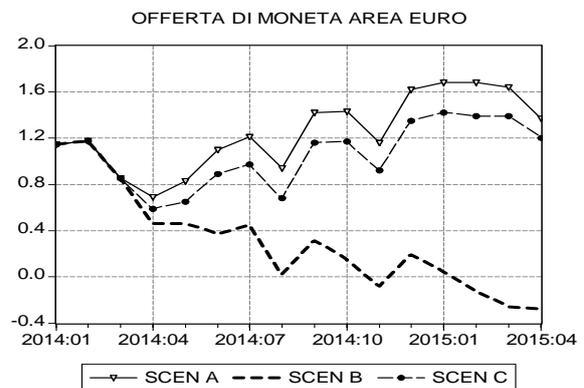
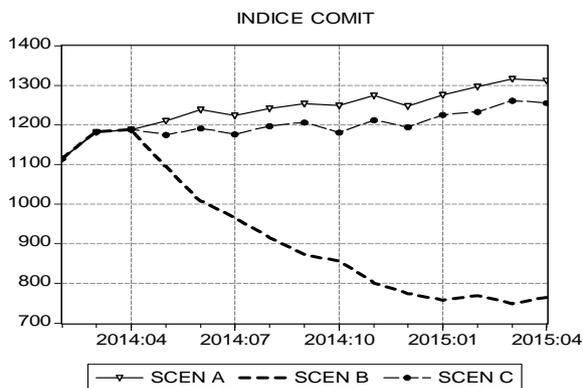
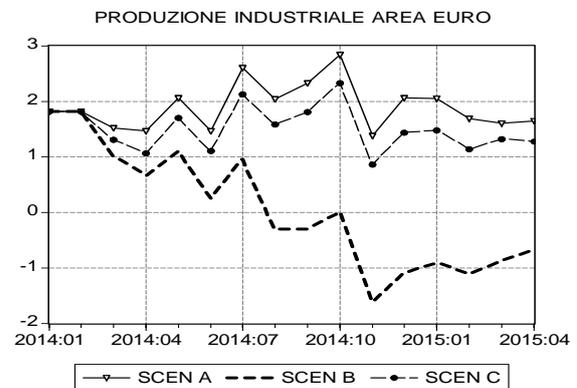
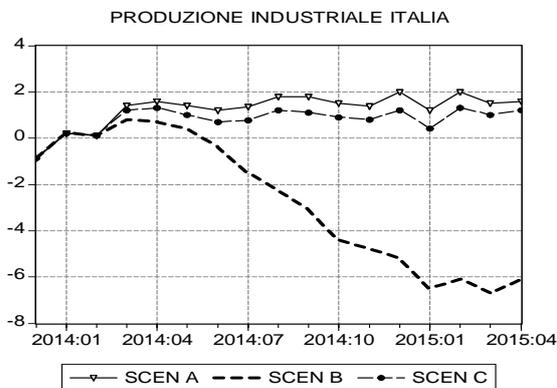
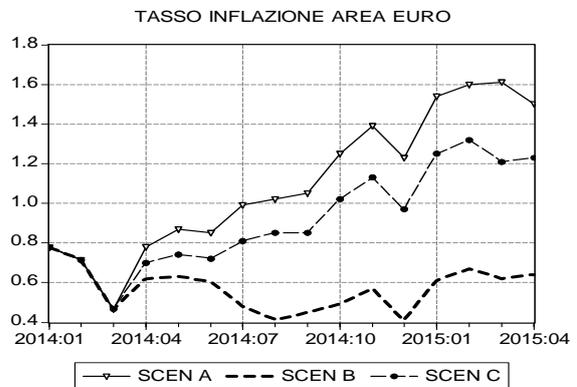
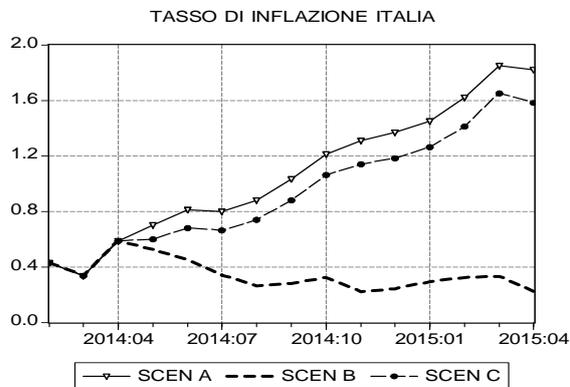
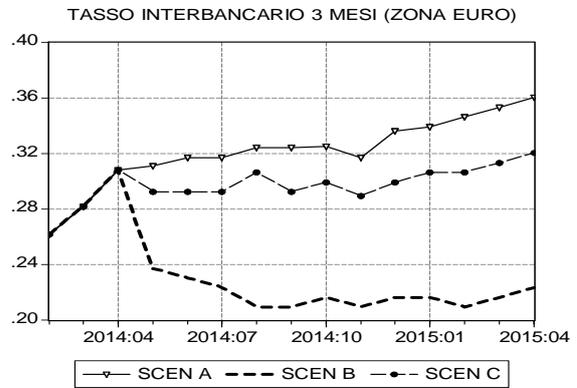
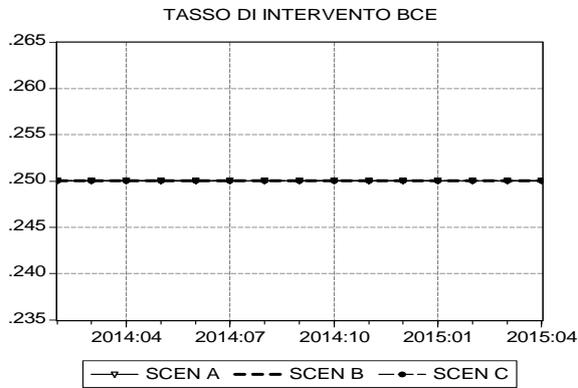
Italia

In Italia, come già visto nel precedente bollettino, si conferma la fine della recessione con una variazione congiunturale del Pil nel VI trimestre pari a +0,1% t/t (-0,9% a/a) dopo il dato negativo del periodo precedente (-0,1% t/t, -1,9% a/a). Hanno contribuito positivamente alla crescita le esportazioni nette (+0,3% t/t, -0,1% t/t il precedente) e gli investimenti fissi (+0,1% t/t da -0,1% t/t), nullo l'apporto della spesa pubblica e dei consumi privati, negativo quello delle scorte (-0,2% t/t dopo il precedente +0,4% t/t). I dati mensili per il commercio verso i paesi UE in febbraio evidenziano un aumento delle esportazioni (+0,4% m/m, -1,76% m/m il precedente) e una contrazione delle importazioni (-1,51% m/m, +1,2% m/m in gennaio). Le esportazioni verso i paesi extra UE, in marzo, subiscono evidentemente l'effetto negativo dell'apprezzamento dell'euro, contraendosi ulteriormente dell'1,39% m/m dopo il -2,34% m/m di febbraio. In peggioramento sensibile anche le importazioni extra UE (-4,1% m/m dopo il +1,74% m/m precedente). Il mercato del lavoro è lontano dall'essere in miglioramento, ma, quantomeno, in marzo il tasso di disoccupazione è rimasto stabile al 12,7%. Dal lato dell'offerta, la produzione industriale di febbraio è diminuita rispetto al mese precedente dello 0,5% (+0,1% a/a) dopo il +1,1% m/m di gennaio. Anche la produzione nel settore delle costruzioni in febbraio si è contratta del 3,7% m/m (-1% m/m in gennaio), tuttavia qualche segnale positivo proviene dall'indice di fiducia delle imprese manifatturiere che in aprile, dopo l'aumento di marzo, si è portato a 99,9 da 99,2. Nel settore dei servizi, dopo il balzo di marzo (da 90,3 a 92,4), si è invece avuta una lieve correzione a 91,4. In costante miglioramento è la fiducia dei consumatori (ad aprile 105,4 da 101,9) che ormai ha raggiunto e superato i livelli registrati nel 2010. Secondo le stime provvisorie dell'Istat, ad aprile, l'inflazione calcolata sull'indice armonizzato ha corretto al rialzo (+0,6% a/a, +0,3% a/a in marzo) rimanendo tuttavia preoccupante. Anche il *core* è migliorato passando a +1,1% a/a da 0,9% a/a. Le misure attuate dal Governo sembrano andare nella giusta direzione con riscontri positivi soprattutto sulla fiducia dei consumatori. Un importante rischio al ribasso per il nostro paese sono le prossime elezioni europee: se si dovessero affermare forti sentimenti antieuropeisti, si potrebbe tornare ad osservare uno *spread Btp-Bund* sul decennale dell'ordine dei 500 punti base.

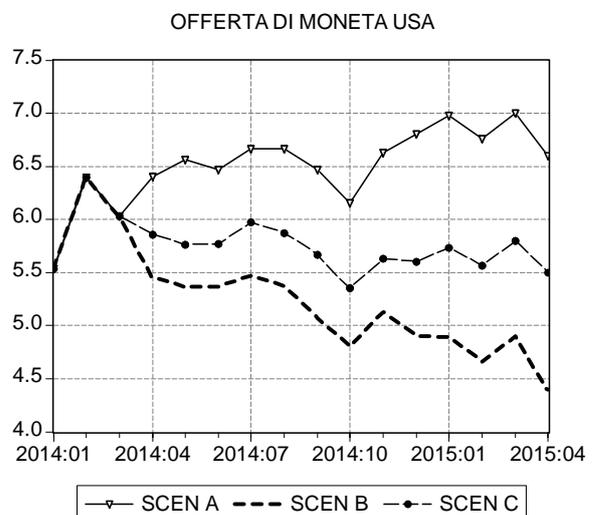
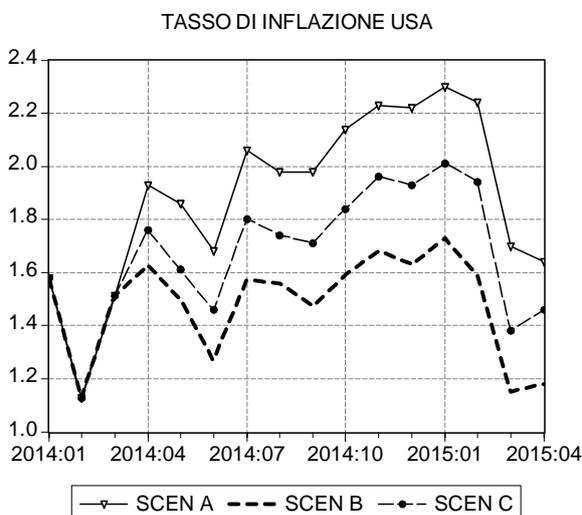
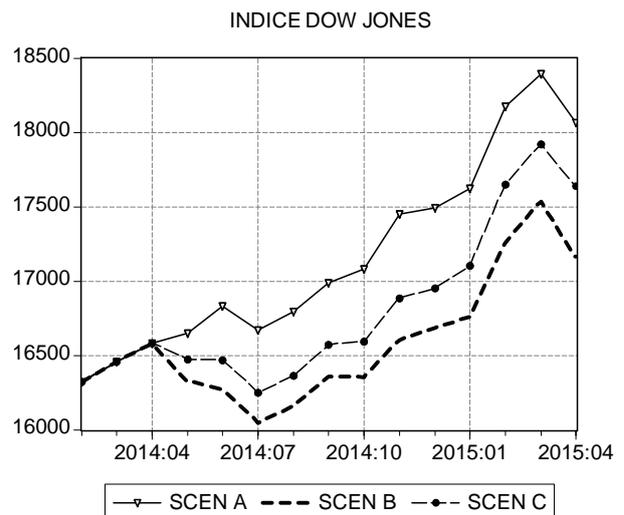
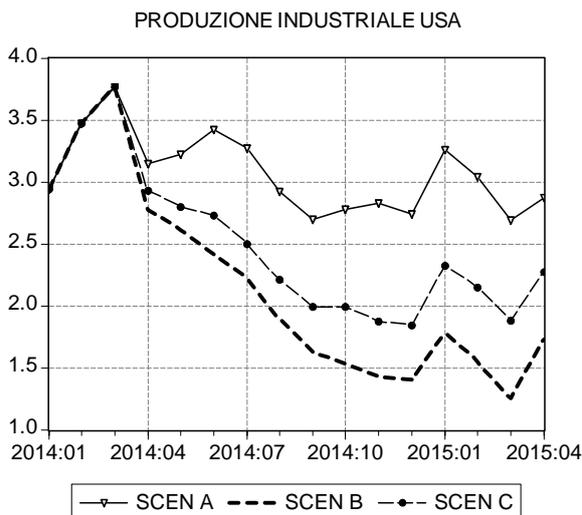
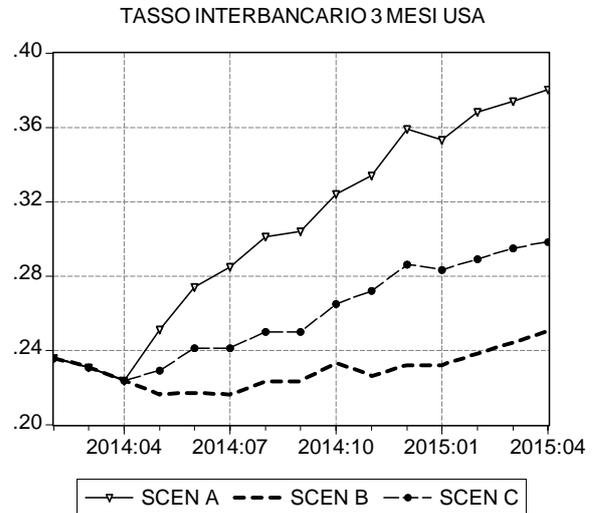
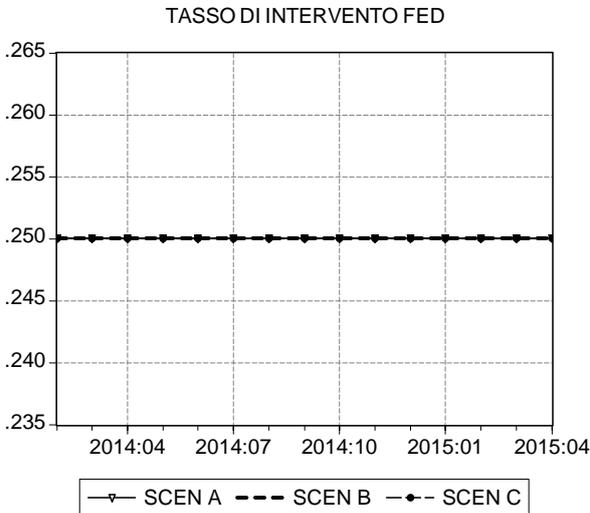
Sulla base delle considerazioni precedenti, sono stati definiti i seguenti tre scenari:

A (10%)	B (20%)	C (70%)
<p>Usa: La <i>Fed</i> adotta un <i>tapering</i> più incisivo e anticipa il <i>timing</i> dell'inversione della politica monetaria da fine 2014, a seguito di un duraturo miglioramento del mercato del lavoro e di una crescita brillante dell'economia, attorno al 3%. I rendimenti dei titoli a medio-lungo termine sono in rialzo e si attende, grazie al ciclo economico positivo, un incremento dell'inflazione. Tale incremento è alimentato ulteriormente dalle turbolenze nei paesi emergenti e dalla crisi politica in Ucraina, che comportano un aumento dei prezzi delle materie prime.</p> <p>Area Euro: la BCE continua, attraverso le proprie dichiarazioni, a dare enfasi alla politica monetaria particolarmente espansiva. Diminuiscono le preoccupazioni legate all'inflazione grazie all'aumento dei prezzi delle materie prime. La minor liquidità in circolazione, come effetto del <i>tapering</i> più incisivo in USA, e la maggior crescita statunitense contribuiscono a rallentare il deprezzamento del dollaro, con un tasso di cambio EUR/USD che si porta sotto l'1,36. Per gli stessi motivi, i rendimenti del decennale italiano si portano tra il 3,3% e 3,7% e lo <i>spread</i> BTP-Bund tra i 170 e i 190 punti base. Nonostante l'aumento dei prezzi delle materie prime, l'inflazione si mantiene al di sotto dell'obiettivo del 2%, poiché la crescita nei paesi periferici è ancora debole. I Governi dei paesi periferici continuano con le riforme per la riduzione della spesa pubblica. In Italia il governo, grazie a una maggior stabilità, inizia a varare misure a favore della crescita.</p>	<p>Usa: La crescita è superiore al 2,5% e l'inflazione rimane sotto controllo. La <i>Fed</i> prosegue con l'allentamento del <i>QE</i> con un <i>tapering</i> di 10 miliardi di dollari a riunione fino alla fine dell'anno. Un eventuale rialzo dei tassi è previsto non prima di marzo 2015.</p> <p>Area Euro: la BCE continua, attraverso le proprie dichiarazioni, a dare enfasi alla politica monetaria particolarmente espansiva, per sostenere la crescita, debole, dei paesi periferici. Alle elezioni europee di maggio si affermano forti sentimenti antieuropeisti, che riportano prepotentemente in primo piano il rischio Europa. Si interrompe il flusso di capitali dai paesi emergenti verso l'Area Euro, che finora ha contenuto <i>spread</i> e rendimenti nei paesi periferici. Lo <i>spread</i> BTP-Bund si porta a 500 punti base e il tasso di cambio ben sotto all'1,30.</p>	<p>Usa: La crescita è superiore al 2,5% e l'inflazione rimane sotto controllo. La <i>Fed</i> prosegue con l'allentamento del <i>QE</i> con un <i>tapering</i> di 10 miliardi di dollari a riunione fino alla fine dell'anno. Un eventuale rialzo dei tassi è previsto non prima di marzo 2015.</p> <p>Area Euro: Il rischio di deflazione rimane elevato e non si registra alcun effetto positivo per l'aumento delle materie prime esportate dai paesi emergenti. La BCE continua a dare enfasi alla politica monetaria espansiva e interviene con misure non convenzionali, tra le quali la più probabile è la riduzione del tasso marginale sui depositi presso la BCE a -0,25%. Non si esclude tuttavia la possibilità di un <i>QE</i>, dopo l'apertura di Weidmann. Meno probabile, ma non escluso, un nuovo LTRO. La liquidità in circolazione è molto elevata per effetto delle politiche monetarie espansive congiunte delle principali banche centrali. Vi è un aumento della fiducia dei mercati e un proseguimento dell'afflusso di capitali dai paesi emergenti verso l'Area Euro, che da un lato sostiene il cambio EUR/USD, previsto tra l'1,36 e 1,38 e, dall'altro, contiene i rendimenti dei titoli decennali. Lo <i>spread</i> tra i BTP a 10 anni e il <i>Bund</i> si porta sotto i 170 punti base e il rendimento tra il 3% e il 3,5%. L'inflazione si mantiene al di sotto dell'obiettivo del 2%. I Governi dei paesi periferici continuano con le riforme per la riduzione della spesa pubblica. In Italia il governo, grazie a una maggior stabilità, inizia a varare misure a favore della crescita.</p>

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

TASSI INTERBANCARI

In aprile i tassi del mercato interbancario europeo sono nuovamente aumentati rispetto al mese precedente, anche se le variazioni sono ancora minimali: il tasso a 1 mese si è portato allo 0,22% da 0,21%, il 3 mesi a 0,30% da 0,27% e il 6 mesi a 0,39% da 0,37%. Nel periodo predittivo e nello scenario più probabile (C) i tassi dovrebbero mantenersi sui livelli attuali o solo lievemente superiori: ad aprile 2015 i tassi a 1, 3, 6 mesi potrebbero raggiungere quota 0,26%, 0,32% e 0,40% rispettivamente. Nello scenario A si attende una crescita un po' più marcata: +0,28% (1 mese) +0,36% (3 mesi) e +0,43% (6 mesi). Nello scenario B, il meno favorevole, i tassi interbancari potrebbero portarsi su livelli inferiori rispetto agli attuali alla fine dell'orizzonte di previsione (+0,15% per il tasso a un mese, +0,22% il 3 mesi e +0,30% il 6 mesi).

STRUTTURA A TERMINE

In aprile i rendimenti dei BTP a tutte le scadenze sono diminuiti ulteriormente, grazie al rafforzarsi dell'afflusso di capitali, oltre che dai paesi emergenti, soprattutto dalla Russia, come conseguenza dell'aggravarsi della situazione in Ucraina. Il 3 anni si è portato a +1,16% da +1,20% di marzo, il 5 anni a +1,81% da +1,95%, il 7 anni a +2,50% da +2,70% e, infine, il 10 anni a +3,26% da +3,49%. Se negli Stati Uniti la crescita, nel 2014, fosse superiore al 2,5% a/a (scenario C) i rendimenti ad aprile 2015 potrebbero essere lievemente superiori agli attuali (+1,44% il 3 anni, +2,17% il 5 anni, +2,79% il 7 anni e +3,34% il 10 anni). Qualora la crescita negli USA fosse più marcata, attorno al 3% a/a (scenario A) si attende una struttura a termine su livelli superiori. I rendimenti potrebbero attestarsi a +1,84%, +2,51%, +3,11%, +3,61% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni al termine dell'orizzonte predittivo. Nello scenario meno favorevole per l'Europa (B), l'affermarsi di sentimenti antieuropeisti potrebbe portare il decennale a +5,93% a marzo 2015, il 7 anni a +5,75%, il quinquennale a +5,45% e il triennale a +5,08%.

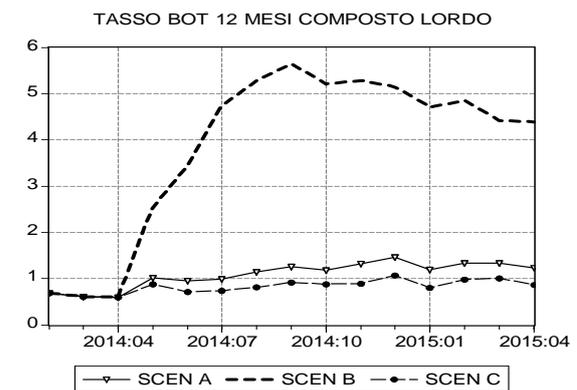
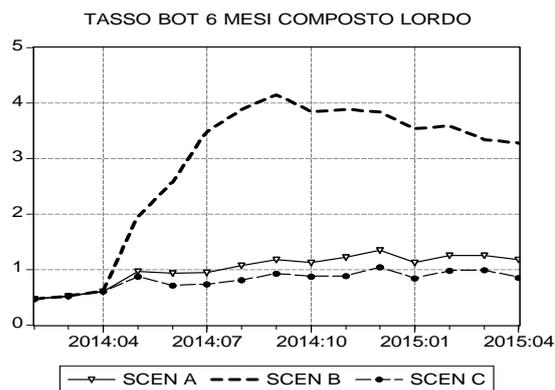
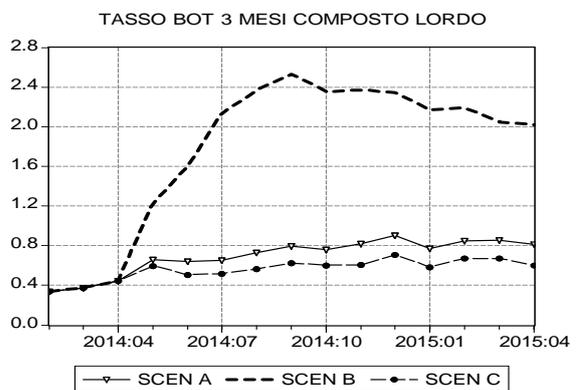
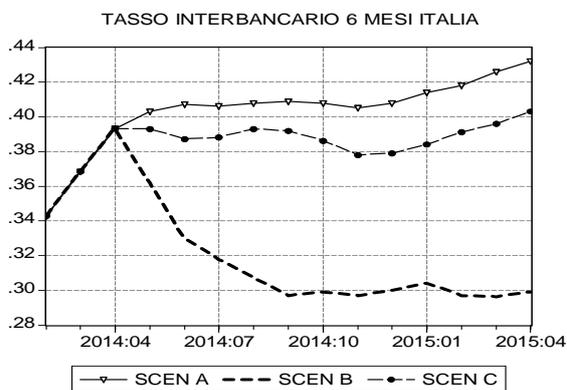
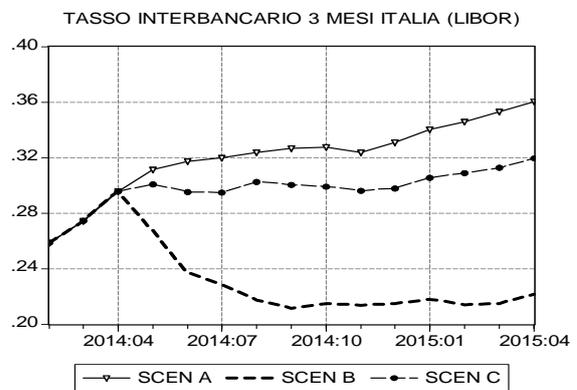
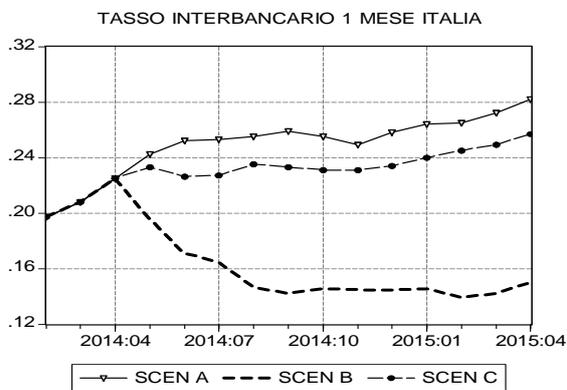
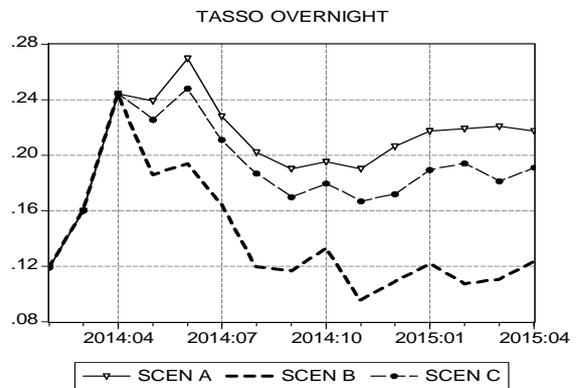
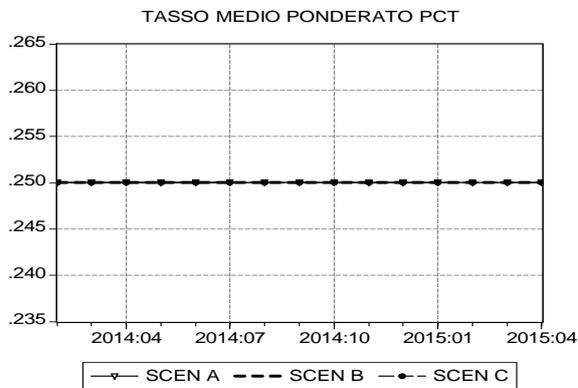
TASSI BANCARI

Prosegue anche in febbraio la lieve diminuzione del tasso medio sui depositi, portatosi a +0,94% da +0,95% di gennaio. Dopo la ripresa osservata in gennaio (+3,9%) il tasso sugli impieghi in febbraio è sceso lievemente, portandosi a quota +3,88%. Nei prossimi mesi si prevedono tassi in lieve aumento negli scenari C e A: +0,99 per i depositi e +3,97 per gli impieghi in C, +1,03% e +3,99% rispettivamente in A. Nello scenario più pessimista (B) i due tassi potrebbero portarsi rispettivamente a quota +1,10% e +4,17 alla fine dell'orizzonte di previsione.

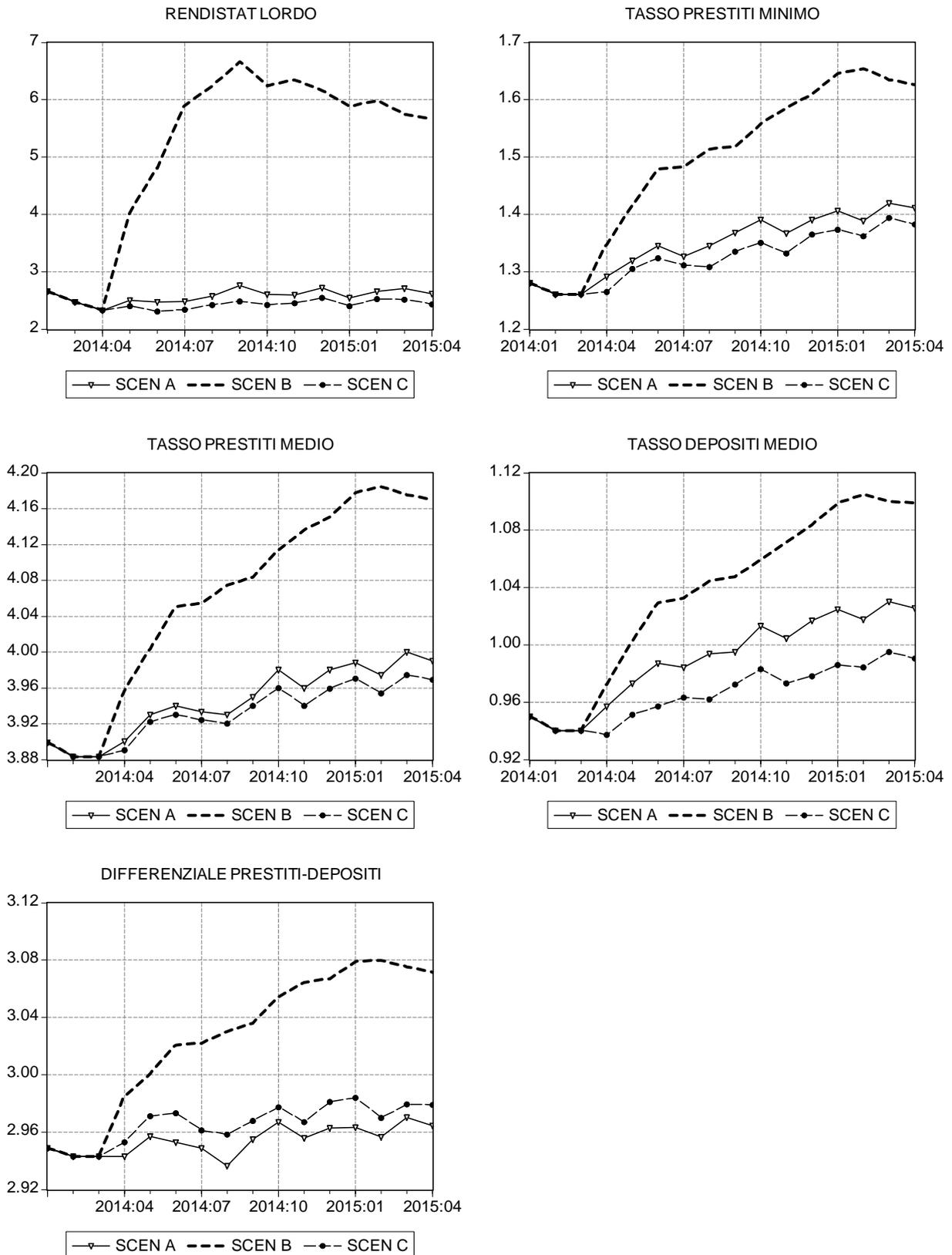
VOLUMI BANCARI

In febbraio la raccolta è diminuita (-0,69%) dopo la ripresa di gennaio (+0,59% a/a). In base ai risultati delle simulazioni, nello scenario più probabile (C) la raccolta potrebbe esibire un andamento per lo più positivo a partire da luglio, attestandosi a +1,0% a/a ad aprile 2015. Per quel che riguarda i prestiti, in febbraio si è registrata ancora una forte contrazione (-2,09% a/a) più marcata rispetto al mese precedente (-1,39% a/a). Nel corso del 2014 la dinamica sarà ancora negativa, ma in miglioramento. Nello scenario C, le prime variazioni non negative sono viste già in autunno del 2014 (+0,80% a/a ad aprile 2015). Nello scenario A il tasso di variazione tendenziale dei depositi potrebbe essere +1,9% a/a al termine del periodo di previsione, mentre la variazione tendenziale del volume dei prestiti nello stesso periodo potrebbe essere +2,4% a/a. Nello scenario meno favorevole (B) ad aprile 2015 la variazione annua dei depositi potrebbe essere pari a -3,00% mentre quella degli impieghi a -1,20%.

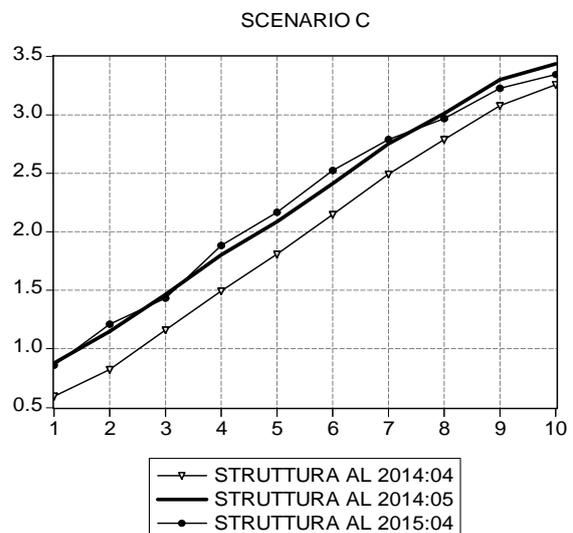
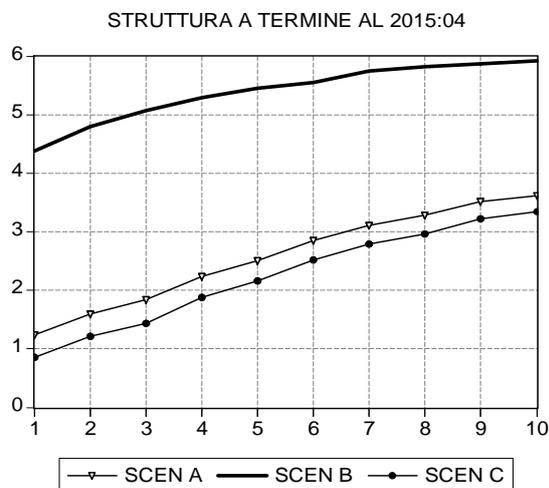
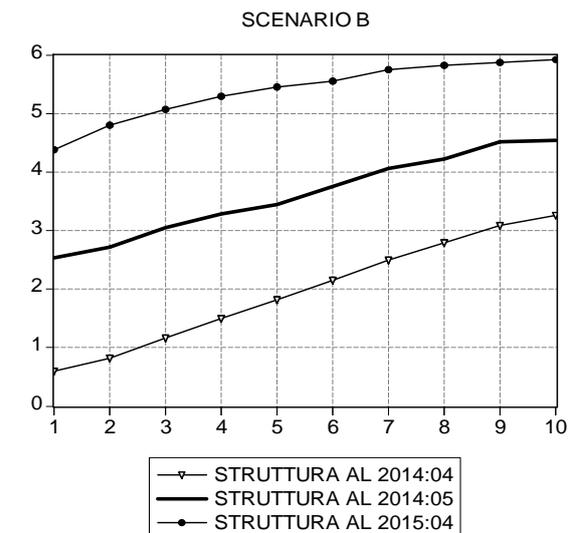
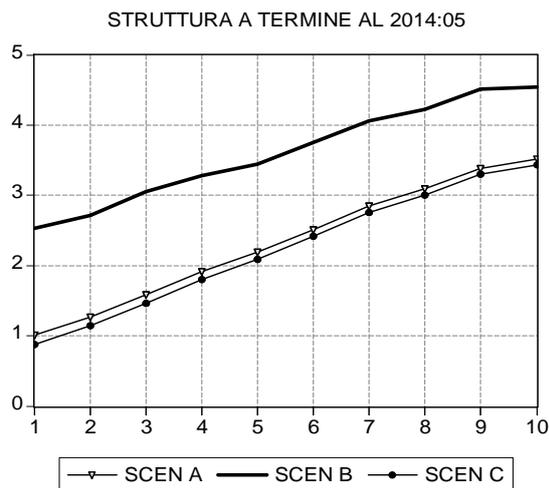
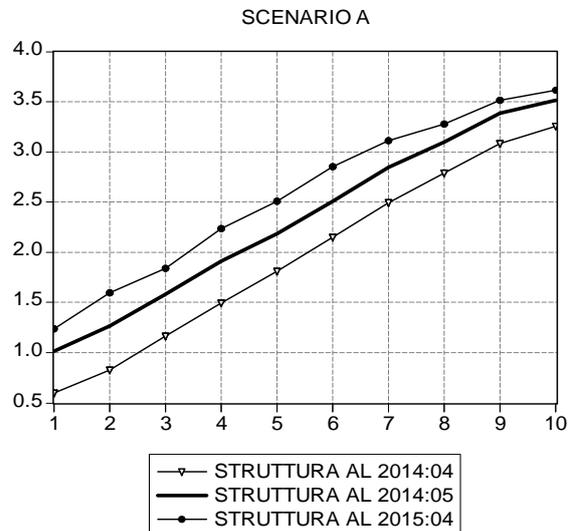
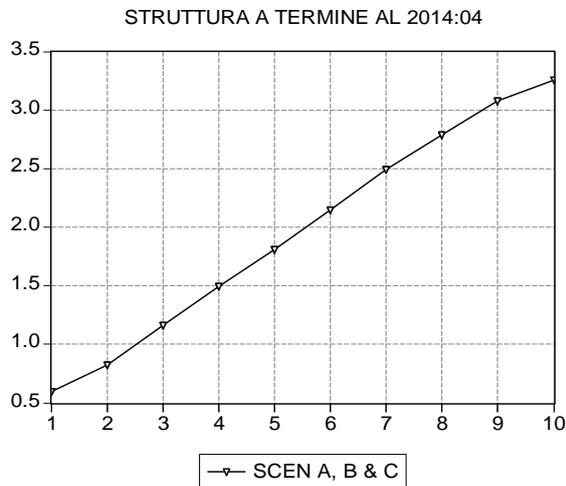
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



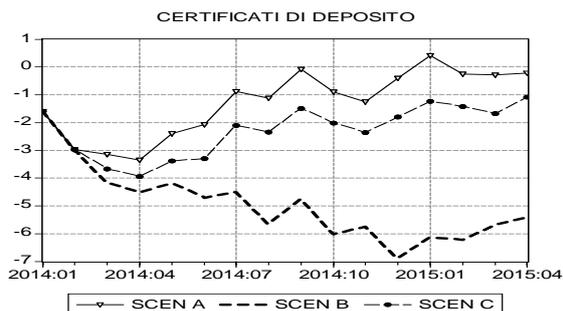
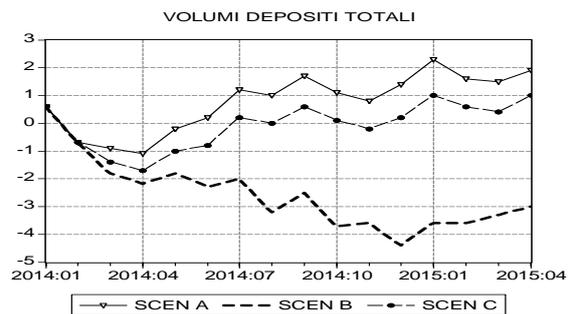
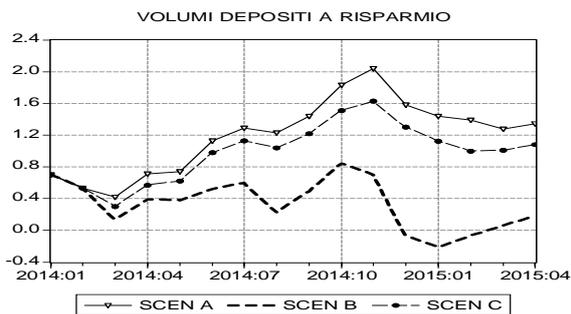
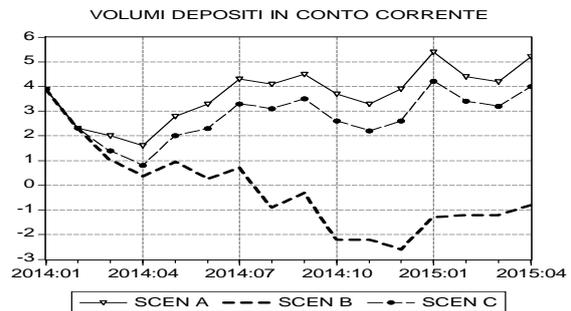
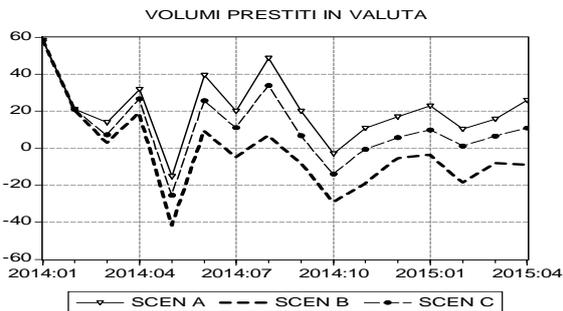
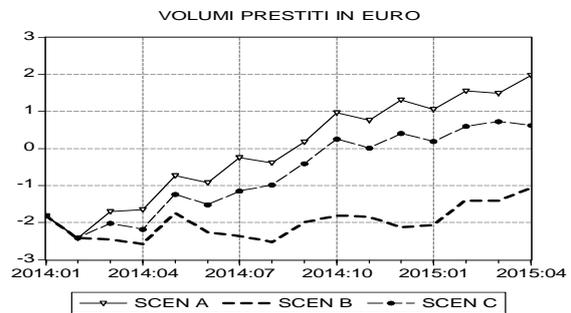
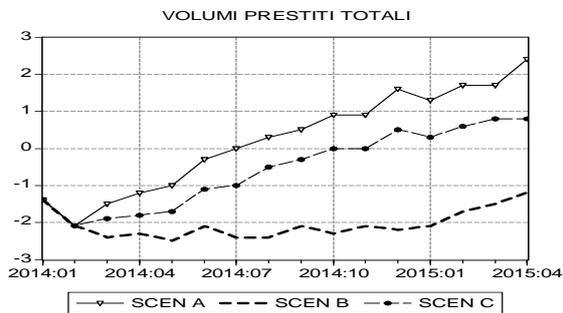
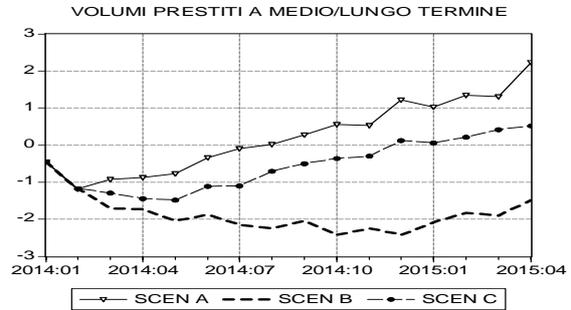
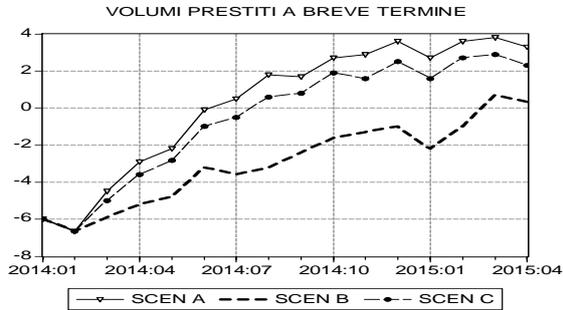
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



SCENARIO A	13 10	13 11	13 12	14 1	14 2	14 3	14 4	14 5	14 6	14 7	14 8	14 9	14 10	14 11	14 12	15 1	15 2	15 3	15 4
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Indice COMIT	1047	1045	1041	1056	1115	1181	1187	1210	1238	1224	1242	1253	1249	1274	1248	1276	1296	1316	1312
Produzione Industriale	-0.8	0.5	-0.9	0.2	0.1	1.4	1.6	1.4	1.2	1.4	1.8	1.8	1.5	1.4	2.0	1.2	2.0	1.5	1.6
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.4	0.3	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.9	1.8
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
T. Overnight media d/1	0.06	0.07	0.10	0.14	0.12	0.16	0.24	0.24	0.27	0.23	0.20	0.19	0.20	0.19	0.21	0.22	0.22	0.22	0.22
T. Interb. 1m lett.	0.09	0.10	0.19	0.20	0.20	0.21	0.22	0.24	0.25	0.25	0.26	0.26	0.26	0.25	0.26	0.26	0.27	0.27	0.28
T. Interb. 3m lett.	0.17	0.18	0.25	0.27	0.26	0.27	0.30	0.31	0.32	0.32	0.32	0.33	0.33	0.32	0.33	0.34	0.35	0.35	0.36
T. Interb. 6m lett.	0.27	0.26	0.33	0.36	0.34	0.37	0.39	0.40	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.42	0.43	0.43
T. Depositi medio	0.99	0.99	0.97	0.95	0.94	0.94	0.96	0.97	0.99	0.98	0.99	1.00	1.01	1.00	1.02	1.02	1.02	1.03	1.03
T. Prestiti medio	3.82	3.80	3.81	3.90	3.88	3.88	3.90	3.93	3.94	3.93	3.93	3.95	3.98	3.96	3.98	3.99	3.97	4.00	3.99
T.prest. medio - T.dep. medio	2.83	2.81	2.84	2.95	2.94	2.94	2.94	2.96	2.95	2.95	2.94	2.96	2.97	2.96	2.96	2.96	2.96	2.97	2.96
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.41	0.37	0.57	0.42	0.34	0.37	0.44	0.66	0.64	0.65	0.73	0.79	0.76	0.82	0.90	0.77	0.85	0.85	0.81
T. BOT comp. lordo 6m	0.64	0.55	0.84	0.60	0.46	0.51	0.60	0.96	0.93	0.94	1.07	1.17	1.12	1.22	1.35	1.12	1.25	1.26	1.18
T. BOT comp. lordo 12m	1.01	0.70	0.72	0.75	0.69	0.60	0.60	1.01	0.96	0.98	1.14	1.26	1.19	1.32	1.46	1.19	1.34	1.34	1.23
Rendistat lordo	3.26	3.02	3.05	2.83	2.66	2.47	2.32	2.50	2.47	2.48	2.58	2.76	2.60	2.60	2.72	2.55	2.66	2.70	2.62
Rendistat netto	2.85	2.65	2.66	2.48	2.32	2.16	2.03	2.19	2.16	2.17	2.26	2.41	2.28	2.27	2.38	2.23	2.32	2.37	2.29
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	2.08	1.78	1.91	1.59	1.43	1.20	1.16	1.58	1.53	1.57	1.71	1.83	1.77	1.89	2.05	1.78	1.93	1.92	1.84
Rend. BTP a 5 anni	2.95	2.69	2.83	2.40	2.18	1.95	1.81	2.19	2.17	2.20	2.35	2.46	2.42	2.53	2.68	2.44	2.58	2.58	2.51
Rend. BTP a 7 anni	3.48	3.36	3.44	3.11	2.87	2.70	2.50	2.85	2.83	2.85	2.98	3.09	3.05	3.15	3.28	3.06	3.19	3.19	3.11
Rend. BTP a 10 anni	4.33	4.27	4.36	3.99	3.68	3.49	3.26	3.52	3.47	3.47	3.55	3.63	3.58	3.66	3.75	3.58	3.70	3.70	3.61
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2300.109	2294.510	2288.306	2309.167	2310.582	2314.081	2318.544	2313.370	2311.269	2301.917	2306.57	2317.80	2320.81	2315.16	2324.92	2339.19	2349.86	2353.42	2374.19
Prestiti in euro	2259.645	2262.494	2246.227	2282.562	2271.329	2279.658	2276.860	2276.267	2261.523	2267.918	2258.412	2272.04	2281.564	2279.69	2275.65	2306.53	2306.53	2313.63	2321.71
Prestiti in valuta	40.464	32.016	42.079	26.605	39.253	34.423	41.684	37.102	49.746	33.999	48.159	45.765	39.246	35.472	49.266	32.657	43.327	39.795	52.474
Prestiti a breve	364.700	358.331	362.705	370.404	364.630	363.581	370.699	371.207	373.598	380.375	372.167	376.442	374.547	368.723	375.762	380.405	377.757	377.397	382.932
Prestiti a m/1	1935.409	1936.179	1925.601	1938.763	1945.952	1950.500	1947.845	1942.163	1937.671	1921.542	1934.404	1941.360	1946.263	1946.438	1949.157	1958.781	1972.105	1976.024	1991.257
Depositi totali	2107.606	2117.941	2098.127	2092.194	2108.577	2128.533	2130.687	2137.777	2148.742	2134.524	2148.480	2157.863	2130.790	2134.885	2127.501	2140.314	2142.314	2160.461	2171.170
Depositi in c/c	738.927	741.739	741.728	731.396	734.237	742.682	745.026	746.323	751.419	752.395	758.739	758.511	766.267	766.216	770.655	770.891	766.543	773.875	783.767
Depositi a risparmio	296.900	297.257	299.520	300.556	300.674	301.416	301.771	301.569	301.864	301.806	302.144	302.475	302.333	303.321	304.252	304.870	304.848	305.265	305.815
Certif. deposito	1071.779	1078.945	1056.879	1060.242	1073.666	1084.435	1083.890	1089.885	1095.459	1080.323	1087.597	1096.878	1062.189	1065.347	1052.593	1064.553	1070.923	1081.321	1081.588
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	-2.93	-3.73	-2.68	-1.39	-2.09	-1.50	-1.20	-1.00	-0.30	0.00	0.30	0.50	0.90	0.90	1.60	1.30	1.70	1.70	2.40
Prestiti in euro	-2.91	-3.60	-2.93	-1.82	-2.41	-1.70	-1.65	-0.73	-0.92	-0.25	-0.39	0.17	0.97	0.76	1.31	1.05	1.55	1.49	1.97
Prestiti in valuta	-4.29	-12.26	12.64	58.42	21.14	13.84	31.72	-15.16	39.34	20.07	48.56	20.15	-3.01	10.79	17.08	22.75	10.38	15.61	25.89
Prestiti a breve	-5.64	-8.92	-6.85	-6.00	-6.66	-4.50	-2.90	-2.20	-0.10	0.50	1.80	1.70	2.70	2.90	3.60	2.70	3.60	3.80	3.30
Prestiti a m/1	-2.40	-2.70	-1.86	-0.46	-1.19	-0.92	-0.87	-0.77	-0.34	-0.10	0.02	0.27	0.56	0.53	1.22	1.03	1.34	1.31	2.23
Depositi totali	0.76	1.26	-0.02	0.59	-0.69	-0.90	-1.10	-0.20	0.20	1.20	1.00	1.70	1.10	0.80	1.40	2.30	1.60	1.50	1.90
Depositi in c/c	6.68	8.01	2.68	3.88	2.31	2.00	1.60	2.80	3.30	4.30	4.10	4.50	3.70	3.30	3.90	5.40	4.40	4.20	5.20
Depositi a risparmio	2.00	1.58	0.92	0.70	0.53	0.42	0.71	0.74	1.13	1.29	1.23	1.44	1.83	2.04	1.58	1.44	1.39	1.28	1.34
Certif. deposito	-3.26	-2.98	-2.09	-1.60	-2.97	-3.14	-3.35	-2.40	-2.06	-0.88	-1.12	-0.08	-0.89	-1.26	-0.41	0.41	-0.26	-0.29	-0.21

(*) Il rendimento dei BOT a 3 mesi, in assenza d'asta, è stimato. I dati storici sono in grigio scuro, gli stimati in grigio chiaro. I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 30/04/2014.

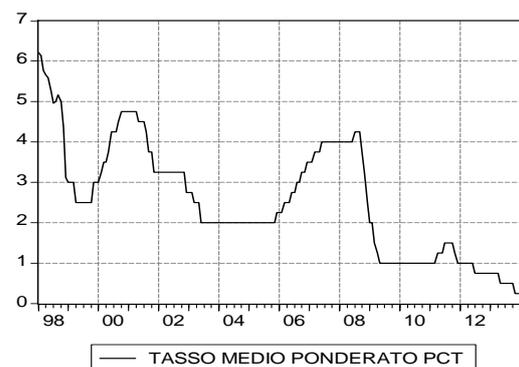
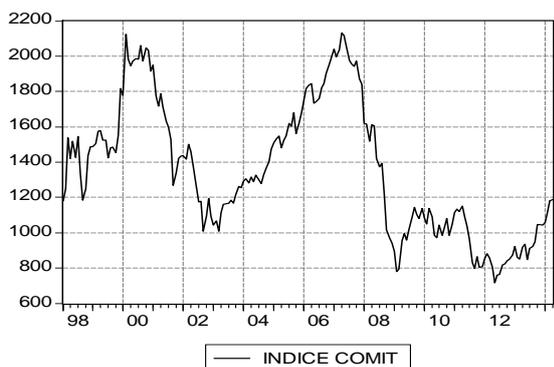
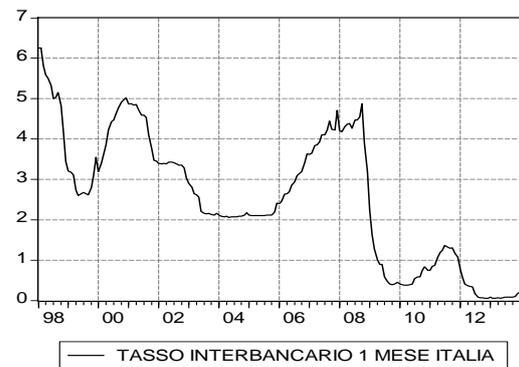
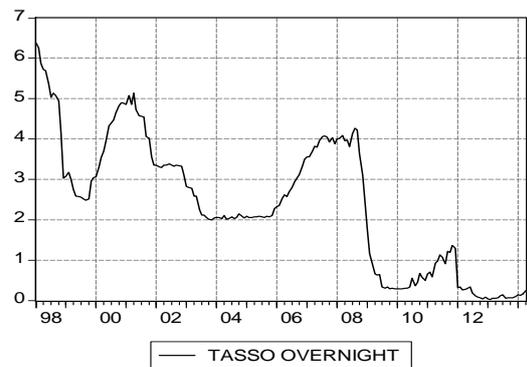
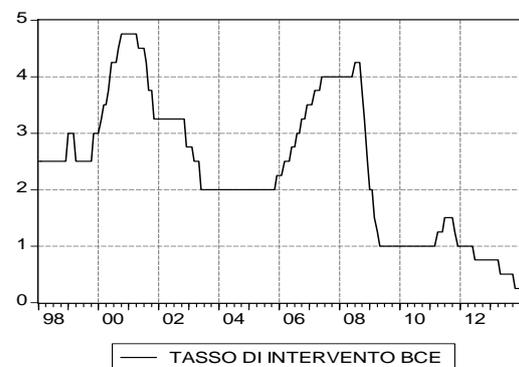
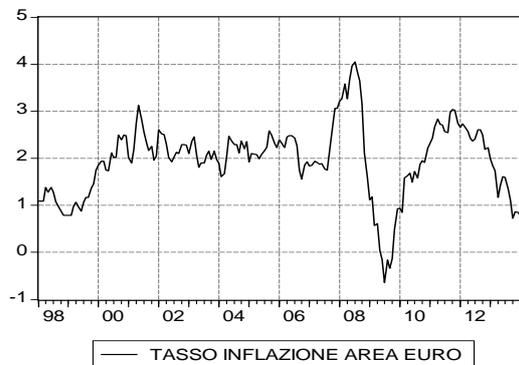
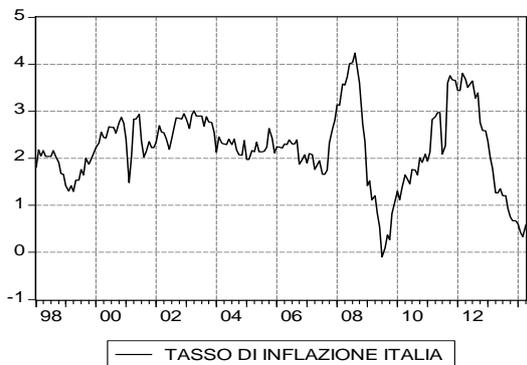
SCENARIO B	13 10	13 11	13 12	14 1	14 2	14 3	14 4	14 5	14 6	14 7	14 8	14 9	14 10	14 11	14 12	15 1	15 2	15 3	15 4
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Indice COMIT	1047	1045	1041	1056	1115	1181	1187	1096	1008	965	915	872	856	801	773	757	769	749	765
Produzione Industriale	-0.8	0.5	-0.9	0.2	0.1	0.8	0.7	0.4	-0.4	-1.5	-2.3	-3.1	-4.4	-4.8	-5.2	-6.5	-6.1	-6.7	-6.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.4	0.3	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
T. Overnight media d/1	0.06	0.07	0.10	0.14	0.12	0.16	0.24	0.19	0.19	0.16	0.12	0.12	0.13	0.10	0.11	0.12	0.11	0.11	0.12
T. Interb. 1m lett.	0.09	0.10	0.19	0.20	0.20	0.21	0.22	0.20	0.17	0.16	0.15	0.14	0.15	0.14	0.14	0.15	0.14	0.14	0.15
T. Interb. 3m lett.	0.17	0.18	0.25	0.27	0.26	0.27	0.30	0.27	0.24	0.23	0.22	0.21	0.21	0.21	0.21	0.22	0.21	0.21	0.22
T. Interb. 6m lett.	0.27	0.26	0.33	0.36	0.34	0.37	0.39	0.36	0.33	0.32	0.31	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
T. Depositi medio	0.99	0.99	0.97	0.95	0.94	0.94	0.97	1.00	1.03	1.03	1.04	1.05	1.06	1.07	1.08	1.10	1.10	1.10	1.10
T. Prestiti medio	3.82	3.80	3.81	3.90	3.88	3.88	3.96	4.00	4.05	4.05	4.07	4.08	4.11	4.14	4.15	4.18	4.18	4.18	4.17
T.prest.medio - T.dep.medio	2.83	2.81	2.84	2.95	2.94	2.94	2.98	3.00	3.02	3.02	3.03	3.04	3.05	3.06	3.07	3.08	3.08	3.08	3.07
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.41	0.37	0.57	0.42	0.34	0.37	0.44	1.22	1.59	2.13	2.37	2.53	2.35	2.37	2.34	2.16	2.19	2.05	2.01
T. BOT comp. lordo 6m	0.64	0.55	0.84	0.60	0.46	0.51	0.60	1.94	2.57	3.47	3.88	4.14	3.84	3.87	3.82	3.53	3.58	3.34	3.28
T. BOT comp. lordo 12m	1.01	0.70	0.72	0.75	0.69	0.60	0.60	2.53	3.43	4.73	5.28	5.64	5.20	5.28	5.13	4.70	4.84	4.41	4.39
Rendistat lordo	3.26	3.02	3.05	2.83	2.66	2.47	2.32	4.03	4.81	5.90	6.24	6.66	6.24	6.34	6.16	5.88	5.99	5.75	5.65
Rendistat netto	2.85	2.65	2.66	2.48	2.32	2.16	2.03	3.53	4.21	5.17	5.46	5.83	5.46	5.55	5.39	5.14	5.24	5.03	4.94
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	2.08	1.78	1.91	1.59	1.43	1.20	1.16	3.05	4.01	5.32	5.92	6.30	5.88	5.93	5.81	5.39	5.52	5.14	5.08
Rend. BTP a 5 anni	2.95	2.69	2.83	2.40	2.18	1.95	1.81	3.44	4.35	5.48	6.02	6.42	6.07	6.11	6.05	5.68	5.82	5.50	5.45
Rend. BTP a 7 anni	3.48	3.36	3.44	3.11	2.87	2.70	2.50	4.06	4.86	5.91	6.37	6.71	6.36	6.41	6.33	5.98	6.10	5.79	5.75
Rend. BTP a 10 anni	4.33	4.27	4.36	3.99	3.68	3.49	3.26	4.54	5.16	6.01	6.41	6.68	6.41	6.47	6.40	6.12	6.20	5.96	5.93
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2300.109	2294.510	2288.306	2309.167	2310.582	2292.937	2292.730	2278.319	2269.541	2246.671	2244.48	2257.84	2247.21	2246.33	2237.96	2260.67	2271.30	2258.54	2265.22
Prestiti in euro	2259.645	2262.494	2246.227	2282.562	2271.329	2261.801	2255.098	2252.879	2230.481	2219.717	2209.893	2222.82	2218.520	2220.41	2198.16	2235.08	2239.30	2229.91	2230.97
Prestiti in valuta	40.464	32.016	42.079	26.605	39.253	31.136	37.631	25.440	39.060	26.954	34.587	35.022	28.687	25.914	39.806	25.590	31.999	28.633	34.248
Prestiti a breve	364.700	358.331	362.705	370.404	364.630	358.251	361.918	361.338	362.005	364.858	353.887	361.265	358.865	353.673	359.078	362.255	360.984	360.759	363.004
Prestiti a m/1	1935.409	1936.179	1925.601	1938.763	1945.952	1934.686	1930.812	1916.980	1907.536	1881.813	1890.593	1896.573	1888.342	1892.653	1878.885	1898.419	1910.318	1897.785	1902.213
Depositi totali	2107.606	2117.941	2098.127	2092.194	2108.577	2109.202	2107.434	2103.504	2095.131	2067.029	2059.137	2068.748	2029.370	2041.695	2005.809	2016.875	2032.668	2039.599	2044.211
Depositi in c/c	738.927	741.739	741.728	731.396	734.237	735.673	735.917	732.922	729.252	726.426	722.296	723.670	722.671	725.421	722.443	721.888	725.426	726.844	730.030
Depositi a risparmio	296.900	297.257	299.520	300.556	300.674	300.575	300.813	300.492	300.043	299.750	299.159	299.642	299.394	299.338	299.310	299.925	300.464	300.756	301.354
Certif. deposito	1071.779	1078.945	1056.879	1060.242	1073.666	1072.955	1070.704	1070.090	1065.835	1040.853	1037.682	1045.436	1007.305	1016.937	984.056	995.062	1006.779	1011.999	1012.827
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	-2.93	-3.73	-2.68	-1.39	-2.09	-2.40	-2.30	-2.50	-2.10	-2.40	-2.40	-2.10	-2.30	-2.10	-2.20	-2.10	-1.70	-1.50	-1.20
Prestiti in euro	-2.91	-3.60	-2.93	-1.82	-2.41	-2.47	-2.59	-1.75	-2.28	-2.37	-2.53	-2.00	-1.82	-1.86	-2.14	-2.08	-1.41	-1.41	-1.07
Prestiti in valuta	-4.29	-12.26	12.64	58.42	21.14	2.97	18.92	-41.83	9.41	-4.81	6.69	-8.05	-29.10	-19.06	-5.40	-3.82	-18.48	-8.04	-8.99
Prestiti a breve	-5.64	-8.92	-6.85	-6.00	-6.66	-5.90	-5.20	-4.80	-3.20	-3.60	-3.20	-2.40	-1.60	-1.30	-1.00	-2.20	-1.00	0.70	0.30
Prestiti a m/1	-2.40	-2.70	-1.86	-0.46	-1.19	-1.72	-1.74	-2.05	-1.89	-2.16	-2.25	-2.04	-2.43	-2.25	-2.43	-2.08	-1.83	-1.91	-1.48
Depositi totali	0.76	1.26	-0.02	0.59	-0.69	-1.80	-2.18	-1.80	-2.30	-2.00	-3.20	-2.50	-3.71	-3.60	-4.40	-3.60	-3.60	-3.30	-3.00
Depositi in c/c	6.68	8.01	2.68	3.88	2.31	1.04	0.36	0.95	0.25	0.70	-0.90	-0.30	-2.20	-2.20	-2.60	-1.30	-1.20	-1.20	-0.80
Depositi a risparmio	2.00	1.58	0.92	0.70	0.53	0.14	0.39	0.38	0.52	0.60	0.23	0.49	0.84	0.70	-0.07	-0.21	-0.07	0.06	0.18
Certif. deposito	-3.26	-2.98	-2.09	-1.60	-2.97	-4.17	-4.52	-4.17	-4.71	-4.50	-5.65	-4.77	-6.02	-5.75	-6.89	-6.15	-6.23	-5.68	-5.41

(*) Il rendimento dei BOT a 3 mesi, in assenza d'asta, è stimato. I dati storici sono in grigio scuro, gli stimati in grigio chiaro. I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 30/04/2014.

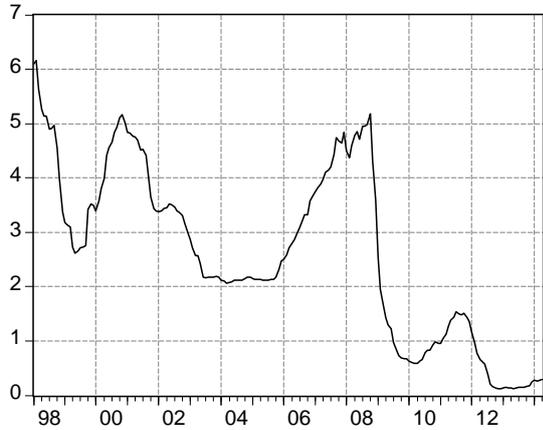
SCENARIO C	13 10	13 11	13 12	14 1	14 2	14 3	14 4	14 5	14 6	14 7	14 8	14 9	14 10	14 11	14 12	15 1	15 2	15 3	15 4
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Indice COMIT	1047	1045	1041	1056	1115	1181	1187	1175	1191	1176	1197	1205	1181	1212	1193	1225	1233	1261	1255
Produzione Industriale	-0.8	0.5	-0.9	0.2	0.1	1.2	1.3	1.0	0.7	0.8	1.2	1.1	0.9	0.8	1.2	0.4	1.3	1.0	1.2
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.4	0.3	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4	1.7	1.6
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
T. Overnight media d/1	0.06	0.07	0.10	0.14	0.12	0.16	0.24	0.23	0.25	0.21	0.19	0.17	0.18	0.17	0.17	0.19	0.19	0.18	0.19
T. Interb. 1m lett.	0.09	0.10	0.19	0.20	0.20	0.21	0.22	0.23	0.23	0.23	0.24	0.23	0.23	0.23	0.23	0.24	0.25	0.25	0.26
T. Interb. 3m lett.	0.17	0.18	0.25	0.27	0.26	0.27	0.30	0.30	0.30	0.29	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.31	0.31	0.31	0.32
T. Interb. 6m lett.	0.27	0.26	0.33	0.36	0.34	0.37	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.38	0.38	0.38	0.39	0.40	0.40
T. Depositi medio	0.99	0.99	0.97	0.95	0.94	0.94	0.94	0.95	0.96	0.96	0.96	0.97	0.98	0.97	0.98	0.99	0.98	0.99	0.99
T. Prestiti medio	3.82	3.80	3.81	3.90	3.88	3.88	3.89	3.92	3.93	3.92	3.92	3.94	3.96	3.94	3.96	3.97	3.95	3.97	3.97
T.prest.medio - T.dep.medio	2.83	2.81	2.84	2.95	2.94	2.94	2.95	2.97	2.97	2.96	2.96	2.97	2.98	2.97	2.98	2.98	2.97	2.98	2.98
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.41	0.37	0.57	0.42	0.34	0.37	0.44	0.60	0.50	0.52	0.56	0.63	0.60	0.60	0.70	0.58	0.67	0.67	0.60
T. BOT comp. lordo 6m	0.64	0.55	0.84	0.60	0.46	0.51	0.60	0.87	0.71	0.73	0.80	0.92	0.87	0.88	1.04	0.84	0.98	0.98	0.85
T. BOT comp. lordo 12m	1.01	0.70	0.72	0.75	0.69	0.60	0.60	0.88	0.70	0.73	0.82	0.92	0.87	0.89	1.07	0.80	0.98	1.01	0.86
Rendistat lordo	3.26	3.02	3.05	2.83	2.66	2.47	2.32	2.40	2.30	2.34	2.41	2.48	2.42	2.45	2.54	2.40	2.52	2.52	2.43
Rendistat netto	2.85	2.65	2.66	2.48	2.32	2.16	2.03	2.10	2.01	2.04	2.11	2.17	2.11	2.14	2.22	2.10	2.21	2.20	2.12
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	2.08	1.78	1.91	1.59	1.43	1.20	1.16	1.46	1.28	1.31	1.38	1.52	1.46	1.47	1.68	1.43	1.58	1.58	1.44
Rend. BTP a 5 anni	2.95	2.69	2.83	2.40	2.18	1.95	1.81	2.09	1.95	1.99	2.07	2.20	2.16	2.18	2.36	2.14	2.29	2.29	2.17
Rend. BTP a 7 anni	3.48	3.36	3.44	3.11	2.87	2.70	2.50	2.75	2.62	2.66	2.73	2.85	2.80	2.82	2.98	2.77	2.91	2.91	2.79
Rend. BTP a 10 anni	4.33	4.27	4.36	3.99	3.68	3.49	3.26	3.44	3.30	3.30	3.34	3.42	3.38	3.38	3.51	3.34	3.44	3.44	3.34
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2300.109	2294.510	2288.306	2309.167	2310.582	2304.684	2304.463	2297.012	2292.724	2278.898	2288.17	2299.35	2300.11	2294.51	2299.75	2316.09	2324.45	2323.12	2322.90
Prestiti in euro	2259.645	2262.494	2246.227	2282.562	2271.329	2272.237	2264.359	2264.344	2247.828	2247.455	2244.809	2258.65	2265.294	2262.72	2255.21	2286.90	2284.73	2288.60	2278.40
Prestiti in valuta	40.464	32.016	42.079	26.605	39.253	32.447	40.105	32.669	44.896	31.442	43.365	40.697	34.815	31.790	44.536	29.195	39.715	34.524	44.501
Prestiti a breve	364.700	358.331	362.705	370.404	364.630	361.677	368.026	368.859	370.232	376.591	367.780	373.110	371.629	364.064	371.773	376.330	374.475	372.166	376.491
Prestiti a m/1	1935.409	1936.179	1925.601	1938.763	1945.952	1943.007	1936.437	1928.153	1922.491	1902.307	1920.394	1926.241	1928.480	1930.446	1927.975	1939.764	1949.970	1950.955	1946.408
Depositi totali	2107.606	2117.941	2098.127	2092.194	2108.577	2117.794	2117.760	2120.640	2127.297	2113.431	2127.208	2134.524	2109.714	2113.705	2102.323	2113.116	2121.228	2126.265	2138.938
Depositi in c/c	738.927	741.739	741.728	731.396	734.237	738.314	739.159	740.515	744.145	745.181	751.451	751.253	758.139	758.057	761.013	762.115	759.201	761.940	768.726
Depositi a risparmio	296.900	297.257	299.520	300.556	300.674	301.055	301.352	301.217	301.416	301.329	301.577	301.819	301.383	302.102	303.414	303.922	303.681	304.096	304.607
Certif. deposito	1071.779	1078.945	1056.879	1060.242	1073.666	1078.425	1077.249	1078.909	1081.737	1066.921	1074.180	1081.452	1050.191	1053.546	1037.897	1047.079	1058.347	1060.229	1065.606
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	-2.93	-3.73	-2.68	-1.39	-2.09	-1.90	-1.80	-1.70	-1.10	-1.00	-0.50	-0.30	0.00	0.00	0.50	0.30	0.60	0.80	0.80
Prestiti in euro	-2.91	-3.60	-2.93	-1.82	-2.41	-2.02	-2.19	-1.25	-1.52	-1.15	-0.99	-0.42	0.25	0.01	0.40	0.19	0.59	0.72	0.62
Prestiti in valuta	-4.29	-12.26	12.64	58.42	21.14	7.30	26.73	-25.30	25.75	11.04	33.77	6.85	-13.96	-0.71	5.84	9.74	1.18	6.40	10.96
Prestiti a breve	-5.64	-8.92	-6.85	-6.00	-6.66	-5.00	-3.60	-2.82	-1.00	-0.50	0.60	0.80	1.90	1.60	2.50	1.60	2.70	2.90	2.30
Prestiti a m/1	-2.40	-2.70	-1.86	-0.46	-1.19	-1.30	-1.45	-1.48	-1.12	-1.10	-0.71	-0.51	-0.36	-0.30	0.12	0.05	0.21	0.41	0.51
Depositi totali	0.76	1.26	-0.02	0.59	-0.69	-1.40	-1.70	-1.00	-0.80	0.20	0.00	0.60	0.10	-0.20	0.20	1.00	0.60	0.40	1.00
Depositi in c/c	6.68	8.01	2.68	3.88	2.31	1.40	0.80	2.00	2.30	3.30	3.10	3.50	2.60	2.20	2.60	4.20	3.40	3.20	4.00
Depositi a risparmio	2.00	1.58	0.92	0.70	0.53	0.30	0.57	0.62	0.98	1.13	1.04	1.22	1.51	1.63	1.30	1.12	1.00	1.01	1.08
Certif. deposito	-3.26	-2.98	-2.09	-1.60	-2.97	-3.68	-3.94	-3.39	-3.29	-2.11	-2.34	-1.49	-2.01	-2.35	-1.80	-1.24	-1.43	-1.69	-1.08

(*) Il rendimento dei BOT a 3 mesi, in assenza d'asta, è stimato. I dati storici sono in grigio scuro, gli stimati in grigio chiaro.
I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 30/04/2014.

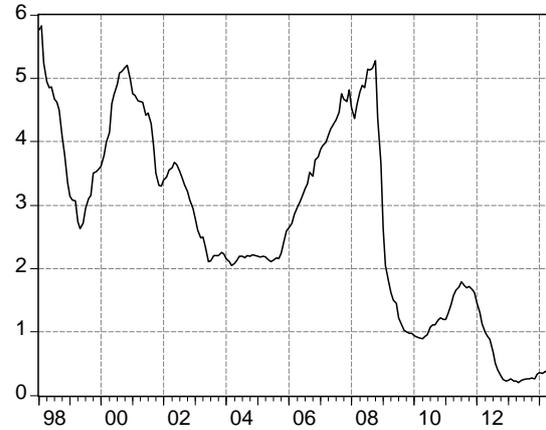
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



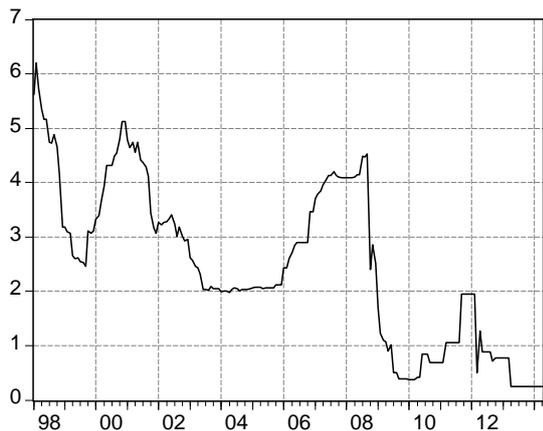
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



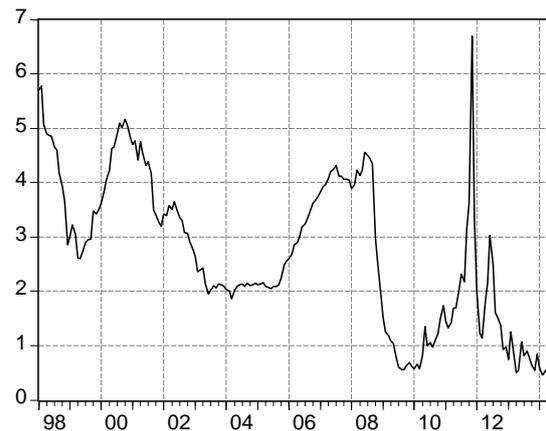
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI ITALIA (LIBOR)



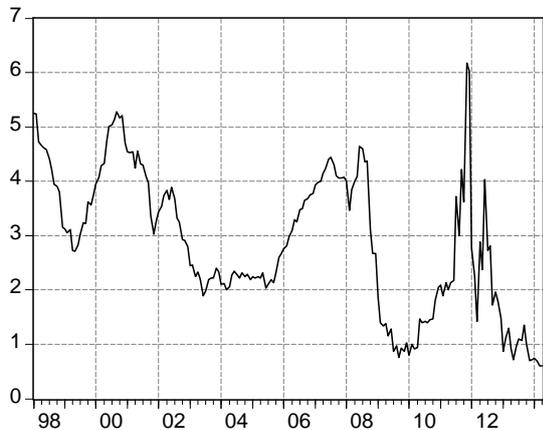
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI ITALIA



— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO

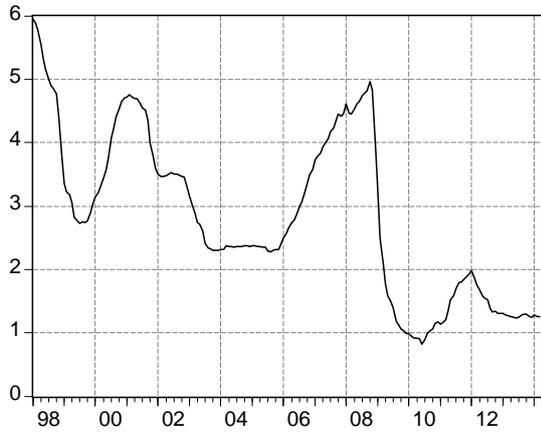


— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO

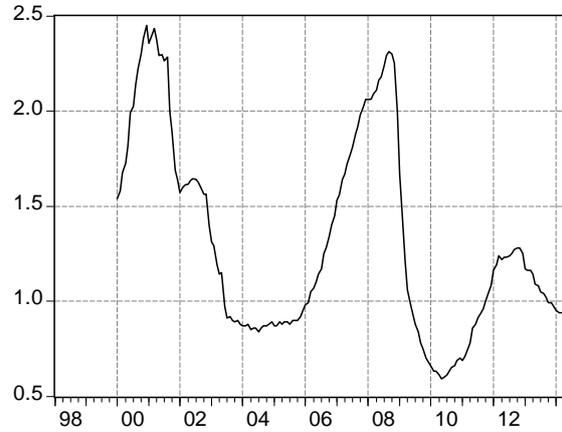


— RENDISTAT LORDO

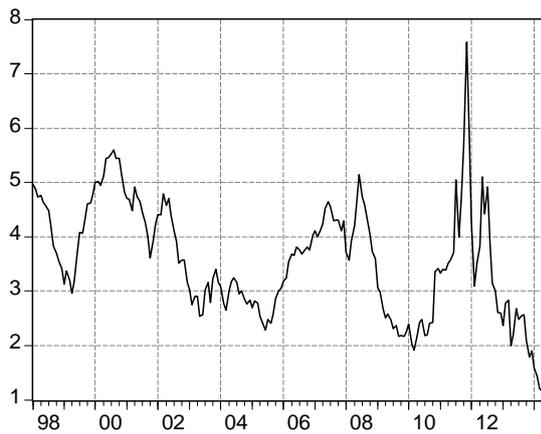
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



— TASSO PRESTITI MINIMO



— TASSO DEPOSITI MEDIO



— RENDIMENTO A 3 ANNI



— RENDIMENTO A 5 ANNI

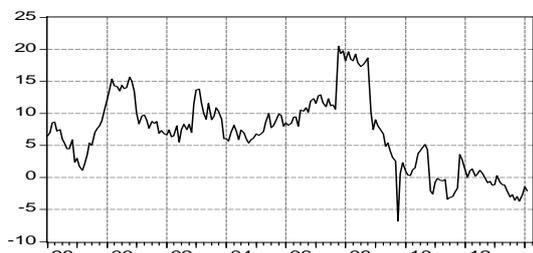


— RENDIMENTO A 7 ANNI

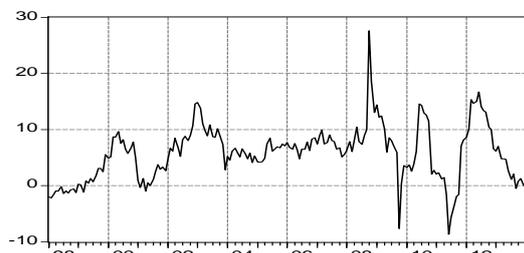


— RENDIMENTO A 10 ANNI

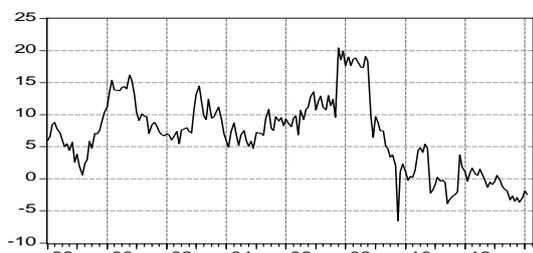
VOLUMI DI BASE: LIVELLI STORICI
(Dati mensili - Variazione % annua)



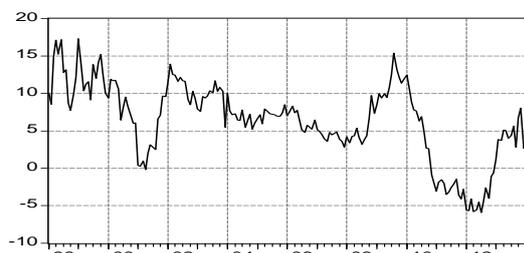
VOLUMI PRESTITI TOTALI



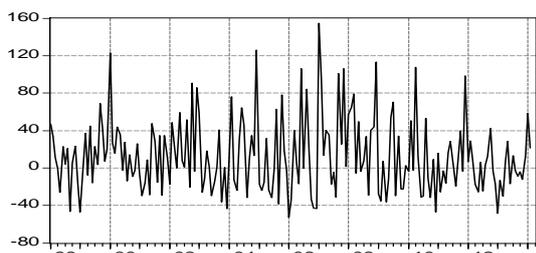
VOLUMI DEPOSITI TOTALI



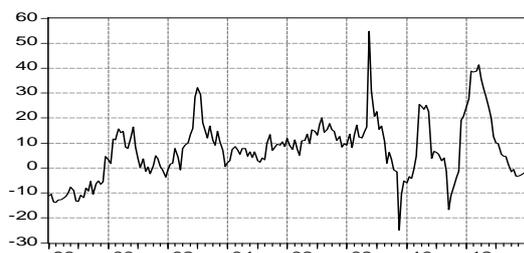
VOLUMI PRESTITI IN EURO



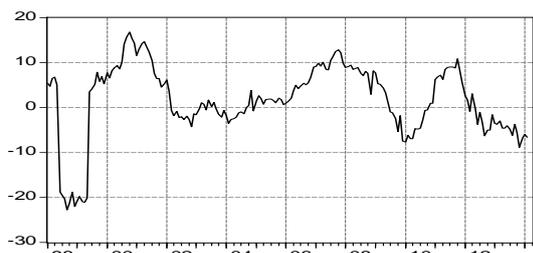
VOLUMI DEPOSITI IN CONTO CORRENTE



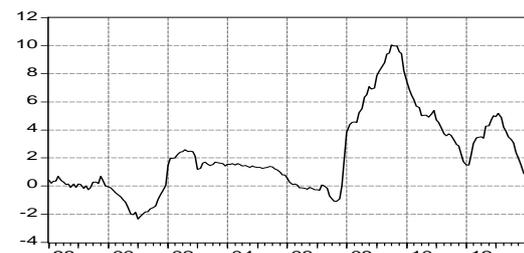
VOLUMI PRESTITI IN VALUTA



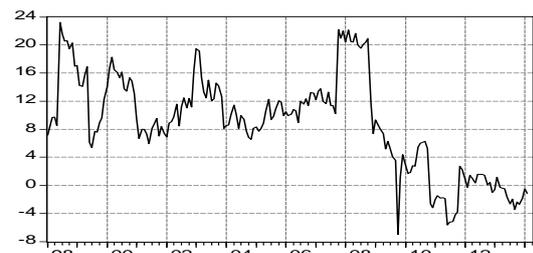
CERTIFICATI DI DEPOSITO



VOLUMI PRESTITI A BREVE TERMINE



VOLUMI DEPOSITI A RISPARMIO



VOLUMI PRESTITI A MEDIO/LUNGO TERMINE