



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

I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 30/04/2015

Questa nota ha finalità puramente informative e riflette le opinioni di GRETA. Essa non intende sollecitare posizioni di rischio di alcun tipo. I dati sono derivati da fonti ritenute affidabili, ma nel merito delle quali GRETA non ha responsabilità diretta.

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 2015.

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

Buona parte dei mercati azionari e obbligazionari sono stati interessati da una correzione, dopo la diffusione del dato relativo al PIL degli USA del primo trimestre che mostra una crescita congiunturale in sensibile rallentamento e inferiore alle attese di consenso. Che la forza del dollaro non avrebbe giocato a favore della crescita degli Stati Uniti era chiaro, ma la correzione attesa non era così ampia. Il dato si basa ancora su informazioni incomplete e potrebbe essere lievemente rivisto verso l'alto con la lettura del 29 maggio, poiché la correzione è in parte dovuta a fattori transitori, che non hanno riguardato il mese di marzo: un clima invernale rigido e un rallentamento nelle spedizioni a causa di alcuni scioperi nei porti della costa occidentale. A differenza dello scorso anno, quando il PIL aveva registrato una battuta d'arresto nel primo trimestre per le temperature invernali molto rigide per poi crescere a un buon passo nei mesi successivi, questa volta l'economia non beneficia più di una politica monetaria fortemente espansiva. Inoltre, non tutti i fattori sottostanti al rallentamento sono temporanei. La forza del dollaro, in parte ridimensionata con l'uscita del dato trimestrale di crescita, e le quotazioni del petrolio, che hanno lievemente corretto al rialzo, sono ancora i due fattori chiave e lo saranno anche in prospettiva. A causa dell'apprezzamento del dollaro, le esportazioni nette hanno continuato a deprimere la crescita annullando il contributo apportato dai consumi privati. A nostro avviso la forza del dollaro permane e il ridimensionamento delle ultime sedute di aprile non è tale da favorire un sostanziale recupero delle esportazioni. Allo stesso tempo, il crollo del prezzo del petrolio ha comportato una riduzione notevole degli investimenti fissi delle aziende petrolifere e minerarie. L'effetto potrebbe in futuro essere compensato da uno stimolo rilevante alla spesa dei consumatori. Le basse quotazioni del greggio, infatti, difficilmente subiranno un'inversione di tendenza nel prossimo futuro, anche nel caso di un taglio della produzione da parte dell'OPEC nella riunione del 5 giugno. In attesa che le condizioni dell'economia americana si chiariscano, bisognerà attendere i dati di aprile-maggio, e in un clima altrettanto incerto nel resto del mondo (significativo, in tal senso, l'annuncio di un ulteriore aumento delle misure di stimolo da parte della Cina) la riduzione dello stimolo monetario da parte della Fed avverrà con maggiore probabilità verso la fine dell'anno. Ci attendiamo quindi un *timing* ritardato rispetto a quanto ipotizzato lo scorso mese, con un ripristino verso la normalità comunque graduale. Dallo stesso FOMC del 28-29 aprile, infatti, emerge una visione molto più prudente – da debole a rallentata la crescita – e flessibile – la strategia verrà guidata di riunione in riunione dall'evoluzione dei dati di inflazione e occupazione. I dati macroeconomici sono ancora più importanti in questa fase, poiché la Fed è sprovvista di un orientamento chiaro sui tassi, con la scomparsa nel comunicato di un qualsiasi riferimento temporale. Più che sul "quando", Yellen vuole quindi focalizzare l'attenzione dei mercati sul "come", ovvero sul tipo di sentiero che terrà nel momento del rialzo dei tassi, che sarà appunto graduale. I mercati finanziari, a causa di una maggiore incertezza sul ciclo economico, di dati trimestrali di molte compagnie sotto le attese e con conseguenti prospettive di minori utili futuri, vedono le quotazioni di borsa più sopravvalutate di quanto non lo fossero già. Questo potrebbe comportare uno spostamento della comunque abbondante liquidità dall'azionario all'obbligazionario portando un incremento lieve ma generalizzato dei rendimenti in tutte le macro aree. L'Europa risentirà dello storno nella borsa americana, ma la correzione nei corsi sarà minore, con una ripresa successiva, grazie anche al QE che proseguirà almeno fino a settembre 2016. Il rischio che la Grecia decida di dichiarare *default* esiste ma pensiamo che questo scenario sia ancora improbabile. Tsipras avrebbe chiesto la convocazione di un vertice d'urgenza a livello europeo per ottenere quanto prima gli aiuti europei, senza i quali il paese andrebbe in *default*. Sembra che i due miliardi requisiti dagli enti locali non siano sufficienti a onorare tutte le scadenze, la prima delle quali sarà già il 12 maggio: Atene dovrà pagare 764 milioni al FMI e ci sono seri dubbi sul fatto che riesca a onorarla.

USA

La forza del dollaro, in parte ridimensionata con l'uscita del dato trimestrale di crescita, e le quotazioni del petrolio, che hanno lievemente corretto al rialzo, sono ancora i due fattori chiave e lo saranno anche in prospettiva.

Il rallentamento della congiuntura (+0,2% t/t nel I trim. 2015 da +2,2% t/t del IV trim. 2014) probabilmente allontana a dicembre 2015 l'appuntamento con il rialzo dei tassi, per il quale si dovranno attendere conferme che l'indebolimento registrato sia solo temporaneo. Il punto è che il dollaro forte e gli attuali prezzi del petrolio hanno assunto una dimensione stabile. Le attese di crescita (consenso +1% t/t) erano troppo ottimistiche: anche a marzo i dati di domanda e offerta, come quelli dello scorso mese, avevano mostrato qualche incertezza, risultando inferiori alle attese. Questo perché lo stimolo alla spesa per i consumi nel primo trimestre (+1,9% t/t, da +4,4% t/t) dovuto al basso prezzo del petrolio non ha adeguatamente compensato l'effetto contrario sugli investimenti fissi nelle aziende, in particolare del settore petrolifero e minerario. Quelli in strutture e impianti sono crollati del 23,1% t/t trainati al ribasso da un calo del 48,7% nel

comparto minerario che comprende i pozzi petroliferi. Nel complesso gli investimenti fissi si sono contratti (-2,5% t/t da +4,5% t/t del IV trim. 2014) a causa di una crescita negativa, appunto, dei non residenziali (-3,4% t/t, da +3,8% t/t). Rimane positiva, anche se inferiore al precedente valore, la variazione dei residenziali (+1,3% t/t da +3,8% t/t). Il contributo è stato quindi negativo, pari a -0,4% t/t (-0,44% il contributo della componente non residenziale e +0,04% t/t di quella residenziale). Più che attesa, invece, la battuta d'arresto delle esportazioni (-7,2% t/t da +4,5% t/t) come conseguenza più diretta dell'apprezzamento del dollaro, mentre le importazioni si sono ridimensionate a +1,8% t/t da +10,4% t/t, segno forse solo di fattori temporanei. I porti interessati dallo sciopero, infatti, raccolgono circa il 70% delle merci importate dall'Asia. Importazioni ed esportazioni, però, potrebbero subire una revisione con i dati del 29 maggio, forse la più significativa tra le diverse componenti, visto che le rilevazioni sul commercio con l'estero sono ancora relative a febbraio. In sostanza, nel primo trimestre, l'apporto negativo alla crescita del canale estero (-1,25% t/t) ha praticamente azzerato il contributo dei consumi (+1,31% t/t). Le scorte hanno aggiunto un +0,74% t/t ed è probabile si vedrà un riassorbimento nel prossimo trimestre. Il secondo calo consecutivo della spesa pubblica (-0,8% t/t da -1,9% t/t) è dovuto a una riduzione delle spese militari e di quelle degli enti locali e ha sottratto 0,15 punti alla crescita del PIL. Per quel che riguarda i dati mensili, ad eccezione di alcuni indici di fiducia, sono ancora tutti relativi a febbraio/marzo 2015. Riteniamo che la parziale debolezza del rapporto sul mercato del lavoro di marzo, +126 mila unità (da +264 mila) nel settore non agricolo e +129 mila unità (da +264 mila) in quello privato, con un tasso di disoccupazione al 5,5% (come in febbraio) non anticipi un rallentamento del mercato del lavoro ma sia solamente temporanea. L'incremento registrato nell'ultimo anno (compreso il dato di marzo) è, infatti, superiore a un aumento medio di +250 mila unità al mese. La crescita dei salari orari non è al momento fonte di preoccupazione (+1,76% a/a, da +1,66% a/a) così come la variazione del +1,8% a/a, da +1,7% a/a del CPI *core* (nulla la variazione dell'*headline*). Riguardo all'inflazione, nell'ultimo comunicato della *Fed*, si osserva che rimane sotto l'obiettivo, in parte per via del calo dei prezzi energetici e in parte, e questa è la novità, per la correzione dei prezzi delle importazioni non energetiche, quindi come conseguenza dell'apprezzamento del dollaro. Dunque, serve un dollaro meno forte, almeno per un altro po', e le dichiarazioni degli esponenti del FOMC, sebbene rimangano variegata, vanno in questa direzione. La *Fed* si muoverà secondo l'evoluzione dei dati macro che saranno indicativi del sentiero intrapreso dallo scenario non prima di giugno. Al momento, l'incremento del +4% (da -1,4% m/m) degli ordini di beni durevoli di marzo non può considerarsi totalmente positivo poiché, escludendo la componente dei trasporti, la variazione è negativa (-0,2% m/m, da -1,3% m/m). Letto congiuntamente a una produzione industriale in flessione (-0,6% m/m, da 0,1% m/m) e indici ISM in peggioramento da novembre 2014 (manifatturiero a 51,5 e non manifatturiero a 56,5) il quadro che emerge non è dei più rosei. Più confortanti i segnali dal lato della domanda: consumi privati in lieve crescita (+0,3% m/m da 0% m/m) e vendite al dettaglio in aumento dello 0,9% m/m (+1,3% a/a). Guardando però agli indici di fiducia di aprile la situazione è opposta. Dal lato dell'offerta l'*NAPM* è in crescita (da 46,3 a 52,3) mentre dal lato della domanda il *Conference Board* è sceso da 101,4 a 95,2. Nel complesso non modifichiamo la previsione di un sentiero di crescita moderato (attorno al +2,5% a/a) ma confermiamo la valutazione di fragilità dello scenario. Sebbene fattori contingenti possano aver giocato un ruolo nell'ultimo periodo, resta da capire se questi fattori siano sufficienti a spiegare l'indebolimento del primo trimestre. Un ritorno alla crescita già nel secondo trimestre (simile a quella registrata lo scorso anno) è difficile da ipotizzare. Evidenziamo poi come le prospettive di minori utili potrebbero portare una buona correzione (non drastica) nelle quotazioni di borsa. La *Fed* coerentemente con il principio della massima trasparenza starebbe testando un sistema di videoconferenza con i giornalisti.

GIAPPONE

Nell'ultimo trimestre del 2014 l'economia è uscita dalla recessione tecnica crescendo dello 0,4% t/t, dopo due trimestri al ribasso, in parte causati dal rialzo della tassa sui consumi dello scorso anno dal 5% all'8%. La crescita tendenziale è comunque risultata negativa (-0,7% a/a) ma l'indice Tankan del primo trimestre 2015, passando da 5 a 7, è coerente con un ritorno a un trend di moderata crescita. A livello settoriale, il contributo maggiore arriverà dai servizi mentre il manifatturiero rimarrà più debole, come mostrato anche dal PMI di aprile (da 50,3 a 49,7). Quest'ultimo comparto dovrebbe, tuttavia, beneficiare ampiamente della debolezza del cambio e del recente calo del prezzo del petrolio. La debolezza dello Yen nei confronti del dollaro è dovuta alla attesa divergenza delle politiche monetarie, ancora molto espansiva quella della *BoJ*, confermata anche nella riunione del 30 aprile. Un circolo virtuoso che dovrebbe fornire ulteriore spinta alla crescita per il tramite soprattutto del canale estero, che in marzo ha visto un incremento del 3,75% m/m delle esportazioni e una riduzione del 5,03% m/m delle importazioni, con un dato positivo della bilancia commerciale (+3,34 mld di Yen) che non si registrava da febbraio 2011. Si evidenzia, inoltre, un ulteriore calo della disoccupazione al 3,4% (3,5% in febbraio). L'indice della produzione industriale di marzo è

negativo per il secondo mese consecutivo (-0,3% m/m e -2,9% a/a, da -3,1% m/m e -2,1% a/a). Le attese erano per una riduzione dell'1,8% m/m. Nello stesso mese di marzo, la fiducia dei consumatori (da 40,9 a 41,7) mostra buoni spunti così come la crescita dei consumi privati (+3,8% m/m) e delle vendite al dettaglio, più che positiva su base mensile (+15,6% m/m). Queste ultime mostrano, tuttavia, una consistente contrazione rispetto a marzo 2014 (-9,7% a/a) dovuta alle ripercussioni dell'aumento della tassa sui consumi. Il CPI di marzo ha registrato una variazione pari a +2,4% a/a dal precedente +2,2% a/a. Anche il *core* ha segnato un miglioramento (+2,2% a/a dal +2% a/a di febbraio). Escludendo gli effetti del rialzo dell'imposta del 2014, tutte le misure di inflazione restano però intorno a zero. La decisione di posticipare il nuovo aumento della tassa sui consumi al 10%, inizialmente previsto per fine 2015, in aprile 2017, ha portato l'agenzia Fitch a tagliare il rating ad A da A+ (outlook stabile). Secondo la stessa agenzia non sarebbero state inserite sufficienti misure fiscali nel bilancio 2015-2016. Nel complesso quindi lo scenario economico resta fragile e ampiamente condizionato dalla politica monetaria della *BoJ*.

AREA EURO

L'Europa risentirà dello storno nella borsa americana, ma la correzione nei corsi sarà minore, con una ripresa successiva, grazie anche al QE che proseguirà almeno fino a settembre 2016. Il rischio che la Grecia decida di dichiarare default esiste ma pensiamo che questo scenario sia ancora improbabile.

L'Europa si avvantaggia della caduta del prezzo del petrolio e della caduta dell'euro sul dollaro. Alcuni elementi di questa combinazione sono in attenuazione: il Brent quotava circa 66 dollari per barile l'ultimo giorno di aprile e il cambio EUR\USD si attestava a 1,12. Questo riflette soprattutto l'attenuazione, a causa dello spostamento in avanti del rialzo dei tassi *Fed*, della divergenza delle politiche di BCE e *Fed*. La maggiore incertezza nel ciclo economico, con la conseguente correzione nella borsa americana, porterà anche in Europa a una discesa dei prezzi azionari. Sui mercati poi resterà una volatilità abbastanza elevata per via della situazione in Grecia, che ha incassato nuovi declassamenti da parte delle agenzie di *rating*. Secondo molti, infatti, il governo greco e i creditori (specialmente il Fondo Monetario Internazionale) sono ancora distanti da un'intesa. C'è molta preoccupazione per la situazione di liquidità perché da qui alla fine dell'anno Atene dovrà ripagare ingenti somme di denaro. Dopo il miliardo di euro di maggio al FMI, altri 1,6 miliardi, circa, dovranno essere restituiti entro giugno e 500 milioni a luglio. Nello stesso mese di luglio Atene dovrà ripagare 3,5 miliardi di euro in titoli di stato, molti dei quali posseduti dalla BCE che potrebbe decidere di interrompere il flusso di denaro che la Grecia ancora ottiene dal sistema di liquidità di emergenza. La discesa dei prezzi azionari sarà comunque limitata dal tipico effetto *QE*. Draghi ha più volte chiarito nel corso dell'ultima conferenza che gli acquisti di titoli proseguiranno fino a settembre 2016, anche nel caso di (nuovi) dati macroeconomici positivi. Il più rapido canale di trasmissione all'economia reale è il cambio valutario che ha (solo in parte) già migliorato la competitività dell'*export* (+2,76% m/m a febbraio, da -1,11% m/m di gennaio). Anche le importazioni sono cresciute: +2,59% m/m da -0,22% m/m. Buone notizie provengono anche dal settore industriale. L'indice della produzione industriale è aumentato (+1,1% m/m e +1,3% a/a in febbraio, da -0,3% m/m e +0,2% a/a di gennaio) e i PMI, seppur in lieve diminuzione in aprile sia il manifatturiero (da 52,2 a 51,9) sia il non manifatturiero (da 54,2 a 53,7) si mantengono comunque al di sopra della soglia che identifica lo stato di espansione del settore. Le vendite al dettaglio, aumentate a gennaio dello 0,9% m/m (+3,1% a/a) registrano, in febbraio, una variazione pari a -0,2% m/m (+2,6% a/a) I benefici dal *QE*, più contenuti e più lenti, arriveranno anche al mercato del lavoro, che al momento resta fragile (fermo a 11,3% il tasso di disoccupazione di marzo). Insieme al mercato del lavoro, altro sorvegliato speciale è tuttavia l'HCPI, la variazione del quale è stata nulla (stima flash di aprile) sebbene in recupero dal -0,1% a/a di marzo. In prospettiva la ripresa diventerà gradualmente più generalizzata e vigorosa. Con la ripresa della crescita della moneta e del credito ci sarà un ritorno lento verso un'inflazione al 2% a/a.

Germania

L'economia resta in una fase di espansione, sebbene la maggior parte degli indici di fiducia relativi ad aprile abbiano lievemente corretto al ribasso (PMI manifatturiero a 51,9 da 52,8, PMI servizi a 54,4 da 55,4 e indice *Zew* a 53,3 da 54,8). L'eccezione riguarda l'indice *Ifo*, che è avanzato ai massimi da giugno 2014, a quota 108,6 (107,9 in precedenza). A determinarne l'incremento, però, ha contribuito soprattutto il rafforzamento nella valutazione del quadro attuale, mentre le attese hanno segnato una limatura. L'indebolimento dell'euro dovrebbe fornire un po' di stimolo alla crescita, aiutare i ricavi e spingere l'incremento degli utili e delle esportazioni. Queste ultime sono cresciute dell'1,42% m/m, dato di poco superiore al +1,34% m/m delle importazioni. A gennaio la variazione delle esportazioni era stata di -2,07% m/m e delle importazioni di -0,22% m/m. Il mercato del lavoro gode di buona salute. Il tasso di disoccupazione ai minimi storici (6,5%) spinge, però, le rivendicazioni salariali, specialmente nel settore pubblico (ferrovie e poste). Lo sciopero avrà possibili conseguenze sull'intera catena della

commercializzazione dei prodotti. Intanto, sia dal lato della domanda sia dell'offerta, i nuovi dati non sono brillanti. La produzione industriale su base tendenziale in febbraio è negativa per il secondo mese consecutivo (-0,3% a/a, da -0,1% a/a). Rispetto a gennaio si registra un +0,2% m/m (consenso: +0,1% m/m). Anche gli ordini all'industria manifatturiera sono in calo (-0,9% m/m e -1,2% a/a). Le vendite al dettaglio, invece, pur in visibile flessione rispetto a febbraio (-2,3% m/m da -0,1% m/m) si mantengono positive su base tendenziale (+0,7% a/a, da +3% a/a). Per quel che riguarda i prezzi, le preoccupazioni aumentano, visto che, in marzo, le rilevazioni indicano un debole calo dell'inflazione *core* (+0,9% a/a da +1% a/a). L'indice globale, invece, recupera lievemente (+0,1% a/a, da -0,1% a/a). Nel medio-lungo periodo, la politica fortemente espansiva della BCE dovrebbe portare i prezzi su un sentiero di crescita più prossimo al 2%. Nel breve periodo, salvo imprevisti, il settore industriale crescerà in modo robusto grazie alla debolezza dell'euro, ai tassi storicamente bassi e agli stessi fondamentali dell'economia. Il governo tedesco ha rivisto al rialzo le sue previsioni di crescita, dal +1,5% al +1,8%.

Francia

Sulla base delle indagini di fiducia elaborate dall'INSEE, da inizio anno, i consumatori (fiducia a 94) e le imprese (fiducia a 101) si dicono un po' più ottimiste riguardo alla congiuntura. Ad incidere, nonostante la pausa, è il calo del prezzo del petrolio e dell'euro debole, che dovrebbero sostenere il potere d'acquisto delle famiglie e le esportazioni. Queste ultime sono tornate a crescere (+1,42% m/m) così come le importazioni (+0,64% m/m). Entrambi i flussi recuperano solo parzialmente il calo di gennaio, rispettivamente, di -2,5% m/m e -1,27% m/m. Stando agli indici PMI, però, non è visibile nessuna ripresa chiara dell'attività (PMI manifatturiero in aprile a 48,4 e servizi a 50,8). Inoltre, la persistente debolezza del mercato del lavoro (stabile al 10,6% il tasso di disoccupazione) non fa decollare né i consumi delle famiglie (-0,2% m/m in marzo) né le vendite al dettaglio (-0,3% m/m da +0,7% m/m). La produzione industriale in febbraio non è cresciuta su base mensile, ma è in crescita dello 0,6% rispetto a febbraio 2014. Il dato è di poco superiore alle attese di consenso (-0,1% m/m e +0,5% a/a). Sul fronte dei prezzi, l'inflazione è ferma su base annua, tuttavia recupera dal -0,3% a/a registrato in marzo. Anche l'inflazione *core*, seppur di poco, è aumentata (da +0,3% a/a di febbraio a +0,4% a/a). Per la BCE lo sforzo nell'attuazione delle riforme strutturali nel 2014 è stato piuttosto deludente.

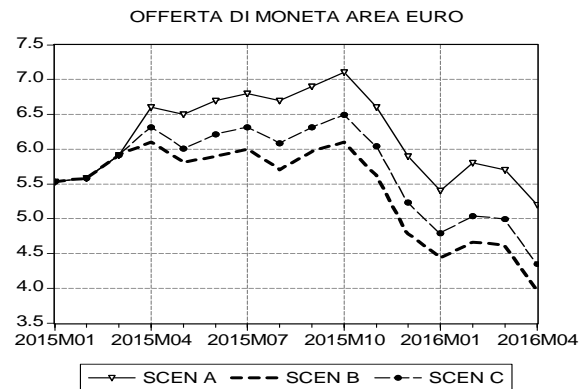
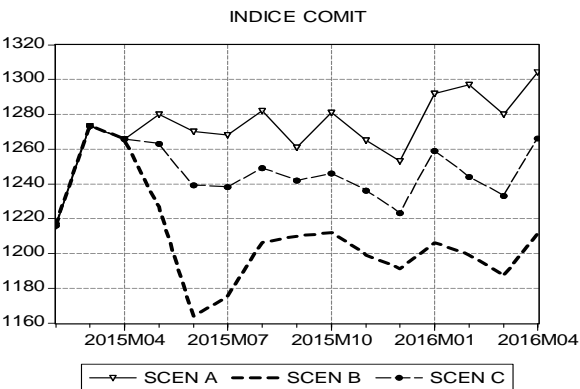
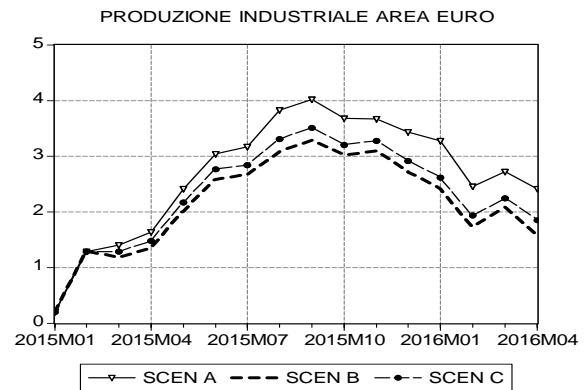
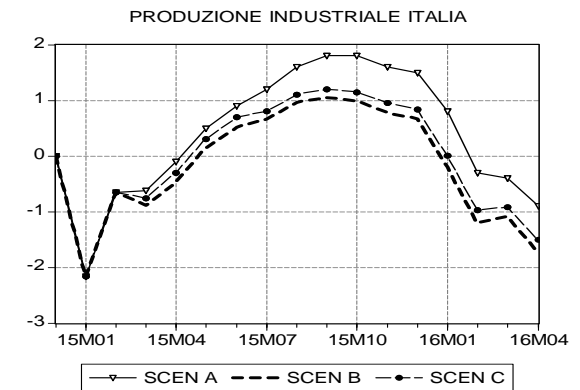
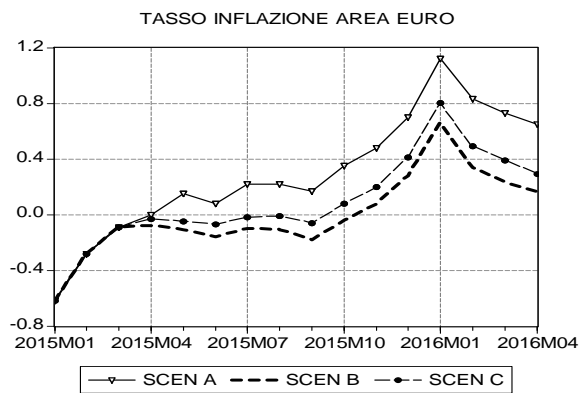
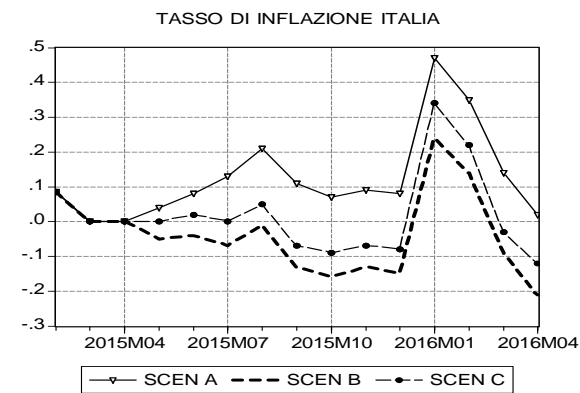
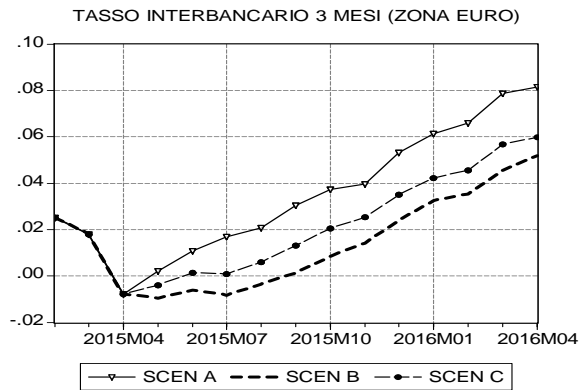
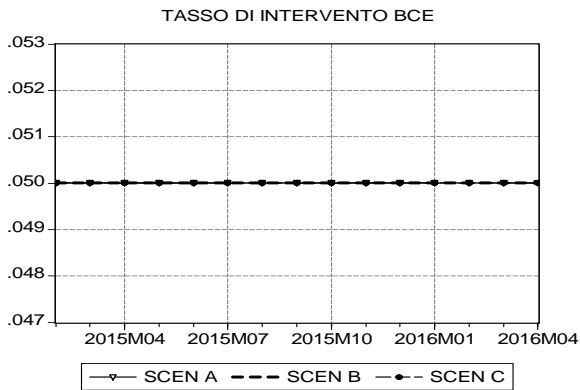
Italia

Il documento di economia e finanza 2015 (approvato lo scorso 23 aprile) disegna un cambiamento di marcia nella situazione economica e finanziaria. Sono riviste verso l'alto le stime di crescita, marginalmente per l'anno in corso (da 0,6% a 0,7%) e più sensibilmente per i prossimi due anni (in particolare per il 2016, da +1% a +1,4%). La finanza pubblica trarrà beneficio dal maggior ottimismo sulla crescita, congiuntamente a dei sensibili risparmi sulla spesa per interessi. È confermato il pareggio di bilancio nel 2017. Il debito è comunque visto toccare un picco quest'anno al 132,5% del PIL, dal 133,4% previsto in autunno. Non ci sono ancora indicazioni ufficiali, ma, per quanto riguarda la strategia economica e finanziaria, l'orientamento della Commissione Europea sembra essere positivo. Gli effetti del deprezzamento dell'euro sulla bilancia commerciale dovrebbero ampliarsi nel corso dell'anno. I dati mensili per il commercio verso i paesi UE in febbraio evidenziano un aumento delle esportazioni (+0,84% m/m, -2,61% m/m la precedente variazione) e delle importazioni (+0,2% m/m, da +1,91% m/m). L'aumento è stato più consistente verso i paesi extra UE: +2,2% m/m le esportazioni e +4,84% m/m le importazioni in marzo. La variazione di febbraio era stata di +4,46% m/m (esportazioni) e +1,54% m/m (importazioni). Il mercato del lavoro sembra lontano dall'essere in miglioramento. La disoccupazione è tornata a crescere a marzo e si attesta sul livello registrato a ottobre 2014 (13%, da 12,7%). In aumento anche il tasso di disoccupazione giovanile, che nello stesso mese è salito al 43,1% dal 42,8% di febbraio. Lo stesso Istat sottolinea come sia ancora presto per vedere gli effetti del Jobs Act (in vigore dal 6 marzo) sull'andamento del mercato del lavoro. Dal lato dell'offerta, in febbraio la produzione industriale ha recuperato solo parzialmente il calo di gennaio (+0,6% m/m da -0,7% m/m). Qualche segnale positivo proviene, tuttavia, dagli ordini all'industria di febbraio (+1,9% a/a) e dall'indice di fiducia delle imprese manifatturiere, che si è portato a 104,1 (aprile) da 103,7 (marzo). Nel settore dei servizi, dopo il balzo di marzo (da 100,4 a 108,1) si è invece avuta una correzione a 104,4. Anche la fiducia dei consumatori ha avuto una limatura (da 110,7 a 108,2). Secondo le stime provvisorie dell'Istat, ad aprile, l'inflazione calcolata sull'indice armonizzato è ancora ferma. Il *core* invece è peggiorato passando a +0,4% a/a da +0,6% a/a. Le spinte deflazionistiche dovrebbero essere in diminuzione grazie all'ulteriore deprezzamento del tasso di cambio e agli effetti del QE.

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

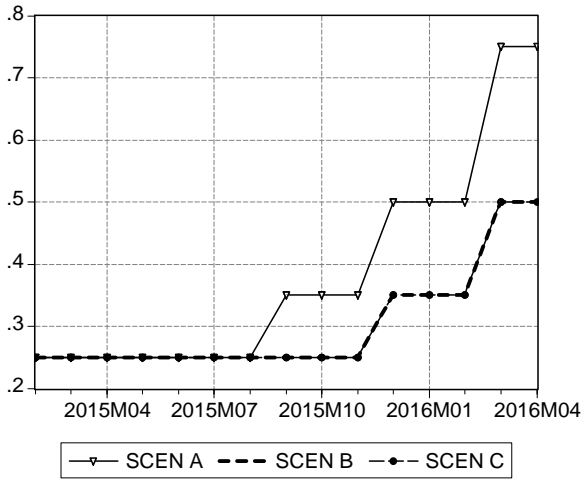
A (15%)	B (5%)	C (80%)
<p>Usa: la battuta d'arresto del primo trimestre si rivela temporanea e l'economia riprende a crescere a un buon passo, tra il 3% e il 3,5% a/a. La Fed decide di effettuare a settembre il rialzo graduale dei tassi, a seguito di un duraturo miglioramento del mercato del lavoro e di attese di inflazione in aumento nel medio-lungo termine. In tale situazione, i mercati azionari correggono fisiologicamente senza brusche cadute.</p> <p>Area Euro: La divergenza di politica monetaria tra BCE e Fed permane e comporta un maggiore afflusso di capitali nell'Area Euro e nei paesi periferici. I capitali sono diretti principalmente verso l'azionario europeo e il mercato dei cambi, a causa della sopravvalutazione della borsa americana e dei rendimenti ormai negativi dei titoli di debito europei a breve-medio termine. Questo potrebbe portare a un eccesso nelle quotazioni azionarie. In tale contesto, il cambio EUR/USD, per poter scendere sotto quota 1,10, necessita del rialzo dei tassi da parte della Fed, atteso a settembre 2015. In vista di tale intervento, lo <i>spread</i> tra BTP a 10 anni e <i>Bund</i> si porta sopra i 110 punti base, con il rendimento dei primi sopra l'1,5%. A causa delle scadenze alle quali la Grecia deve far fronte (la prima il 12 maggio) si registra un'elevata volatilità nei mercati finanziari.</p>	<p>Usa: la crescita è attorno al 2,5% a/a e l'inflazione rimane sotto controllo, grazie al basso prezzo del petrolio. Le incertezze circa l'andamento del ciclo economico nei prossimi trimestri, alimentate dall'inatteso risultato del primo trimestre, spostano a ottobre-dicembre 2015 il <i>timing</i> del primo rialzo dei tassi, che sarà comunque graduale. Le attese di minori utili futuri e un quadro macroeconomico più incerto portano a un ridimensionamento dei corsi azionari e a uno spostamento di liquidità, che rimane abbondante, dall'azionario all'obbligazionario, con un lieve ma generalizzato incremento dei rendimenti in tutte le macro aree.</p> <p>Area Euro: La Grecia decide di dichiarare il <i>default</i>, senza che si inneschi alcun contagio verso il resto dell'area. Si registra, tuttavia, un incremento della volatilità. Il cambio EUR/USD potrebbe raggiungere la parità. I rendimenti dei BTP a 10 anni tornano sopra l'1,7% e lo <i>spread</i> rispetto al <i>Bund</i> si riporta sopra i 140 punti base.</p>	<p>Usa: la crescita è attorno al 2,5% a/a e l'inflazione rimane sotto controllo, grazie al basso prezzo del petrolio. Le incertezze circa l'andamento del ciclo economico nei prossimi trimestri, alimentate dall'inatteso risultato del primo trimestre, spostano a ottobre-dicembre 2015 il <i>timing</i> del primo rialzo dei tassi, che sarà comunque graduale. Le attese di minori utili futuri e un quadro macroeconomico più incerto portano a un ridimensionamento dei corsi azionari e a uno spostamento di liquidità, che rimane abbondante, dall'azionario all'obbligazionario, con un lieve ma generalizzato incremento dei rendimenti in tutte le macro aree.</p> <p>Area Euro: La divergenza di politica monetaria tra BCE e Fed permane, ma si attenua in attesa di nuovi dati positivi relativi al ciclo economico statunitense. Rimane pertanto un'aspettativa di un tasso di cambio EUR/USD al di sotto di quota 1,10 soltanto in corrispondenza del rialzo dei tassi USA, posticipato almeno a fine anno. Le borse europee risentono dello storno nella borsa statunitense, tuttavia la correzione è attenuata dal <i>QE</i> che proseguirà almeno fino a settembre 2016. Lo <i>spread</i> tra i BTP a 10 anni e il <i>Bund</i> rimane attorno ai 110 punti base e il rendimento dei primi attorno all'1,5%. A causa delle scadenze alle quali la Grecia deve far fronte (la prima il 12 maggio) si registra un'elevata volatilità nei mercati finanziari.</p>

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili

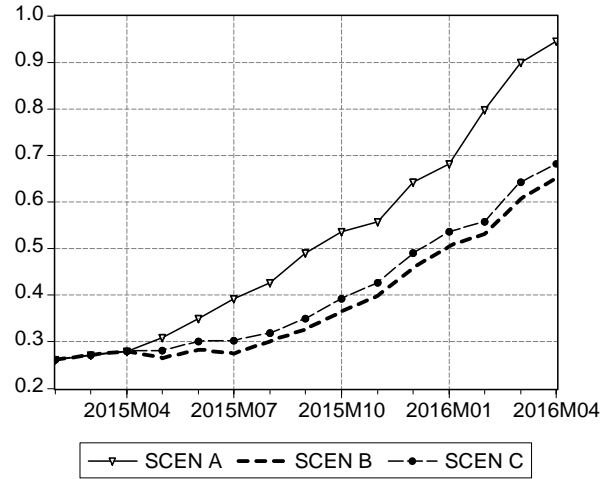


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili

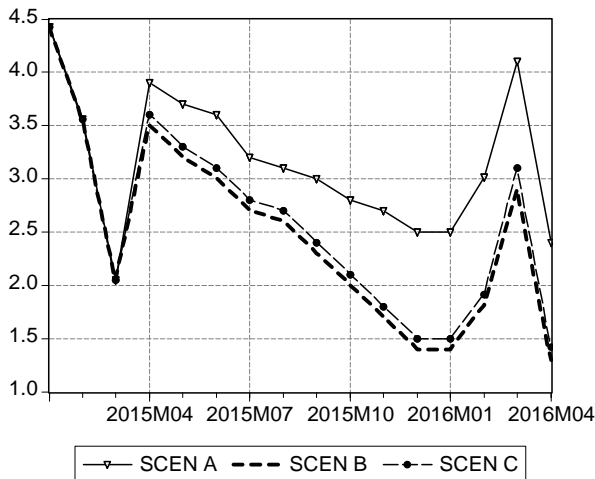
TASSO DI INTERVENTO FED



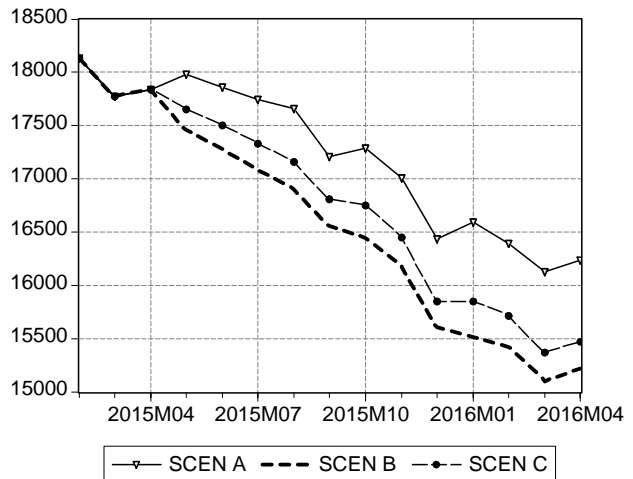
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



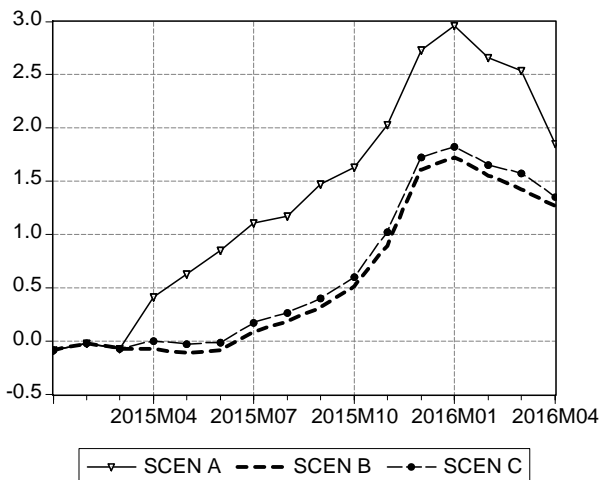
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



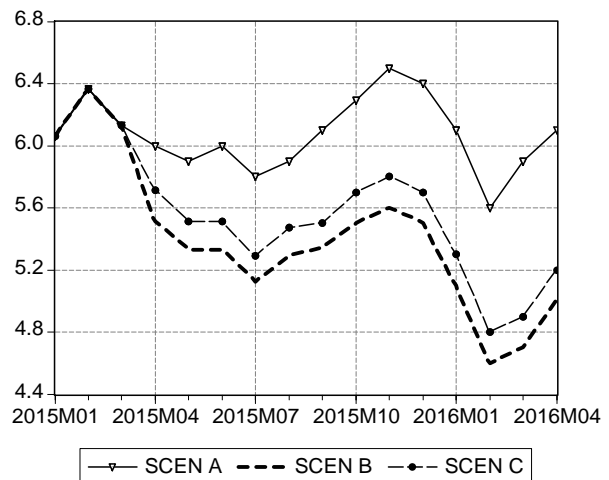
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

TASSI INTERBANCARI

I saggi interbancari europei in aprile hanno subito una lieve limatura rispetto al mese precedente: il tasso a 1 mese si è portato a -0,04%, il 3 mesi a zero e il 6 mesi allo 0,06% (-0,01%, 0,02% e 0,08% rispettivamente a marzo). Gli interbancari sono visti ai minimi in tutti e tre gli scenari ipotizzati, seppur in lieve rialzo. Nello scenario più probabile (C) i tassi potrebbero essere di poco al di sopra dei livelli attuali nel periodo predittivo, attestandosi, ad aprile 2016, a +0,00% (1 mese) +0,05% (3 mesi) e +0,12% (6 mesi). Nello scenario A, alla fine dell'orizzonte di previsione, i tassi potrebbero essere solo lievemente superiori agli attuali (+0,03%, +0,07% e +0,13% rispettivamente l'1, il 3 e il 6 mesi). Nel caso la Grecia dichiarasse *default*, scenario B, i tassi interbancari sarebbero lievemente più elevati: +0,04%, +0,09% e +0,14% per le scadenze a 1, 3 e 6 mesi, ad aprile 2016.

STRUTTURA A TERMINE

A seguito dell'uscita del dato del primo trimestre relativo alla crescita statunitense, si è osservato un rialzo lieve e generalizzato dei rendimenti dei titoli di stato in tutte le macro aree. Tale rialzo ha interessato anche i BTP a tutte le scadenze: il 3 anni si è portato a +0,31% da +0,29%, il 5 anni a +0,71% da +0,61%, il 7 anni a +1,12% da +0,94% e il decennale è arrivato a +1,54% da +1,30%. Se la Fed effettuasse il primo rialzo dei tassi a ottobre-dicembre 2015 (scenario C) i rendimenti, ad aprile 2016, potrebbero essere solo lievemente inferiori agli livelli attuali (+0,28% il 3 anni, +0,68% il 5 anni, +1,08% il 7 anni e +1,49% il 10 anni). Qualora la Fed decidesse di passare a una politica monetaria restrittiva a settembre 2015 (scenario A) la struttura a termine alla fine dell'orizzonte predittivo potrebbe essere sui livelli attuali (+0,35%, +0,75%, +1,14%, 1,55% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni). Se la Grecia dichiarasse il *default* e la Fed si comportasse come previsto nello scenario C (scenario B) il decennale potrebbe toccare quota +1,75% ad aprile 2016, +0,53% il 3 anni, +0,96% il 5 anni e +1,33% il 7 anni.

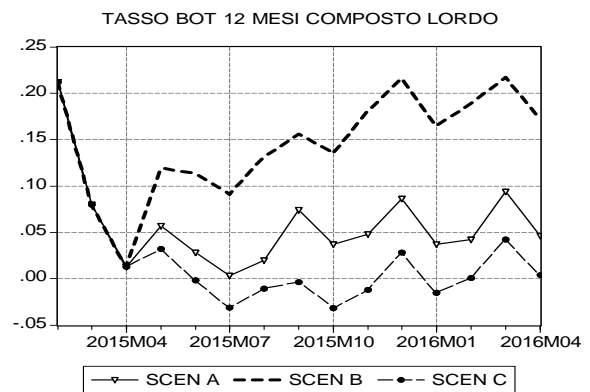
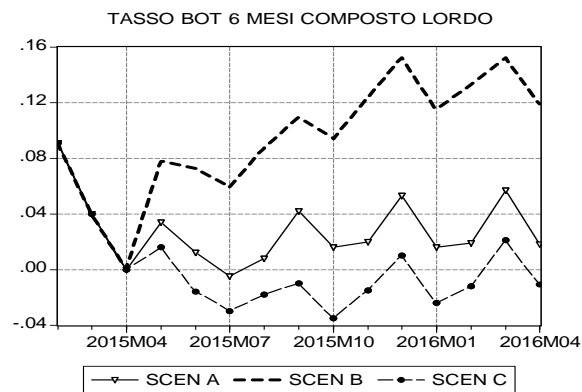
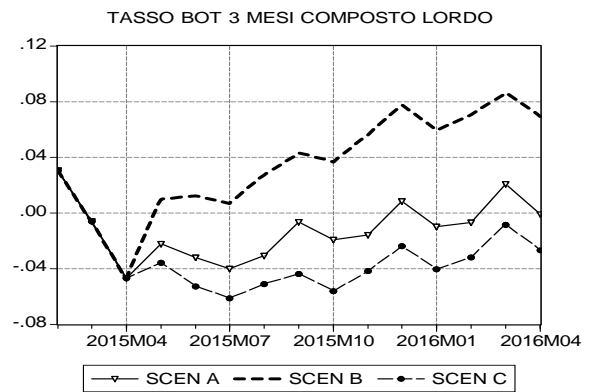
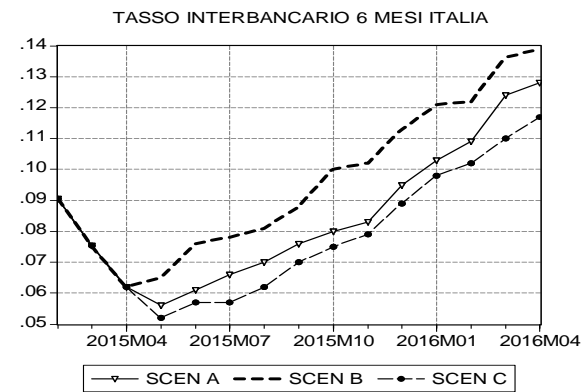
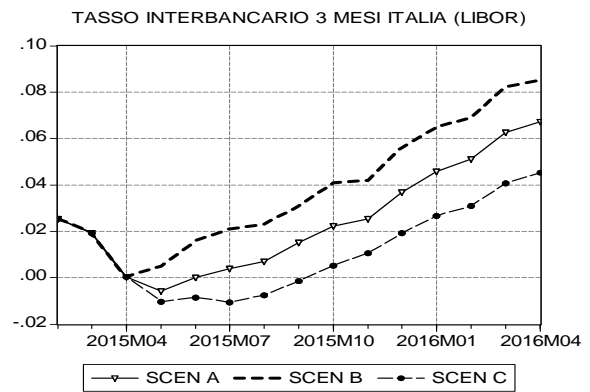
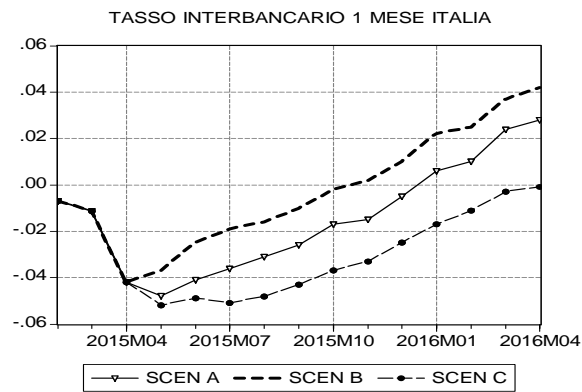
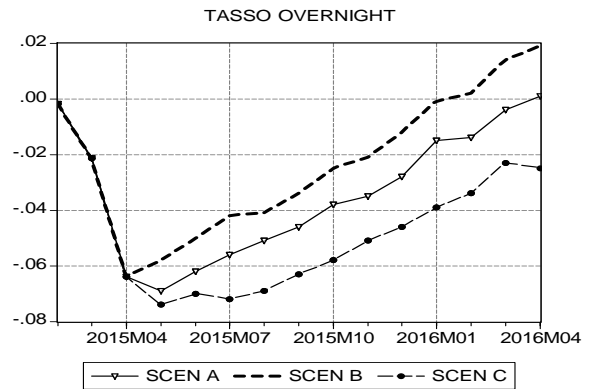
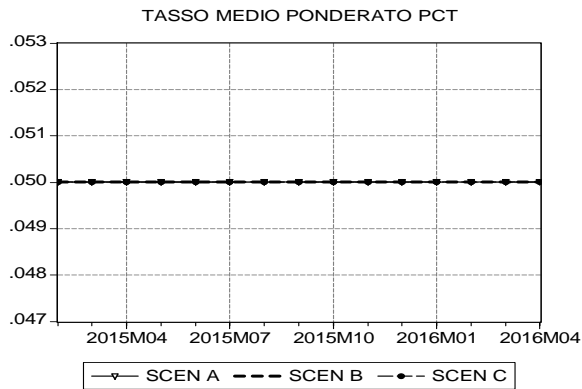
TASSI BANCARI

In febbraio i tassi bancari si sono mantenuti pressoché sui livelli precedenti: il tasso medio sui depositi è calato a +0,66% da +0,67% e quello sui prestiti si è portato a +3,60% da +3,63%. Nello scenario C, per i prossimi mesi, si prevedono tassi in linea con gli attuali sia sui depositi (+0,65% ad aprile 2016) sia sui prestiti (+3,58%). Nello scenario A, i due tassi potrebbero attestarsi, alla fine dell'orizzonte predittivo, su livelli di poco superiori: +0,68% per i depositi e +3,60 per gli impieghi. Anche nello scenario B, meno favorevole per l'Area Euro, i tassi potrebbero rimanere di poco superiori agli attuali: il tasso medio sui depositi è visto a +0,69% ad aprile 2016 e quello sui prestiti a +3,64%.

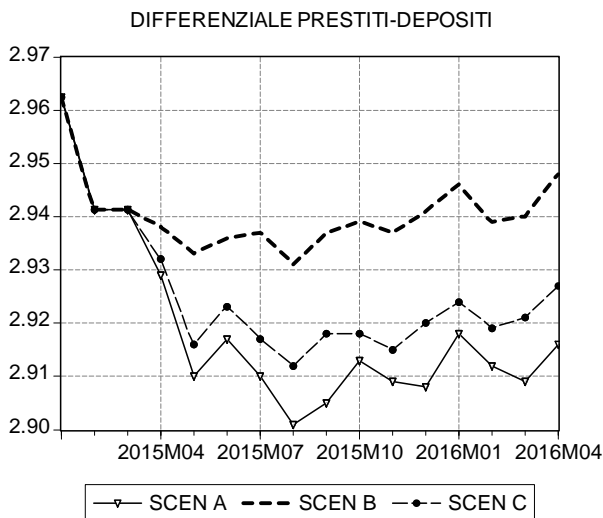
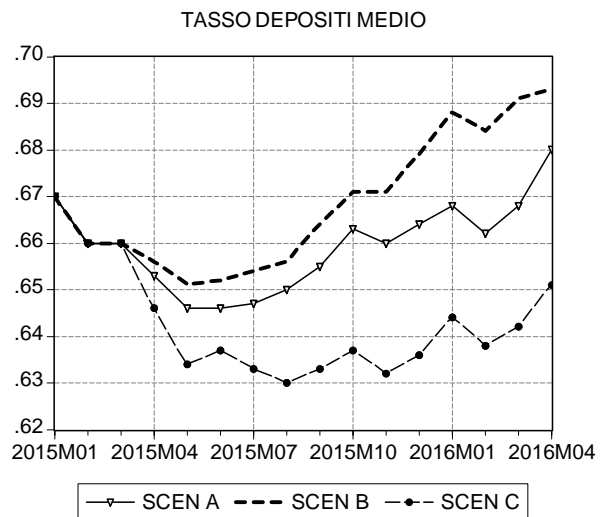
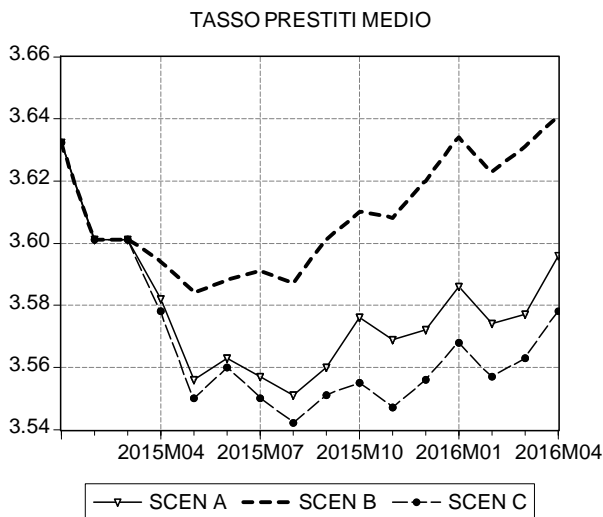
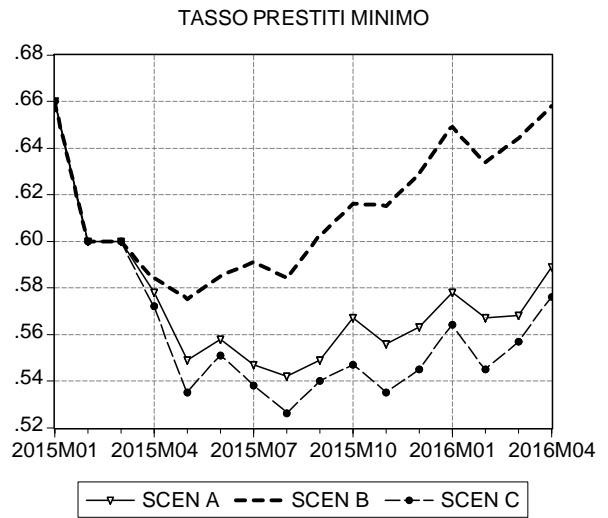
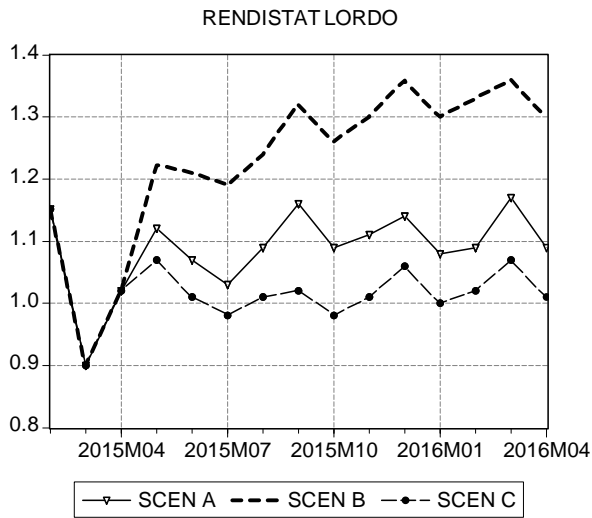
VOLUMI BANCARI

In febbraio la raccolta ha continuato a crescere (+2,96% a/a) sebbene in modo più contenuto rispetto al mese precedente, quando aveva fatto registrare un balzo del 4,10% a/a. Gli impieghi, invece, dopo il buon risultato di dicembre (+1,12% a/a) e il comunque positivo +0,24% a/a di gennaio, in febbraio sono tornati in territorio debolmente negativo (-0,18% a/a). In base ai risultati delle simulazioni, nello scenario più probabile (C) la dinamica dei depositi dovrebbe mantenersi positiva durante l'intero periodo predittivo, attestandosi, ad aprile 2016, a quota +2,17% a/a. I prestiti potrebbero invece mantenersi deboli, anche se per lo più positivi (+0,46% a/a alla fine del periodo di previsione). Nello scenario A l'andamento potrebbe essere influenzato positivamente dalla migliore congiuntura economica, con una variazione tendenziale a fine periodo pari a +2,55% della raccolta e a +0,77% degli impieghi. Se si dovesse verificare lo scenario più sfavorevole (B) i depositi rimarrebbero comunque positivi, durante l'intero arco predittivo, seppur su livelli inferiori rispetto agli scenari A e C, mentre i prestiti tornerebbero a contrarsi. Nel caso la Grecia dichiarasse *default*, i depositi totali potrebbero registrare un incremento dell'1,22% a/a ad aprile 2016 e i prestiti totali un decremento dello 0,08% a/a.

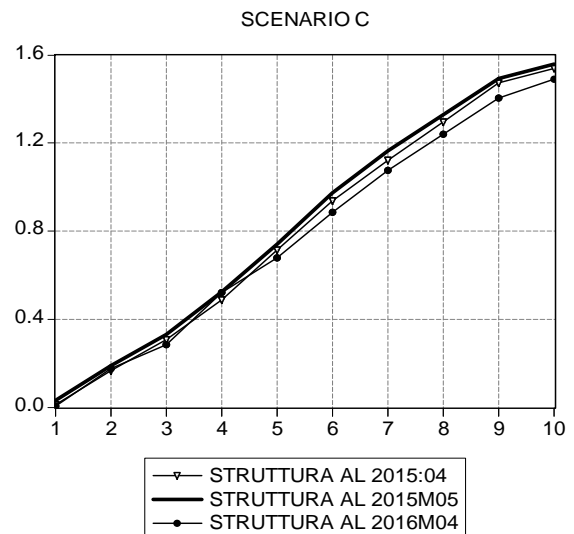
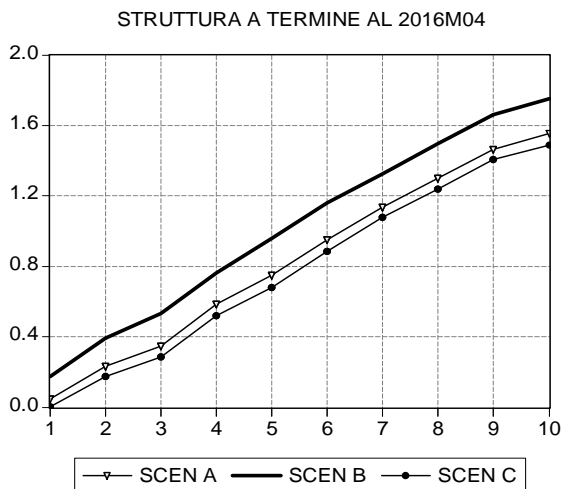
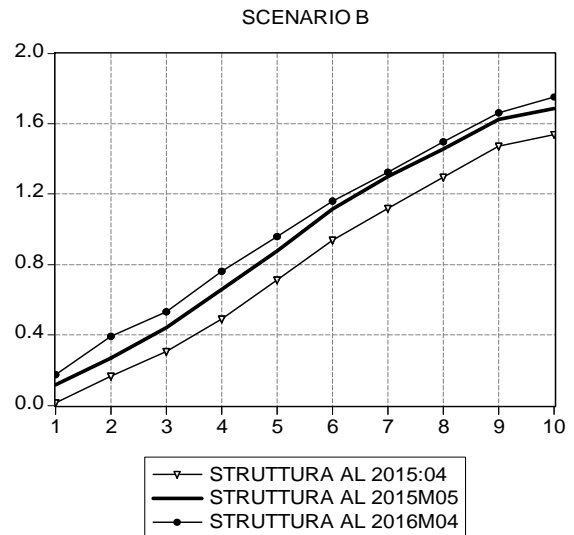
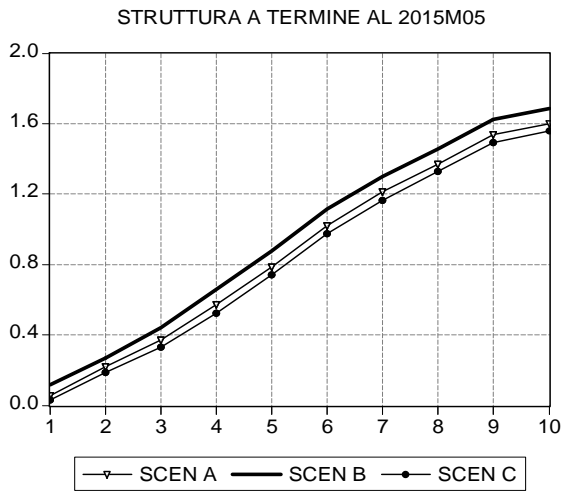
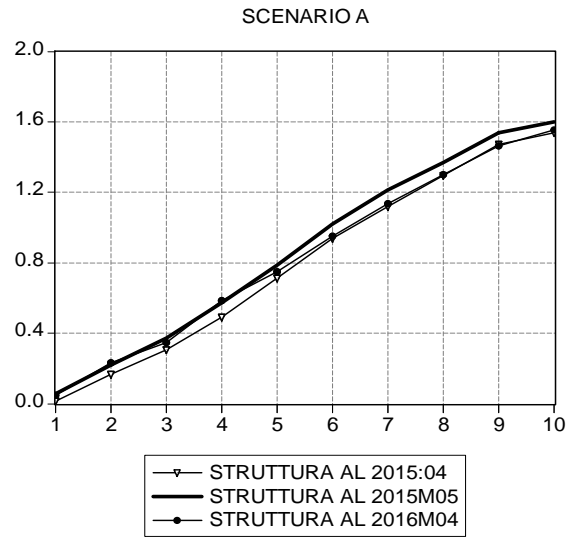
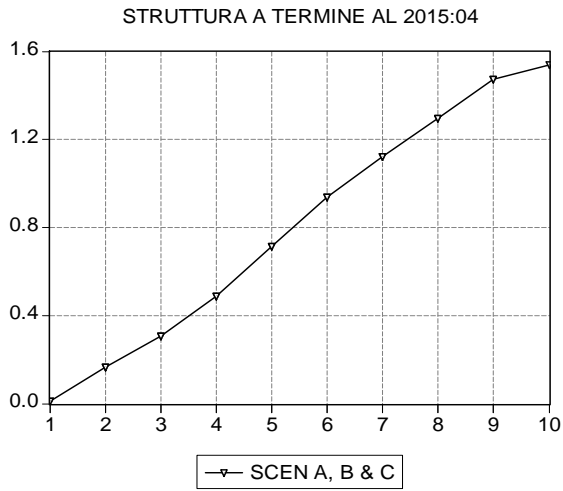
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



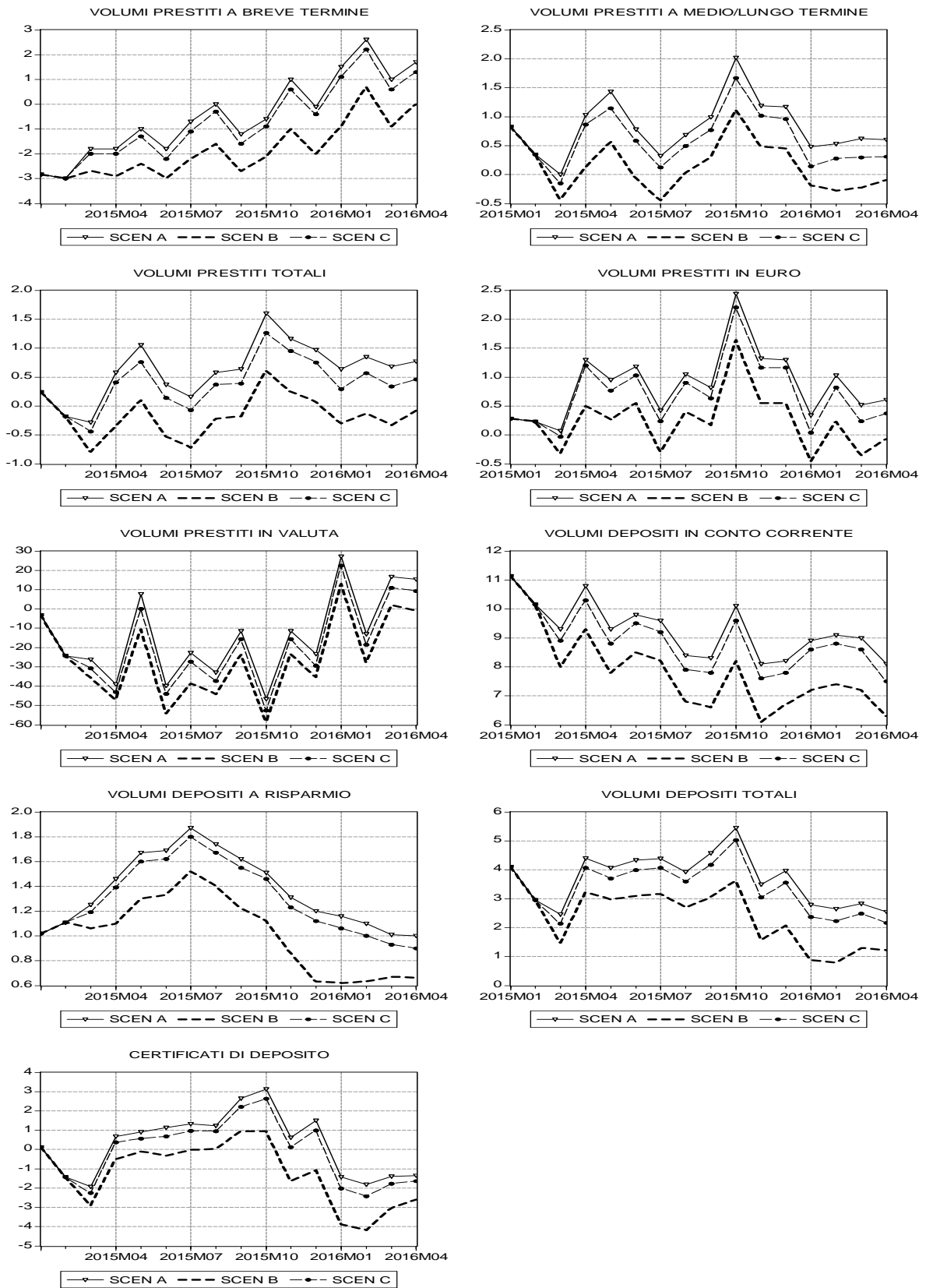
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



SCENARIO A	14 10	14 11	14 12	15 1	15 2	15 3	15 4	15 5	15 6	15 7	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT	1059	1081	1038	1126	1216	1273	1266	1280	1270	1268	1282	1261	1281	1265	1253	1292	1297	1280	1304
Produzione Industriale	-2.1	-1.6	0.0	-2.2	-0.7	-0.6	-0.1	0.5	0.9	1.2	1.6	1.8	1.8	1.6	1.5	0.8	-0.3	-0.4	-0.9
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.2	0.3	-0.1	-0.5	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5	0.4	0.1	0.0
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
T. Overnight media d/1	0.00	0.00	-0.03	-0.04	0.00	-0.02	-0.06	-0.07	-0.06	-0.06	-0.05	-0.05	-0.04	-0.04	-0.03	-0.02	-0.01	0.00	0.00
T. Interb. 1m lett.	0.00	0.00	0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.04	-0.05	-0.04	-0.04	-0.03	-0.03	-0.02	-0.02	-0.01	0.01	0.01	0.02	0.03
T. Interb. 3m lett.	0.06	0.06	0.06	0.04	0.03	0.02	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.01	0.02	0.02	0.03	0.04	0.05	0.05	0.06	0.07
T. Interb. 6m lett.	0.15	0.15	0.15	0.12	0.09	0.08	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07	0.08	0.08	0.08	0.10	0.10	0.11	0.12	0.13
T. Depositi medio	0.79	0.74	0.73	0.67	0.66	0.66	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.66	0.66	0.66	0.66	0.67	0.66	0.67	0.68
T. Prestiti medio	3.68	3.63	3.65	3.63	3.60	3.60	3.58	3.56	3.56	3.56	3.55	3.56	3.58	3.57	3.57	3.59	3.57	3.58	3.60
T.prest. medio - T.dep. medio	2.89	2.89	2.92	2.96	2.94	2.94	2.93	2.91	2.92	2.91	2.90	2.91	2.91	2.91	2.91	2.92	2.91	2.91	2.92
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.22	0.16	0.16	0.08	0.03	-0.01	-0.05	-0.02	-0.03	-0.04	-0.03	-0.01	-0.02	-0.02	0.01	-0.01	-0.01	0.02	0.00
T. BOT comp. lordo 6m	0.38	0.28	0.30	0.16	0.09	0.04	0.00	0.03	0.01	-0.01	0.01	0.04	0.02	0.02	0.05	0.02	0.02	0.06	0.02
T. BOT comp. lordo 12m	0.30	0.34	0.42	0.25	0.21	0.08	0.01	0.06	0.03	0.00	0.02	0.07	0.04	0.05	0.09	0.04	0.04	0.09	0.05
Rendistat lordo	1.76	1.71	1.55	1.33	1.15	0.90	1.02	1.12	1.07	1.03	1.09	1.16	1.09	1.11	1.14	1.08	1.09	1.17	1.09
Rendistat netto	1.54	1.49	1.36	1.16	1.01	0.79	0.89	0.98	0.94	0.90	0.95	1.02	0.95	0.97	1.00	0.95	0.95	1.02	0.95
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.84	0.65	0.69	0.53	0.31	0.29	0.31	0.37	0.34	0.30	0.32	0.40	0.35	0.35	0.41	0.35	0.35	0.42	0.35
Rend. BTP a 5 anni	1.23	1.03	1.03	0.87	0.62	0.61	0.71	0.79	0.74	0.70	0.72	0.81	0.75	0.76	0.82	0.75	0.75	0.83	0.75
Rend. BTP a 7 anni	1.80	1.53	1.47	1.26	1.00	0.94	1.12	1.21	1.15	1.11	1.14	1.20	1.14	1.15	1.22	1.13	1.13	1.21	1.14
Rend. BTP a 10 anni	2.44	2.11	1.97	1.66	1.39	1.30	1.54	1.60	1.55	1.51	1.54	1.61	1.56	1.56	1.62	1.55	1.55	1.62	1.55
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2280.883	2307.342	2313.854	2314.749	2307.293	2316.463	2307.027	2299.261	2315.527	2308.730	2298.21	2312.80	2317.38	2334.11	2336.30	2329.56	2326.90	2332.21	2324.79
Prestiti in euro	2241.840	2278.399	2282.893	2289.004	2277.532	2293.570	2282.078	2262.572	2288.098	2288.775	2276.913	2282.98	2296.541	2308.47	2312.57	2296.79	2300.99	2305.50	2296.00
Prestiti in valuta	39.043	28.943	30.961	25.745	29.761	22.893	24.948	36.689	27.429	19.956	21.294	29.814	20.836	25.633	23.727	32.777	25.914	26.719	28.792
Prestiti a breve	361.898	356.026	359.676	359.943	353.731	357.937	355.650	351.748	359.209	361.256	355.882	362.384	359.727	359.586	359.316	365.342	362.928	361.516	361.696
Prestiti a m/1	1918.985	1951.316	1954.178	1954.806	1953.562	1958.526	1951.377	1947.513	1956.318	1947.474	1942.326	1950.413	1957.651	1974.521	1976.982	1964.221	1963.977	1970.698	1963.095
Depositi totali	2127.616	2157.572	2160.342	2178.003	2176.021	2184.216	2200.395	2189.974	2202.373	2202.545	2205.305	2219.050	2243.571	2232.871	2246.108	2238.769	2233.686	2246.029	2256.505
Depositi in c/c	778.449	800.354	808.992	812.850	808.759	816.578	833.012	835.988	834.317	835.118	839.607	843.586	857.072	865.183	875.329	885.194	882.356	890.070	900.486
Depositi a risparmio	298.458	300.048	302.550	303.620	304.003	304.336	303.577	303.182	303.198	302.838	303.448	303.477	302.965	303.979	306.181	307.142	307.347	307.410	306.613
Certif. deposito	1050.709	1057.170	1048.800	1061.533	1063.259	1063.301	1063.805	1050.805	1064.858	1064.589	1062.251	1071.987	1083.534	1063.710	1064.598	1046.434	1043.982	1048.549	1049.406
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	-0.84	0.56	1.12	0.24	-0.18	-0.28	0.58	1.05	0.37	0.16	0.58	0.64	1.60	1.16	0.97	0.64	0.85	0.68	0.77
Prestiti in euro	-0.79	0.70	1.63	0.28	0.23	0.07	1.30	0.95	1.18	0.42	1.05	0.82	2.44	1.32	1.30	0.34	1.03	0.52	0.61
Prestiti in valuta	-3.51	-9.60	-26.42	-3.23	-24.21	-26.16	-39.05	7.62	-39.82	-22.77	-32.83	-11.46	-46.63	-11.44	-23.36	27.31	-12.93	16.71	15.41
Prestiti a breve	-0.77	-0.64	-0.84	-2.82	-2.99	-1.80	-1.80	-1.00	-1.80	-0.70	0.00	-1.20	-0.60	1.00	-0.10	1.50	2.60	1.00	1.70
Prestiti a m/1	-0.85	0.78	1.48	0.83	0.34	0.00	1.03	1.43	0.78	0.32	0.69	0.99	2.01	1.19	1.17	0.48	0.53	0.62	0.60
Depositi totali	0.95	1.87	2.97	4.10	2.96	2.46	4.40	4.07	4.33	4.39	3.92	4.58	5.45	3.49	3.97	2.79	2.65	2.83	2.55
Depositi in c/c	5.35	7.90	9.07	11.14	10.15	9.30	10.80	9.30	9.80	9.60	8.40	8.30	10.10	8.10	8.20	8.90	9.10	9.00	8.10
Depositi a risparmio	0.52	0.94	1.01	1.02	1.11	1.25	1.46	1.67	1.69	1.87	1.74	1.62	1.51	1.31	1.20	1.16	1.10	1.01	1.00
Certif. deposito	-1.97	-2.02	-0.76	0.12	-1.42	-1.92	0.68	0.92	1.13	1.32	1.23	2.65	3.12	0.62	1.51	-1.42	-1.81	-1.39	-1.35

(*) 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 30/04/2015.

SCENARIO B	14 10	14 11	14 12	15 1	15 2	15 3	15 4	15 5	15 6	15 7	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT	1059	1081	1038	1126	1216	1273	1266	1227	1164	1175	1206	1210	1212	1199	1191	1206	1199	1187	1211
Produzione Industriale	-2.1	-1.6	0.0	-2.2	-0.7	-0.9	-0.5	0.1	0.5	0.7	1.0	1.1	1.0	0.8	0.7	-0.2	-1.2	-1.1	-1.7
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.2	0.3	-0.1	-0.5	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	0.2	0.1	-0.1	-0.2
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
T. Overnight media d/1	0.00	0.00	-0.03	-0.04	0.00	-0.02	-0.06	-0.06	-0.05	-0.04	-0.04	-0.03	-0.03	-0.02	-0.01	0.00	0.00	0.01	0.02
T. Interb. 1m lett.	0.00	0.00	0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.04	-0.04	-0.03	-0.02	-0.02	-0.01	0.00	0.00	0.01	0.02	0.03	0.04	0.04
T. Interb. 3m lett.	0.06	0.06	0.06	0.04	0.03	0.02	0.00	0.01	0.02	0.02	0.02	0.03	0.04	0.04	0.06	0.07	0.07	0.08	0.09
T. Interb. 6m lett.	0.15	0.15	0.15	0.12	0.09	0.08	0.06	0.07	0.08	0.08	0.08	0.09	0.10	0.10	0.11	0.12	0.12	0.14	0.14
T. Depositi medio	0.79	0.74	0.73	0.67	0.66	0.66	0.66	0.65	0.65	0.65	0.66	0.66	0.67	0.67	0.68	0.69	0.68	0.69	0.69
T. Prestiti medio	3.68	3.63	3.65	3.63	3.60	3.60	3.59	3.58	3.59	3.59	3.59	3.60	3.61	3.61	3.62	3.63	3.62	3.63	3.64
T.prest.medio - T.dep.medio	2.89	2.89	2.92	2.96	2.94	2.94	2.94	2.93	2.94	2.94	2.93	2.94	2.94	2.94	2.94	2.95	2.94	2.94	2.95
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.22	0.16	0.16	0.08	0.03	-0.01	-0.05	0.01	0.01	0.01	0.03	0.04	0.04	0.06	0.08	0.06	0.07	0.09	0.07
T. BOT comp. lordo 6m	0.38	0.28	0.30	0.16	0.09	0.04	0.00	0.08	0.07	0.06	0.09	0.11	0.09	0.12	0.15	0.12	0.13	0.15	0.12
T. BOT comp. lordo 12m	0.30	0.34	0.42	0.25	0.21	0.08	0.01	0.12	0.11	0.09	0.13	0.16	0.14	0.18	0.22	0.17	0.19	0.22	0.17
Rendistat lordo	1.76	1.71	1.55	1.33	1.15	0.90	1.02	1.22	1.21	1.19	1.24	1.32	1.26	1.30	1.36	1.30	1.33	1.36	1.30
Rendistat netto	1.54	1.49	1.36	1.16	1.01	0.79	0.89	1.07	1.06	1.04	1.09	1.16	1.10	1.14	1.19	1.14	1.16	1.19	1.14
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.84	0.65	0.69	0.53	0.31	0.29	0.31	0.44	0.44	0.41	0.47	0.51	0.48	0.54	0.59	0.52	0.55	0.60	0.53
Rend. BTP a 5 anni	1.23	1.03	1.03	0.87	0.62	0.61	0.71	0.88	0.87	0.84	0.89	0.94	0.90	0.97	1.03	0.95	0.99	1.04	0.96
Rend. BTP a 7 anni	1.80	1.53	1.47	1.26	1.00	0.94	1.12	1.30	1.28	1.24	1.29	1.34	1.29	1.35	1.40	1.33	1.36	1.40	1.33
Rend. BTP a 10 anni	2.44	2.11	1.97	1.66	1.39	1.30	1.54	1.68	1.67	1.64	1.70	1.73	1.70	1.76	1.81	1.75	1.78	1.82	1.75
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2280.883	2307.342	2313.854	2314.749	2307.293	2304.616	2285.695	2277.645	2294.764	2288.446	2279.93	2293.95	2294.80	2313.11	2315.47	2307.80	2304.29	2297.01	2283.87
Prestiti in euro	2241.840	2278.399	2282.893	2289.004	2277.532	2284.631	2264.056	2247.107	2273.851	2272.592	2262.267	2268.26	2278.606	2290.93	2295.45	2278.70	2282.77	2276.63	2262.47
Prestiti in valuta	39.043	28.943	30.961	25.745	29.761	19.985	21.639	30.538	20.913	15.853	17.661	25.688	16.190	22.180	20.024	29.102	21.523	20.376	21.395
Prestiti a breve	361.898	356.026	359.676	359.943	353.731	354.657	351.666	346.774	354.819	355.799	350.188	356.882	354.298	352.466	352.482	356.704	356.207	351.465	351.666
Prestiti a m/1	1918.985	1951.316	1954.178	1954.806	1953.562	1949.959	1934.029	1930.872	1939.945	1932.646	1929.740	1937.071	1940.498	1960.645	1962.991	1951.101	1948.086	1945.546	1932.200
Depositi totali	2127.616	2157.572	2160.342	2178.003	2176.021	2163.324	2175.525	2166.827	2176.197	2176.593	2179.203	2186.797	2204.636	2191.662	2205.277	2197.169	2193.212	2191.447	2202.066
Depositi in c/c	778.449	800.354	808.992	812.850	808.759	806.866	821.735	824.515	824.439	824.450	827.214	830.344	842.282	849.176	863.194	871.375	868.607	864.960	873.504
Depositi a risparmio	298.458	300.048	302.550	303.620	304.003	303.765	302.500	302.079	302.125	301.798	302.434	302.282	301.801	302.628	304.456	305.502	305.918	305.800	304.497
Certif. deposito	1050.709	1057.170	1048.800	1061.533	1063.259	1052.693	1051.289	1040.233	1049.633	1050.345	1049.555	1054.171	1060.553	1039.858	1037.627	1020.292	1018.686	1020.687	1024.065
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	-0.84	0.56	1.12	0.24	-0.18	-0.79	-0.35	0.10	-0.53	-0.72	-0.22	-0.18	0.61	0.25	0.07	-0.30	-0.13	-0.33	-0.08
Prestiti in euro	-0.79	0.70	1.63	0.28	0.23	-0.32	0.50	0.26	0.55	-0.29	0.40	0.17	1.64	0.55	0.55	-0.45	0.23	-0.35	-0.07
Prestiti in valuta	-3.51	-9.60	-26.42	-3.23	-24.21	-35.54	-47.13	-10.42	-54.12	-38.65	-44.29	-23.72	-58.53	-23.37	-35.32	13.04	-27.68	1.96	-1.13
Prestiti a breve	-0.77	-0.64	-0.84	-2.82	-2.99	-2.70	-2.90	-2.40	-3.00	-2.20	-1.60	-2.70	-2.10	-1.00	-2.00	-0.90	0.70	-0.90	0.00
Prestiti a m/1	-0.85	0.78	1.48	0.83	0.34	-0.43	0.13	0.56	-0.06	-0.44	0.03	0.30	1.12	0.48	0.45	-0.19	-0.28	-0.23	-0.09
Depositi totali	0.95	1.87	2.97	4.10	2.96	1.48	3.22	2.97	3.09	3.16	2.69	3.06	3.62	1.58	2.08	0.88	0.79	1.30	1.22
Depositi in c/c	5.35	7.90	9.07	11.14	10.15	8.00	9.30	7.80	8.50	8.20	6.80	6.60	8.20	6.10	6.70	7.20	7.40	7.20	6.30
Depositi a risparmio	0.52	0.94	1.01	1.02	1.11	1.06	1.10	1.30	1.33	1.52	1.40	1.22	1.12	0.86	0.63	0.62	0.63	0.67	0.66
Certif. deposito	-1.97	-2.02	-0.76	0.12	-1.42	-2.90	-0.51	-0.10	-0.32	-0.03	0.02	0.95	0.94	-1.64	-1.07	-3.89	-4.19	-3.04	-2.59

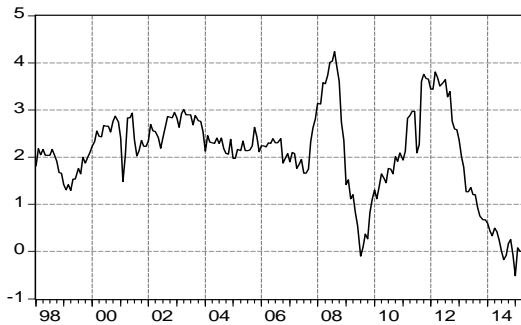
(*) Il rendimento dei BOT a 3 mesi, in assenza d'asta, è stimato. I dati storici sono in grigio scuro, gli stimati in grigio chiaro.
I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 30/04/2015.

SCENARIO C	14 10	14 11	14 12	15 1	15 2	15 3	15 4	15 5	15 6	15 7	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT	1059	1081	1038	1126	1216	1273	1266	1263	1239	1238	1249	1242	1246	1236	1223	1259	1244	1233	1266
Produzione Industriale	-2.1	-1.6	0.0	-2.2	-0.7	-0.8	-0.3	0.3	0.7	0.8	1.1	1.2	1.1	1.0	0.8	0.0	-1.0	-0.9	-1.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.2	0.3	-0.1	-0.5	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.3	0.2	0.0	-0.1
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
T. Overnight media d/1	0.00	0.00	-0.03	-0.04	0.00	-0.02	-0.06	-0.07	-0.07	-0.07	-0.07	-0.06	-0.06	-0.05	-0.05	-0.04	-0.03	-0.02	-0.03
T. Interb. 1m lett.	0.00	0.00	0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.04	-0.04	-0.03	-0.03	-0.02	-0.01	0.00	0.00
T. Interb. 3m lett.	0.06	0.06	0.06	0.04	0.03	0.02	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	0.00	0.01	0.01	0.02	0.03	0.03	0.04	0.05
T. Interb. 6m lett.	0.15	0.15	0.15	0.12	0.09	0.08	0.06	0.05	0.06	0.06	0.06	0.07	0.08	0.08	0.09	0.10	0.10	0.11	0.12
T. Depositi medio	0.79	0.74	0.73	0.67	0.66	0.66	0.65	0.63	0.64	0.63	0.63	0.63	0.64	0.63	0.64	0.64	0.64	0.64	0.65
T. Prestiti medio	3.68	3.63	3.65	3.63	3.60	3.60	3.58	3.55	3.56	3.55	3.54	3.55	3.56	3.55	3.56	3.57	3.56	3.56	3.58
T.prest.medio - T.dep.medio	2.89	2.89	2.92	2.96	2.94	2.94	2.93	2.92	2.92	2.92	2.91	2.92	2.92	2.92	2.92	2.92	2.92	2.92	2.93
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.22	0.16	0.16	0.08	0.03	-0.01	-0.05	-0.04	-0.05	-0.06	-0.05	-0.04	-0.06	-0.04	-0.02	-0.04	-0.03	-0.01	-0.03
T. BOT comp. lordo 6m	0.38	0.28	0.30	0.16	0.09	0.04	0.00	0.02	-0.02	-0.03	-0.02	-0.01	-0.04	-0.02	0.01	-0.02	-0.01	0.02	-0.01
T. BOT comp. lordo 12m	0.30	0.34	0.42	0.25	0.21	0.08	0.01	0.03	0.00	-0.03	-0.01	0.00	-0.03	-0.01	0.03	-0.02	0.00	0.04	0.00
Rendistat lordo	1.76	1.71	1.55	1.33	1.15	0.90	1.02	1.07	1.01	0.98	1.01	1.02	0.98	1.01	1.06	1.00	1.02	1.07	1.01
Rendistat netto	1.54	1.49	1.36	1.16	1.01	0.79	0.89	0.94	0.88	0.86	0.88	0.89	0.86	0.88	0.93	0.88	0.89	0.94	0.88
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.84	0.65	0.69	0.53	0.31	0.29	0.31	0.33	0.28	0.25	0.28	0.28	0.24	0.27	0.32	0.26	0.28	0.34	0.28
Rend. BTP a 5 anni	1.23	1.03	1.03	0.87	0.62	0.61	0.71	0.74	0.68	0.64	0.67	0.68	0.62	0.66	0.73	0.65	0.68	0.74	0.68
Rend. BTP a 7 anni	1.80	1.53	1.47	1.26	1.00	0.94	1.12	1.17	1.11	1.06	1.08	1.09	1.03	1.07	1.12	1.06	1.08	1.13	1.08
Rend. BTP a 10 anni	2.44	2.11	1.97	1.66	1.39	1.30	1.54	1.56	1.50	1.46	1.48	1.49	1.45	1.48	1.53	1.47	1.49	1.55	1.49
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2280.883	2307.342	2313.854	2314.749	2307.293	2312.746	2303.127	2292.663	2310.221	2303.428	2293.41	2307.05	2309.62	2329.26	2331.21	2321.46	2320.44	2320.61	2313.72
Prestiti in euro	2241.840	2278.399	2282.893	2289.004	2277.532	2291.278	2279.825	2258.538	2284.706	2284.672	2273.534	2278.68	2291.161	2304.83	2309.37	2289.92	2296.21	2296.78	2288.26
Prestiti in valuta	39.043	28.943	30.961	25.745	29.761	21.468	23.302	34.125	25.515	18.756	19.876	28.371	18.462	24.433	21.833	31.543	24.237	23.833	25.461
Prestiti a breve	361.898	356.026	359.676	359.943	353.731	357.208	354.926	350.682	357.746	359.801	354.814	360.916	358.641	358.162	358.237	363.902	361.513	359.351	359.540
Prestiti a m/1	1918.985	1951.316	1954.178	1954.806	1953.562	1955.538	1948.202	1941.981	1952.475	1943.627	1938.595	1946.135	1950.981	1971.100	1972.971	1957.559	1958.931	1961.258	1954.182
Depositi totali	2127.616	2157.572	2160.342	2178.003	2176.021	2177.394	2193.229	2182.188	2195.196	2195.583	2198.302	2210.350	2234.422	2223.378	2237.250	2229.622	2224.546	2231.393	2240.822
Depositi in c/c	778.449	800.354	808.992	812.850	808.759	813.590	829.253	832.163	832.038	832.070	835.734	839.691	853.180	861.181	872.093	882.755	879.930	883.558	891.447
Depositi a risparmio	298.458	300.048	302.550	303.620	304.003	304.156	303.368	302.973	302.989	302.630	303.239	303.268	302.815	303.739	305.939	306.838	307.043	306.985	306.098
Certif. deposito	1050.709	1057.170	1048.800	1061.533	1063.259	1059.648	1060.608	1047.052	1060.169	1060.883	1059.329	1067.391	1078.427	1058.458	1059.218	1040.028	1037.573	1040.850	1043.277
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	-0.84	0.56	1.12	0.24	-0.18	-0.44	0.41	0.76	0.14	-0.07	0.37	0.39	1.26	0.95	0.75	0.29	0.57	0.34	0.46
Prestiti in euro	-0.79	0.70	1.63	0.28	0.23	-0.03	1.20	0.77	1.03	0.24	0.90	0.63	2.20	1.16	1.16	0.04	0.82	0.24	0.37
Prestiti in valuta	-3.51	-9.60	-26.42	-3.23	-24.21	-30.75	-43.07	0.10	-44.02	-27.41	-37.30	-15.75	-52.71	-15.58	-29.48	22.52	-18.56	11.01	9.27
Prestiti a breve	-0.77	-0.64	-0.84	-2.82	-2.99	-2.00	-2.00	-1.30	-2.20	-1.10	-0.30	-1.60	-0.90	0.60	-0.40	1.10	2.20	0.60	1.30
Prestiti a m/1	-0.85	0.78	1.48	0.83	0.34	-0.15	0.86	1.14	0.58	0.12	0.49	0.77	1.67	1.01	0.96	0.14	0.27	0.29	0.31
Depositi totali	0.95	1.87	2.97	4.10	2.96	2.14	4.06	3.70	3.99	4.06	3.59	4.17	5.02	3.05	3.56	2.37	2.23	2.48	2.17
Depositi in c/c	5.35	7.90	9.07	11.14	10.15	8.90	10.30	8.80	9.50	9.20	7.90	7.80	9.60	7.60	7.80	8.60	8.80	8.60	7.50
Depositi a risparmio	0.52	0.94	1.01	1.02	1.11	1.19	1.39	1.60	1.62	1.80	1.67	1.55	1.46	1.23	1.12	1.06	1.00	0.93	0.90
Certif. deposito	-1.97	-2.02	-0.76	0.12	-1.42	-2.26	0.38	0.56	0.68	0.97	0.95	2.21	2.64	0.12	0.99	-2.03	-2.42	-1.77	-1.63

(*) 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 30/04/2015.

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

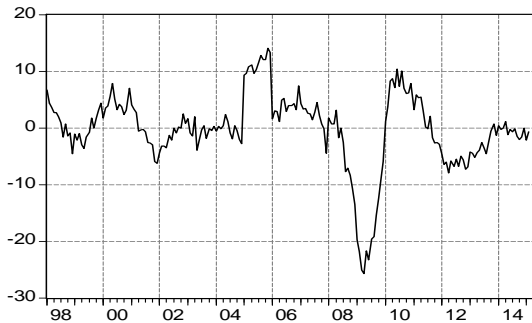
Dati mensili



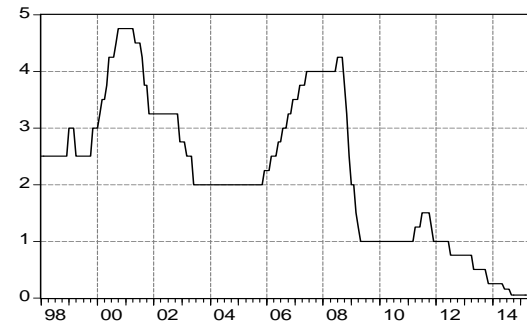
TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



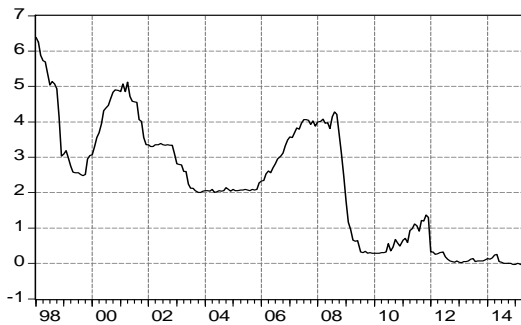
TASSO INFLAZIONE AREA EURO



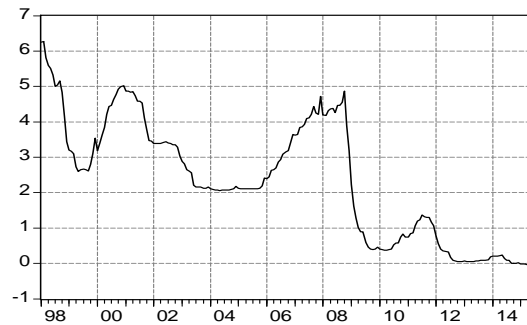
PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



TASSO DI INTERVENTO BCE



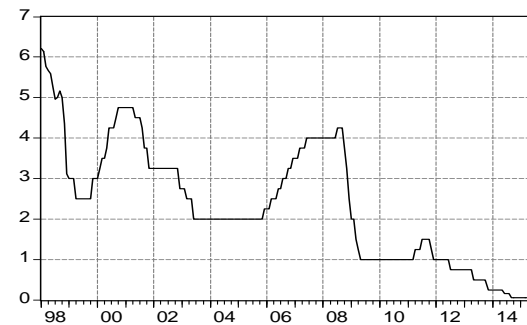
TASSO OVERNIGHT



TASSO INTERBANCARIO 1 MESE ITALIA



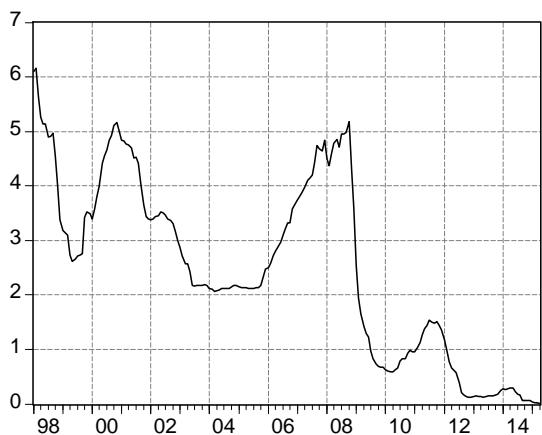
INDICE COMIT



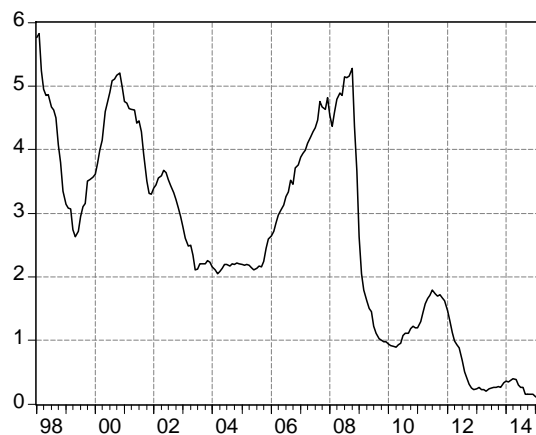
TASSO MEDIO PONDERATO PCT

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

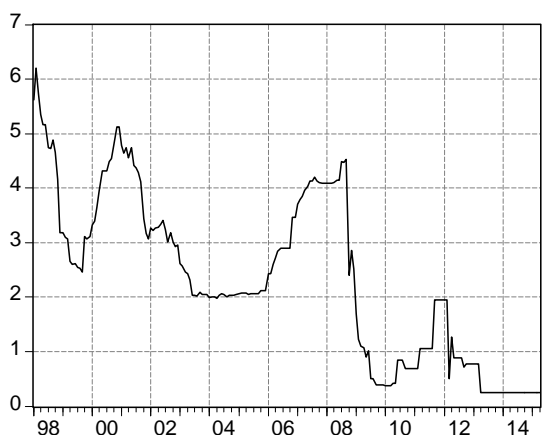
Dati mensili



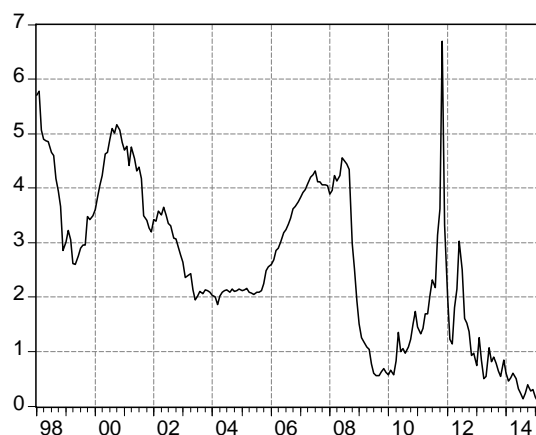
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI ITALIA (LIBOR)



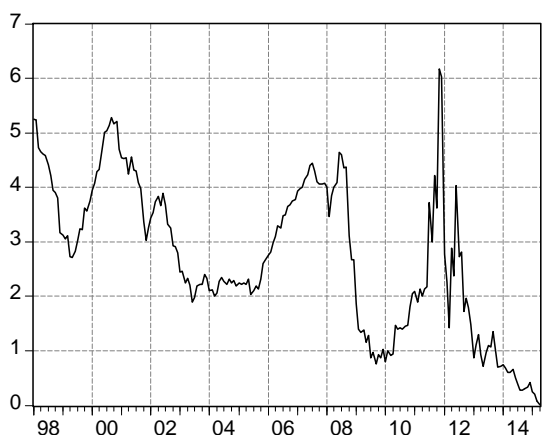
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI ITALIA



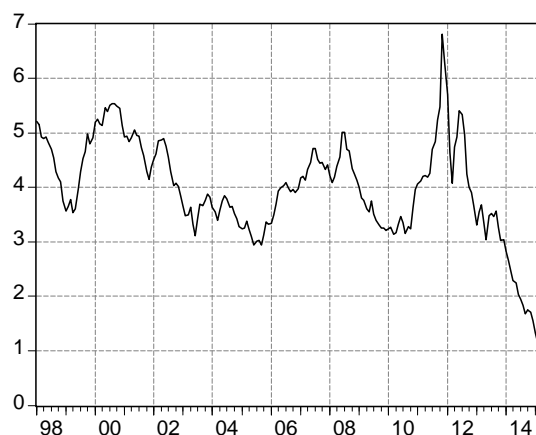
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO

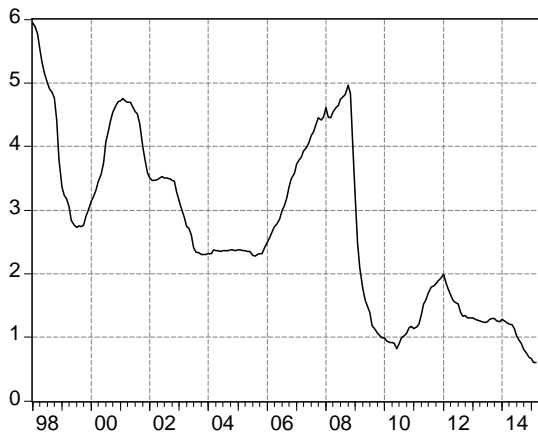


— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO

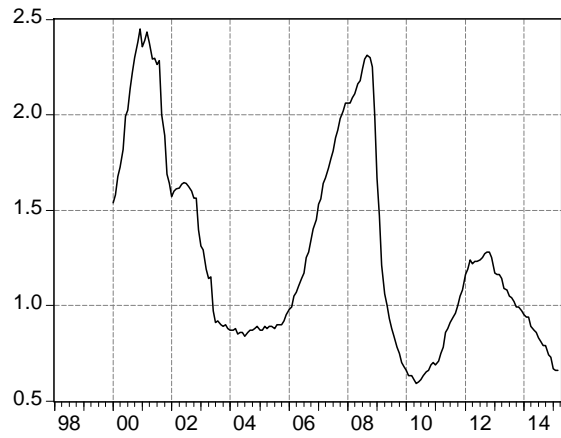


— RENDISTAT LORDO

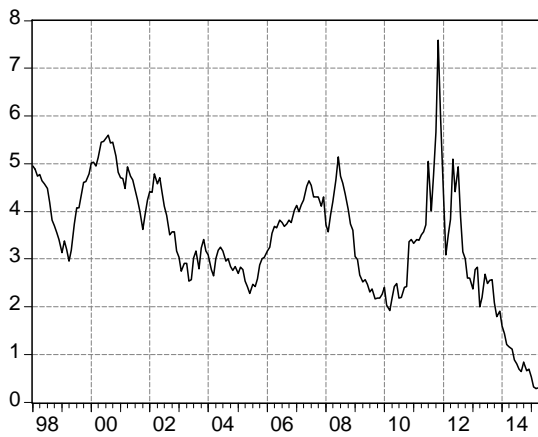
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



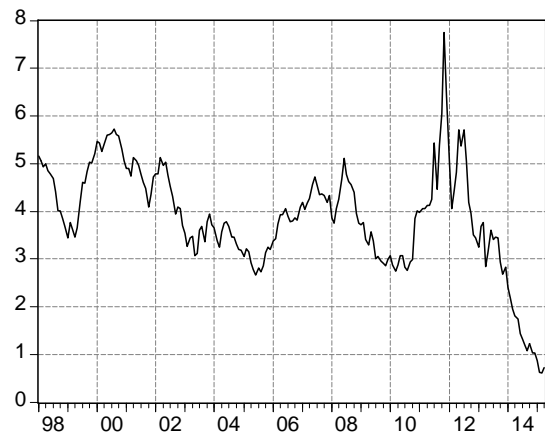
TASSO PRESTITI MINIMO



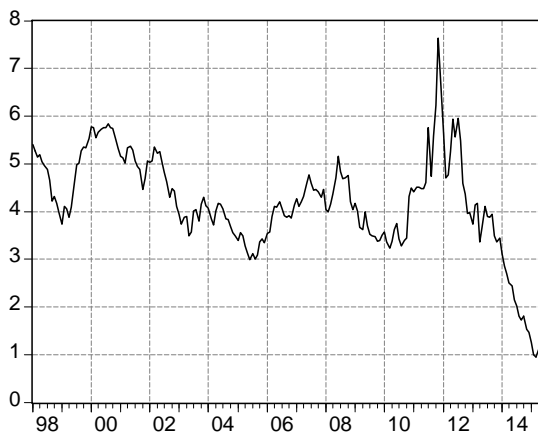
TASSO DEPOSITI MEDIO



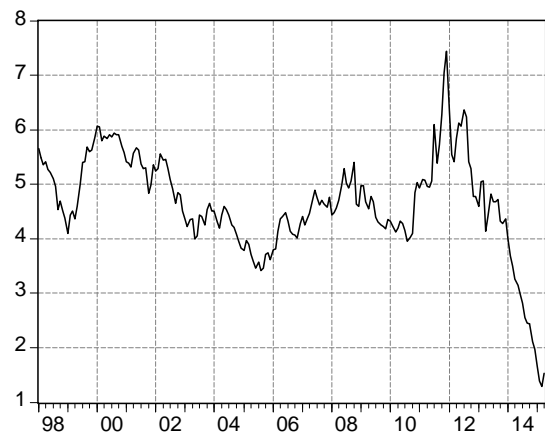
RENDIMENTO A 3 ANNI



RENDIMENTO A 5 ANNI



RENDIMENTO A 7 ANNI



RENDIMENTO A 10 ANNI

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

