



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 29/05/2015

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 maggio 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

I mercati azionari e obbligazionari mondiali sono caratterizzati da una grande vivacità. Negli ultimi trimestri gli indici azionari di Europa Giappone e Cina hanno registrato rialzi consistenti portandosi sui massimi relativi o assoluti. Allo stesso tempo, nelle borse USA, anch'esse ai massimi, non si è ancora verificata l'auspicata correzione. Questa potrebbe essere dirompente se il rendimento del T-Bond a 10 anni dovesse portarsi sopra il 2,5%: rendimenti così elevati, diventerebbero appetibili e potrebbero far concorrenza all'azionario. Ne conseguirebbe non più una fisiologica correzione, evento che ci attendiamo con maggior probabilità, bensì una brusca caduta. Al momento comunque, vista l'incertezza nei dati macro negli USA, l'eventualità non dovrebbe riguardare il prossimo mese. Il dato del PIL, in seconda lettura, è stato infatti rivisto al ribasso in misura significativa e i mensili di aprile-maggio forniscono ancora indicazioni altalenanti. L'euro/dollaro, che dovrebbe continuare nella sua fase laterale attorno a 1,10 fino a fine anno, potrebbe deprimere il canale estero anche nel prossimo trimestre. In aggiunta, l'inflazione è ben distante dal target *Fed* e, nonostante un mercato del lavoro solido, la trasmissione al livello dei salari orari non è ancora visibile. In altre parole, i dati dovrebbero confermare che la *Fed*, per non aggiungere un altro freno alla crescita, difficilmente toccherà i tassi sui *Fed funds* in estate. Negli ultimi trimestri poi, è stato rilevante anche il rialzo dei prezzi nel mercato obbligazionario che infine ha invertito rotta portando a un surriscaldamento dei rendimenti abbastanza generalizzato. In prospettiva questo trend potrebbe continuare moderatamente, non solo perché i mercati hanno cercato di anticipare le mosse di Yellen (che prima o poi dovrà rialzare i tassi) e in Europa si intravedono timidi segnali di ripresa, ma soprattutto perché si erano raggiunti livelli dei rendimenti incompressibili, in particolar modo in Europa, dove si era giunti al paradosso di non esser più remunerati per il rischio. Uno degli obiettivi del *QE* era proprio un appiattimento dei rendimenti, specialmente nei periferici, ma a causa della consistente offerta di obbligazioni e la ricerca di soluzioni più appetibili a scopo speculativo, si è assistito al recente rialzo dei rendimenti. Al fine di sfruttare i bassi tassi di interesse, i governi hanno aumentato molto le emissioni di titoli, esercitando pressioni sui saggi e provocandone il rialzo. Allo stesso tempo i capitali si sono spostati alla ricerca di mercati più remunerativi. Il fatto che molti importanti gestori di fondi pensino sia arrivato il momento di assumere posizioni *short* sul mercato obbligazionario è un fatto da non sottovalutare: i loro fondi muovono miliardi e condizionano le scelte di numerosi altri investitori. Se da un lato è comprensibile che i capitali si spostino in cerca di sempre nuove opportunità, dall'altro non possono che preoccupare la rapidità con cui questo avviene e la migrazione verso *asset class* più rischiose, con il rischio che si alimentino nuove bolle speculative. C'è chi scommette sulla Grecia, chi sugli emergenti e chi sulla Cina. Anche il mercato immobiliare potrebbe essere interessato dalla ricerca di nuove opportunità d'investimento, mentre ci sembra prematuro un movimento verso il mercato petrolifero, caratterizzato ancora da un eccesso di offerta, a causa della debole congiuntura mondiale. In Area Euro, l'effetto congiunto di bassi tassi d'interesse, divisa debole ed energia a buon prezzo sta generando un circolo virtuoso assai promettente. Il risultato visibile è una lieve ripresa economica nel primo trimestre del 2015, ma la strada è ancora molta. La situazione in Grecia resta delicata. Incrementi di volatilità sono molto probabili in relazione a voci o anticipazioni sulla trattativa greca. Si sono infatti intensificati gli sforzi del governo per individuare eventuali concessioni volte a raggiungere un nuovo accordo con i creditori, tuttavia la probabilità che la Grecia decida di dichiarare *default* è aumentata.

USA

L'euro/dollaro, che dovrebbe continuare nella sua fase laterale attorno a 1,10 fino a fine anno, potrebbe deprimere il canale estero anche nel prossimo trimestre.

Il dato relativo al PIL (seconda stima) mostra una crescita in sensibile rallentamento. La variazione congiunturale è negativa (-0,7% t/t rivisto da +0,2% t/t) mentre quella tendenziale è stata corretta a +2,7% a/a da +3% a/a. Questo conferma, da un lato l'allontanamento a dicembre 2015 del rialzo dei tassi, dall'altro le attese per un secondo trimestre ancora debole. Secondo la *San Francisco Fed*, tuttavia, la variazione del primo trimestre potrebbe essere dovuta a stagionalità residua. Correggendo in modo più efficace, la stessa banca stima una crescita vicina a +1,8% t/t. Il problema potrebbe essere definitivamente risolto il 30 luglio quando sarà rivista la metodologia della correzione stagionale per diverse componenti. Ad ogni modo, i fattori chiave che hanno caratterizzato la sotto-performance sono gli effetti dell'apprezzamento del dollaro (ancorato intorno a 1,1 il cambio con l'euro) e gli attuali prezzi del petrolio (stabile attorno ai 60 dollari al barile il Brent). Il primo fattore ha depresso il commercio con l'estero, il cui contributo alla crescita è stato fortemente negativo (-1,9% t/t anziché -1,25% t/t) per la caduta dell'*export* (-7,6% t/t) e il buon aumento dell'*import* (+5,6% t/t). Questo è confermato anche dagli ultimi dati mensili relativi a marzo: esportazioni +0,88% m/m e importazioni +7,71% m/m. Il secondo fattore è solo in parte negativo: ha sì bloccato gli

investimenti nel settore petrolifero con un calo nel comparto minerario attorno al 48%, ma ha innalzato il potere d'acquisto dei consumatori. I consumi privati nell'ultimo trimestre sono cresciuti dell'1,8% t/t (+3% a/a) anche se lontani dal +4,4% t/t del quarto trimestre. L'incremento della spesa delle famiglie è stata contenuta dall'aumento della propensione al risparmio, passata dal 4,7% del reddito disponibile nel quarto trimestre 2014 al 5,5% del primo trimestre 2015. L'apporto alla crescita dovuto ai consumi, sebbene rivisto a 1,23 punti dagli 1,31 stimati inizialmente, resta il più significativo. I dati mensili di consumi privati e reddito personale di aprile saranno resi noti il 1 giugno, ma sono attesi in crescita. Un altro contributo positivo, anche se inferiore alla stima precedente, è quello delle scorte (a +0,33 punti da +0,74 precedentemente stimato) la cui ricostituzione potrebbe in parte sostenere il PIL nel prossimo trimestre. La contrazione degli investimenti fissi su base congiunturale (-1,3% t/t) è stata determinata dalla componente non residenziale (-2,8% t/t) mentre quella residenziale si è mostrata più dinamica (+4,9% t/t). Ne è derivato un contributo alla crescita di -0,21% t/t: -0,37% dovuto agli investimenti fissi non residenziali e +0,16% t/t a quelli residenziali. La spesa pubblica, a causa anche della temporanea riduzione delle spese militari, si è contratta dell'1,1% t/t (-0,2% t/t il contributo alla crescita). La parziale debolezza del rapporto sul mercato del lavoro di marzo (rivisto a +85 mila l'incremento di unità nel settore non agricolo e +94 mila unità in quello privato) si è dimostrata solo temporanea. Il tasso di disoccupazione di aprile è sceso al 5,4% (da 5,5%) e l'aumento del numero di occupati è tornato a crescere sopra le 200 mila unità, rispettivamente +223 mila (settore non agricolo) e +213 mila (settore privato). Nonostante un mercato del lavoro solido, non si rilevano ancora pressioni sul livello dei salari. Il dato di aprile segna un +0,1% m/m (da +0,29% m/m) e +1,85% a/a (come in marzo) ancora distante da soglie preoccupanti. Il livello dei salari orari, congiuntamente all'utilizzo della capacità produttiva, anch'essa estremamente contenuta (78,2%) fornirà indicazioni di un eventuale surriscaldamento nel livello dei prezzi. A causa del calo dei corsi degli energetici e delle importazioni non energetiche (conseguenza dell'apprezzamento del dollaro) l'inflazione non è ancora in linea con il target del 2%. Nel clima di debolezza, l'inflazione in aprile è quindi rimasta debole: CPI a -0,1% a/a (da 0% a/a) e *core* stabile a +1,8% a/a. I dati macroeconomici saranno determinanti per decidere la tempistica del primo rialzo con un sentiero di crescita dei tassi che sarà estremamente graduale. Si dovranno attendere conferme che l'indebolimento del ciclo sia solo temporaneo. Nei verbali della riunione FOMC di fine aprile si rileva come "alcuni" pensassero che le informazioni disponibili entro giugno sarebbero state sufficienti a soddisfare le condizioni per un rialzo, mentre "molti" ritenessero fosse improbabile raccogliere dati tali da rendere possibile la svolta. E in "molti" sembra avessero ragione. I dati di aprile mostrano una produzione industriale ancora in calo (-0,3% m/m come in marzo) ordini di beni durevoli in flessione (-0,5% m/m, il dato segue un buon +5,1% m/m dovuto però in gran parte alla componente dei trasporti) e un incremento delle vendite al dettaglio nullo rispetto al mese precedente. Le indicazioni dagli indici di fiducia sono miste: più positive quelle riferite ad aprile rispetto a quelle di maggio. In aprile, l'ISM manifatturiero è rimasto stabile a quota 51,5 e il non manifatturiero è salito a 57,8 (da 56,5). Per contro l'NAPM di maggio è sceso a quota 46,2 da 52,3. Anche il *Conference Board* riferito allo stesso mese, passando da 94,3 a 95,4, ha recuperato solo parzialmente il precedente calo. Nel complesso il sentiero di crescita intrapreso dovrebbe risultare moderato (attorno al +2,5% a/a). Evidenziamo poi borse ancora sui massimi. Se il T bond a 10 anni dovesse superare la soglia critica del 2,5%, la correzione potrebbe essere drastica.

GIAPPONE

Nel primo trimestre 2015, il PIL è aumentato dello 0,6% t/t (0,3% t/t il precedente) crescita superiore alle attese (0,4% t/t) e alla stima preliminare (0,4% t/t). Rispetto allo stesso trimestre del 2014, la variazione stata ancora negativa, pari a -1,4% a/a (da -0,8% a/a). L'incremento congiunturale dei consumi privati è stabile allo 0,4% t/t, si è verificato invece un calo a livello tendenziale (-4,1% a/a da -2,4% a/a dell'anno precedente). Il petrolio, a livelli contenuti, starebbe in parte bilanciando gli effetti restrittivi dell'aumento dell'aliquota sui consumi. L'incremento della spesa pubblica è stato minore rispetto al trimestre precedente (0,1% t/t da 0,3% t/t) mentre a livello tendenziale, c'è stata una lieve accelerazione (1% a/a da 0,6% a/a). L'andamento degli investimenti fissi è stato positivo rispetto al trimestre precedente (0,1% t/t) ma è rimasto negativo a livello tendenziale (-5,3% a/a). In termini di contributi alla crescita, l'apporto degli investimenti fissi e della spesa pubblica è stato nullo, come nel periodo precedente. Il contributo delle esportazioni nette è stato invece negativo (-0,2% t/t) a causa di un aumento delle importazioni (2,9% t/t e 0% a/a) più consistente rispetto a quello delle esportazioni (2,4% t/t e 7,3% a/a). Per quanto riguarda i dati mensili relativi al commercio estero, in aprile si rileva un incremento delle importazioni (1,79% m/m da -4,96% m/m in marzo) e una riduzione delle esportazioni (-1,51% m/m da 3,77% m/m). Il tasso di disoccupazione in aprile è calato ancora rispetto al mese precedente (3,3% da 3,4%). Sempre in aprile, il CPI ha presentato una variazione dello 0,6% a/a (da 2,4% a/a) mentre il *core* dello 0,3% a/a (da 2,2% a/a di marzo). Il calo dei prezzi dei beni energetici giustifica il rinvio del conseguimento del target di inflazione. La produzione industriale è

umentata dell'1% m/m (-0,1% a/a) dai valori precedenti di -0,8% m/m (-3,3% a/a). I dati risultano superiori rispetto alle attese di consenso: 0,9% m/m e 0% a/a. Si è verificato inoltre un lieve aumento del PMI manifatturiero da 49,9 a 50,9. Dal lato della domanda invece, la variazione dei consumi privati è stata negativa: -5,8% m/m (3,8% m/m in marzo) così come quella delle vendite al dettaglio (-6,8% m/m da 15,6% m/m in aprile). Solo il reddito disponibile è aumentato dello 0,1% m/m (-0,9% m/m in precedenza). La fiducia dei consumatori è calata leggermente da 41,7 a 41,5. Lo scenario economico resta condizionato dalla politica monetaria espansiva della *BoJ*, confermata anche nella riunione del 22 maggio.

AREA EURO

In Area Euro, l'effetto congiunto di bassi tassi d'interesse, divisa debole ed energia a buon prezzo sta generando un circolo virtuoso assai promettente. Il risultato visibile è una lieve ripresa economica nel primo trimestre del 2015, ma la strada è ancora molta.

La stima *flash* sulla crescita del PIL nel primo trimestre mostra che l'economia è cresciuta dello 0,4% t/t (+1% a/a) dato di poco inferiore alle previsioni di consenso (+0,5% t/t, +1,1% a/a) e in linea con quanto registrato nel quarto trimestre (+0,3% t/t, +0,9% a/a). Il dettaglio riguardante le diverse componenti sarà reso noto il 9 giugno e dovrebbe confermare che la spinta è venuta principalmente dalla domanda interna, mentre gli effetti positivi sulle esportazioni, con un tasso di cambio EUR/USD saldamente ancorato attorno a 1,1, dovrebbero essere maggiormente visibili a partire dal secondo trimestre. A conferma di questo, l'incremento delle esportazioni di marzo (+1,68% m/m) è stato inferiore a quanto registrato per le importazioni (+3,91% m/m). Altra variabile chiave è l'inflazione che, dopo aver mostrato una variazione nulla in aprile dell'HCPI (*core* stabile a +0,6% a/a) dovrebbe presentare un segno positivo spiegato, però, dal recupero dei prezzi per la stagionalità del mese più che per una accelerazione della crescita. Da lato dell'offerta, in maggio, gli indici PMI sono risultati su buoni livelli: il manifatturiero è passato da 52 a 52,3, mentre quello dei servizi si è attestato a 53,3 (da 54,1). La produzione industriale in marzo è tornata in territorio negativo (-0,2% m/m) dopo il miglioramento del mese precedente (+0,9% m/m). Il dato tendenziale è stato comunque positivo: +1,9% a/a dal +1,6% a/a di febbraio. Da lato della domanda, in marzo, le vendite al dettaglio hanno registrato una diminuzione dello 0,8% m/m (+1,5 a/a) dopo il precedente +0,1% m/m (+2,6% a/a). In generale, quindi, i segnali positivi sono stati pochi. Solo la fiducia di imprese e consumatori sembra al momento solida e questo, in prospettiva, dovrebbe spingere verso una crescita più sostenuta dal lato sia dell'offerta sia della domanda. La politica d'informazione della BCE è orientata a rassicurare i mercati circa il suo impegno nel sostenere la crescita con il *QE*, che proseguirà almeno fino a settembre 2016. Per la BCE, i rischi al ribasso per lo scenario sono l'assenza di riforme strutturali e le incertezze sui negoziati con la Grecia. Il 5 giugno Atene dovrà rimborsare una rata da 312 milioni di euro al FMI e altri 1,2 miliardi entro il 19 giugno e al momento non è chiaro come possa reperire queste risorse. Il governo greco dovrà raggiungere in tempi rapidi un accordo con i creditori per scongiurare il *default* ed evitare il rischio di un rialzo dei premi al rischio richiesti agli emittenti sovrani più deboli dell'Area Euro, anche se i miglioramenti istituzionali degli ultimi anni rendono meno probabili effetti contagio.

Germania

Nel primo trimestre del 2015 l'economia è cresciuta solo dello 0,3% t/t (+1% a/a). Sebbene il dato sia inferiore sia alle attese di consenso (+0,5% t/t e +1,3% a/a) sia alla variazione del precedente trimestre (+0,7% a/a e +1,5% a/a) il Governo ha mantenuto le proprie previsioni sul 2015, scommettendo su un aumento del PIL dell'1,8% a/a. A frenare il tradizionale motore dell'Eurozona è stato il commercio con l'estero, che sta risentendo sia dell'indebolimento della domanda globale sia della transizione dalle esportazioni ai consumi privati. Le esportazioni sono infatti cresciute meno delle importazioni, rispettivamente +0,8% t/t (+4,3% a/a) e +1,5% t/t (4,9% a/a). Il canale estero ha quindi inciso negativamente sulla crescita (-0,2% t/t). Il dato di marzo, relativo quindi ancora al primo trimestre, conferma appunto un incremento più robusto delle importazioni (+2,45% m/m) rispetto alle esportazioni (+1,29% m/m) con un saldo della bilancia commerciale pari a 19,36 milioni di euro. Ci attendiamo, tuttavia, in futuro, un beneficio derivante dall'indebolimento dell'euro. I consumi privati, invece, crescendo dello 0,6% t/t (+2% a/a) hanno fornito un apporto positivo uguale alle scorte (+0,3% t/t). Al contrario gli investimenti fissi, con una variazione di +1,5% t/t (-0,6% a/a) non hanno contribuito alla crescita congiunturale. Gli indicatori mensili di offerta e domanda sono perlopiù incerti, tendenti più al ribasso che al rialzo. Particolare attenzione va posta all'inaspettato calo della produzione industriale di marzo: -0,5% m/m (consenso: +0,4% m/m) e -0,1% a/a. Il dato segue la fase stagnante di febbraio (0% m/m e +0,1% a/a) e la variazione negativa di gennaio (-0,1% m/m). In crescita, al contrario, la produzione nelle costruzioni (+2,1% m/m) e la variazione degli ordini all'industria manifatturiera. Questi ultimi sono tornati a crescere su base congiunturale e tendenziale (+0,9% m/m e +1,9% a/a) dopo il calo di gennaio e febbraio, rispettivamente pari a -2,6% m/m e -0,9% m/m. Le vendite al dettaglio, già relative ad aprile, dopo la battuta d'arresto del mese precedente (-1,4% m/m)

sono cresciute dell'1,7% m/m, portando il tendenziale a +3,7% a/a. Questo farebbe propendere per uno spunto più positivo dal prossimo trimestre, se non fosse per l'andamento degli indici di fiducia: in calo *Zew* (a 41,9) *Ifo* (a 108,5) e PMI (51,4 per il manifatturiero e 52,9 per quello dei servizi). Ad ogni modo sia *Zew* che *Ifo* restano superiori alla media di lungo periodo, quindi coerenti con un'espansione anche nei prossimi trimestri. In aprile l'inflazione misurata sull'indice armonizzato ha lievemente corretto al rialzo (+0,3% a/a da +0,2% a/a) così come quella *core* (+1,1% a/a da +1% a/a). L'*headline* e il *core* si mantengono, tuttavia, su livelli ancora preoccupanti. L'economia resta in una fase di espansione e in prospettiva l'indebolimento dell'euro e il *QE* dovrebbero stimolare ulteriormente la crescita spingendo l'incremento delle esportazioni.

Francia

Si va forse delineando una fase di graduale recupero per l'economia, con una variazione del PIL incoraggiante (+0,6% t/t e +0,7% a/a). Il dato segue un quarto trimestre del 2014 sottotono con una crescita tendenziale e congiunturale nulla. Il contributo di maggior rilevanza è, tuttavia, dovuto a un accumulo delle scorte (+0,5% t/t). Gli investimenti sono calati (-0,2% t/t e -1,7% a/a) apportando un contributo nullo alla crescita. Il canale estero ha invece sottratto 0,5 punti per un aumento più marcato delle importazioni rispetto alle esportazioni. Nel prossimo futuro il canale estero dovrebbe beneficiare della debolezza dell'euro. Nota positiva è l'aumento dei consumi privati (+0,8% t/t e +1,7% a/a) che ha determinato un +0,4% t/t di crescita. Gli indici di fiducia PMI relativi a maggio hanno lievemente corretto al rialzo. Quello riferito al settore manifatturiero è rimasto inferiore a 50 (pari a 49,3) mentre quello dei servizi a 51,6. Allo stesso tempo è in lieve calo la fiducia dei consumatori (93 in aprile da 94). L'HCPI di aprile ha registrato una variazione pari a +0,1% a/a (*core* +0,5% a/a). A oggi sono state attivate solo alcune misure in linea con le richieste provenienti dall'Europa. Nel rapporto annuale, la *Banque de France* evidenzia alcuni problemi rilevanti: l'elevato livello di disoccupazione, il peggioramento dei conti pubblici, il deterioramento nella competitività mondiale e la rigidità del sistema industriale.

Italia

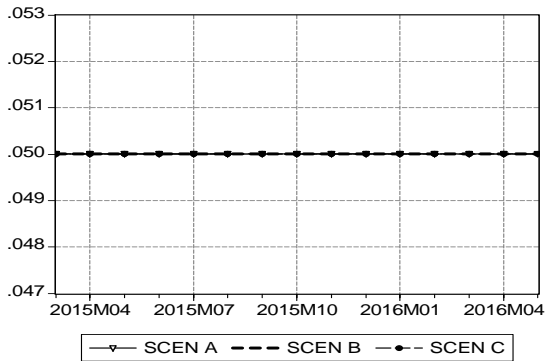
Nel primo trimestre l'economia è cresciuta dello 0,3% t/t. Nonostante il tendenziale mostri una variazione nulla, un dato così positivo non si registrava dal terzo trimestre del 2011. La proiezione dell'Istat è poi altrettanto positiva, la variazione congiunturale prevista per il secondo trimestre sarebbe dello 0,2%: due rialzi consecutivi che decreterebbero l'uscita dalla recessione anche in termini tecnici. L'aumento poi dovrebbe proseguire grazie a un'accelerazione delle esportazioni, un recupero della domanda interna e una dinamica finalmente positiva degli investimenti. Il dettaglio delle componenti, al momento, non è però brillante. La crescita è stata spinta dall'incremento degli investimenti fissi (+1,5% t/t e +0,4% a/a) con un apporto pari a 0,3% t/t. Questo grazie soprattutto agli investimenti in mezzi di trasporto, una componente molto volatile. Un apporto altrettanto positivo è stato fornito dalle scorte (+0,5% t/t) a compensazione del calo del trimestre precedente (-0,6% t/t). Al contrario, la variazione dei consumi privati è risultata di -0,1% t/t anche se il tendenziale è rimasto positivo (+0,3% a/a). Ne è derivato un contributo alla crescita pari a -0,1% t/t. L'aumento della fiducia dei consumatori registrato nel corso del primo trimestre non è stato quindi confermato dal livello dei consumi. Negativo anche il contributo delle esportazioni nette (-0,4%) anche se, come nel resto dell'Eurozona, questa componente dovrebbe beneficiare del tasso di cambio favorevole. Questo effetto sembrerebbe tardare visto che la variazione rispetto a marzo delle esportazioni verso i paesi extra UE è negativa (-1,91% m/m da +2,19% m/m) e inferiore a quella registrata per le importazioni (+1,89% m/m da +4,88% m/m). Verso i paesi UE il dato è di marzo (esportazioni +1,52% m/m e importazioni +3,38% m/m). Nello stesso mese la produzione industriale ha mostrato il secondo incremento (+0,4% m/m da +0,7% m/m) portando in area positiva anche il tendenziale (+0,9 a/a da -0,3% a/a). Gli ordini all'industria sono invece tornati a diminuire (-0,3% m/m e -0,5% a/a) dopo il buon aumento di febbraio (+0,8% m/m e +1,9% a/a). In maggio si è registrata una certa stazionarietà degli indici di fiducia dal lato dell'offerta (manifatturiero a 103,5 e servizi a 104,9) mentre è ragguardevole il calo di quella dei consumatori (da 108 a 105,7). Dopo il deciso miglioramento dei mesi precedenti, quando si erano create aspettative di un rapido recupero dell'economia e del mercato del lavoro, il calo appare fisiologico. Ad ogni modo, questo si riflette nel secondo calo consecutivo delle vendite al dettaglio: -0,1% m/m in maggio come in aprile. La stima preliminare dell'Istat vede un ritorno alla crescita del livello dei prezzi in maggio (HCPI a +0,2% a/a da -0,1% a/a). La ripresa dell'inflazione è dovuta principalmente al ridimensionamento della flessione dei prezzi dei beni energetici non regolamentati. Anche la variazione *core* è stata positiva (+0,7% a/a da +0,4% a/a). In generale lo scenario resta altamente vulnerabile, condizionato positivamente dalla politica espansiva della BCE, dall'euro debole e dal contenuto prezzo del petrolio: servirà, tuttavia, consolidare la crescita con investimenti e riforme strutturali.

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

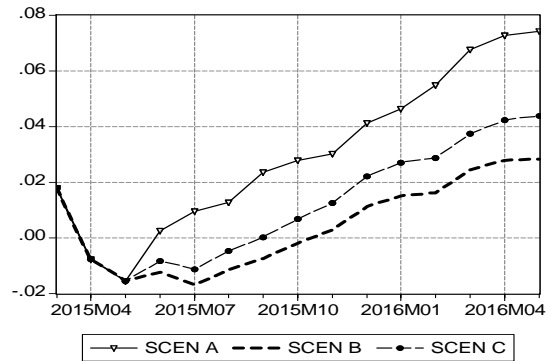
A (10%)	B (10%)	C (80%)
<p>Usa: Il trend di rialzo dei rendimenti, innescato da un livello ormai incompressibile, sarà più marcato rispetto allo scenario C, a causa o di un effetto speculativo o di una crescita del PIL più positiva, tra il 3% e il 3,5% a/a. La <i>Fed</i> decide di effettuare a settembre 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 <i>Fed</i> 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 considerevolmente sotto quota 1,10, necessita del rialzo dei tassi da parte della <i>Fed</i>, atteso a settembre 2015. In vista di tale intervento, lo <i>spread</i> tra BTP a 10 anni e <i>Bund</i> rimane attorno a 130 punti base, con il rendimento dei primi attorno al 2%. A causa delle scadenze alle quali la Grecia deve far fronte 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. Il trend di rialzo dei rendimenti, innescato da un livello ormai incompressibile, dovrebbe continuare moderatamente. Le attese di minori utili futuri e un quadro macroeconomico più incerto portano a un ridimensionamento dei corsi azionari.</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 il 2%% 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. Il trend di rialzo dei rendimenti, innescato da un livello ormai incompressibile, dovrebbe continuare moderatamente. Le attese di minori utili futuri e un quadro macroeconomico più incerto portano a un ridimensionamento dei corsi azionari.</p> <p>Area Euro: La divergenza di politica monetaria tra BCE e <i>Fed</i> 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 considerevolmente 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 130 punti base e il rendimento dei primi cresce gradualmente fino all'1,9%. A causa delle scadenze alle quali la Grecia deve far fronte si registra un'elevata volatilità nei mercati finanziari.</p>

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili

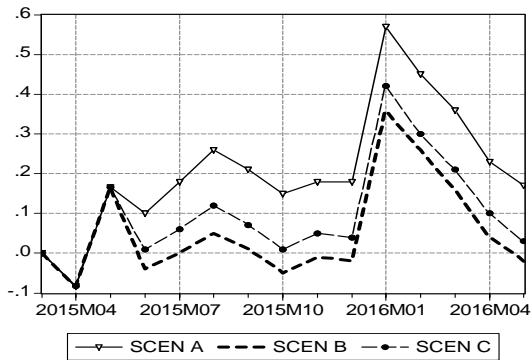
TASSO DI INTERVENTO BCE



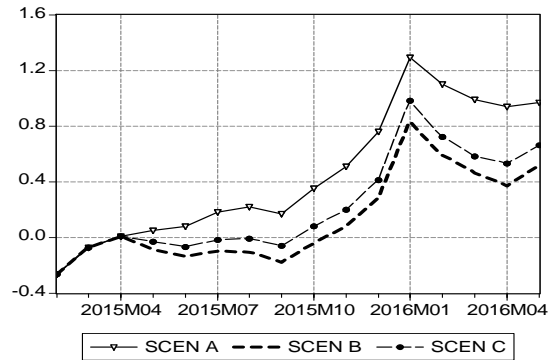
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI (ZONA EURO)



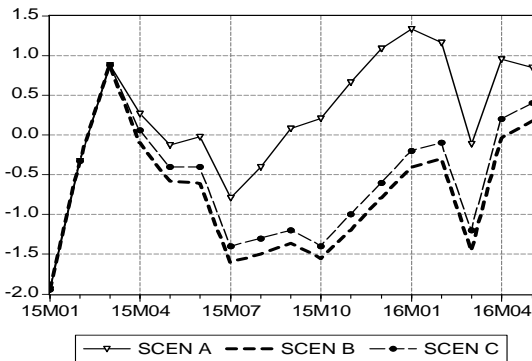
TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



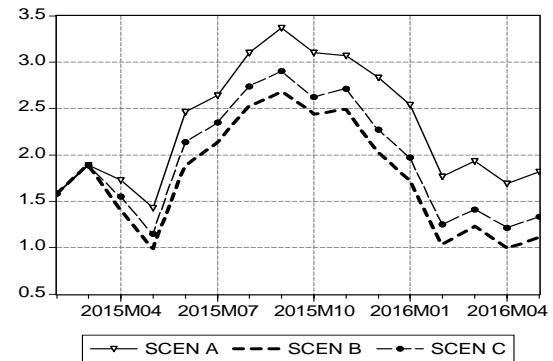
TASSO INFLAZIONE AREA EURO



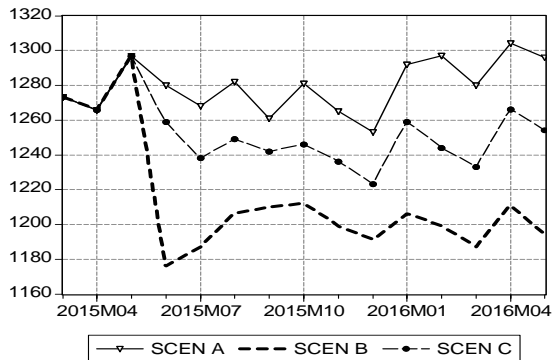
PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



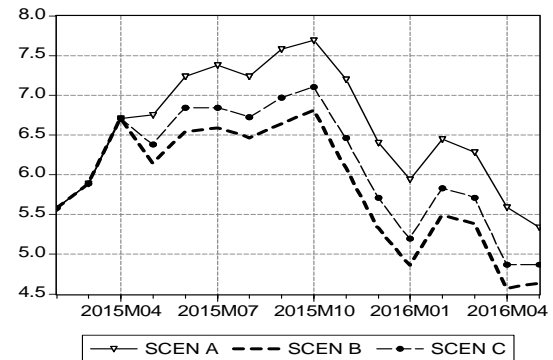
PRODUZIONE INDUSTRIALE AREA EURO



INDICE COMIT

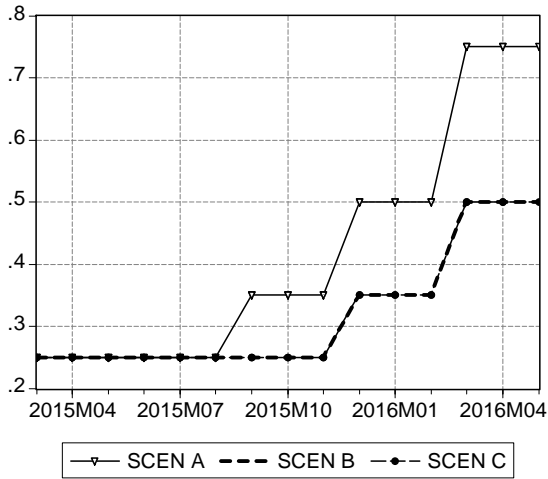


OFFERTA DI MONETA AREA EURO

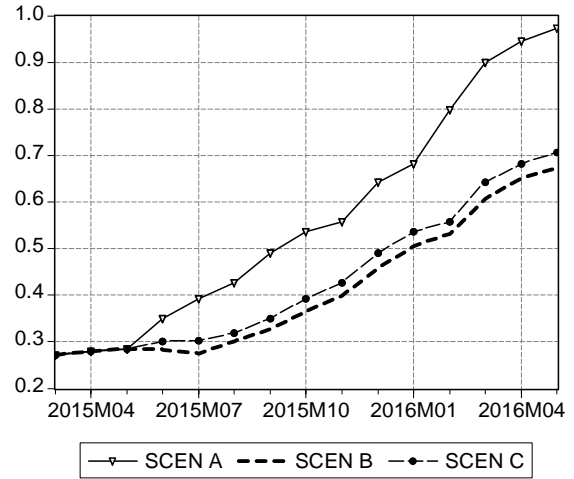


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili

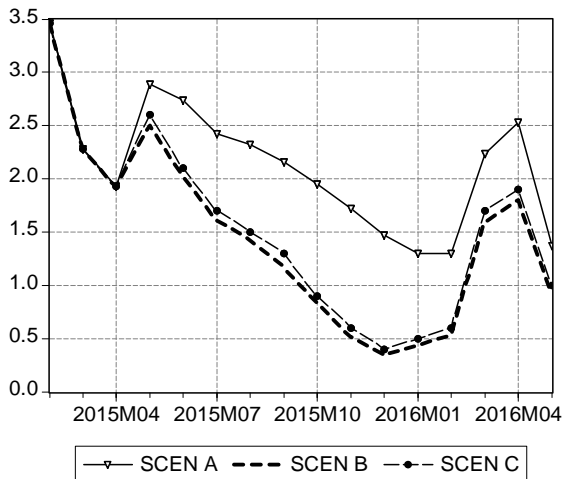
TASSO DI INTERVENTO FED



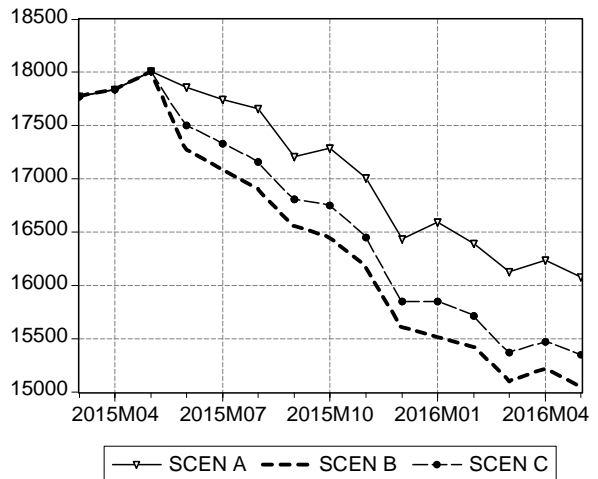
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



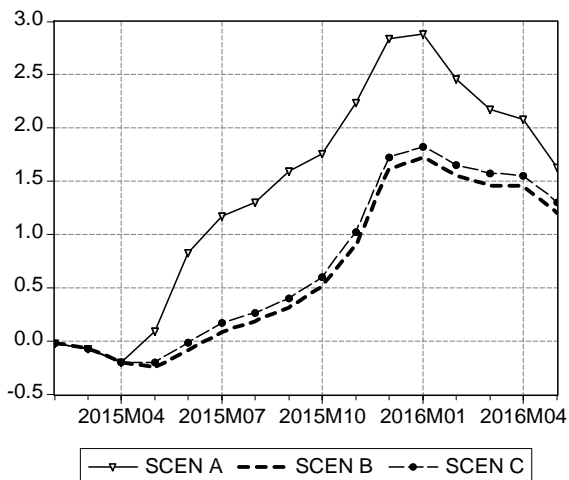
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



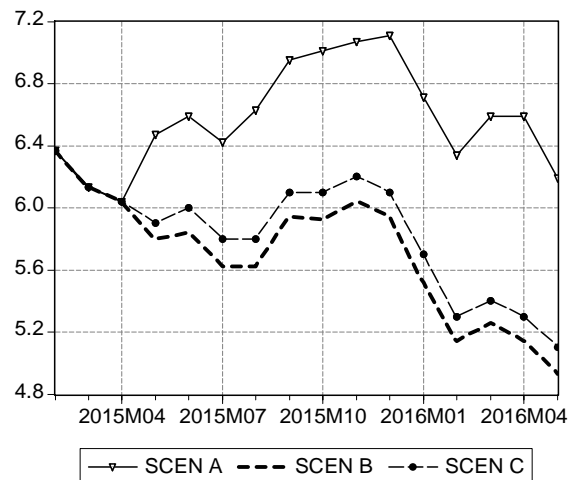
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

TASSI INTERBANCARI

I saggi interbancari europei in maggio hanno subito una lieve limatura rispetto al mese precedente: il tasso a 1 mese si è portato a -0,06%, il 3 mesi a -0,01 e il 6 mesi allo 0,05% (-0,04%, 0,00% e 0,06% rispettivamente ad aprile). 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, a maggio 2016, a -0,04% (1 mese) +0,03% (3 mesi) e +0,09% (6 mesi). Nello scenario A, alla fine dell'orizzonte di previsione, i tassi potrebbero essere lievemente superiori a quelli previsti per lo scenario C (-0,02%, +0,06% e +0,11% rispettivamente l'1, il 3 e il 6 mesi) mentre, nel caso la Grecia dichiarasse *default*, scenario B, sarebbero lievemente inferiori: -0,05%, +0,01% e +0,08% per le scadenze a 1, 3 e 6 mesi.

STRUTTURA A TERMINE

I primi segnali di timida ripresa in Europa e soprattutto i livelli ormai incompressibili dei rendimenti nei mercati obbligazionari in tutte le principali macro aree, hanno portato, in maggio, a un consistente rialzo dei tassi d'interesse sui BTP a tutte le scadenze: il 3 anni si è portato a +0,39% da +0,31%, il 5 anni a +0,93% da +0,71%, il 7 anni a +1,45% da +1,12% e il decennale è arrivato a +1,91% da +1,54%. Gli investitori hanno iniziato ad aprire posizioni short nell'obbligazionario alla ricerca di opportunità di guadagno in altri mercati. Tale fenomeno potrebbe proseguire sia nello scenario C, nel quale la *Fed* effettua il primo rialzo dei tassi a ottobre-dicembre 2015 sia in A, dove il primo rialzo è visto già a settembre. I rendimenti potrebbero, a maggio 2016, nel primo caso essere pari a +0,49% (3 anni) +1,08% (5 anni) +1,62% (7 anni) +1,98% (10 anni) e nel secondo, rispettivamente, a +0,61%, +1,21%, +1,74% e 2,10%. Se la Grecia dichiarasse il *default* e la *Fed* si comportasse come previsto nello scenario C (scenario B) a causa del maggior premio per il rischio il decennale potrebbe toccare quota +2,16% (+0,68% il 3 anni, +1,28% il 5 anni e +1,82% il 7 anni).

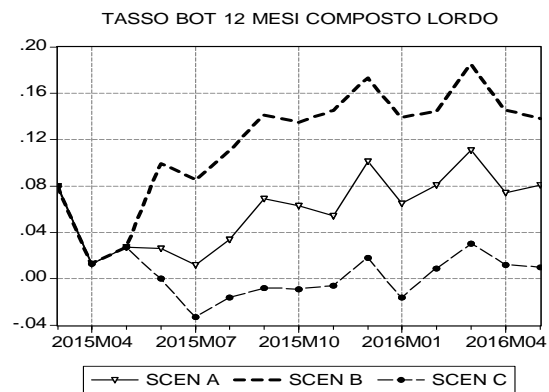
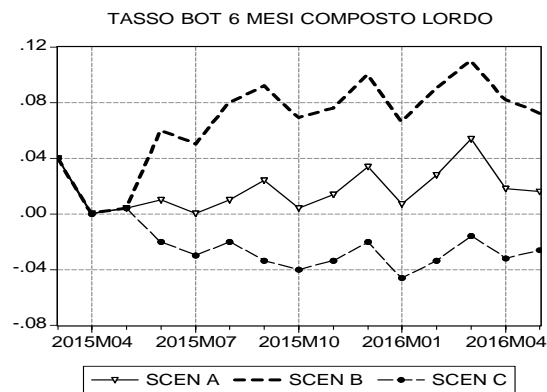
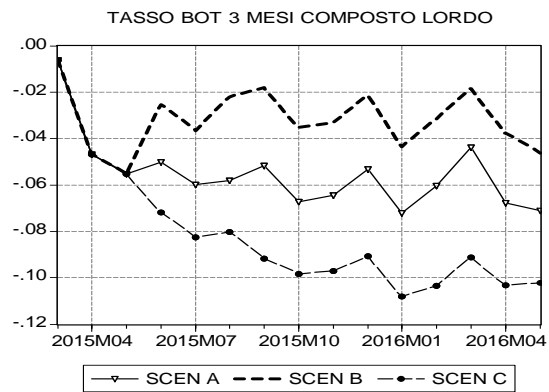
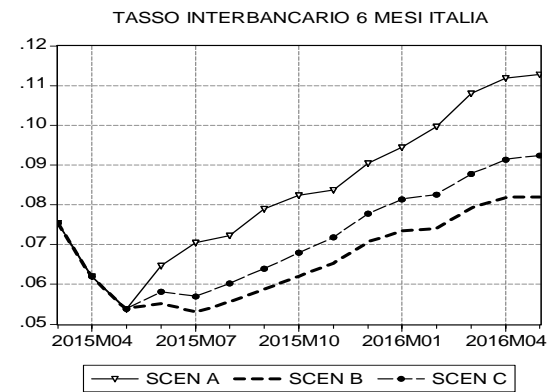
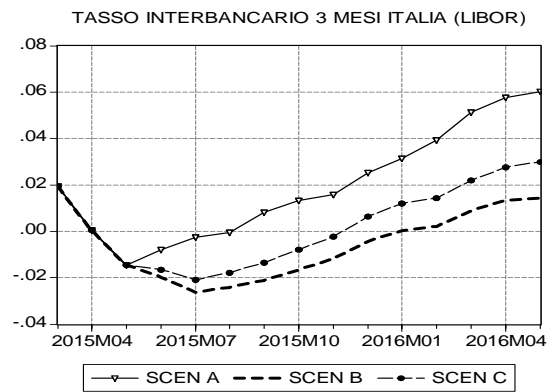
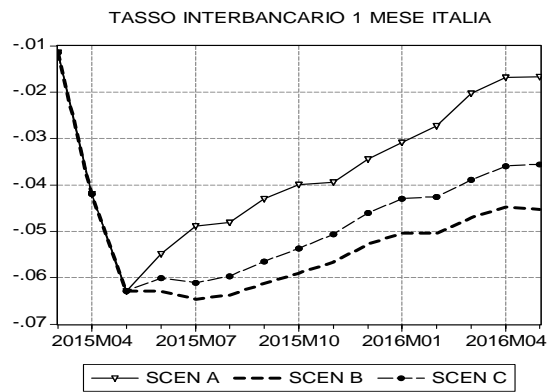
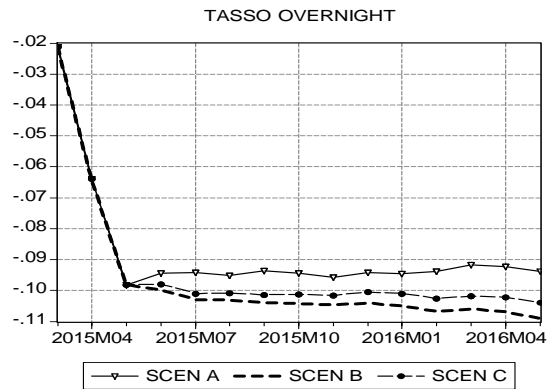
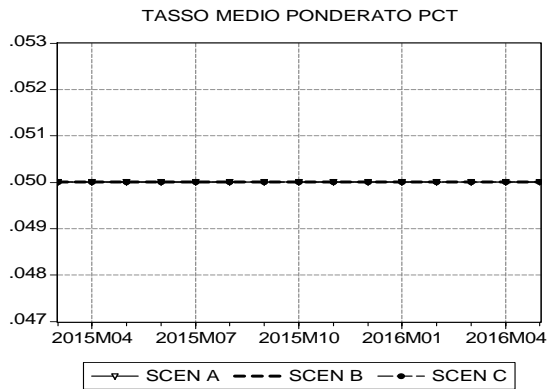
TASSI BANCARI

In marzo i tassi bancari hanno proseguito sul sentiero di una lenta e debole discesa: il tasso medio sui depositi è calato a +0,65% da +0,66% e quello sui prestiti si è portato a +3,56% da +3,60%. In tutti e tre gli scenari proposti si prevede una ripresa del tasso medio sui depositi (a maggio 2016 +0,72% in C, +0,74 in A e +0,75 in B). Negli scenari C e B è invece prevista un'ulteriore debole contrazione del tasso sui prestiti (+3,52% e 3,53%) mentre una sostanziale stabilità caratterizza lo scenario B (+3,56% alla fine dell'orizzonte di previsione).

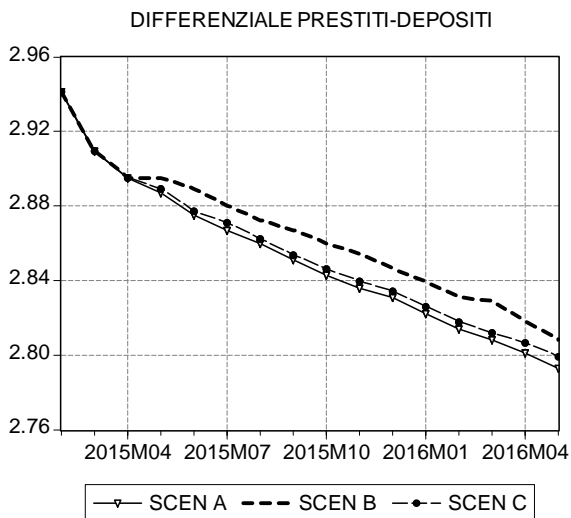
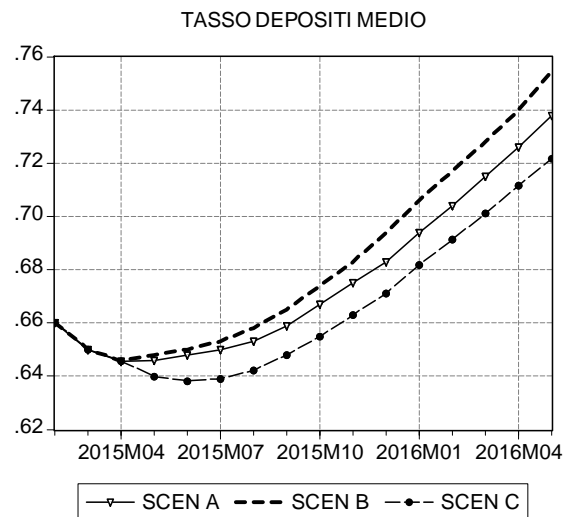
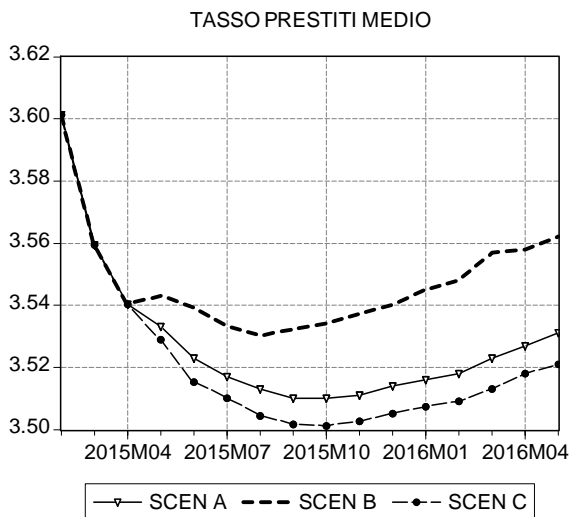
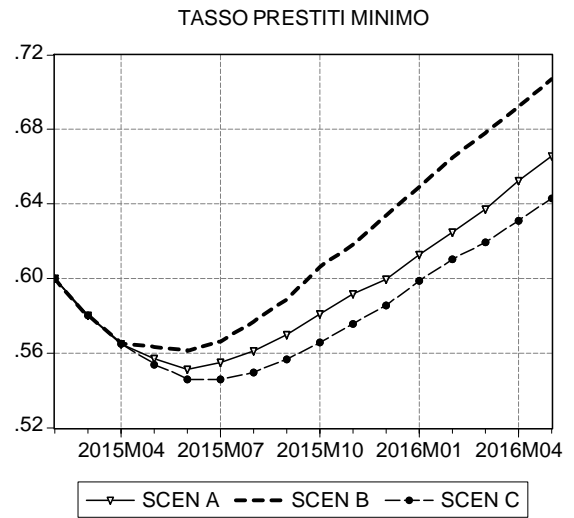
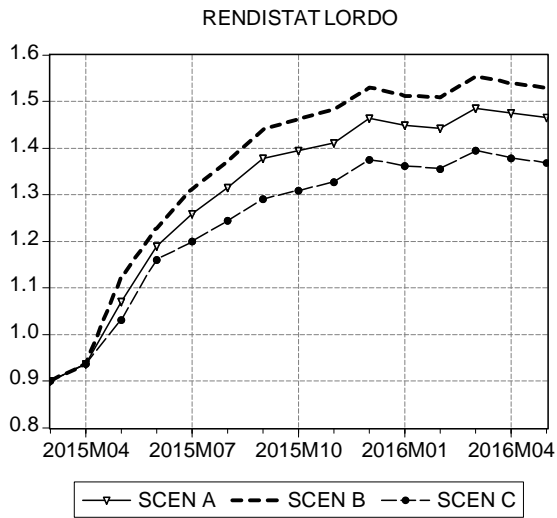
VOLUMI BANCARI

In marzo la raccolta ha proseguito nella sua fase di ripresa (+3,29% a/a) a conferma dell'aumentata propensione al risparmio delle famiglie, già evidenziata nei mesi precedenti (+2,95% a/a la variazione dei depositi in febbraio). Gli impieghi, dopo la battuta d'arresto di febbraio (-0,18% a/a) hanno ricominciato a crescere in marzo (+0,43% 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, a maggio 2016, a quota +3,94% a/a. I prestiti potrebbero invece mantenersi deboli, anche se positivi (+0,95% 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 +4,20% a/a della raccolta e a +1,16% a/a degli impieghi. Se si dovesse verificare lo scenario più sfavorevole (B) sia i depositi sia i prestiti rimarrebbero per lo più positivi, durante l'intero arco predittivo, seppur su livelli inferiori rispetto agli scenari A e C. Nel caso la Grecia dichiarasse *default*, i depositi totali potrebbero registrare un incremento dell'3,21% a/a a maggio 2016 e i prestiti totali dello 0,11% a/a.

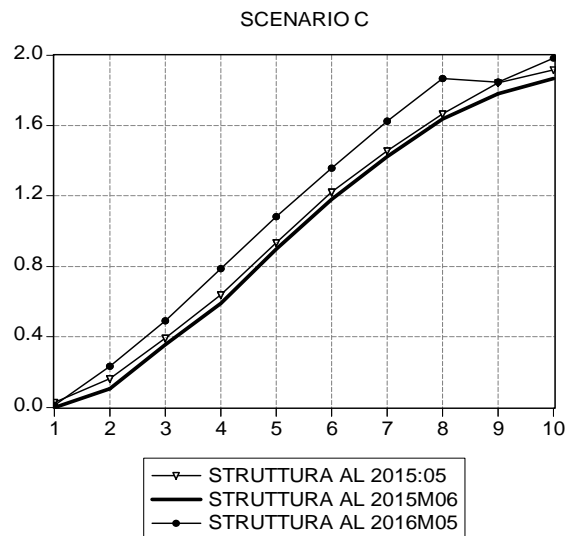
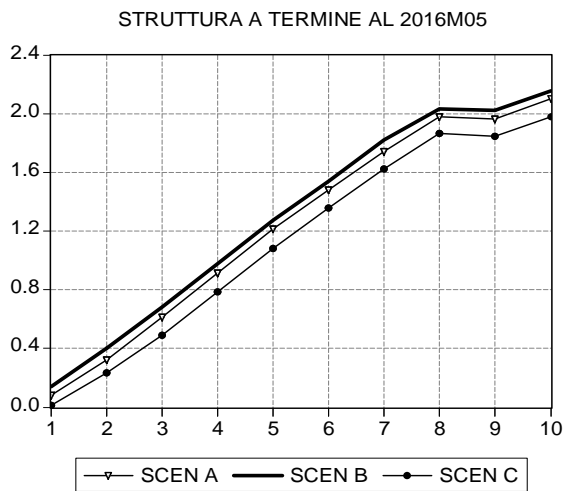
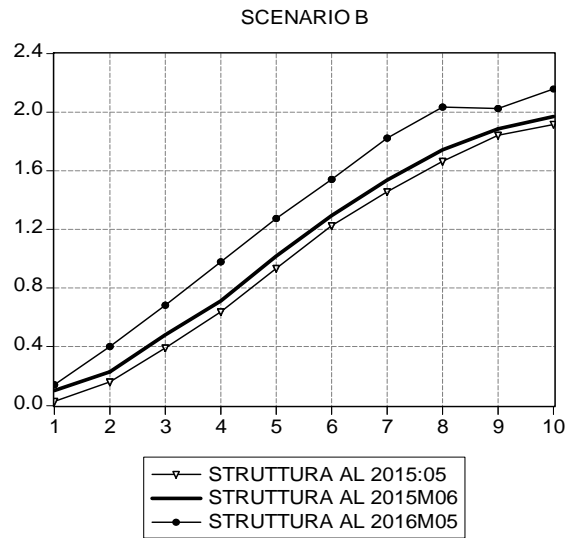
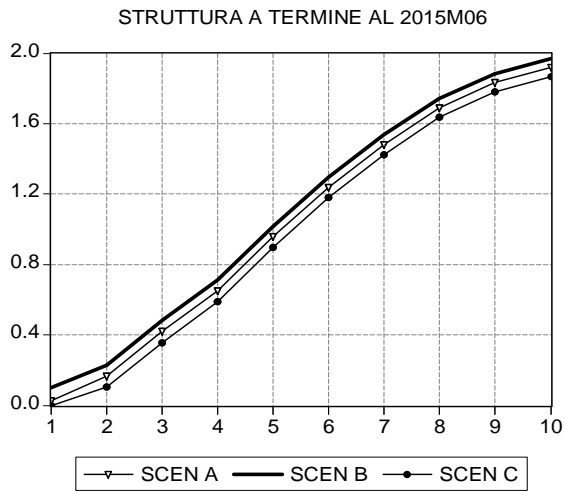
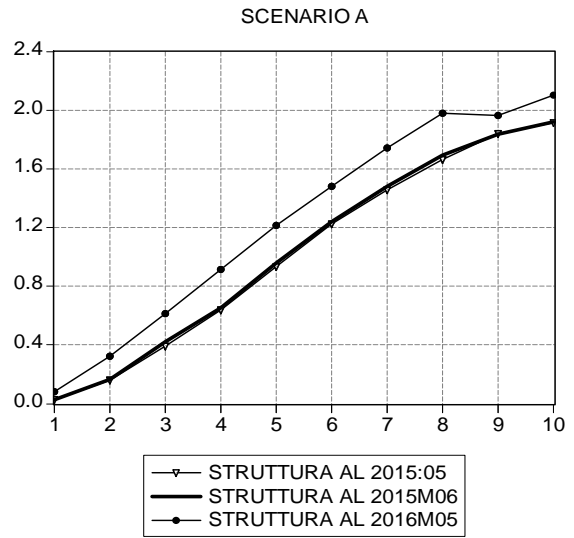
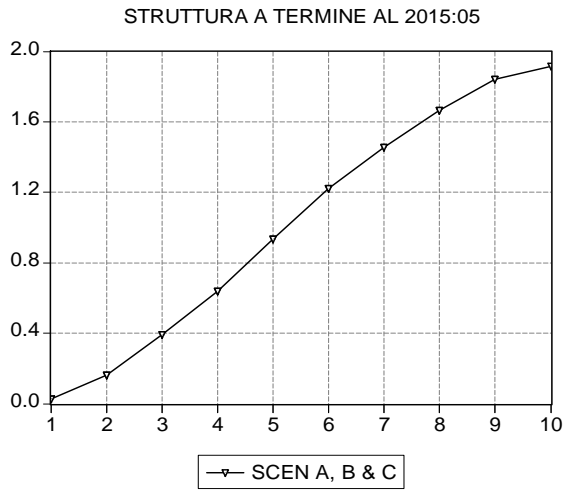
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



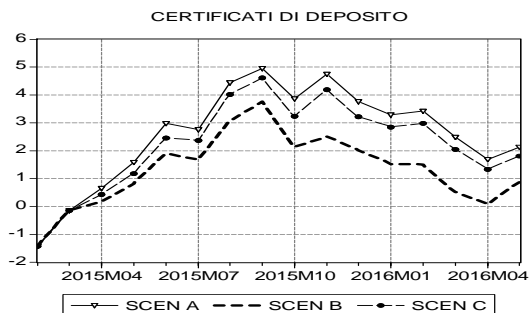
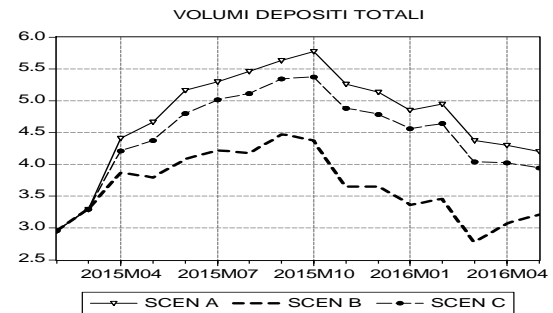
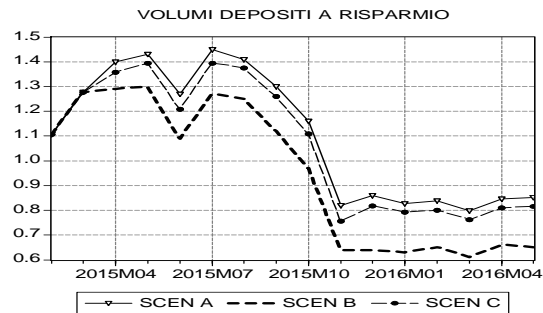
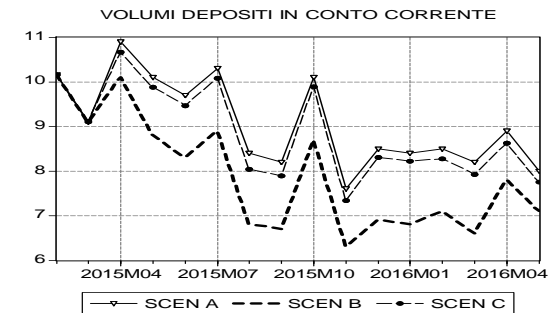
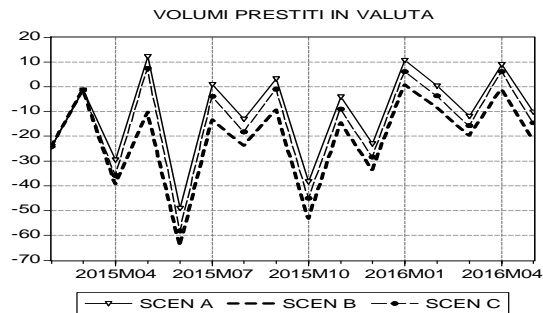
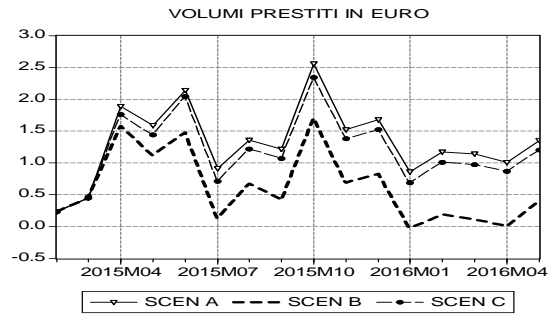
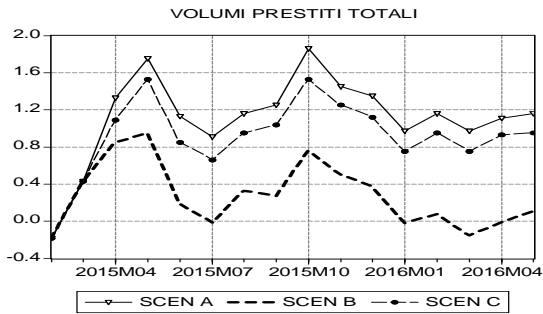
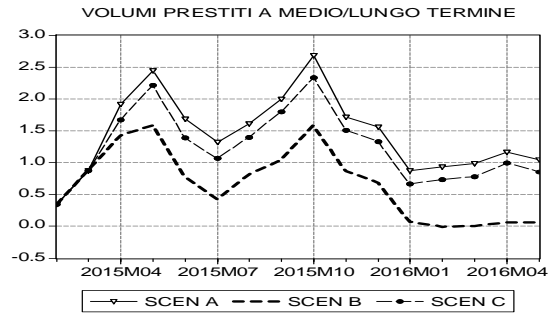
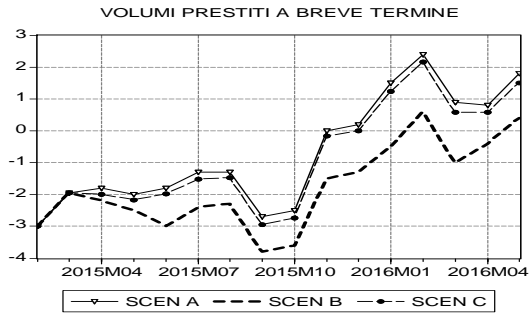
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



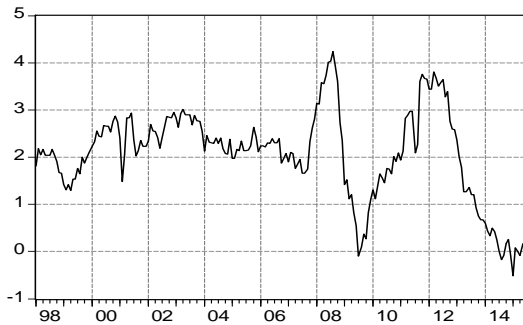
SCENARIO B	14 11	14 12	15 1	15 2	15 3	15 4	15 5	15 6	15 7	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT	1081	1038	1126	1216	1273	1266	1297	1176	1187	1206	1210	1212	1199	1191	1206	1199	1187	1211	1195
Produzione Industriale	-1.4	0.3	-1.9	-0.3	0.9	-0.1	-0.6	-0.6	-1.6	-1.5	-1.4	-1.6	-1.2	-0.8	-0.4	-0.3	-1.5	0.0	0.2
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.3	-0.1	-0.5	0.1	0.0	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.3	0.2	0.0	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	-0.03	-0.04	0.00	-0.02	-0.06	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.11	-0.11	-0.11	-0.11	-0.11
T. Interb. 1m lett.	0.00	0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.04	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.04	-0.05
T. Interb. 3m lett.	0.06	0.06	0.04	0.03	0.02	0.00	-0.01	-0.02	-0.03	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01
T. Interb. 6m lett.	0.15	0.15	0.12	0.09	0.08	0.06	0.05	0.06	0.05	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07	0.07	0.07	0.08	0.08	0.08
T. Depositi medio	0.74	0.73	0.67	0.66	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.66	0.67	0.67	0.68	0.69	0.71	0.72	0.73	0.74	0.75
T. Prestiti medio	3.63	3.65	3.63	3.60	3.56	3.54	3.54	3.54	3.53	3.53	3.53	3.53	3.54	3.54	3.55	3.55	3.56	3.56	3.56
T.prest.medio - T.dep.medio	2.89	2.92	2.96	2.94	2.91	2.89	2.90	2.89	2.88	2.87	2.87	2.86	2.85	2.85	2.84	2.83	2.83	2.82	2.81
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.16	0.16	0.08	0.03	-0.01	-0.05	-0.06	-0.03	-0.04	-0.02	-0.02	-0.04	-0.03	-0.02	-0.04	-0.03	-0.02	-0.04	-0.05
T. BOT comp. lordo 6m	0.28	0.30	0.16	0.09	0.04	0.00	0.00	0.06	0.05	0.08	0.09	0.07	0.08	0.10	0.07	0.09	0.11	0.08	0.07
T. BOT comp. lordo 12m	0.34	0.42	0.25	0.21	0.08	0.01	0.03	0.10	0.09	0.11	0.14	0.14	0.15	0.17	0.14	0.14	0.19	0.15	0.14
Rendistat lordo	1.71	1.55	1.33	1.15	0.90	0.94	1.12	1.23	1.31	1.37	1.44	1.46	1.48	1.53	1.51	1.51	1.55	1.54	1.53
Rendistat netto	1.49	1.36	1.16	1.01	0.79	0.82	0.98	1.07	1.15	1.20	1.26	1.28	1.30	1.34	1.32	1.32	1.36	1.35	1.34
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.65	0.69	0.53	0.31	0.29	0.31	0.39	0.48	0.50	0.54	0.62	0.58	0.63	0.67	0.60	0.65	0.70	0.62	0.68
Rend. BTP a 5 anni	1.03	1.03	0.87	0.62	0.61	0.71	0.93	1.02	1.04	1.08	1.17	1.13	1.19	1.24	1.17	1.22	1.28	1.21	1.28
Rend. BTP a 7 anni	1.53	1.47	1.26	1.00	0.94	1.12	1.45	1.54	1.56	1.60	1.69	1.66	1.72	1.76	1.70	1.75	1.81	1.74	1.82
Rend. BTP a 10 anni	2.11	1.97	1.66	1.39	1.30	1.54	1.91	1.97	1.98	2.01	2.08	2.05	2.10	2.13	2.07	2.12	2.17	2.10	2.16
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2307.342	2313.854	2314.749	2307.290	2332.909	2313.220	2296.986	2311.144	2304.581	2292.495	2304.29	2298.22	2318.88	2322.42	2314.29	2309.14	2329.41	2312.99	2299.51
Prestiti in euro	2278.399	2282.893	2289.004	2277.529	2302.318	2288.386	2266.382	2294.883	2282.165	2268.351	2273.699	2279.95	2294.120	2301.84	2288.32	2281.86	2304.85	2288.39	2275.45
Prestiti in valuta	28.943	30.961	25.745	29.761	30.591	24.834	30.604	16.261	22.416	24.144	30.595	18.266	24.759	20.574	25.969	27.279	24.559	24.602	24.065
Prestiti a breve	356.026	359.676	359.943	353.729	357.385	354.201	346.418	354.819	355.072	347.697	352.847	348.870	350.686	355.000	358.143	355.851	353.811	352.784	347.804
Prestiti a m/1	1951.316	1954.178	1954.806	1953.561	1975.524	1959.018	1950.568	1956.324	1949.509	1944.799	1951.447	1949.348	1968.193	1967.415	1956.143	1953.284	1975.598	1960.204	1951.709
Depositi totali	2157.572	2160.342	2178.003	2175.941	2201.969	2189.224	2184.082	2197.095	2198.959	2210.610	2216.715	2220.593	2236.323	2239.194	2251.184	2251.229	2263.184	2256.434	2254.191
Depositi in c/c	800.354	808.992	812.850	808.759	815.069	827.749	832.163	822.920	829.784	827.214	831.123	846.174	850.776	864.812	868.124	866.181	868.864	892.314	891.247
Depositi a risparmio	300.048	302.550	303.620	304.003	304.418	303.069	302.079	301.409	301.054	301.986	301.984	301.353	301.968	304.486	305.533	305.979	306.275	305.069	304.042
Certif. deposito	1057.170	1048.800	1061.533	1063.179	1082.482	1058.406	1049.840	1072.767	1068.120	1081.410	1083.609	1073.066	1083.579	1069.896	1077.527	1079.069	1088.045	1059.051	1058.902
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	0.56	1.12	0.24	-0.18	0.43	0.85	0.95	0.18	-0.02	0.33	0.27	0.76	0.50	0.37	-0.02	0.08	-0.15	-0.01	0.11
Prestiti in euro	0.70	1.63	0.28	0.23	0.45	1.58	1.12	1.48	0.13	0.67	0.41	1.70	0.69	0.83	-0.03	0.19	0.11	0.00	0.40
Prestiti in valuta	-9.60	-26.42	-3.23	-24.21	-1.32	-39.33	-10.23	-64.32	-13.25	-23.84	-9.14	-53.21	-14.46	-33.55	0.87	-8.34	-19.72	-0.93	-21.37
Prestiti a breve	-0.64	-0.84	-2.82	-2.99	-1.95	-2.20	-2.50	-3.00	-2.40	-2.30	-3.80	-3.60	-1.50	-1.30	-0.50	0.60	-1.00	-0.40	0.40
Prestiti a m/1	0.78	1.48	0.83	0.34	0.87	1.42	1.59	0.78	0.43	0.82	1.04	1.58	0.86	0.68	0.07	-0.01	0.00	0.06	0.06
Depositi totali	1.87	2.97	4.10	2.95	3.29	3.87	3.79	4.08	4.22	4.17	4.47	4.37	3.65	3.65	3.36	3.46	2.78	3.07	3.21
Depositi in c/c	7.90	9.07	11.14	10.15	9.10	10.10	8.80	8.30	8.90	6.80	6.70	8.70	6.30	6.90	6.80	7.10	6.60	7.80	7.10
Depositi a risparmio	0.94	1.01	1.02	1.11	1.28	1.29	1.30	1.09	1.27	1.25	1.12	0.97	0.64	0.64	0.63	0.65	0.61	0.66	0.65
Certif. deposito	-2.02	-0.76	0.12	-1.43	-0.15	0.17	0.82	1.88	1.66	3.06	3.76	2.13	2.50	2.01	1.51	1.49	0.51	0.06	0.86

(*) 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 29/05/2015.

SCENARIO C	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	16 5
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	1081	1038	1126	1216	1273	1266	1297	1259	1238	1249	1242	1246	1236	1223	1259	1244	1233	1266	1254
Produzione Industriale	-1.4	0.3	-1.9	-0.3	0.9	0.1	-0.4	-0.4	-1.4	-1.3	-1.2	-1.4	-1.0	-0.6	-0.2	-0.1	-1.2	0.2	0.4
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.3	-0.1	-0.5	0.1	0.0	-0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.4	0.3	0.2	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	-0.03	-0.04	0.00	-0.02	-0.06	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
T. Interb. 1m lett.	0.00	0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.04	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.05	-0.05	-0.05	-0.04	-0.04	-0.04	-0.04	-0.04
T. Interb. 3m lett.	0.06	0.06	0.04	0.03	0.02	0.00	-0.01	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	0.00	0.01	0.01	0.01	0.02	0.03	0.03
T. Interb. 6m lett.	0.15	0.15	0.12	0.09	0.08	0.06	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07	0.08	0.08	0.08	0.09	0.09	0.09
T. Depositi medio	0.74	0.73	0.67	0.66	0.65	0.65	0.64	0.64	0.64	0.64	0.65	0.66	0.66	0.67	0.68	0.69	0.70	0.71	0.72
T. Prestiti medio	3.63	3.65	3.63	3.60	3.56	3.54	3.53	3.52	3.51	3.50	3.50	3.50	3.50	3.51	3.51	3.51	3.51	3.52	3.52
T.prest.medio - T.dep.medio	2.89	2.92	2.96	2.94	2.91	2.89	2.89	2.88	2.87	2.86	2.85	2.85	2.84	2.83	2.83	2.82	2.81	2.81	2.80
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.16	0.16	0.08	0.03	-0.01	-0.05	-0.06	-0.07	-0.08	-0.08	-0.09	-0.10	-0.10	-0.09	-0.11	-0.10	-0.09	-0.10	-0.10
T. BOT comp. lordo 6m	0.28	0.30	0.16	0.09	0.04	0.00	0.00	-0.02	-0.03	-0.02	-0.03	-0.04	-0.03	-0.02	-0.05	-0.03	-0.02	-0.03	-0.03
T. BOT comp. lordo 12m	0.34	0.42	0.25	0.21	0.08	0.01	0.03	0.00	-0.03	-0.02	-0.01	-0.01	-0.01	0.02	-0.02	0.01	0.03	0.01	0.01
Rendistat lordo	1.71	1.55	1.33	1.15	0.90	0.94	1.03	1.16	1.20	1.24	1.29	1.31	1.33	1.37	1.36	1.35	1.39	1.38	1.37
Rendistat netto	1.49	1.36	1.16	1.01	0.79	0.82	0.90	1.02	1.05	1.09	1.13	1.14	1.16	1.20	1.19	1.18	1.22	1.21	1.20
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.65	0.69	0.53	0.31	0.29	0.31	0.39	0.36	0.36	0.38	0.44	0.42	0.45	0.52	0.42	0.48	0.51	0.45	0.49
Rend. BTP a 5 anni	1.03	1.03	0.87	0.62	0.61	0.71	0.93	0.90	0.91	0.93	0.99	0.98	1.02	1.09	1.00	1.06	1.09	1.04	1.08
Rend. BTP a 7 anni	1.53	1.47	1.26	1.00	0.94	1.12	1.45	1.42	1.44	1.46	1.52	1.51	1.56	1.62	1.54	1.60	1.63	1.58	1.62
Rend. BTP a 10 anni	2.11	1.97	1.66	1.39	1.30	1.54	1.91	1.87	1.86	1.87	1.92	1.90	1.94	1.99	1.92	1.97	1.99	1.94	1.98
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2307.342	2313.854	2314.749	2307.290	2332.909	2318.725	2310.183	2326.600	2320.255	2306.662	2321.99	2315.78	2336.18	2339.77	2332.11	2329.21	2350.41	2340.29	2332.13
Prestiti in euro	2278.399	2282.893	2289.004	2277.529	2302.318	2292.441	2273.554	2307.546	2295.384	2280.744	2288.644	2294.30	2309.841	2317.59	2304.80	2300.53	2324.65	2312.39	2300.84
Prestiti in valuta	28.943	30.961	25.745	29.761	30.591	26.283	36.629	19.054	24.871	25.918	33.345	21.481	26.343	22.176	27.312	28.677	25.756	27.903	31.293
Prestiti a breve	356.026	359.676	359.943	353.729	357.385	354.940	347.585	358.525	358.270	350.651	355.985	351.993	355.449	359.688	364.364	361.357	359.466	356.974	352.799
Prestiti a m/1	1951.316	1954.178	1954.806	1953.561	1975.524	1963.784	1962.598	1968.075	1961.985	1956.011	1966.004	1963.788	1980.735	1980.081	1967.746	1967.852	1990.940	1983.315	1979.331
Depositi totali	2157.572	2160.342	2178.003	2175.941	2201.969	2196.390	2196.287	2212.294	2215.627	2230.558	2235.176	2241.869	2262.862	2263.606	2277.320	2276.905	2290.929	2284.685	2282.821
Depositi in c/c	800.354	808.992	812.850	808.759	815.069	832.035	840.391	831.786	838.756	836.785	840.361	855.446	859.063	876.125	879.654	875.681	879.620	903.764	905.503
Depositi a risparmio	300.048	302.550	303.620	304.003	304.418	303.269	302.358	301.759	301.420	302.355	302.400	301.768	302.319	305.022	306.026	306.437	306.735	305.723	304.824
Certif. deposito	1057.170	1048.800	1061.533	1063.179	1082.482	1061.086	1053.539	1078.749	1075.451	1091.418	1092.415	1084.655	1101.480	1082.460	1091.640	1094.786	1104.573	1075.199	1072.495
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	0.56	1.12	0.24	-0.18	0.43	1.09	1.53	0.85	0.66	0.95	1.04	1.53	1.25	1.12	0.75	0.95	0.75	0.93	0.95
Prestiti in euro	0.70	1.63	0.28	0.23	0.45	1.76	1.44	2.04	0.71	1.22	1.07	2.34	1.38	1.52	0.69	1.01	0.97	0.87	1.20
Prestiti in valuta	-9.60	-26.42	-3.23	-24.21	-1.32	-35.79	7.45	-58.19	-3.75	-18.24	-0.98	-44.98	-8.98	-28.37	6.08	-3.64	-15.81	6.16	-14.57
Prestiti a breve	-0.64	-0.84	-2.82	-2.99	-1.95	-2.00	-2.17	-1.99	-1.52	-1.47	-2.94	-2.74	-0.16	0.00	1.23	2.16	0.58	0.57	1.50
Prestiti a m/1	0.78	1.48	0.83	0.34	0.87	1.67	2.21	1.38	1.07	1.40	1.80	2.33	1.51	1.33	0.66	0.73	0.78	0.99	0.85
Depositi totali	1.87	2.97	4.10	2.95	3.29	4.21	4.37	4.80	5.01	5.11	5.34	5.37	4.88	4.78	4.56	4.64	4.04	4.02	3.94
Depositi in c/c	7.90	9.07	11.14	10.15	9.10	10.67	9.88	9.47	10.08	8.04	7.89	9.89	7.34	8.30	8.22	8.27	7.92	8.62	7.75
Depositi a risparmio	0.94	1.01	1.02	1.11	1.28	1.36	1.39	1.21	1.39	1.37	1.26	1.11	0.76	0.82	0.79	0.80	0.76	0.81	0.82
Certif. deposito	-2.02	-0.76	0.12	-1.43	-0.15	0.42	1.18	2.45	2.36	4.01	4.61	3.23	4.19	3.21	2.84	2.97	2.04	1.33	1.80

(*) 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 29/05/2015.

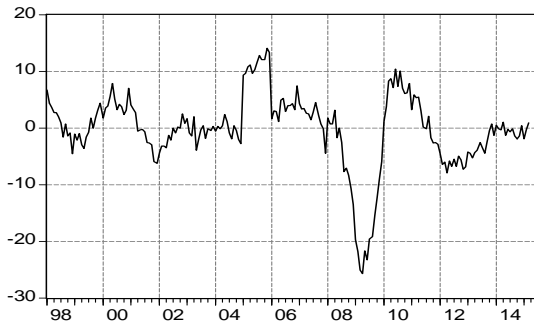
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



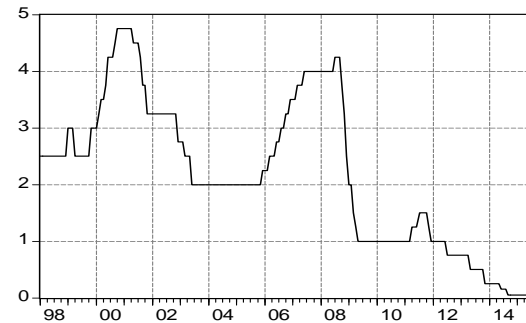
TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



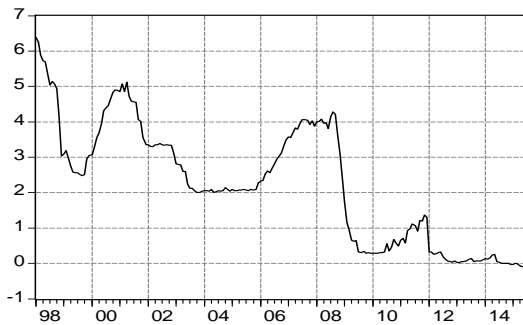
TASSO INFLAZIONE AREA EURO



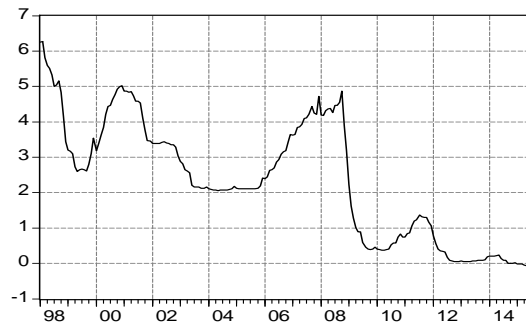
PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



TASSO DI INTERVENTO BCE



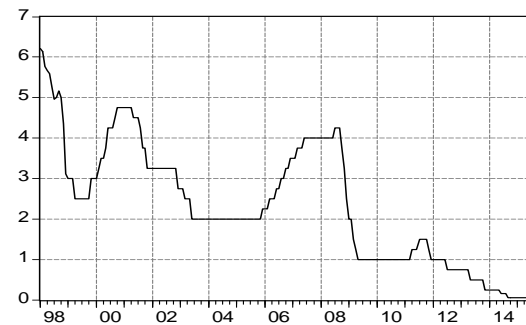
TASSO OVERNIGHT



TASSO INTERBANCARIO 1 MESE ITALIA

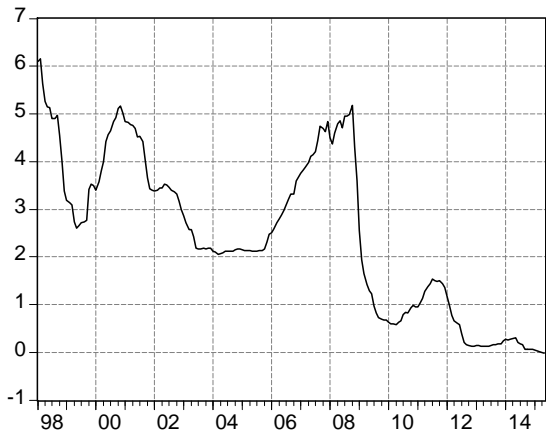


INDICE COMIT



TASSO MEDIO PONDERATO PCT

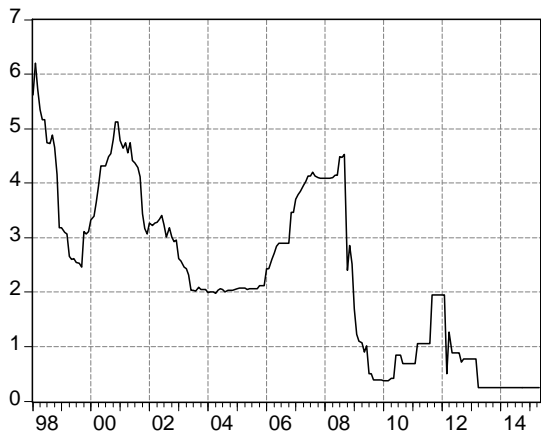
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



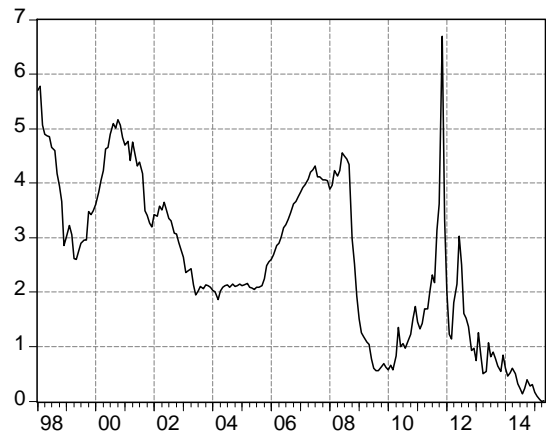
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI ITALIA (LIBOR)



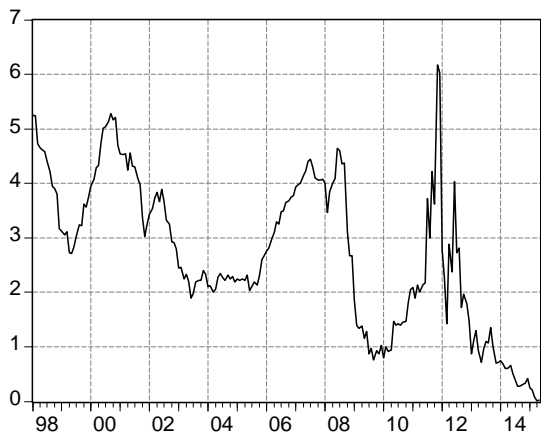
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI ITALIA



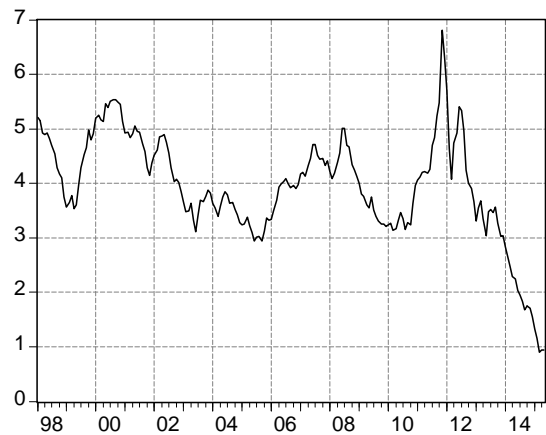
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO



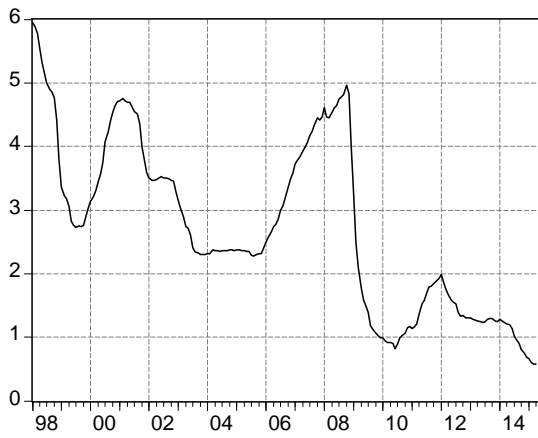
— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO



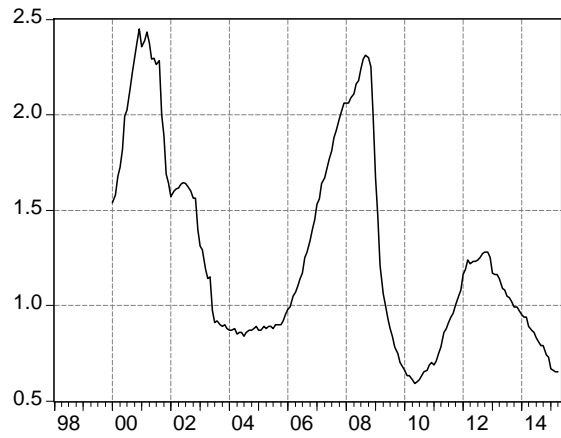
— RENDISTAT LORDO

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

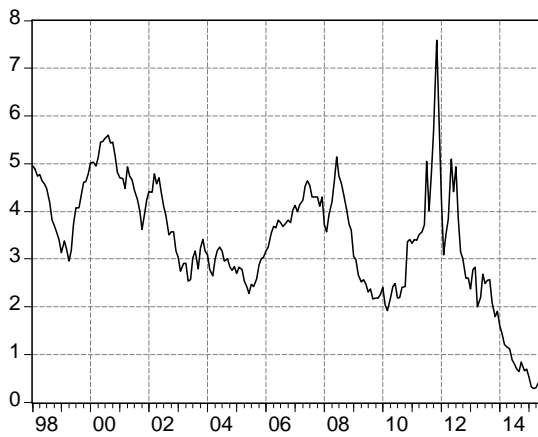
Dati mensili



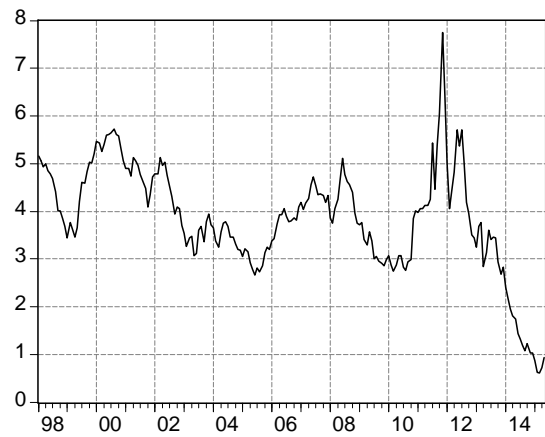
TASSO PRESTITI MINIMO



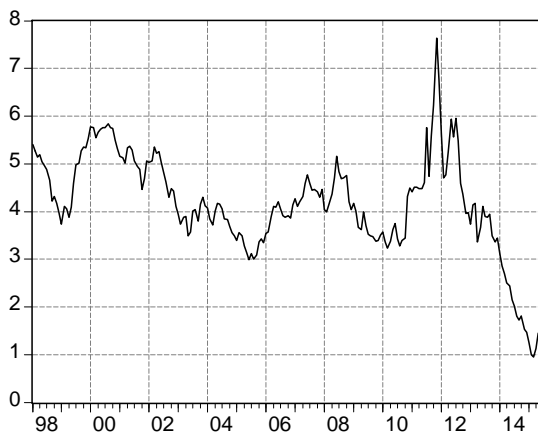
TASSO DEPOSITI MEDIO



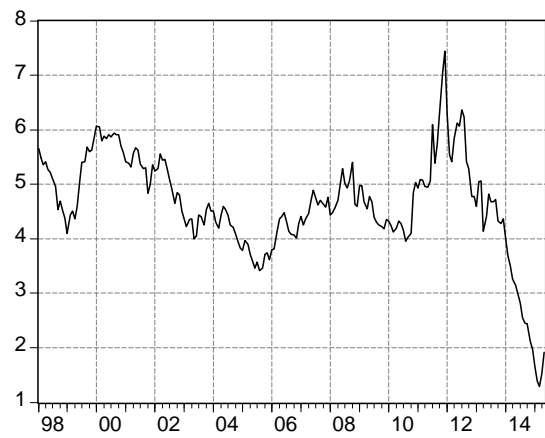
RENDIMENTO A 3 ANNI



RENDIMENTO A 5 ANNI



RENDIMENTO A 7 ANNI



RENDIMENTO A 10 ANNI

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

