

MEFIM

MODELLO
ECONOMETRICO
FINANZIARIO
INTERNAZIONALE
MENSILE

Marzo 2016

Il Modello Econometrico Finanziario Internazionale Mensile (MEFIM) è un modello di tipo strutturale costituito da due blocchi: italiano e internazionale.

La parte italiana concerne le interrelazioni fra le variabili monetarie e finanziarie italiane di maggior interesse. Tali variabili, rilevate mensilmente, possono essere racchiuse in 4 blocchi:

- 1) tassi interbancari: overnight, interbancario a 1, 3 e 6 mesi ed il tasso di policy dei pronti contro termine;
- 2) titoli di stato: i BOT nelle loro 3 scadenze, struttura a termine da 1 a 10 anni, il rendiob e il rendistat;
- 3) tassi bancari: attivi e passivi sia in termini marginali che medi;
- 4) volumi bancari: impieghi e depositi sia a livello totale che in alcuni principali sotto categorie;

Le esogene sono: Tasso di Riferimento, indice COMIT, indice della produzione industriale, tasso d'inflazione.

Il mercato internazionale comprende le strutture a termine da 1 a 10 anni per i principali Paesi industrializzati: USA, Germania, Giappone, Francia e Regno Unito.

Le esogene sono rappresentate dal tasso d'intervento delle autorità monetarie, dal rendimento sugli eurodepositi a 3 mesi, dall'indice di borsa, dall'indice della produzione industriale, dall'indice dei prezzi al consumo e, per USA e Germania, quantità di moneta.

Il modello è stimato con dati che vanno da maggio 1986 a febbraio 2016.

Nell'individuazione della struttura ottimale si sono sottoposti a verifica empirica i concetti della teoria economica e finanziaria tramite l'analisi econometrica. In particolare l'uso dell'analisi di cointegrazione è stato in grado di mettere in evidenza la struttura che nel lungo periodo governa i tassi di interesse, i depositi e gli impieghi bancari al fine di poter inserire nel modello equazioni nella forma ECM (Error Correction Mechanism).

Gli scenari di coerenza, come risultato del modello, sono forniti mensilmente sulla base di simulazioni che tengono conto delle nuove informazioni derivanti dall'aggiornamento dei dati.

Con la stessa frequenza GRETA riunisce il proprio Comitato Finanza formato da docenti dell'Università "Ca' Foscari" di Venezia e da esperti del settore bancario al fine di valutare gli andamenti prospettici delle variabili esogene del modello e verificare la coerenza dei risultati sulle variabili endogene ottenute da MEFIM.

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 QUADRO GENERALE

L'esuberanza dei mercati finanziari è proseguita anche in febbraio. Le forti turbolenze sono dovute a un aumento dell'avversione al rischio a fronte di un'eccessiva reazione all'eventualità di una nuova recessione globale. Gli operatori, temendo un deterioramento del quadro macroeconomico, iniziano ad aver sfiducia sugli effetti delle politiche monetarie. Si è pertanto verificato un trasferimento di liquidità dall'azionario verso l'obbligazionario e l'oro. In febbraio, infatti, i rendimenti dei titoli decennali dei paesi rifugio, Germania e Stati Uniti, sono scesi sotto lo 0,15% e l'1,9% rispettivamente e il prezzo dell'oro è salito sopra i 1200 USD l'oncia. Si è verificato, inoltre, un forte apprezzamento dello yen, poiché una parte dei capitali in uscita dalla Cina si è riversata in Giappone. **Le turbolenze finanziarie potrebbero ritardare il percorso di rialzo dei tassi negli Stati Uniti**, tant'è che gli operatori che ritenevano probabile un nuovo intervento già a marzo sono in visibile diminuzione – i *future* sui *fed funds* scontano, al momento, con una probabilità del 92% il mantenimento dei tassi invariati tra lo 0,25 e lo 0,5% nella riunione di marzo – mentre sono in molti a credere che non ci sarà nessun rialzo nel corso del 2016. Alcuni, ancora, ipotizzano un ritorno alla politica monetaria espansiva, riteniamo, tuttavia, tale evento improbabile. **A nostro avviso, la politica monetaria della FED rimarrà neutrale a lungo.** Al contrario delle attese, infatti, **i nuovi dati macroeconomici statunitensi hanno dimostrato che l'economia sta continuando a crescere, seppur a passo moderato.** Non vi è quindi rischio di recessione e di un'inversione della politica monetaria, tuttavia le turbolenze finanziarie e la crescita moderata non giustificerebbero un rialzo imminente dei tassi. L'aggiustamento delle attese dall'ipotesi di più rialzi nel 2016, seppur diluiti, a quella di un lungo periodo di neutralità, ha generato, in febbraio, un deprezzamento momentaneo dell'USD portando il cambio contro l'euro fino a quota 1,13. L'uscita dei nuovi dati macroeconomici, tuttavia, ha evidenziato "l'esuberanza irrazionale" con la quale gli operatori hanno reagito al rischio di recessione. Il dollaro si è, infatti, presto rafforzato nuovamente, tornando a quota 1,09 contro l'euro. **I fattore petrolio, che ha rappresentato un elemento critico negli ultimi mesi, al momento sembra essersi attenuato.** Con la notizia dell'accordo tra Arabia Saudita e Russia di congelare la produzione mondiale ai livelli di gennaio, le quotazioni del barile hanno subito un rimbalzo immediato del 5%. Per la prima volta dall'inizio del calo delle quotazioni si è intrapresa un'iniziativa e la tempestiva reazione del mercato conferma quanto sia atteso l'arrivo di un accordo che metta fine al trend ribassista. **L'altro fattore destabilizzante per lo scenario europeo, già evidenziato a febbraio, riguarda il sistema bancario.** Come annunciato, a inizio febbraio è stata introdotta in Italia la *Bad Bank*. Si è quindi iniziato a creare un mercato delle sofferenze, favorendo l'incontro tra domanda e offerta per i crediti deteriorati. Lo schema della *Bad Bank* dovrebbe aiutare le banche a ripulire i bilanci dalle sofferenze per poi poter tornare a finanziare l'economia reale. Sebbene questa sia, a nostro avviso, una notizia positiva, non è, tuttavia, sufficiente a contrastare le fragilità e vulnerabilità del sistema bancario italiano seguite all'entrata in vigore del *bail-in*, strumento in grado di innescare facilmente crisi sistemiche. Sarebbe necessario, a tal fine, prevedere un meccanismo unico di garanzia dei depositi bancari e la possibilità di un intervento con riserve pubbliche in caso di rischio sistemico innescato dal *bail-in*. **L'elemento che, tuttavia, al momento preoccupa maggiormente, è la proposta di stabilire un tetto massimo all'esposizione del portafoglio delle banche della zona euro nei confronti dei titoli di stato.** Per soddisfare il vincolo, molte banche europee, in particolare nei paesi periferici, darebbero il via a una vendita generalizzata di titoli di stato. In Italia, dove le banche detengono 400 miliardi di titoli del Tesoro, tale proposta fa aumentare la probabilità dello scenario nel quale lo *spread* è visto in aumento, anche sopra i 150 punti base. Attualmente, i rendimenti europei sono in calo, poiché è quasi certo, dopo l'uscita dei nuovi dati sull'inflazione, che alla prossima riunione del 10 marzo, la BCE interverrà allentando nuovamente la politica monetaria, attraverso un altro taglio del tasso sui depositi presso la banca centrale e/o un aumento della quantità mensile del Programma di Acquisto di Attività. In seguito, tuttavia, soprattutto se i media daranno risalto alla questione del tetto sui titoli di stato, potrebbero esservi rialzi in particolare dei rendimenti dei titoli periferici. **Un altro fattore di rischio, a nostro avviso comunque meno destabilizzante del precedente, riguarda la possibile uscita della Gran Bretagna dall'Unione Europea, a seguito dell'esito del referendum fissato per giugno 2016.**

Il quadro generale	3
Gli ultimi dati	4
Gli scenari	9
Grafici variabili esogene	10
Commento ai risultati	12
Grafici variabili endogene	13
Grafici struttura a termine	15
Grafici volumi	16
Tabella scenario A	17
Tabella scenario B	18
Tabella scenario C	19
Grafici storici	20

GLI ULTIMI DATI

La seconda lettura dei dati sulla crescita statunitense ha portato una serie di correzioni: il **PIL del quarto trimestre è aumentato dell'1% t/t** (+1,9% a/a) rivisto da +0,7% t/t (+1,8% a/a). Il dato, superiore alle attese degli analisti che scommettevano su un rallentamento della crescita allo 0,4% t/t, è molto importante poiché allontana il timore di una recessione. Le scommesse al ribasso sull'economia americana hanno generato un aumento dell'avversione al rischio e forti turbolenze nei mercati finanziari globali, tuttavia, **il nuovo dato è in linea con crescita moderata dell'economia**. Si tratta, tuttavia, di un rallentamento rispetto al terzo trimestre, quando la variazione del PIL era stata +2% t/t e +2,1% a/a. La correzione è stata principalmente determinata da un calo inferiore delle scorte, che hanno sottratto solo lo 0,14% t/t alla variazione del PIL anziché lo 0,45% t/t, e dalla revisione sostanziale del canale estero. In particolare la variazione delle importazioni è stata corretta da +1,1% t/t e +3,4% a/a a -0,6% t/t e +2,9% a/a, testimoniando una frenata della domanda interna statunitense negli ultimi mesi del 2015. Le esportazioni invece sono rimaste pressoché stabili, riviste da -2,5% t/t a -2,7% t/t. Di conseguenza, il contributo totale del canale estero è stato pari a -0,25% t/t, anziché -0,47% t/t. Anche la variazione congiunturale dei consumi privati è stata corretta al ribasso (+2% t/t invece che +2,2% t/t) tuttavia il tendenziale è rimasto quello della prima stima (+2,6% a/a). Si segnala, tuttavia, il rallentamento rispetto al trimestre precedente (+3% t/t e +3,1% a/a). Le altre revisioni sono state minime. Gli investimenti fissi sono aumentati dello 0,1% t/t (+0,2% t/t la prima stima) mentre il tendenziale è rimasto +3,1% a/a. Nel dettaglio, i non residenziali sono diminuiti dell'1,9% t/t (+1,6% a/a) invece che dell'1,8% t/t, mentre i residenziali sono aumentati del 7,9% t/t (+8,9% a/a) da +8,2% t/t (+9% a/a). La spesa pubblica, infine, è diminuita su base congiunturale dello 0,1% t/t (+0,7% t/t la stima preliminare) e aumentata su base tendenziale dell'1,1% a/a (da +1,3% a/a). Passando ai contributi, l'apporto maggiore rimane quello dei consumi privati (+1,38% t/t rivisto da +1,46% t/t) e degli investimenti fissi residenziali (+0,26% t/t). Gli investimenti fissi non residenziali invece hanno sottratto lo 0,24% t/t. I dati mensili di dicembre relativi al commercio estero indicano un calo delle esportazioni (-0,28% m/m, -0,95% m/m nel periodo precedente) e un lieve incremento delle importazioni (+0,28% m/m, -1,81% m/m a novembre) con il conseguente aumento del deficit commerciale da -42,23 miliardi di dollari a -43,36. Sul fronte del mercato del lavoro, il tasso di disoccupazione a gennaio è sceso ulteriormente, dal 5% di dicembre al 4,9%, livello minimo da febbraio 2008. In generale, comunque, nonostante l'importante calo della disoccupazione, i segnali dal mercato del lavoro non sono stati particolarmente brillanti. I *non farm payroll* hanno deluso le attese dei mercati (+193 mila unità) aumentando nel settore non agricolo di 151 mila unità (+262 mila in dicembre) e anche nel settore privato la crescita occupazionale (+158 mila unità, +251 mila il precedente) è stata inferiore alle attese (+183 mila). Sono, inoltre, stati rivisti al ribasso i dati di dicembre che passano da 292 mila a 262 mila unità per il settore non agricolo e da 275 mila a 251 in quello agricolo. Nonostante questo rallentamento, il ritmo di crescita delle nuove assunzioni rimane comunque buono e sopra la soglia di 100 mila unità, fatto ritenuto da Yellen fondamentale a garantire la stabilità. La dinamica dei salari medi orari rimane abbastanza sostenuta. A gennaio i salari sono aumentati dello 0,28% m/m e del 2,5% a/a, dopo il +0,19% m/m e +2,6% a/a di dicembre. Questa dinamica potrebbe preoccupare e far pensare a nuovi interventi della FED per arginare le possibili pressioni inflazionistiche, tuttavia gli altri segnali dal mercato del lavoro ne smorzano, per ora, l'importanza. È pur vero che anche dal lato dei beni di consumo vi sono stati degli incrementi dei prezzi. Il CPI a gennaio ha registrato una variazione tendenziale pari a +1,3% a/a, come da attese, fortemente superiore al dato di dicembre (+0,7% a/a) e l'inflazione *core* è superiore al 2% già da tre mesi (+2,2% a/a a gennaio,

STATI UNITI

La crescita dovrebbe mantenersi su un sentiero moderato

+2,1% a/a a dicembre) tuttavia, le variazioni da un mese all'altro sono state minimali e, al momento, più che di tensione inflazionistica, sembra appropriato parlare di stabilità. Dal lato dell'offerta, la produzione industriale in gennaio è aumentata dello 0,9% m/m, contro le attese di +0,3% m/m, dopo il precedente -0,7% m/m. Rispetto allo stesso mese del 2015 vi è stata una diminuzione dello 0,7% (-1,9% a/a in dicembre). Gli ordini di beni durevoli a gennaio sono aumentati del 4,9% m/m, ben oltre le attese di +3,2% m/m, diminuendo i timori degli investitori sulla crescita economica statunitense. Al netto dei trasporti, la variazione è stata comunque importante (+1,8% m/m, -0,7% m/m in dicembre). Nello stesso mese l'utilizzo della capacità produttiva è aumentato al 77,1%, da 76,4%. **I dati riguardanti l'attività d'impresa e industria confermano come l'economia americana continui a crescere e non giustificano i timori di una recessione paventati dai mercati nei primi due mesi dell'anno.** È pur vero che qualche segnale d'incertezza, oltre che dai *non farm payroll*, proviene anche dagli indici di fiducia. L'*ISM* manifatturiero in gennaio è rimasto sotto la soglia del 50, registrando 48,2 (da 48 di dicembre) sotto le attese di 48,5. L'*ISM* non manifatturiero, invece, ha raggiunto un buon 53,5, leggermente inferiore rispetto al 55,8 di dicembre e alle attese di 55,1. L'unico indice che ha corretto al rialzo è stato l'*NAPM Chicago* che è passato da 42,9 di dicembre, a 55,6, superando le attese (52,9). Dal lato della domanda alcuni dati sono positivi: reddito personale +0,4% m/m a dicembre (+0,1 m/m a novembre) consumi privati +0,2% m/m (+0,3% m/m in novembre) e, in gennaio, vendite al dettaglio +0,2% m/m (+3,4% a/a) come in dicembre (+2,4% a/a). L'indice di fiducia dei consumatori in febbraio, tuttavia, ha corretto al ribasso, scendendo a 92,2 da 97,8 (consenso 97,1). In conclusione, quindi **vi è un insieme di dati che, in parte correggono al ribasso, rimanendo però positivi e in parte sono negativi, pertanto, a nostro avviso, la crescita dovrebbe mantenersi su un sentiero moderato anche nei prossimi mesi.**

I dati sulla crescita dell'ultimo trimestre del 2015 non sono buoni. Il PIL è tornato in territorio negativo registrando un calo dello 0,4% t/t (+0,3% t/t nel III trim.) maggiore rispetto alle previsioni (-0,2% t/t). Su base tendenziale la variazione è stata pari a +0,7% a/a (+1,6% a/a nel periodo precedente). A pesare è stata soprattutto la flessione dei consumi privati (-0,8% t/t e -1,1% a/a da +0,4% t/t e a/a) che hanno sottratto lo 0,5% t/t alla crescita del quarto trimestre. Gli investimenti fissi sono aumentati dello 0,1% t/t e del 2,1% a/a (+0,2% t/t e +2% a/a nel trim. precedente) e la spesa pubblica dello 0,5% t/t e dell'1,4% a/a (da +0,2% t/t e +1,2% a/a). Negativa è stata invece la variazione sia delle esportazioni (-0,9% t/t e a/a da +2,6% t/t e +3,1% a/a) sia delle importazioni (-1,4% t/t e -0,9% a/a da +1,3% t/t e +1,6% a/a). In termini di contributi, l'apporto degli investimenti fissi e della spesa pubblica è stato nullo mentre quello delle esportazioni nette è stato dello 0,1% t/t. Per quanto riguarda i dati mensili di gennaio, il commercio con l'estero ha registrato un saldo della bilancia commerciale pari a 119,36 miliardi di yen (dal precedente 15,31) grazie a un incremento delle esportazioni dello 0,6% m/m (da -3,95% m/m) e al calo delle importazioni dell'1,13% m/m (da -3,86% m/m). I dati del mercato del lavoro riguardano ancora dicembre. L'inflazione a gennaio è tornata in territorio negativo (-0,1% a/a da +0,2% a/a di dicembre) deludendo le attese (0% a/a) mentre il CPI *core* è rimasto stabile rispetto a gennaio 2015 (+0,1% a/a a dicembre). **L'uscita dalla deflazione sembra ancora lontana, nonostante le politiche attuate.** Dal lato dell'offerta si rileva un aumento sostanziale della produzione industriale a gennaio (+3,7% m/m, -1,7% m/m in precedenza) tuttavia il tendenziale rimane negativo (-2,3% a/a, -1,9% a/a a dicembre). **Per quel che riguarda la fiducia, in febbraio, si è registrato un calo sia dal lato delle imprese** (PMI manifatturiero a 50,1 da 52,3) rimasto tuttavia in territorio espansivo, **sia da quello dei consumatori** (42,5 da 42,7). Le vendite al dettaglio hanno subito, in gennaio, una battuta d'arresto piuttosto rilevante, -14,1% m/m (-0,1% a/a) correggendo ampiamente il notevole incremento di dicembre (+16% m/m, -1,1%

GIAPPONE

L'uscita dalla deflazione sembra ancora lontana

a/a). Il rallentamento dell'economia cinese continua a pesare sulle esportazioni del Giappone. Nell'ultimo mese, infatti, si è assistito a un forte apprezzamento dello yen grazie all'aumento degli investimenti stranieri. Con il rallentamento dell'economia cinese, molti capitali si stanno spostando dalla Cina verso altri paesi asiatici, il Giappone in primis.

La stima preliminare del quarto trimestre mostra, come da attese, una variazione del PIL pari a +0,3% t/t e +1,5% a/a (+0,3% t/t, +1,6% a/a nel III trim.). Il dettaglio delle componenti sarà reso noto l'8 marzo. Per quel che riguarda il canale estero, i dati mensili di dicembre evidenziano una diminuzione delle esportazioni (-0,27% m/m da +1,38% m/m di novembre) e un aumento delle importazioni (+0,77% m/m da -0,28% m/m). Ne è derivato un calo del saldo commerciale da 22,57 miliardi di euro a 20,97. Riguardo al mercato del lavoro, il tasso di disoccupazione in dicembre ha registrato una nuova contrazione, arrivando al 10,4%, dal 10,5% di novembre. Osservando invece i dati riferiti all'attività d'industria e impresa, nell'ultimo mese del 2015 la produzione industriale ha registrato una flessione sia congiunturale (-1% m/m da -0,5% m/m) sia tendenziale (-0,3% a/a da +1,4% a/a) e contro le attese di consenso (+0,1% m/m). Negativo è stato anche l'andamento del comparto delle costruzioni: -0,6% m/m dopo il +0,9% m/m di novembre. **Gli indici di fiducia delle imprese di febbraio hanno registrato tutti un lieve calo:** il PMI manifatturiero è passato a 51,2 da 52,3 (attese 52), quello dei servizi a 53 da 53,6, come previsto, e l'ESI a 103,8 da 105,1 (consenso 104,3). Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio in dicembre sono aumentate dello 0,3% m/m (da 0% m/m di novembre) come da attese, e dell'1,7% a/a (da +1,9% a/a di novembre) sorpendendo al rialzo (+1,4% a/a il consenso). **I dati dall'economia reale non sono incoraggianti e ciò che desta maggiori preoccupazioni è la dinamica dei prezzi.** Secondo la stima *flash*, l'inflazione misurata sull'indice armonizzato in febbraio è troncata in territorio negativo (-0,2% a/a) dopo la variazione debolmente positiva di gennaio (+0,3% a/a). Il *core*, invece, a gennaio aveva fatto ben sperare con un +1% a/a, in leggero aumento rispetto al +0,9% a/a di dicembre. **Lo spettro della deflazione è ben lungi dall'essere eliminato e alimenta i dubbi circa l'efficacia della politica monetaria.** La maggior parte degli analisti si aspetta, infatti, nuovi interventi da parte di Draghi già alla prossima riunione del 10 marzo – la mossa più probabile è un nuovo ribasso del tasso sui depositi presso la banca centrale – tuttavia, finora le manovre messe in atto non sembrano aver avuto gli effetti sperati.

Il PIL è cresciuto dello 0,3% t/t (+1,3% a/a) nel quarto periodo, in linea con le attese (+0,3% t/t e +1,4% a/a). Nel trimestre precedente la variazione era stata +0,3% t/t e +1,7% a/a. Il maggiore contributo è derivato dagli investimenti fissi (+0,4% t/t) aumentati dell'1,5% t/t e del 2,5% a/a (da +0,1% t/t e +2,2% a/a). Hanno, inoltre, dato un apporto positivo i consumi privati (+0,1% t/t) la cui variazione è stata +0,3% t/t e +1,4% a/a nel quarto trimestre (+0,6% t/t e +2,1% a/a in precedenza) la spesa pubblica (+0,2% t/t) e le scorte (+0,3% t/t). Ampiamente negativo è stato invece il contributo delle esportazioni nette, le quali, con il calo delle esportazioni (-0,6% t/t da 0,3% t/t) e la minor crescita delle importazioni (+0,5% t/t da +1,1% t/t) hanno sottratto lo 0,5% t/t alla crescita tedesca. Per quanto riguarda il commercio con l'estero, in dicembre sia le esportazioni (-1,45% m/m, +0,5% m/m a novembre) sia le importazioni (-1,59% m/m, 1,31% m/m il precedente) hanno registrato una variazione negativa rispetto al mese precedente. **Con riferimento al mercato del lavoro, in gennaio il tasso di disoccupazione si è attestato al 6,7%, in aumento dal 6,1% di dicembre e ben peggiore delle attese degli analisti (6,3%).** La rilevazione dell'HCPI è ancora relativa a gennaio e denota un lieve aumento dell'inflazione sia globale (+0,4% a/a da +0,2% a/a di dicembre) sia *core* (+1,1% a/a da 1% a/a).

AREA EURO

Finora le manovre messe in atto non sembrano aver avuto gli effetti sperati

Germania

Dal lato dell'offerta gli indicatori di dicembre offrono segnali negativi. La produzione industriale ha subito una flessione dell'1,2% m/m (da -0,1% m/m) e del 2,3% a/a (da +0,1% a/a) deludendo le attese (+0,4% m/m) le costruzioni hanno registrato un -0,2% m/m (da +1,7% m/m) e gli ordini all'industria manifatturiera un -0,7% m/m (da +1,5% m/m) e -2,5% a/a (da +2,1% a/a). In febbraio anche la maggior parte degli indici di fiducia delle imprese è diminuita, disattendendo il consenso. Lo *Zew* è passato a 1 da 10,2 (-0,3 le attese) l'*Ifo* a 105,7 da 107,3 (106,8) e il PMI manifatturiero a 50,5 da 52,3 (52). Solo il PMI relativo ai servizi è rimasto stabile a 55,1, comunque sotto le attese (54,8). I segnali provenienti dal lato della domanda, ancora tuttavia riferiti a dicembre, sono abbastanza positivi: le vendite al dettaglio sono aumentate dello 0,6% m/m e del 2,5% a/a (da +0,5% m/m e +2,3% a/a di novembre) superando le attese (0,3% m/m).

La seconda lettura del quarto trimestre del 2015 ha rivisto al rialzo il PIL, cresciuto dello 0,3% t/t e dell'1,4% a/a (da +0,2% t/t e +1,3% a/a del preliminare) dopo il +0,3% t/t e +1,1% a/a del terzo trimestre. Sono state ancora le scorte a dare il contributo maggiore (+0,7% t/t) seguite dagli investimenti fissi (+0,1% t/t). Hanno invece sottratto punti alla variazione del PIL le esportazioni nette (-0,5% t/t) e i consumi privati (-0,1% t/t). I dati di dicembre relativi al commercio estero mostrano una contrazione sia delle esportazioni (-0,89% m/m, da +2,87% m/m di novembre) sia delle importazioni (-2,16% m/m da +1,98% m/m in precedenza). Il minor decremento dell'export ha consentito la diminuzione del deficit commerciale a -3,94 miliardi di euro da -4,53. Per quel che riguarda il mercato del lavoro, il tasso di disoccupazione è rimasto stabile al 10,1% a dicembre. **In linea con l'Area Euro l'inflazione globale in gennaio è rimasta stabile e debolmente positiva** (+0,3% a/a) mentre il *core* ha registrato un lieve aumento (+0,9% m/m da +0,8% a/a). Dal lato dell'offerta, l'indice di fiducia in febbraio è rimasto fermo a quota 103 (101,8 il consenso). Nemmeno gli indici PMI hanno subito variazioni di rilievo, infatti, il manifatturiero si è attestato a 50,2 da cinquanta, mentre quello dei servizi ha sfondato la linea di demarcazione tra espansione e contrazione portandosi a 49,8 da 50,3. La produzione industriale in dicembre è diminuita dell'1,6% m/m e dello 0,6% a/a (-0,9% m/m e +3% a/a in novembre). Anche dal lato della domanda la fiducia a febbraio ha subito un calo, portando l'indice *Isee* da 97 a 95. In diminuzione sono stati anche i consumi delle famiglie in gennaio (-0,3% m/m da +1,9% m/m) mentre le vendite al dettaglio in dicembre sono cresciute dell'1,3% m/m e del 2,3% a/a (-0,6% m/m e +1,4% a/a in novembre).

Francia

Secondo la stima preliminare diffusa a inizio febbraio, nel quarto trimestre del 2015 il PIL è aumentato dello 0,1% t/t (+0,2% t/t nel III trim.) e dell'1% a/a (+0,8% a/a il precedente). Il dettaglio con i diversi contributi sarà pubblicato il 4 marzo. Osservando quindi i dati mensili si rileva, in dicembre, una diminuzione sia delle esportazioni sia delle importazioni verso paesi UE: -4,71% m/m contro il +3,11% m/m di novembre le prime e -3,82% m/m da +1,67% m/m le seconde. In calo sono state anche le esportazioni e le importazioni di gennaio verso i paesi extra-UE, rispettivamente del 6,76% m/m (+1,03% m/m in dicembre) e del 3,89% m/m (da -3,47% m/m). Per quel che riguarda il mercato del lavoro, **il tasso di disoccupazione, dopo essere rimasto stabile per cinque mesi all'11,5%, è tornato a salire** (11,6%) a dicembre sorprendendo gli analisti (11,2% il consenso). **In linea con lo scenario europeo, in febbraio, secondo i dati provvisori, l'Italia è tornata in deflazione** (-0,2% a/a da +0,4% a/a in gennaio). L'Istat sottolinea che il forte calo dei prezzi di febbraio si spiega con una dinamica congiunturale caratterizzata da cali dei prezzi diffusi a quasi tutte le tipologie di prodotto. In gennaio invece, l'indice *core* ha registrato un aumento importante passando dallo 0,6% di dicembre allo 0,9% a/a. I dati di dicembre dal lato dell'offerta sono negativi. La produzione industriale è stata in flessione dello 0,7% m/m e dello

Italia

0,4% a/a (da -0,5% m/m e +1,2% a/a di novembre) contrariamente alle attese (+0,3% m/m). Negativa è stata anche la variazione degli ordini all'industria: -2,8% m/m e -1,1% a/a (da +1,5% m/m e +8,6% a/a di novembre). **In febbraio, le attese di un'imminente fase di recessione hanno in parte intaccato la fiducia sia delle imprese sia delle famiglie:** l'indice del settore manifatturiero è passato da 103 a 102, quello dei servizi è rimasto stabile a 106,6 e quello dei consumatori si è portato a 114,5 da 118,6, molto inferiore alle attese (117,8). Le vendite al dettaglio in dicembre hanno registrato una variazione negativa su base congiunturale (-0,1% m/m, +0,2% m/m in precedenza) deludendo gli analisti (+0,1% m/m) e positiva su base tendenziale (+1% a/a da +0,7% a/a). **L'Italia, che sembrava aver finalmente agganciato un ciclo positivo, grazie anche agli stimoli del calo del prezzo del petrolio, del cambio favorevole e delle riforme strutturali effettuate soprattutto nel mercato del lavoro, si trova ora a fare i conti con gli effetti dell'aumentata vulnerabilità e fragilità del suo sistema bancario, per il quale forse, l'entrata in vigore del *bail-in* avrebbe dovuto essere graduale.** La costituzione della *Bad Bank* e la conseguente creazione di un mercato per le sofferenze bancarie sembrano, infatti, al momento non in grado di liberare sufficiente liquidità, mancando un meccanismo unico di garanzia dei depositi bancari e la possibilità di un intervento con riserve pubbliche in caso di rischio sistemico innescato dal *bail-in*. Oltre a questo, un nuovo elemento si è aggiunto in febbraio a rendere lo scenario futuro più incerto, ossia la possibilità che l'UE possa decidere di stabilire un tetto massimo all'esposizione del portafoglio delle banche sui titoli di Stato. In tal caso avverrebbe una vendita generalizzata di titoli degli stati membri e a risentirne maggiormente sarebbero i paesi periferici. Per questo motivo, la probabilità che si realizzi lo scenario nel quale lo *spread* è visto sopra i 150 punti base è in lieve aumento.

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

GLI SCENARI

A (20%)

Usa: Nonostante l'effetto destabilizzante del basso prezzo del petrolio e le turbolenze finanziarie sulle borse asiatiche dovute alla fase di transizione dello yuan verso la liberalizzazione, **la crescita statunitense si mantiene moderata. I rischi al ribasso internazionali, la fiducia delle imprese che stenta a riprendersi e il calo dei corsi delle materie prime, tuttavia, spingono la FED, dopo il primo rialzo, a intraprendere una strategia di comunicazione volta a smorzare le attese di nuovi rialzi ravvicinati. Il timing dei futuri interventi è dilazionato e graduale e il prossimo rialzo è previsto nella seconda parte dell'anno. Il processo di ritorno alla politica monetaria restrittiva è molto cauto ed equilibrato.**

Area Euro: Il rallentamento del ciclo economico globale investe anche l'Europa e **potrebbe spingere il Consiglio direttivo della BCE, dopo gli interventi di dicembre 2015, ad aumentare l'entità mensile del Programma di Acquisto di Attività e ad abbassare nuovamente il tasso d'interesse sui depositi** presso la banca centrale. Tale strategia punta a mantenere debole l'euro e favorire il canale estero, a sostegno della ripresa dell'area. Il dollaro, favorito dalle attese di una politica monetaria restrittiva in USA, tende ad apprezzarsi, ma i suoi margini di rafforzamento sono limitati. Il tasso di cambio EUR/USD si porta quindi tra 1,06 e 1,07. Lo *spread* tra BTP a 10 anni e *Bund* rimane intorno ai 130 punti base e il rendimento dei primi intorno all'1,6%.

B (10%)

Usa: L'economia stenta a riprendersi a causa dell'effetto destabilizzante del basso prezzo del petrolio e delle turbolenze finanziarie sulle borse asiatiche dovute alla fase di transizione dello yuan verso la liberalizzazione. Permangono, inoltre, le incertezze circa gli effetti che le tensioni geopolitiche e il rischio terrorismo potrebbero avere sul ciclo globale. **La minor crescita, i rischi al ribasso internazionali, la fiducia delle imprese che stenta a riprendersi e il calo dei corsi delle materie prime, fanno venir meno le attese di un rialzo entro il 2016.**

Area Euro: La debolezza a livello internazionale investe anche l'Europa. La speculazione si concentra nei paesi membri, **accentuandosi in prossimità del referendum previsto in giugno nel Regno Unito** relativo alla possibile uscita del paese dall'Unione Europea e, in particolare in **Italia, a causa della debolezza del sistema bancario e dell'incertezza sull'esito del referendum costituzionale previsto in autunno. Il Consiglio direttivo della BCE interviene nuovamente, aumentando l'entità mensile del Programma di Acquisto di Attività e abbassando il tasso d'interesse sui depositi** presso la banca centrale. Il dollaro si rafforza e il cambio EUR/USD si porta verso quota 1,05. Lo *spread* tra BTP a 10 anni e *Bund* si porta anche oltre i 150 punti base e il rendimento dei primi oltre l'1,6%.

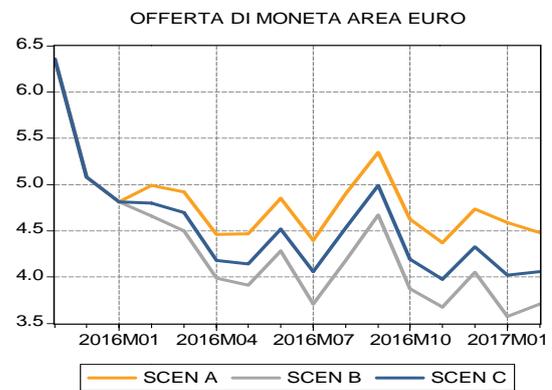
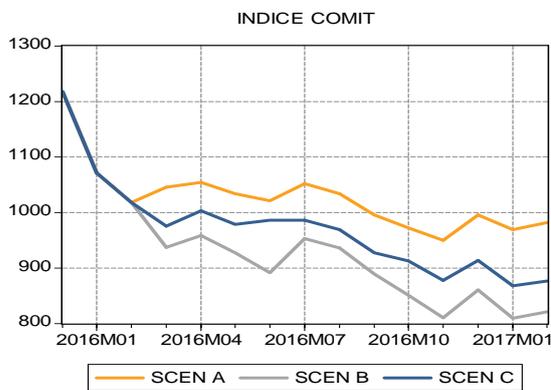
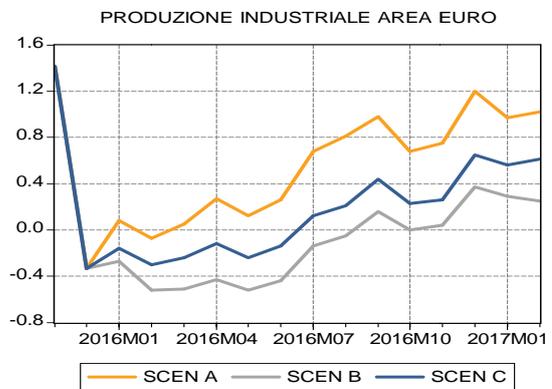
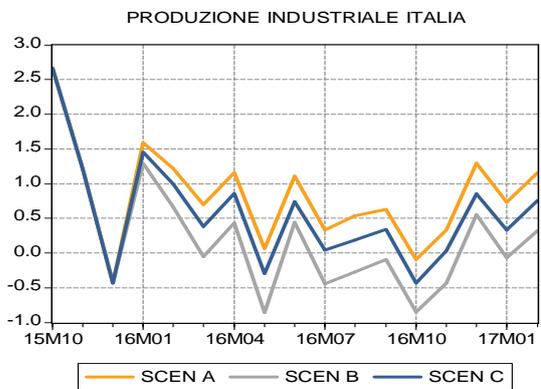
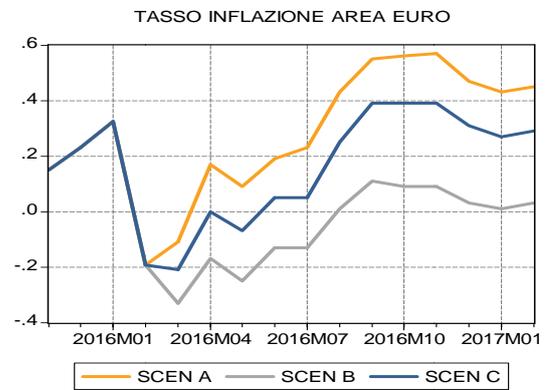
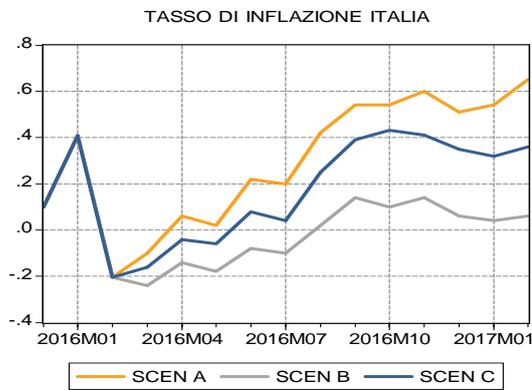
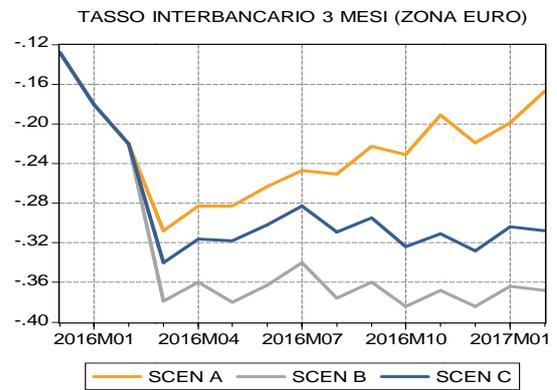
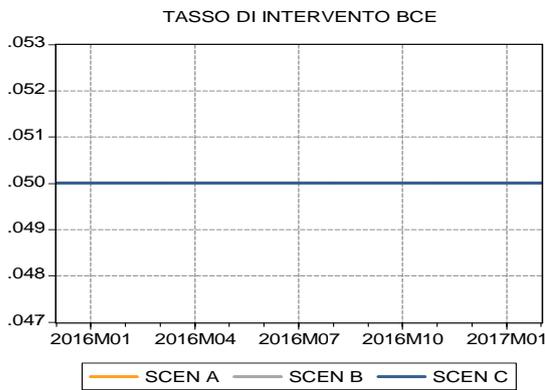
C (70%)

Usa: L'economia stenta a riprendersi a causa dell'effetto destabilizzante del basso prezzo del petrolio e delle turbolenze finanziarie sulle borse asiatiche dovute alla fase di transizione dello yuan verso la liberalizzazione. Permangono, inoltre, le incertezze circa gli effetti che le tensioni geopolitiche e il rischio terrorismo potrebbero avere sul ciclo globale. **La minor crescita, i rischi al ribasso internazionali, la fiducia delle imprese che stenta a riprendersi e il calo dei corsi delle materie prime, fanno venir meno le attese di un rialzo entro il 2016.**

Area Euro: La debolezza a livello internazionale investe anche l'Europa e **spinge il Consiglio direttivo della BCE, dopo gli interventi di dicembre 2015, ad aumentare l'entità mensile del Programma di Acquisto di Attività e ad abbassare nuovamente il tasso d'interesse sui depositi** presso la banca centrale. Tale strategia punta a mantenere debole il cambio e favorire così il canale estero, a sostegno della ripresa dell'area. Il tasso di cambio EUR/USD si porta tra 1,08 e 1,10. Lo *spread* tra BTP a 10 anni e *Bund* rimane intorno ai 130 punti base e il rendimento dei primi intorno all'1,5%.

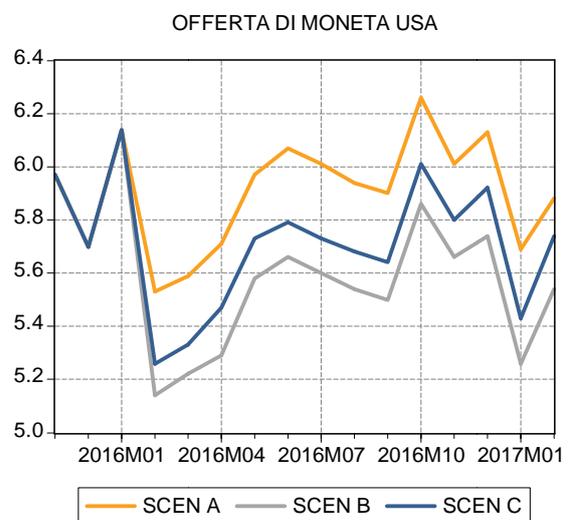
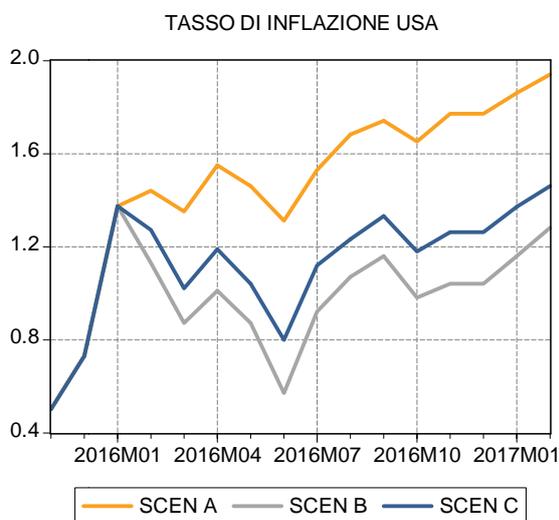
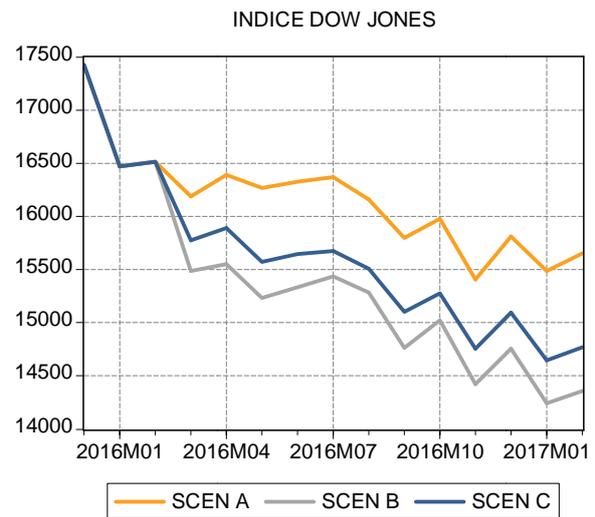
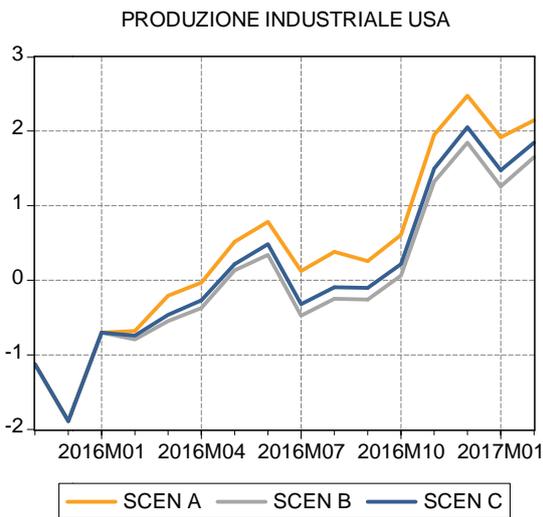
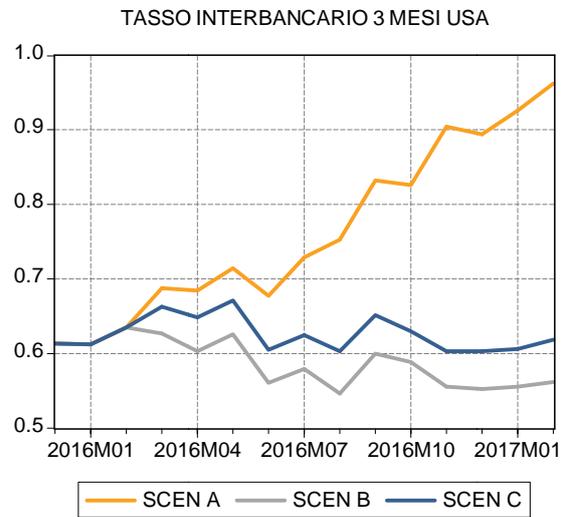
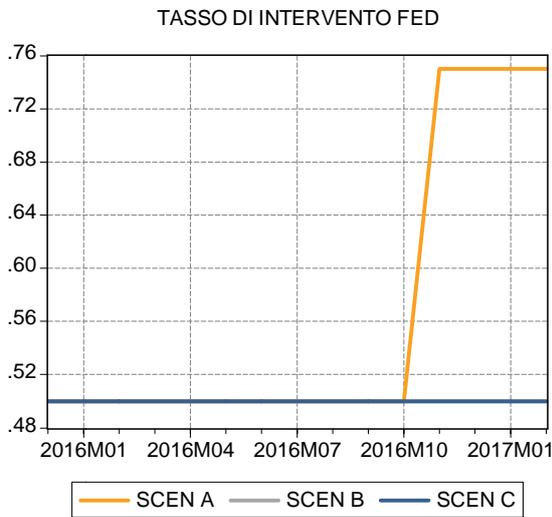
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

Dopo la riduzione del tasso sui depositi presso la BCE, i **saggi interbancari europei hanno proseguito su un trend discendente**: a febbraio l'1 mese è calato a -0,25% da -0,22%, il 3 mesi a -0,20% da -0,15% e il 6 mesi a -0,12% da -0,07%. La probabilità di un nuovo ribasso del tasso sui depositi presso la BCE è aumentata, tant'è che l'intervento è previsto in tutti e tre gli scenari delineati. In C e B i tassi interbancari sono visti ancora in diminuzione e a febbraio 2017 potrebbero attestarsi a -0,31% l'1 mese (-0,35% in B) -0,29% il 3 mesi (-0,33%) e -0,18% il 6 mesi (-0,22%). Nello scenario A, i tassi si mantengono invece sui livelli attuali (-0,23%, -0,17% e -0,09% rispettivamente l'1, il 3 e il 6 mesi alla fine dell'orizzonte di previsione).

In febbraio i tassi di fine periodo della struttura a termine sono rimasti pressoché costanti rispetto a gennaio, anche se le turbolenze finanziarie ne hanno determinato importanti oscillazioni nel corso del mese. Il tasso sui BTP a 3 anni si è portato allo 0,09% dallo 0,07% precedente, il 5 anni allo 0,48% come a gennaio, il 7 anni allo 0,95% da 0,93% e il decennale all'1,50% da 1,48%. Nello scenario C, nel quale la FED rimane neutrale nel 2016, mentre la politica della BCE diviene ancora più accomodante, i rendimenti potrebbero rimanere costanti o aumentare debolmente (1,53% il 10 anni, 1,07% il 7 anni, 0,55% il 5 anni e 0,05% il 3 anni a febbraio 2017). Se, a parità di condizioni in Europa, la FED decidesse di compiere un rialzo nella seconda parte del 2016 (scenario A) i tassi subirebbero un incremento maggiore (0,19% il 3 anni, 0,68% il 5 anni, 1,18% il 7 anni e 1,65% il 10 anni alla fine dell'orizzonte di previsione). Nello scenario meno favorevole (B) nel quale le politiche monetarie delle due banche centrali sono identiche a quelle delineate in C, ma l'Area Euro, e soprattutto l'Italia, è oggetto di speculazione da parte degli investitori, i rendimenti subirebbero un incremento marcato a causa dell'aumentato premio al rischio (a febbraio 2017 rispettivamente 0,28%, 0,77%, 1,29% e 1,74%).

In dicembre i tassi medi su depositi e prestiti si sono debolmente ridotti: il primo è sceso di 2 centesimi di punto percentuale, portandosi allo 0,52%, mentre il secondo è passato al 3,24% dal 3,30% precedente. In tutti e tre gli scenari, il tasso sui depositi è visto in lievissimo aumento: 0,54% in C a febbraio 2017, 0,57% in A e 0,53% in B. Al contrario il tasso medio sui prestiti è atteso in ulteriore debole riduzione in tutte e tre le alternative delineate: 3,13% in C alla fine dell'orizzonte predittivo, 3,17% in A e 3,10% in B.

Anche a dicembre 2015 è proseguito l'aumento dei volumi bancari, tuttavia, i prestiti hanno rallentato la crescita (+0,85% a/a, +1,25% a/a in novembre) mentre la raccolta ha in parte recuperato il passo precedente (+1,79% a/a da +1,13% a/a). In base ai risultati delle simulazioni, nello scenario più probabile (C) la dinamica dei depositi dovrebbe riportarsi a un buon ritmo di crescita (+2,15% a/a a febbraio 2017). Anche i prestiti dovrebbero continuare ad aumentare, sostenuti dal miglioramento delle condizioni di accesso al credito e della domanda (+0,77% a/a alla fine del periodo predittivo). Nello scenario A, l'andamento potrebbe essere lievemente più favorevole, grazie alle condizioni macroeconomiche meno incerte (+2,67% a/a per la raccolta e +1,02% a/a per gli impieghi a febbraio 2017). Se si dovesse verificare lo scenario più sfavorevole (B) sia i depositi sia i prestiti rimarrebbero positivi durante l'intero arco predittivo, seppur su livelli inferiori rispetto alle alternative A e C. I depositi totali potrebbero registrare un incremento dell'1,61% a/a a febbraio 2017 e i prestiti totali dello 0,46% a/a.

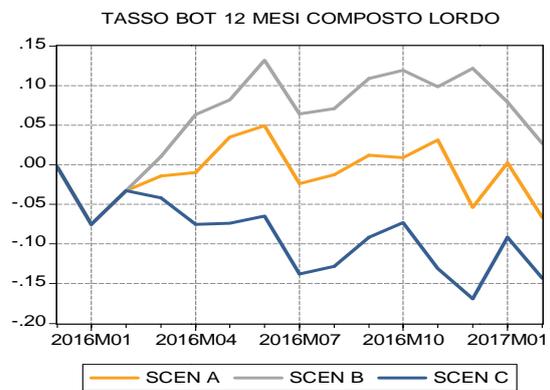
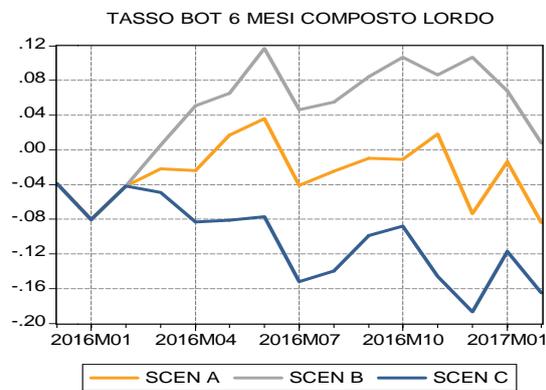
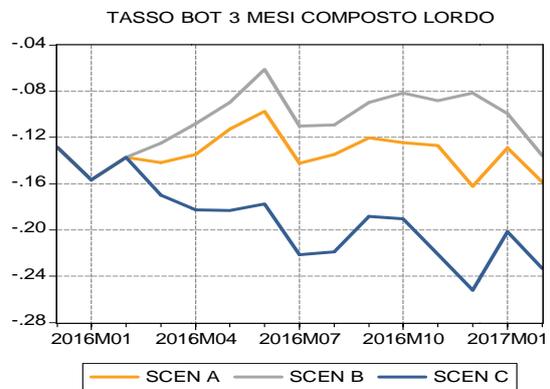
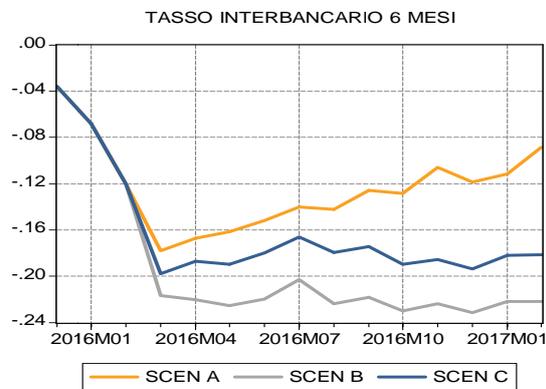
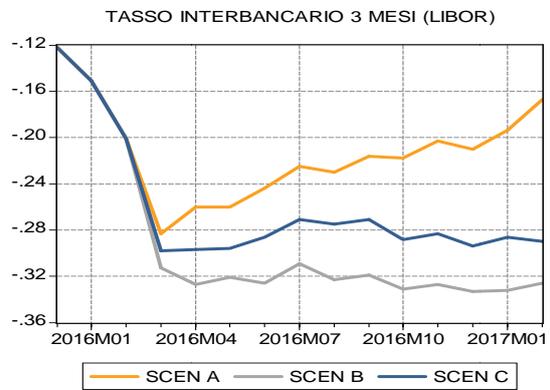
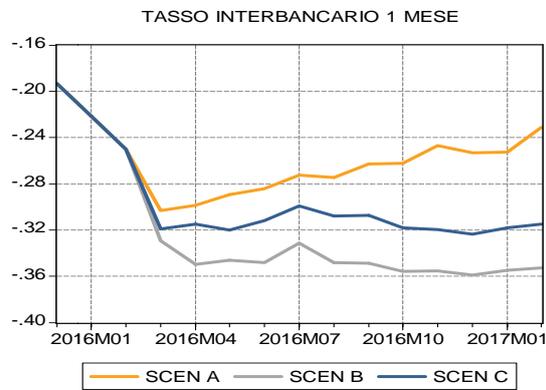
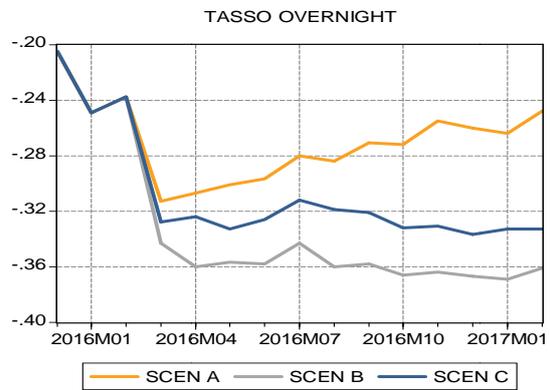
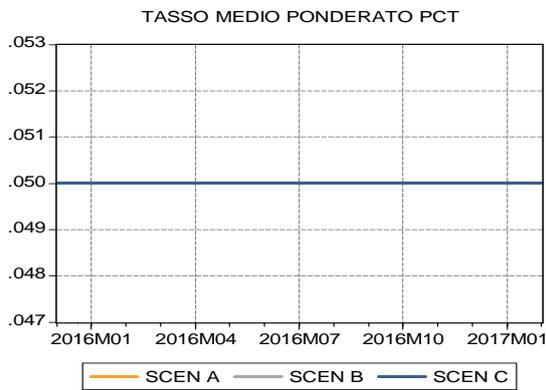
TASSI INTERBANCARI

STRUTTURA A TERMINE

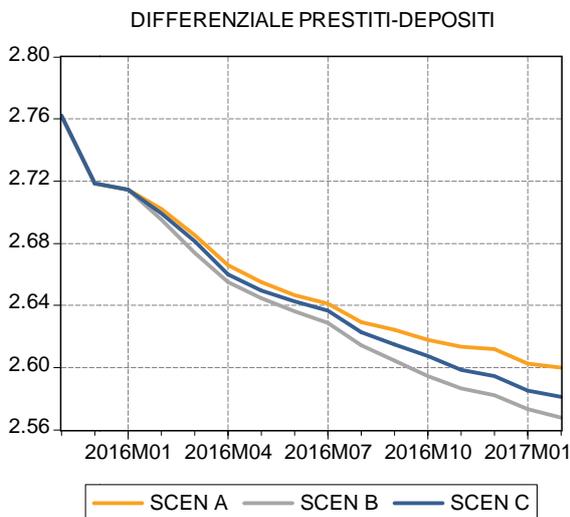
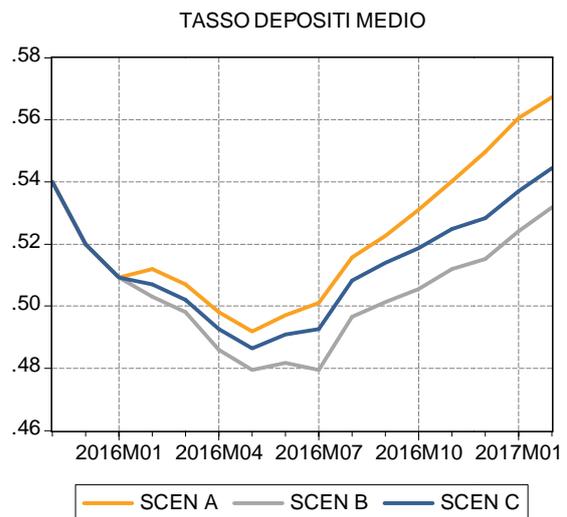
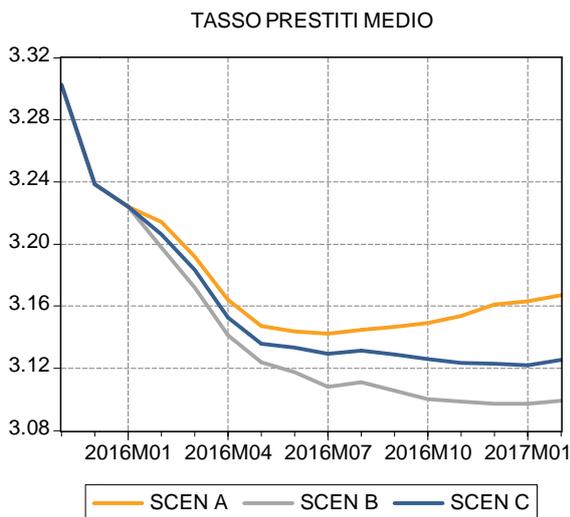
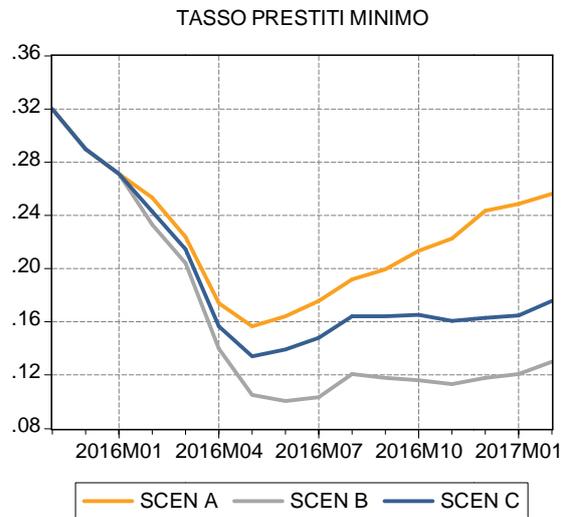
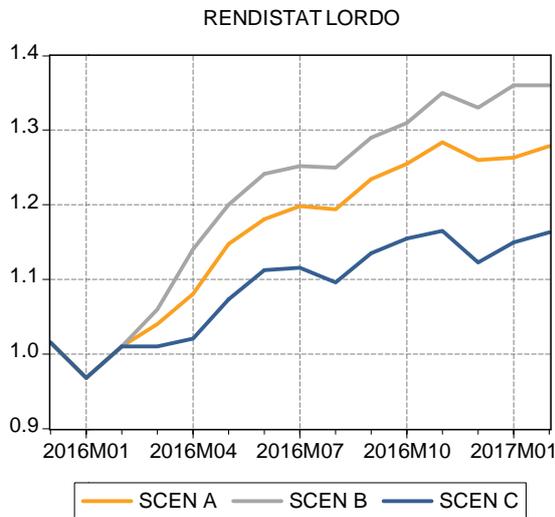
TASSI BANCARI

VOLUMI

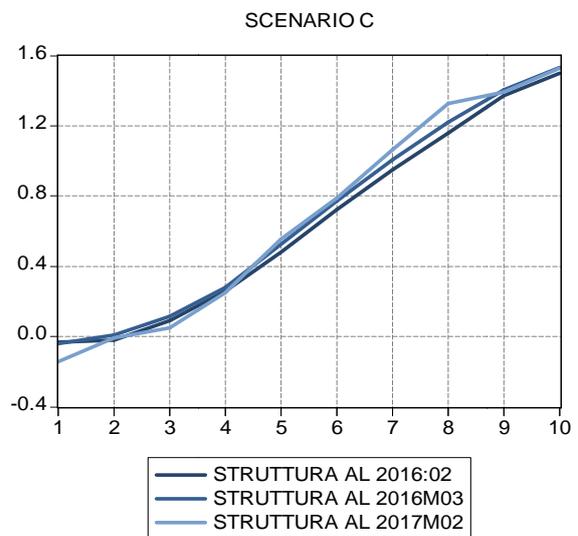
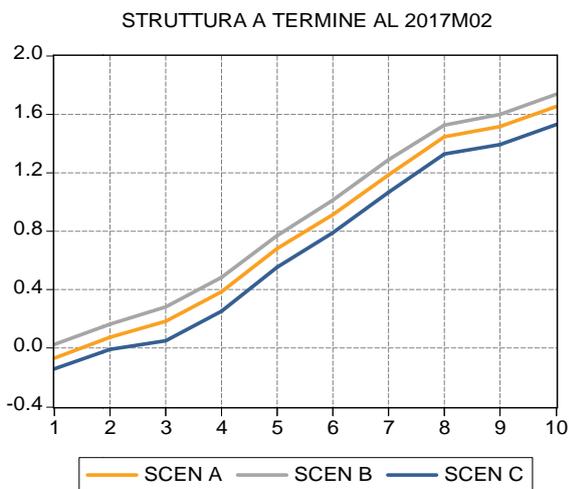
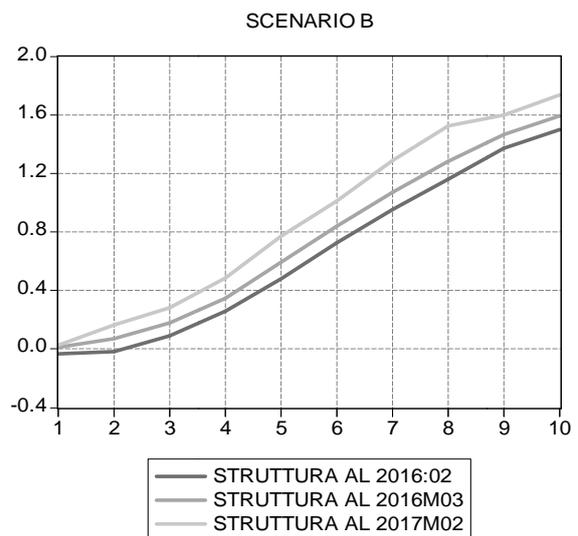
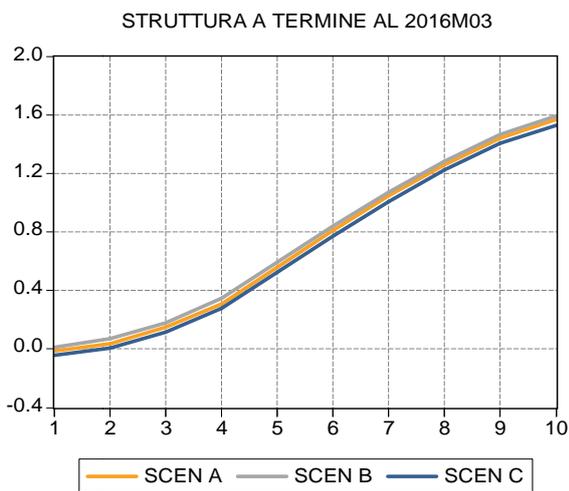
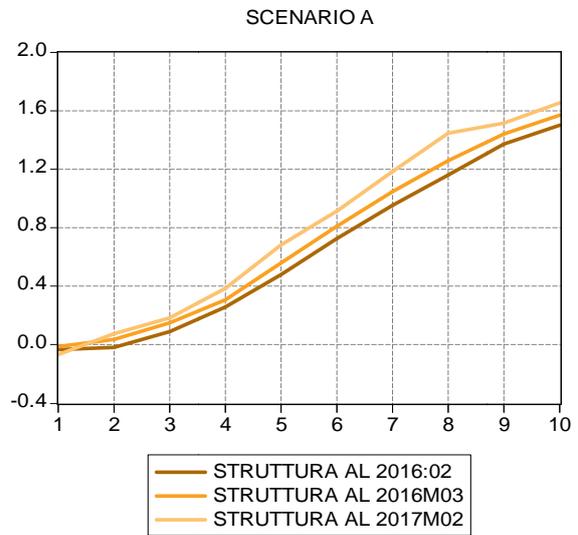
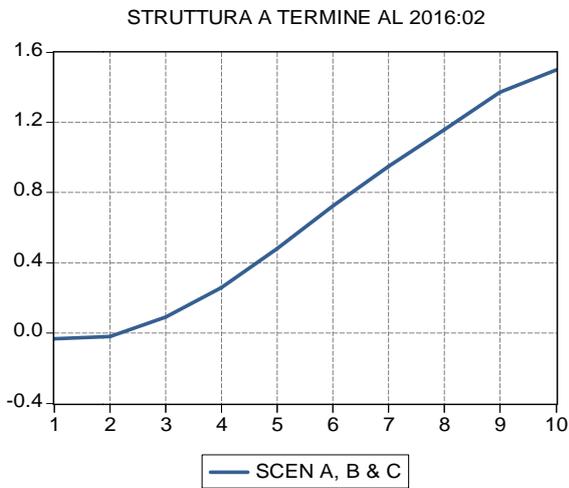
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



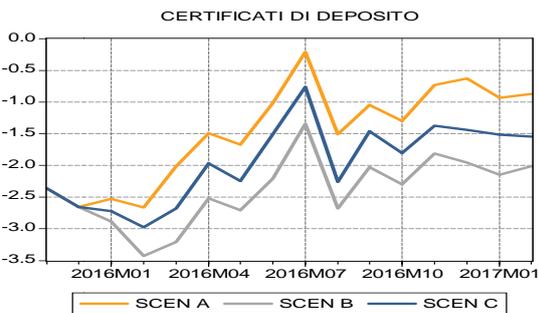
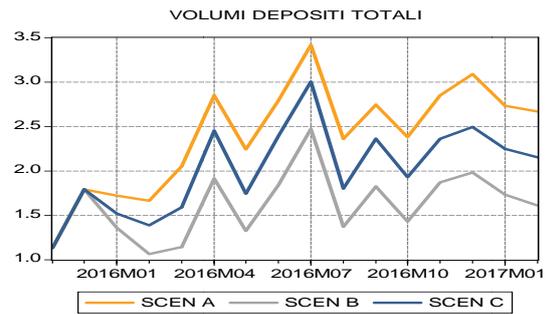
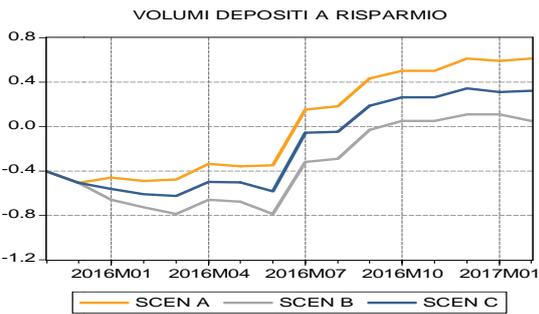
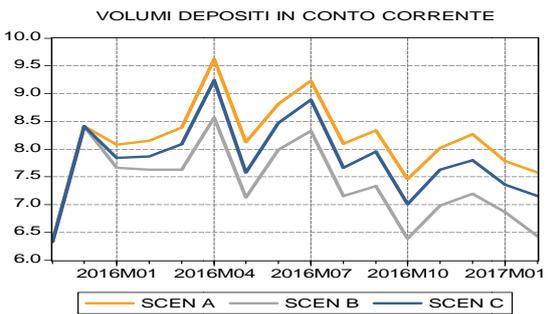
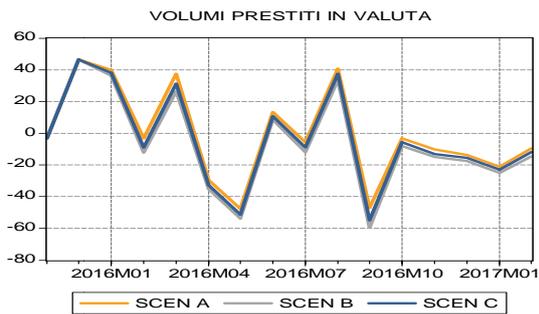
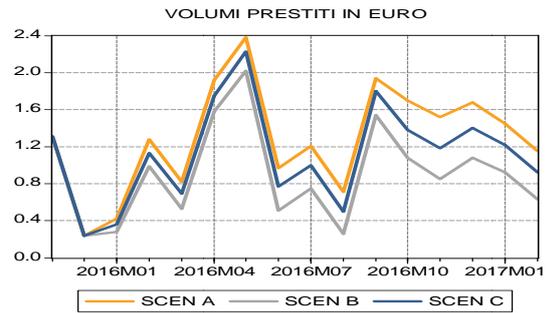
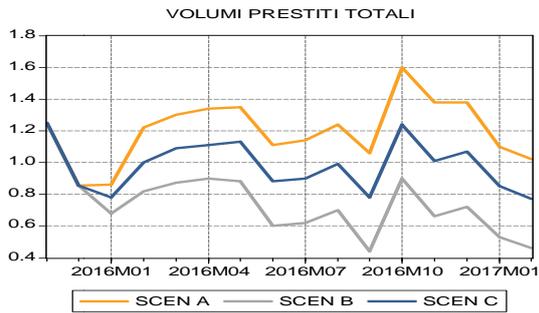
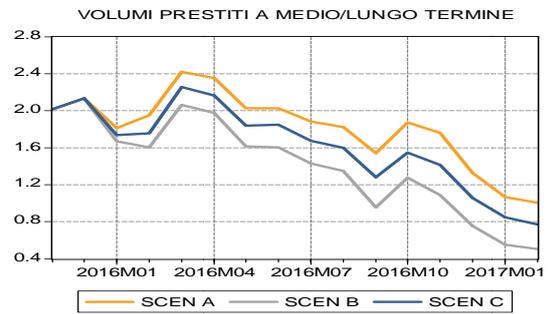
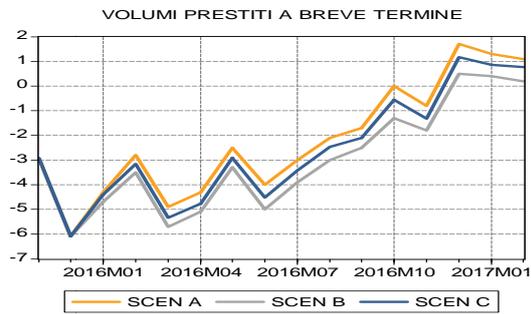
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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

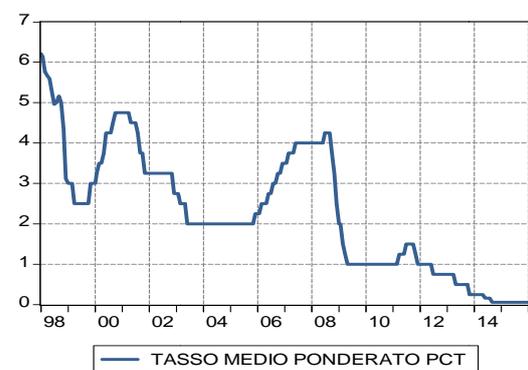
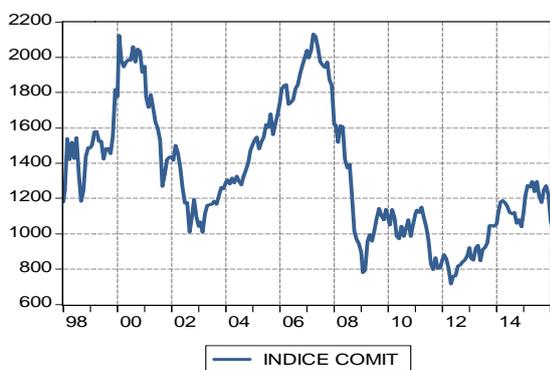
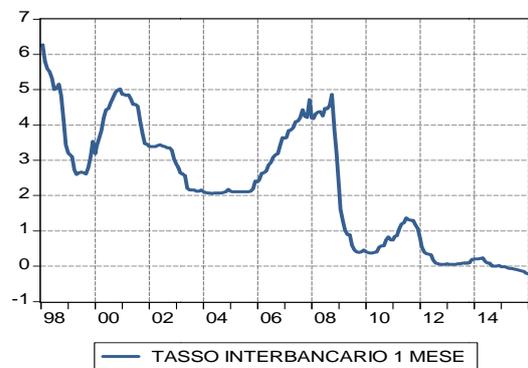
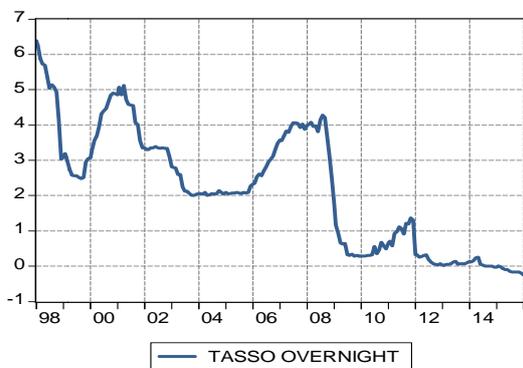
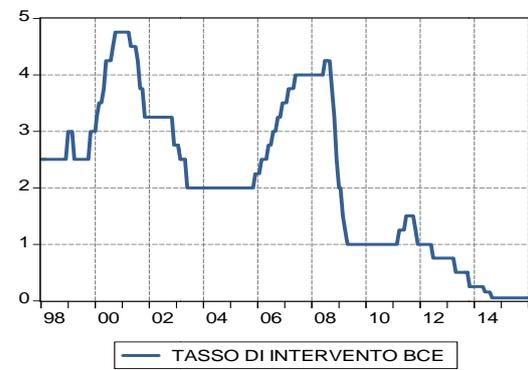


SCENARIO A	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT (livello)	1216	1179	1249	1271	1218	1070	1017	1045	1054	1033	1021	1052	1033	995	972	949	995	969	981
Produzione Industriale (Var. % a/a)	0.9	1.8	2.7	1.2	-0.4	1.6	1.2	0.7	1.2	0.1	1.1	0.3	0.5	0.6	-0.1	0.3	1.3	0.7	1.2
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.3	0.2	0.3	0.1	0.1	0.4	-0.2	-0.1	0.1	0.0	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6
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/l	-0.16	-0.16	-0.17	-0.17	-0.20	-0.25	-0.24	-0.31	-0.31	-0.30	-0.30	-0.28	-0.28	-0.27	-0.27	-0.26	-0.26	-0.26	-0.25
T. Interb. 1m lett.	-0.10	-0.11	-0.13	-0.15	-0.19	-0.22	-0.25	-0.30	-0.30	-0.29	-0.28	-0.27	-0.27	-0.26	-0.26	-0.25	-0.25	-0.25	-0.23
T. Interb. 3m lett.	-0.02	-0.04	-0.05	-0.10	-0.12	-0.15	-0.20	-0.28	-0.26	-0.26	-0.24	-0.23	-0.23	-0.22	-0.22	-0.20	-0.21	-0.19	-0.17
T. Interb. 6m lett.	0.05	0.03	0.02	-0.03	-0.04	-0.07	-0.12	-0.18	-0.17	-0.16	-0.15	-0.14	-0.14	-0.13	-0.13	-0.11	-0.12	-0.11	-0.09
T. Depositi medio	0.56	0.56	0.54	0.54	0.52	0.51	0.51	0.51	0.50	0.49	0.50	0.50	0.52	0.52	0.53	0.54	0.55	0.56	0.57
T. Prestiti medio	3.36	3.34	3.32	3.30	3.24	3.22	3.21	3.19	3.16	3.15	3.14	3.14	3.14	3.15	3.15	3.15	3.16	3.16	3.17
T.prest. medio - T.dep. medio	2.80	2.78	2.78	2.76	2.72	2.71	2.70	2.69	2.67	2.66	2.65	2.64	2.63	2.62	2.62	2.61	2.61	2.60	2.60
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.06	-0.05	-0.10	-0.14	-0.13	-0.16	-0.14	-0.14	-0.13	-0.11	-0.10	-0.14	-0.13	-0.12	-0.12	-0.13	-0.16	-0.13	-0.16
T. BOT comp. lordo 6m	0.01	0.02	-0.06	-0.11	-0.04	-0.08	-0.04	-0.02	-0.02	0.02	0.04	-0.04	-0.03	-0.01	-0.01	0.02	-0.07	-0.01	-0.08
T. BOT comp. lordo 12m	0.01	0.03	0.02	-0.03	0.00	-0.07	-0.03	-0.01	-0.01	0.04	0.05	-0.02	-0.01	0.01	0.01	0.03	-0.05	0.00	-0.07
Rendistat lordo	1.27	1.28	1.10	1.00	1.02	0.97	1.01	1.04	1.08	1.15	1.18	1.20	1.19	1.23	1.25	1.28	1.26	1.26	1.28
Rendistat netto	1.11	1.12	0.96	0.88	0.89	0.85	0.88	0.91	0.95	1.00	1.03	1.05	1.05	1.08	1.10	1.12	1.10	1.11	1.12
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.46	0.37	0.21	0.10	0.15	0.07	0.09	0.15	0.18	0.24	0.26	0.19	0.19	0.23	0.23	0.26	0.18	0.23	0.19
Rend. BTP a 5 anni	1.03	0.87	0.63	0.51	0.67	0.48	0.48	0.56	0.60	0.67	0.71	0.66	0.66	0.72	0.72	0.75	0.68	0.73	0.68
Rend. BTP a 7 anni	1.56	1.35	1.12	0.97	1.11	0.93	0.95	1.04	1.09	1.16	1.21	1.15	1.16	1.21	1.22	1.25	1.18	1.23	1.18
Rend. BTP a 10 anni	2.06	1.82	1.57	1.47	1.66	1.48	1.50	1.57	1.59	1.66	1.69	1.64	1.64	1.69	1.69	1.72	1.65	1.69	1.65
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2318.679	2327.839	2321.984	2336.226	2333.608	2334.656	2335.439	2363.218	2351.828	2349.326	2365.18	2353.99	2347.43	2352.51	2359.14	2368.47	2365.81	2360.34	2359.26
Prestiti in euro	2287.994	2286.020	2276.300	2308.250	2288.266	2298.617	2306.682	2321.178	2321.641	2324.512	2335.530	2331.67	2304.238	2330.37	2315.00	2343.33	2326.71	2331.95	2333.21
Prestiti in valuta	30.685	41.819	45.684	27.976	45.342	36.039	28.757	42.040	30.187	24.814	29.650	22.316	43.192	22.146	44.139	25.131	39.103	28.390	26.052
Prestiti a breve	345.333	345.275	336.823	345.564	337.764	344.465	343.825	339.873	337.963	337.760	341.484	342.698	338.081	339.405	336.823	342.799	343.506	348.944	347.607
Prestiti a m / l	1973.346	1982.564	1985.161	1990.662	1995.844	1990.190	1991.614	2023.344	2013.865	2011.566	2023.696	2011.290	2009.350	2013.109	2022.313	2025.666	2022.306	2011.394	2011.654
Depositi totali	2195.379	2203.553	2204.930	2181.969	2199.020	2215.465	2212.062	2247.020	2245.922	2244.056	2265.913	2262.687	2247.190	2263.930	2257.407	2244.155	2266.970	2275.947	2271.124
Depositi in c / c	831.032	842.116	864.943	851.001	877.018	878.528	874.673	883.452	900.830	904.120	906.381	907.096	898.346	912.348	929.468	919.251	949.547	946.878	940.973
Depositi a risparmio	301.295	299.816	298.750	298.830	301.010	302.223	302.513	302.957	302.563	302.094	302.339	301.416	301.837	301.105	300.244	300.324	302.846	304.006	304.359
Certif. deposito	1063.052	1061.621	1041.237	1032.138	1020.992	1034.713	1034.875	1060.611	1042.530	1037.842	1057.193	1054.174	1047.007	1050.477	1027.696	1024.580	1014.576	1025.063	1025.792
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	1.48	1.29	1.80	1.25	0.85	0.86	1.22	1.30	1.34	1.35	1.11	1.14	1.24	1.06	1.60	1.38	1.38	1.10	1.02
Prestiti in euro	1.54	0.95	1.54	1.31	0.24	0.42	1.28	0.82	1.92	2.38	0.97	1.21	0.71	1.94	1.70	1.52	1.68	1.45	1.15
Prestiti in valuta	-3.20	24.19	17.01	-3.34	46.45	39.98	-3.37	37.42	-29.51	-47.82	13.51	-5.68	40.76	-47.04	-3.38	-10.17	-13.76	-21.22	-9.41
Prestiti a breve	-2.96	-5.86	-6.93	-2.94	-6.09	-4.30	-2.80	-4.90	-4.30	-2.50	-4.00	-3.00	-2.10	-1.70	0.00	-0.80	1.70	1.30	1.10
Prestiti a m / l	2.30	2.65	3.45	2.02	2.13	1.81	1.95	2.42	2.35	2.03	2.03	1.88	1.82	1.54	1.87	1.76	1.33	1.07	1.01
Depositi totali	3.45	3.85	3.63	1.13	1.79	1.72	1.66	2.05	2.85	2.24	2.79	3.42	2.36	2.74	2.38	2.85	3.09	2.73	2.67
Depositi in c / c	7.29	8.11	11.11	6.33	8.41	8.08	8.15	8.39	9.62	8.12	8.81	9.23	8.10	8.34	7.46	8.02	8.27	7.78	7.58
Depositi a risparmio	1.02	0.39	0.10	-0.41	-0.51	-0.46	-0.49	-0.48	-0.34	-0.36	-0.35	0.15	0.18	0.43	0.50	0.50	0.61	0.59	0.61
Certif. deposito	1.31	1.66	-0.90	-2.37	-2.65	-2.53	-2.66	-2.01	-1.49	-1.67	-1.01	-0.22	-1.51	-1.05	-1.30	-0.73	-0.63	-0.93	-0.88

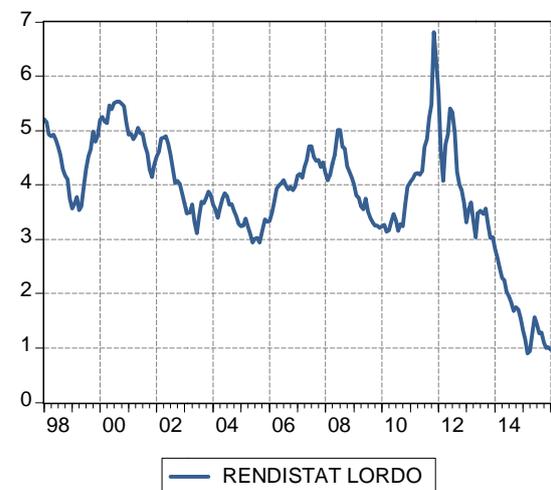
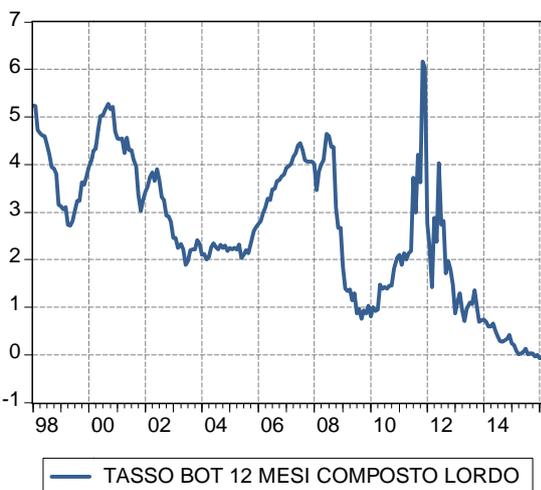
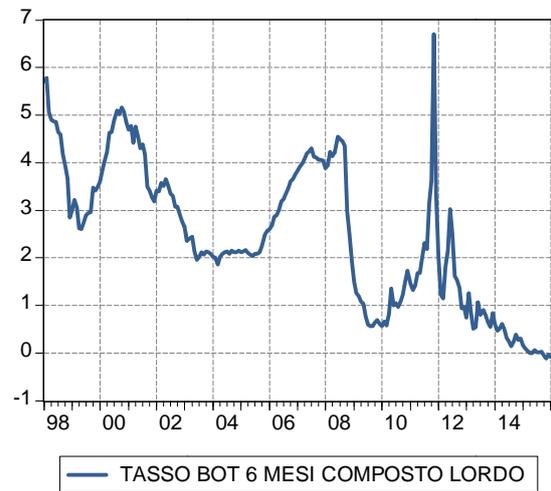
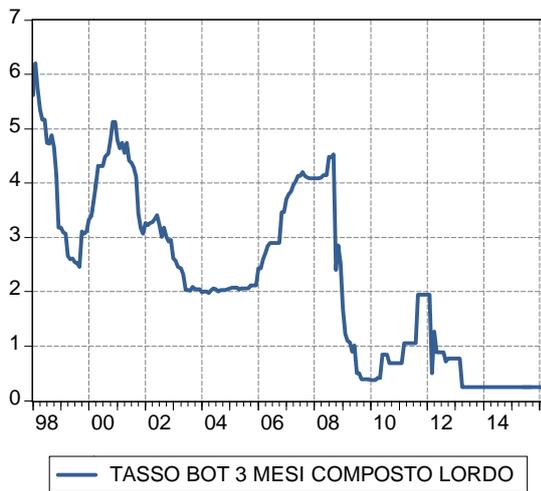
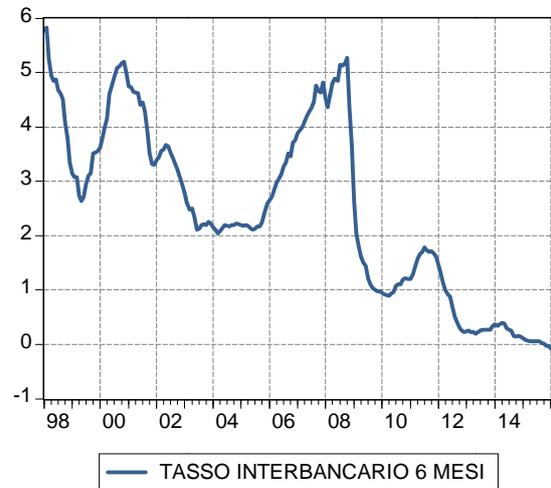
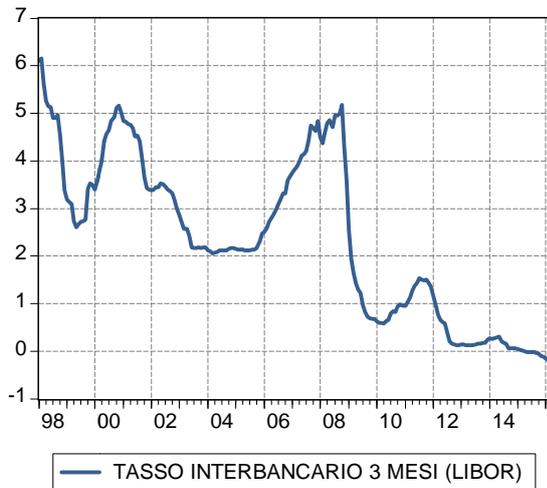
SCENARIO B	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT (livello)	1216	1179	1249	1271	1218	1070	1017	937	958	927	891	953	936	889	851	810	860	809	821
Produzione Industriale (Var. % a/a)	0.9	1.8	2.7	1.2	-0.4	1.3	0.7	0.0	0.4	-0.9	0.4	-0.4	-0.3	-0.1	-0.8	-0.4	0.6	-0.1	0.3
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.3	0.2	0.3	0.1	0.1	0.4	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	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/l	-0.16	-0.16	-0.17	-0.17	-0.20	-0.25	-0.24	-0.34	-0.36	-0.36	-0.36	-0.34	-0.36	-0.36	-0.37	-0.36	-0.37	-0.37	-0.36
T. Interb. 1m lett.	-0.10	-0.11	-0.13	-0.15	-0.19	-0.22	-0.25	-0.33	-0.35	-0.35	-0.35	-0.33	-0.35	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35
T. Interb. 3m lett.	-0.02	-0.04	-0.05	-0.10	-0.12	-0.15	-0.20	-0.31	-0.33	-0.32	-0.33	-0.31	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33
T. Interb. 6m lett.	0.05	0.03	0.02	-0.03	-0.04	-0.07	-0.12	-0.22	-0.22	-0.23	-0.22	-0.20	-0.22	-0.22	-0.23	-0.22	-0.23	-0.22	-0.22
T. Depositi medio	0.56	0.56	0.54	0.54	0.52	0.51	0.50	0.50	0.49	0.48	0.48	0.48	0.50	0.50	0.51	0.51	0.52	0.52	0.53
T. Prestiti medio	3.36	3.34	3.32	3.30	3.24	3.22	3.20	3.17	3.14	3.12	3.12	3.11	3.11	3.11	3.10	3.10	3.10	3.10	3.10
T.prest. medio - T.dep. medio	2.80	2.78	2.78	2.76	2.72	2.71	2.70	2.67	2.66	2.64	2.64	2.63	2.61	2.60	2.59	2.59	2.58	2.57	2.57
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.06	-0.05	-0.10	-0.14	-0.13	-0.16	-0.14	-0.13	-0.11	-0.09	-0.06	-0.11	-0.11	-0.09	-0.08	-0.09	-0.08	-0.10	-0.14
T. BOT comp. lordo 6m	0.01	0.02	-0.06	-0.11	-0.04	-0.08	-0.04	0.01	0.05	0.07	0.12	0.05	0.06	0.08	0.11	0.09	0.11	0.07	0.01
T. BOT comp. lordo 12m	0.01	0.03	0.02	-0.03	0.00	-0.07	-0.03	0.01	0.06	0.08	0.13	0.06	0.07	0.11	0.12	0.10	0.12	0.08	0.03
Rendistat lordo	1.27	1.28	1.10	1.00	1.02	0.97	1.01	1.06	1.14	1.20	1.24	1.25	1.25	1.29	1.31	1.35	1.33	1.36	1.36
Rendistat netto	1.11	1.12	0.96	0.88	0.89	0.85	0.88	0.93	1.00	1.05	1.09	1.09	1.09	1.13	1.15	1.18	1.16	1.19	1.19
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.46	0.37	0.21	0.10	0.15	0.07	0.09	0.18	0.26	0.29	0.35	0.27	0.27	0.33	0.35	0.35	0.34	0.32	0.28
Rend. BTP a 5 anni	1.03	0.87	0.63	0.51	0.67	0.48	0.48	0.59	0.69	0.73	0.82	0.76	0.77	0.81	0.85	0.83	0.87	0.82	0.77
Rend. BTP a 7 anni	1.56	1.35	1.12	0.97	1.11	0.93	0.95	1.07	1.18	1.22	1.31	1.25	1.27	1.30	1.34	1.32	1.36	1.31	1.29
Rend. BTP a 10 anni	2.06	1.82	1.57	1.47	1.66	1.48	1.50	1.59	1.68	1.71	1.79	1.73	1.74	1.78	1.81	1.79	1.82	1.78	1.74
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2318.679	2327.839	2321.984	2336.226	2333.608	2330.489	2326.210	2353.226	2341.617	2338.432	2353.25	2341.89	2334.91	2338.08	2342.88	2351.65	2350.41	2342.84	2336.91
Prestiti in euro	2287.994	2286.020	2276.300	2308.250	2288.266	2295.413	2300.077	2314.501	2313.896	2316.339	2324.890	2321.07	2293.942	2321.22	2300.88	2327.87	2312.98	2316.53	2314.57
Prestiti in valuta	30.685	41.819	45.684	27.976	45.342	35.077	26.133	38.725	27.721	22.093	28.361	20.811	40.967	16.857	41.998	23.775	37.431	26.310	22.343
Prestiti a breve	345.333	345.275	336.823	345.564	337.764	343.026	341.348	337.014	335.137	334.989	337.927	339.518	334.973	336.643	332.444	339.344	339.453	344.398	342.031
Prestiti a m / l	1973.346	1982.564	1985.161	1990.662	1995.844	1987.464	1984.861	2016.212	2006.479	2003.443	2015.323	2002.367	1999.937	2001.438	2010.438	2012.301	2010.957	1998.443	1994.879
Depositi totali	2195.379	2203.553	2204.930	2181.969	2199.020	2207.624	2199.006	2226.982	2225.395	2223.863	2244.971	2241.902	2225.456	2243.658	2236.460	2222.772	2242.561	2245.816	2234.410
Depositi in c / c	831.032	842.116	864.943	851.001	877.018	875.114	870.467	877.258	892.201	895.841	899.550	899.622	890.451	903.843	920.213	910.401	940.163	935.147	926.438
Depositi a risparmio	301.295	299.816	298.750	298.830	301.010	301.616	301.784	302.013	301.591	301.123	301.004	300.002	300.421	299.726	298.899	298.979	301.341	301.948	301.935
Certif. deposito	1063.052	1061.621	1041.237	1032.138	1020.992	1030.893	1026.755	1047.712	1031.603	1026.898	1044.417	1042.278	1034.584	1040.089	1017.348	1013.392	1001.056	1008.721	1006.037
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	1.48	1.29	1.80	1.25	0.85	0.68	0.82	0.87	0.90	0.88	0.60	0.62	0.70	0.44	0.90	0.66	0.72	0.53	0.46
Prestiti in euro	1.54	0.95	1.54	1.31	0.24	0.28	0.99	0.53	1.58	2.02	0.51	0.75	0.26	1.54	1.08	0.85	1.08	0.92	0.63
Prestiti in valuta	-3.20	24.19	17.01	-3.34	46.45	36.24	-12.19	26.59	-35.27	-53.54	8.57	-12.04	33.51	-59.69	-8.07	-15.02	-17.45	-24.99	-14.50
Prestiti a breve	-2.96	-5.86	-6.93	-2.94	-6.09	-4.70	-3.50	-5.70	-5.10	-3.30	-5.00	-3.90	-3.00	-2.50	-1.30	-1.80	0.50	0.40	0.20
Prestiti a m / l	2.30	2.65	3.45	2.02	2.13	1.67	1.60	2.06	1.98	1.61	1.60	1.43	1.35	0.95	1.27	1.09	0.76	0.55	0.50
Depositi totali	3.45	3.85	3.63	1.13	1.79	1.36	1.06	1.14	1.91	1.32	1.84	2.47	1.37	1.82	1.43	1.87	1.98	1.73	1.61
Depositi in c / c	7.29	8.11	11.11	6.33	8.41	7.66	7.63	7.63	8.57	7.13	7.99	8.33	7.15	7.33	6.39	6.98	7.20	6.86	6.43
Depositi a risparmio	1.02	0.39	0.10	-0.41	-0.51	-0.66	-0.73	-0.79	-0.66	-0.68	-0.79	-0.32	-0.29	-0.03	0.05	0.05	0.11	0.11	0.05
Certif. deposito	1.31	1.66	-0.90	-2.37	-2.65	-2.89	-3.43	-3.20	-2.52	-2.71	-2.21	-1.34	-2.68	-2.03	-2.29	-1.82	-1.95	-2.15	-2.02

SCENARIO C	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2
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 (livello)	1216	1179	1249	1271	1218	1070	1017	975	1003	978	986	986	969	927	912	877	913	868	876
Produzione Industriale (Var. % a/a)	0.9	1.8	2.7	1.2	-0.4	1.5	1.0	0.4	0.9	-0.3	0.7	0.0	0.2	0.3	-0.4	0.0	0.8	0.3	0.8
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.3	0.2	0.3	0.1	0.1	0.4	-0.2	-0.2	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4
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/l	-0.16	-0.16	-0.17	-0.17	-0.20	-0.25	-0.24	-0.33	-0.32	-0.33	-0.33	-0.31	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.34	-0.33	-0.33
T. Interb. 1m lett.	-0.10	-0.11	-0.13	-0.15	-0.19	-0.22	-0.25	-0.32	-0.32	-0.32	-0.31	-0.30	-0.31	-0.31	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.31
T. Interb. 3m lett.	-0.02	-0.04	-0.05	-0.10	-0.12	-0.15	-0.20	-0.30	-0.30	-0.30	-0.29	-0.27	-0.28	-0.27	-0.29	-0.28	-0.29	-0.29	-0.29
T. Interb. 6m lett.	0.05	0.03	0.02	-0.03	-0.04	-0.07	-0.12	-0.20	-0.19	-0.19	-0.18	-0.17	-0.18	-0.17	-0.19	-0.19	-0.19	-0.18	-0.18
T. Depositi medio	0.56	0.56	0.54	0.54	0.52	0.51	0.51	0.50	0.49	0.49	0.49	0.49	0.51	0.51	0.52	0.52	0.53	0.54	0.54
T. Prestiti medio	3.36	3.34	3.32	3.30	3.24	3.22	3.21	3.18	3.15	3.14	3.13	3.13	3.13	3.13	3.13	3.12	3.12	3.12	3.13
T.prest. medio - T.dep. medio	2.80	2.78	2.78	2.76	2.72	2.71	2.70	2.68	2.66	2.65	2.64	2.64	2.62	2.61	2.61	2.60	2.59	2.58	2.58
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.06	-0.05	-0.10	-0.14	-0.13	-0.16	-0.14	-0.17	-0.18	-0.18	-0.18	-0.22	-0.22	-0.19	-0.19	-0.22	-0.25	-0.20	-0.23
T. BOT comp. lordo 6m	0.01	0.02	-0.06	-0.11	-0.04	-0.08	-0.04	-0.05	-0.08	-0.08	-0.08	-0.15	-0.14	-0.10	-0.09	-0.15	-0.19	-0.12	-0.17
T. BOT comp. lordo 12m	0.01	0.03	0.02	-0.03	0.00	-0.07	-0.03	-0.04	-0.08	-0.07	-0.07	-0.14	-0.13	-0.09	-0.07	-0.13	-0.17	-0.09	-0.14
Rendistat lordo	1.27	1.28	1.10	1.00	1.02	0.97	1.01	1.01	1.02	1.07	1.11	1.12	1.10	1.14	1.15	1.16	1.12	1.15	1.16
Rendistat netto	1.11	1.12	0.96	0.88	0.89	0.85	0.88	0.88	0.89	0.94	0.97	0.98	0.96	0.99	1.01	1.02	0.98	1.01	1.02
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.46	0.37	0.21	0.10	0.15	0.07	0.09	0.12	0.10	0.11	0.15	0.06	0.07	0.11	0.13	0.08	0.02	0.11	0.05
Rend. BTP a 5 anni	1.03	0.87	0.63	0.51	0.67	0.48	0.48	0.52	0.52	0.55	0.60	0.53	0.54	0.59	0.62	0.57	0.52	0.61	0.55
Rend. BTP a 7 anni	1.56	1.35	1.12	0.97	1.11	0.93	0.95	1.01	1.02	1.05	1.10	1.03	1.05	1.10	1.12	1.08	1.04	1.12	1.07
Rend. BTP a 10 anni	2.06	1.82	1.57	1.47	1.66	1.48	1.50	1.53	1.52	1.54	1.59	1.52	1.53	1.57	1.59	1.55	1.51	1.58	1.53
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2318.679	2327.839	2321.984	2336.226	2333.608	2332.804	2330.363	2358.319	2346.490	2344.227	2359.80	2348.40	2341.63	2346.00	2350.78	2359.82	2358.58	2352.63	2348.31
Prestiti in euro	2287.994	2286.020	2276.300	2308.250	2288.266	2297.244	2303.265	2318.185	2317.768	2321.107	2330.904	2326.83	2299.434	2327.17	2307.71	2335.49	2320.30	2325.27	2324.46
Prestiti in valuta	30.685	41.819	45.684	27.976	45.342	35.560	27.098	40.134	28.722	23.120	28.896	21.569	42.200	18.828	43.064	24.335	38.276	27.363	23.851
Prestiti a breve	345.333	345.275	336.823	345.564	337.764	344.106	342.550	338.264	336.316	336.344	339.626	341.177	336.781	338.010	334.949	340.990	341.675	347.085	345.183
Prestiti a m / l	1973.346	1982.564	1985.161	1990.662	1995.844	1988.699	1987.813	2020.054	2010.174	2007.883	2020.175	2007.225	2004.853	2007.986	2015.827	2018.832	2016.903	2005.548	2003.124
Depositi totali	2195.379	2203.553	2204.930	2181.969	2199.020	2211.109	2206.057	2236.891	2237.187	2233.081	2257.095	2253.498	2234.896	2255.557	2247.485	2233.463	2253.776	2260.859	2253.487
Depositi in c / c	831.032	842.116	864.943	851.001	877.018	876.580	872.394	880.988	897.669	899.627	903.566	904.291	894.705	909.091	925.546	915.923	945.452	941.066	934.770
Depositi a risparmio	301.295	299.816	298.750	298.830	301.010	301.913	302.152	302.507	302.076	301.655	301.627	300.798	301.142	300.375	299.538	299.618	302.042	302.849	303.120
Certif. deposito	1063.052	1061.621	1041.237	1032.138	1020.992	1032.616	1031.511	1053.396	1037.442	1031.799	1051.903	1048.409	1039.050	1046.091	1022.402	1017.923	1006.282	1016.944	1015.597
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	1.48	1.29	1.80	1.25	0.85	0.78	1.00	1.09	1.11	1.13	0.88	0.90	0.99	0.78	1.24	1.01	1.07	0.85	0.77
Prestiti in euro	1.54	0.95	1.54	1.31	0.24	0.36	1.13	0.69	1.75	2.23	0.77	1.00	0.50	1.80	1.38	1.18	1.40	1.22	0.92
Prestiti in valuta	-3.20	24.19	17.01	-3.34	46.45	38.12	-8.95	31.19	-32.93	-51.39	10.62	-8.84	37.53	-54.98	-5.74	-13.02	-15.58	-23.05	-11.98
Prestiti a breve	-2.96	-5.86	-6.93	-2.94	-6.09	-4.40	-3.16	-5.35	-4.77	-2.91	-4.52	-3.43	-2.48	-2.10	-0.56	-1.32	1.16	0.87	0.77
Prestiti a m / l	2.30	2.65	3.45	2.02	2.13	1.73	1.75	2.26	2.16	1.84	1.85	1.68	1.60	1.28	1.54	1.42	1.06	0.85	0.77
Depositi totali	3.45	3.85	3.63	1.13	1.79	1.52	1.38	1.59	2.45	1.74	2.39	3.00	1.80	2.36	1.93	2.36	2.49	2.25	2.15
Depositi in c / c	7.29	8.11	11.11	6.33	8.41	7.84	7.87	8.09	9.24	7.58	8.47	8.89	7.66	7.95	7.01	7.63	7.80	7.36	7.15
Depositi a risparmio	1.02	0.39	0.10	-0.41	-0.51	-0.56	-0.61	-0.63	-0.50	-0.50	-0.58	-0.06	-0.05	0.19	0.26	0.26	0.34	0.31	0.32
Certif. deposito	1.31	1.66	-0.90	-2.37	-2.65	-2.72	-2.98	-2.68	-1.97	-2.24	-1.51	-0.76	-2.26	-1.46	-1.81	-1.38	-1.44	-1.52	-1.54

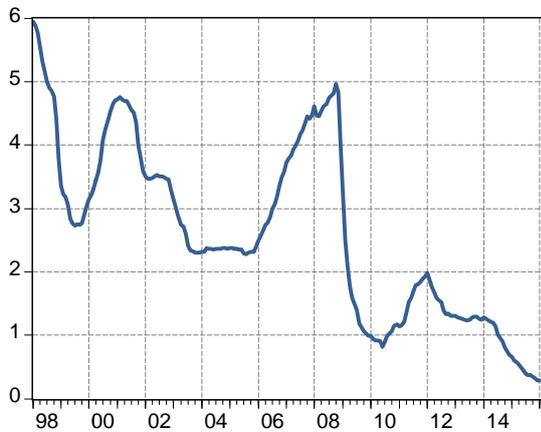
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
 Dati mensili



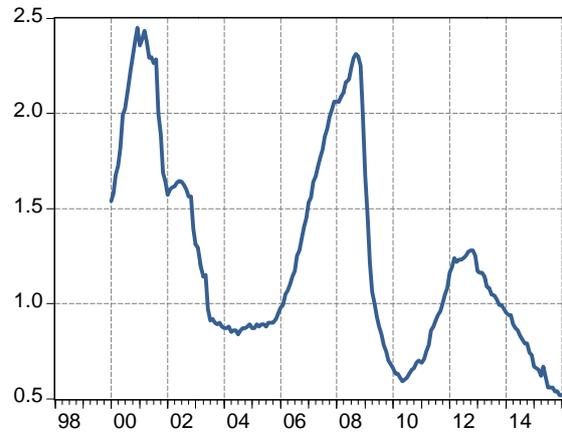
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
 Dati mensili



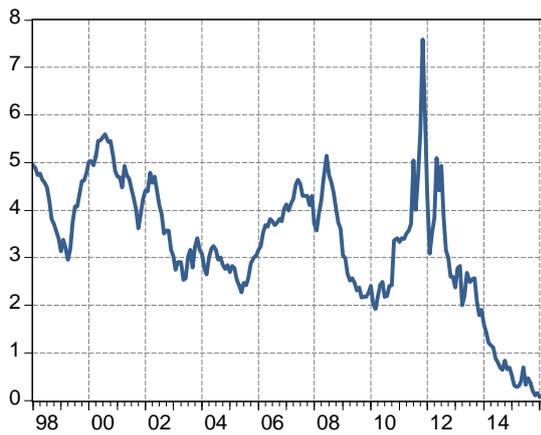
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
 Dati mensili



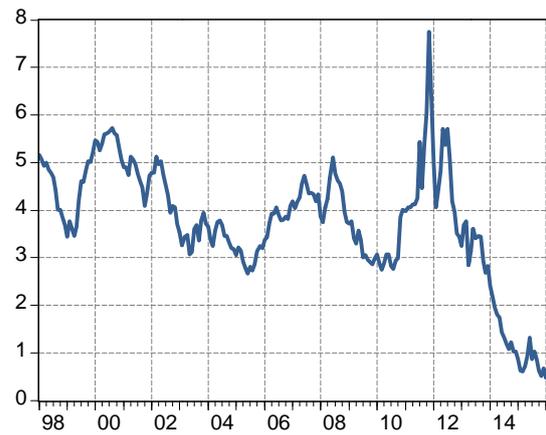
TASSO PRESTITI MINIMO



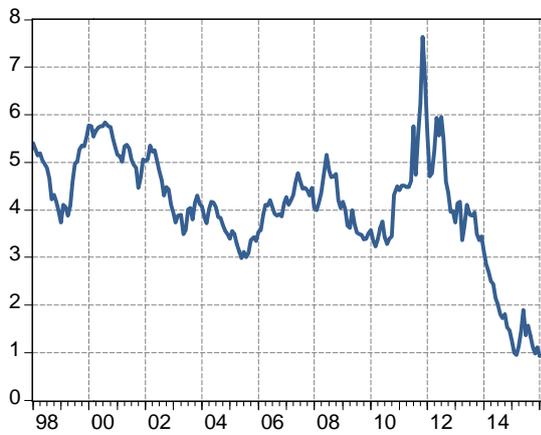
TASSO DEPOSITI MEDIO



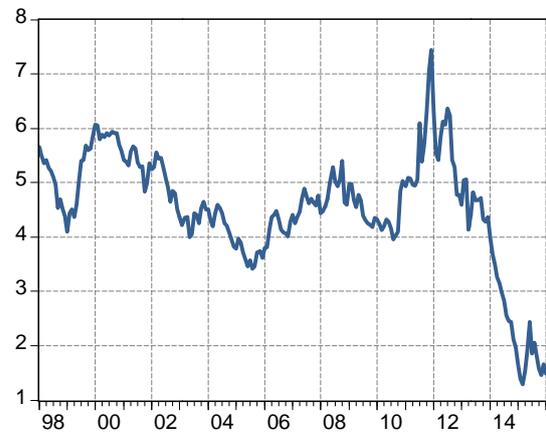
RENDIMENTO A 3 ANNI



RENDIMENTO A 5 ANNI



RENDIMENTO A 7 ANNI



RENDIMENTO A 10 ANNI

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

