

# MEFIM

MODELLO  
ECONOMETRICO  
FINANZIARIO  
INTERNAZIONALE  
MENSILE

Aprile 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 marzo 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

Il mese di marzo è stato caratterizzato dal deprezzamento del dollaro statunitense e dal lieve recupero delle quotazioni del petrolio. Da inizio anno si è anche assistito a un movimento ribassista nelle borse europee e nei rendimenti dell'obbligazionario sia europeo sia statunitense. Analizzando la situazione in AE, ci si sarebbe atteso un deprezzamento dell'euro. **In Europa**, infatti, sebbene gli ultimi dati stiano dando qualche segnale positivo, **sono in azione alcune possibili fonti d'instabilità che stanno deprimendo l'azionario**. Un primo fattore di rischio è rappresentato dal **referendum in UK previsto per il prossimo 23 giugno**. La possibilità che si affermi il fronte favorevole dell'uscita dall'Unione Europea desta preoccupazioni per la stabilità dell'Eurozona, poiché potrebbe portare al rafforzamento di partiti populistici antieuropeisti anche in altri stati membri. Un altro fattore che continua a generare tensione è la **fragilità del sistema bancario** dopo l'**entrata in vigore del *bail-in* in Italia** e ulteriormente **alimentata dalla proposta tedesca di prevedere che le banche non possano detenere più del 25% del loro patrimonio in titoli di Stato**. L'attuazione di questa proposta avrebbe, a nostro avviso, effetti destabilizzanti soprattutto sui paesi periferici che vedrebbero aumentare i loro *spread* in seguito a una vendita diffusa di titoli di Stato. Alla riunione di marzo, inoltre, **il presidente Draghi ha presentato le nuove linee guida, posticipando di un anno l'orizzonte di aggiustamento dell'inflazione e della crescita del PIL**. In risposta alle nuove previsioni, **la BCE ha annunciato una serie di misure espansive che hanno sorpreso i mercati sia per l'entità sia per la vastità degli interventi**. La BCE innanzitutto ha tagliato, come atteso dagli analisti, il tasso sui depositi presso la banca centrale da -0,30% a -0,40%, ma inaspettatamente ha ridotto anche il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali dallo 0,05% allo 0% e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale dallo 0,30% allo 0,25%. In secondo luogo, è stato aumentato l'importo mensile del Programma di Acquisto di Attività da 60 miliardi a 80 miliardi di euro, oltre le attese degli analisti di 70 miliardi, almeno fino a marzo 2017 e oltre se necessario. A sorpresa, inoltre, per la prima volta, sono state inserite tra i titoli acquistabili dalla BCE anche le obbligazioni *investment grade* denominate in euro emesse da società non bancarie, situate nell'AE, creando così finalmente un canale diretto tra banca centrale e settore produttivo. Infine, sono state annunciate, da giugno 2016, 4 nuove TLTRO (*Targeted Long Term Refinancing Operations*) con durata di 4 anni, prevedendo anche la possibilità trasferimenti con le prime TLTRO di durata triennale, in parte arrivate a scadenza. Attraverso questa mossa la BCE mira a promuovere il credito alle imprese e a garantire la stabilità del sistema bancario in un momento particolarmente difficile, garantendo liquidità alle banche a costo zero o addirittura inferiore. È previsto, infatti, che concedendo prestiti netti superiori a un certo target le banche possano godere di un tasso inferiore a quello di riferimento e che potrà essere ridotto fino al tasso sui depositi presso la banca centrale. Ci si attendeva che tutti questi fattori portassero all'uscita di capitali dall'AE verso gli USA, con il conseguente apprezzamento del dollaro. **Dopo le prime euforie, tuttavia, i mercati hanno iniziato a dare maggior peso alla dichiarazione del Presidente Draghi, secondo la quale i tassi di riferimento non potranno scendere all'infinito**. L'idea che le frecce all'arco della BCE si stiano esaurendo, ha contribuito al deprezzamento del dollaro, complice anche il petrolio in debole ripresa. **Sull'andamento del cambio ha pesato in particolare il fatto che le attese di un rialzo ravvicinato dei tassi da parte della FED si siano nuovamente smorzate**. Come previsto, alla riunione di marzo non c'è stato nessun intervento e gli analisti si aspettano un nulla di fatto anche alla prossima riunione di aprile. Parlando all'Economic Club di New York, a fine marzo, Yellen ha sottolineato che il sentiero di crescita dei tassi sarà cauto, moderato e dipendente sia dai dati interni sia dalla situazione internazionale. Globalmente la crescita è ancora molto debole in tutte le macro aree e l'economica americana, secondo le ultime stime, continua a crescere a un passo moderato. **Lo scenario a nostro avviso più probabile rimane, pertanto, quello nel quale la FED mantiene una politica neutrale per gran parte se non per tutto il 2016**. Questo è anche ciò che emerge dall'analisi dei *Fed fund future*, i quali indicano una probabilità di rialzo superiore al 50% solo verso fine anno: a novembre del 55% e a dicembre del 67%. Per quanto riguarda il petrolio, le quotazioni del greggio sono lievemente risalite, poiché i mercati si attendono che alla riunione tra i paesi OPEC e non, che si terrà a Doha il 17 aprile, si trovi un accordo sul congelamento della produzione del greggio. In futuro tuttavia, data la debolezza della domanda mondiale, il prezzo, salito anche sopra i 40 dollari al barile, non dovrebbe recuperare ulteriormente,

Il quadro generale	3
Gli ultimi dati	5
Gli scenari	10
Grafici variabili esogene	11
Commento ai risultati	13
Grafici variabili endogene	14
Grafici struttura a termine	16
Grafici volumi	17
Tabella scenario A	18
Tabella scenario B	19
Tabella scenario C	20
Grafici storici	21

poiché i livelli attuali già incorporano le aspettative sulla contrazione dell'offerta. Anche **per quanto riguarda il cambio EUR/USD ci si aspetta un movimento laterale**, senza nuovi deprezzamenti del dollaro, poiché il rientro delle attese sul rialzo dei tassi è già stato scontato dal mercato. Un nuovo deprezzamento del dollaro potrebbe, secondo noi, verificarsi nel caso di un ritorno, da parte della FED, a una politica espansiva, al momento molto improbabile. Dal mercato del lavoro ormai prossimo al pieno impiego, infatti, potrebbe iniziare a trasmettersi qualche tensione sui prezzi. **Alcuni fattori di rischio internazionali, evidenziati nei mesi scorsi, potrebbero essere meno destabilizzanti, mentre altri focolai interni agli USA sono in agguato.** Da un lato, finalmente il governo cinese ha stabilito, nel nuovo piano quinquennale, un obiettivo di crescita media nei prossimi 5 anni del 6,5%, in luogo del precedente 7%. Un obiettivo di crescita più vicino alle attuali potenzialità del paese potrebbe limitare la volatilità dei mercati finanziari generata dall'andamento del ciclo economico cinese. Dall'altro lato, l'inaspettato successo di Trump alle primarie negli USA inizia a creare preoccupazioni: se fosse eletto presidente e perseguisse le proposte fatte in campagna elettorale in materia di politica estera, rappresenterebbe un fattore destabilizzante a livello globale.

## GLI ULTIMI DATI

La stima finale del PIL del quarto trimestre 2015 segna un +1,4% t/t e +2% a/a (+1% t/t e +1,9% a/a la precedente lettura) confermando che **l'economia americana continua a crescere a un passo moderato** (+2% t/t e +2,1% a/a nel III trim.). Le revisioni delle singole voci sono poco rilevanti. Il PIL è stato ancora una volta trainato dai consumi privati (+2,4% t/t e +2,7% a/a rivisti da +2% t/t e +2,6% a/a) e dagli investimenti fissi residenziali (+10,1% t/t e +9,4% a/a da +7,9% t/t e +8,9% a/a) che hanno dato il maggior apporto (+1,66% t/t e +0,33% t/t rispettivamente). La componente non residenziale, invece, con un -2,1% t/t e +1,5% a/a (corretta da -1,9% t/t e +1,6% a/a) ha sottratto punti alla crescita del quarto trimestre (-0,27% t/t). Per il resto, la spesa pubblica è stata rivista da -0,1% t/t a +0,1% t/t (+1,1% a/a) con un contributo divenuto positivo (+0,02% t/t da -0,01% t/t) mentre ancora negativo è rimasto quello delle scorte (-0,22% t/t da -0,14% t/t). Qualche segnale diverso proviene invece dal canale estero, caratterizzato da una minor contrazione delle esportazioni (-2% t/t e -0,6% a/a da -2,7% t/t e -0,8% a/a) e un piccolo aggiustamento al ribasso delle importazioni (-0,7% t/t da -0,6% t/t, stabile il tendenziale a +2,9% a/a). Tali correzioni, nel complesso, hanno portato le esportazioni nette a sottrarre lo 0,14% t/t alla crescita anziché lo 0,25% t/t stimato in prima battuta. Permane, tuttavia, l'effetto negativo esercitato dal dollaro forte alla fine del 2015. **Nel primo trimestre del 2016, grazie al deprezzamento del dollaro, si potrebbe avere un contributo positivo dal canale estero**, ma se, come ci attendiamo, il movimento del cambio sarà laterale, tale effetto potrebbe essere di debole entità e/o di breve durata. Per quanto riguarda i dati mensili sul commercio estero, in gennaio, quando mediamente il cambio EUR/USD era attorno a quota 1,09, le esportazioni sono diminuite molto più che nel periodo precedente (-2,12% m/m da -0,34% m/m) mentre le importazioni si sono portate in territorio negativo (-1,27% m/m da +0,23% m/m). Ne è risultato un deficit della bilancia commerciale di 45,68 miliardi di dollari. **Dal mercato del lavoro potrebbe arrivare qualche segnale di tensione, non tale comunque da giustificare un imminente rialzo dei tassi d'interesse**, tanto più che il FOMC ha più volte dimostrato di preferire il rischio di un intervento in ritardo piuttosto che troppo anticipato. Il tasso di disoccupazione in febbraio è rimasto stabile al 4,9%, livello prossimo al pieno impiego. Sempre in febbraio sono stati creati 242 mila nuovi posti di lavoro nel settore non agricolo e 230 mila nel settore privato, dati superiori alle attese rispettivamente di 193 mila e 190 mila unità. Nel mese precedente l'aumento era stato di 172 mila unità (riviste da 151 mila) nel settore non agricolo e 182 mila unità nel settore privato (corrette da 158 mila). **Le tensioni sono visibili osservando l'andamento dei salari orari**: sebbene la variazione a febbraio sia stata nulla rispetto a gennaio, il dato tendenziale (+2,35% a/a) seppur minore del precedente (+2,45% a/a) rimane comunque sopra il 2%, ritenuta la variazione idonea a non generare inflazione. Bisogna inoltre considerare che il dato di febbraio risente di qualche giorno lavorativo in meno e il dato corretto potrebbe essere superiore. **Non si ritiene che al momento queste indicazioni debbano destare preoccupazione, tuttavia, è di fondamentale importanza monitorare questa variabile molto attentamente, perché qualcosa inizia a muoversi.** Questo si vede anche dai dati di febbraio sull'inflazione. Sebbene, infatti, il *CPI global* abbia registrato una variazione dell'1% a/a, inferiore all'1,3% a/a precedente ma superiore alle attese (0,9% a/a), il *core* ha segnato un incremento del 2,3% a/a, oltre al consenso e al dato di gennaio (+2,2% a/a entrambi). L'inflazione, come i salari, è una variabile chiave, osservata dagli analisti per anticipare la prossima mossa della FED. Yellen ha dichiarato, infatti, che i tassi saliranno più rapidamente se la crescita sarà più forte o l'inflazione aumenterà in modo più rapido di quanto atteso. **Al momento rimane comunque probabile che la FED si mantenga neutrale fino alla fine dell'anno e oltre.** Questo anche perché a novembre ci saranno le elezioni presidenziali e vi sono alcuni

## USA

*L'economia continua a crescere a un passo moderato.*

indicatori dell'attività d'impresa e industria che suggeriscono che tra gennaio e febbraio possa esservi stata una battuta d'arresto nella crescita, dovuta in parte al clima avverso. La produzione industriale in febbraio ha subito una contrazione (-0,5% m/m, -1% a/a) superiore a quanto previsto (-0,3% m/m) e alla rilevazione precedente (+0,8% m/m e -0,7% a/a). Negativi in febbraio sono stati anche gli ordini di beni durevoli (-3,3% m/m) ben oltre le attese (-2,7% m/m) dopo l'ottimo risultato di gennaio (+4,7% m/m). Escludendo i trasporti, la riduzione è stata più contenuta (-1,5% m/m da +1,7% m/m) ma sempre oltre le previsioni (-0,2% m/m). Anche gli indici di fiducia di febbraio confermano le difficoltà del manifatturiero. L'*ISM* del settore, seppur in lieve rialzo (a 49,5 da 48,2) è rimasto sotto la soglia del 50, che rappresenta la linea di demarcazione tra contrazione ed espansione. Nello stesso mese, l'indice del non manifatturiero è rimasto pressoché stabile (53,4 da 53,5). I dati sulla fiducia, disponibili per il mese di marzo, sia delle imprese (*NAPM* a 53,6 da 47,6, oltre le attese di 50,2) sia dei consumatori (*Conference Board* a 96,2 da 92,2) mostrano qualche miglioramento, anche se è troppo presto per sapere se vi è stato un recupero dalla battuta d'arresto precedente. **A nostro avviso, quel che sembra probabile è che la crescita si manterrà moderata e non sarà comunque così brillante da far anticipare il rialzo dei tassi rispetto allo scenario delineato.** D'altro canto riteniamo inverosimile una frenata dell'economia americana tale da dover richiedere l'attuazione di un nuovo *QE*. Il settore edilizio è in forte espansione. L'avvio di nuovi cantieri in febbraio ha registrato un forte aumento su base mensile (+5,2% m/m da -3,4% m/m) e soprattutto tendenziale (+30,9% a/a da +3,7% a/a). Positiva è stata anche la vendita di nuove case (+3,6% m/m da -9,2% m/m) mentre ritorna in difficoltà il comparto delle case esistenti (-7,1% m/m da +0,4% m/m). Dal lato della domanda i consumi privati reali di febbraio sono stati deboli (-0,1% m/m da +0,4 m/m) mentre il reddito personale è aumentato nuovamente (+0,2% m/m da +0,4% m/m). Le vendite al dettaglio, pur positive su base tendenziale (+3,1% a/a da +3% a/a) si sono contratte rispetto al mese precedente (-0,1% m/m, -0,4% m/m il precedente). **Sembra che i tassi d'interesse resteranno fermi almeno fino a novembre-dicembre 2016.** Yellen ha riferito di ritenere appropriato procedere con cautela nell'aumentare i tassi. Nonostante il rafforzamento del mercato del lavoro e la risalita dell'inflazione negli ultimi mesi, **gli sviluppi economici e finanziari a livello globale continuano a rappresentare dei rischi per l'economia americana.** La FED ha, infatti, rivisto al ribasso le previsioni sia del tasso d'inflazione (+1,2% a/a nel 2016, +1,6% a/a la previsione a dicembre) sia della crescita del PIL (+2,2% a/a nel 2016 da +2,4% a/a previsto a dicembre).

Il PIL del quarto trimestre del 2015 si è contratto dello 0,3% t/t (+0,8% a/a) rivisto da -0,4% t/t (+0,7% a/a) della stima preliminare. **Nonostante la lieve correzione al rialzo, i dati confermano la fragilità dell'economia.** La contrazione della crescita è dovuta principalmente al calo dei consumi privati (-0,9% t/t e -1,1% a/a rivisto da -0,8% t/t) che hanno sottratto lo 0,5% t/t alla variazione del PIL. L'apporto degli investimenti fissi e della spesa pubblica è stato nullo, mentre positivo è stato quello delle esportazioni nette (+0,1% t/t) grazie a una riduzione delle esportazioni (-0,8% t/t e -0,9% a/a) minore rispetto alle importazioni (-1,4% t/t e -0,9% a/a). Per quel che riguarda il commercio estero, le esportazioni di febbraio sono diminuite (-2,36% m/m) più delle importazioni (-3,96% m/m) portando il deficit della bilancia commerciale a 166,07 miliardi di yen. Le fragilità si fanno sentire anche nel mercato del lavoro. Sebbene il tasso di disoccupazione rimanga il più basso di tutte le macro aree, in febbraio si è registrato un aumento (3,3% da 3,2% di gennaio). Sul fronte dei prezzi in febbraio non ci sono state sorprese. L'inflazione *core* è rimasta ferma allo 0% a/a, mentre l'*headline* ha registrato un +0,3% a/a come da attese. I segnali derivanti dal lato dell'offerta sono tutti negativi. La produzione industriale in febbraio si è ridimensionata sia nei confronti di gennaio

## GIAPPONE

*Forse sarà necessario un nuovo allentamento monetario.*

(-6,2% m/m, +3,7% m/m/ il precedente) sia di febbraio 2015 (-5,4% a/a da -2,3% a/a) e il PMI manifatturiero di marzo è tornato sotto la soglia del 50 (49,1 da 50,1). **La produzione industriale e le esportazioni hanno risentito e risentiranno ancora in modo rilevante del rallentamento della crescita dei mercati emergenti.** Dal lato della domanda, i dati mensili, tutti riferiti a febbraio, confermano il periodo difficile dell'economia giapponese. Il reddito disponibile ha registrato un -1,6% m/m (da 1,3% m/m) e le vendite al dettaglio -6,1% m/m (da -14,1% m/m). Rispetto allo stesso mese del 2015 invece la variazione è stata +0,4% a/a (-0,2% a/a in gennaio). L'indice di fiducia dei consumatori è calato a 40,1 dal precedente 42,5 e attese di 42. L'unico dato soddisfacente è stato quello dei consumi privati, aumentati dell'1,8% m/m, dal precedente +0,3% m/m. **Nonostante l'economia stenti a ripartire, la BoJ non ha presentato nessun nuovo intervento nell'ultima riunione di marzo, come invece si aspettava la maggior parte degli analisti.** I tassi negativi sono stati introdotti da poco (effettivi dal 16 febbraio) ed è troppo presto per valutarne gli effetti. Vari analisti, tuttavia, ritengono che la BoJ debba allentare nuovamente la politica monetaria già nella prossima riunione, rilanciando anche la possibilità di nuovi stimoli fiscali.

**La crescita nel quarto trimestre del 2015 è stata dignitosa.** Il PIL è aumentato su base congiunturale dello 0,3% e tendenziale dell'1,6%, rivisto al rialzo dall'1,5% a/a della stima precedente. La componente che ha contribuito maggiormente è stata quella degli investimenti fissi (+0,26% t/t) aumentati dell'1,3% t/t e del 3,4% a/a (+0,4% t/t e +2,5% a/a nel III trim.). Medesimo apporto alla variazione del PIL (+0,12% t/t) è venuto dai consumi privati, aumentati dello 0,2% t/t e dell'1,5% a/a (da 0,5% t/t e 1,8% a/a) e dalla spesa pubblica, incrementata dello 0,6% t/t e dell'1,6% a/a (da 0,3% t/t e 1,2% a/a). Positivo è stato anche il contributo delle scorte (+0,1% t/t) e delle esportazioni (+0,11% t/t). Queste ultime sono aumentate dello 0,2% t/t e del 3,6% a/a, anche se, in termini tendenziali, hanno rallentato rispetto al terzo trimestre (+4,6% a/a). L'unica componente che ha sottratto punti alla crescita (-0,4% t/t) è stata quella delle importazioni, salite dello 0,9% t/t e del 5,3% a/a (da +1,2% t/t e +5,5% a/a). I dati mensili di gennaio sul commercio estero evidenziano una contrazione sia delle esportazioni (-1,92% m/m da 0,17% m/m) sia delle importazioni (-1,34% m/m da 0,05% m/m) con un saldo della bilancia commerciale di 21,22 miliardi di euro. **Il mercato del lavoro è in continuo miglioramento** con il tasso di disoccupazione che prosegue su un debole trend discendente (in gennaio al 10,3% da 10,4% di dicembre). **L'Eurozona è ancora in deflazione**, così come confermato dall'ultima stima *flash* di Eurostat dell'HCPI di marzo (-0,1% a/a da -0,2% a/a di febbraio). Nonostante non vi siano sostanziali miglioramenti sul fronte dei prezzi, **qualche segnale positivo proviene sia dal lato dell'offerta sia della domanda.** La produzione industriale in gennaio è aumentata del 2,1% m/m e del 3% a/a (da -0,5% m/m e +0,4% a/a). La crescita congiunturale ha superato anche le attese di consenso (+1,7% m/m). Buona è stata la performance del settore delle costruzioni (+3,6% m/m) dopo la contrazione di dicembre (-0,7% t/t). Gli indici di fiducia delle imprese in marzo hanno corretto lievemente al rialzo: il PMI manifatturiero si è attestato a 51,4 da 51,2 e quello dei servizi a 54 da 53,3. Dal lato della domanda il risultato delle vendite al dettaglio di gennaio è stato abbastanza buono (+0,4% m/m e +2% a/a dal precedente +0,6% m/m e +2,1% a/a). **L'Eurozona continua nel suo percorso di lenta ripresa e, anche se con difficoltà, l'allentamento monetario sembra avere effetti sull'economia reale.** Come più volte ribadito dai vertici della BCE, tuttavia, **la massiccia immissione di liquidità non potrà da sola rilanciare la crescita, se non accompagnata dalle necessarie riforme strutturali a livello europeo e dei singoli stati membri.** Alla riunione di marzo, la BCE ha rivisto al ribasso le previsioni di crescita e d'inflazione. Nel 2016 il PIL è visto in aumento dell'1,4% contro l'1,7% della stima di dicembre (1,7% nel 2017 e +1,8% nel 2018) e l'inflazione allo 0,1% anziché all'1%. La severa revisione al ribasso dei prezzi conferma che **il problema della deflazione non si risolverà nel corso**

## AREA EURO

*Qualche segnale di ripresa c'è, ma la deflazione continua.*

dell'anno e che il percorso di aggiustamento verso il 2% sarà più lungo di quanto previsto in precedenza (+1,3% nel 2017 e +1,6% nel 2018).

I dati definitivi confermano che l'economia tedesca è cresciuta nel quarto trimestre del 2015 dello 0,3% t/t e dell'1,3% a/a. **Il Consiglio tedesco degli esperti economici, i cosiddetti cinque saggi, hanno rivisto al ribasso le stime di crescita per il 2016, dall'1,6% a/a all'1,5% a/a, mentre per il 2017 si attendono un +1,6% a/a. I motivi di questa revisione sono da ricercare nel contesto internazionale incerto.** Anche le previsioni per l'inflazione sono state corrette al ribasso per quest'anno (0,3% a/a dal precedente 1,2% a/a) soprattutto a causa dei bassi prezzi dell'energia e del petrolio. Nel 2017, con le favorevoli condizioni di finanziamento e la solida crescita economica, anche l'inflazione dovrebbe risalire fino all'1,4% a/a. I dati riguardanti la bilancia commerciale di gennaio hanno mostrato un calo delle esportazioni (-0,53% m/m) meno marcato rispetto a dicembre (-0,68% a/a) e un aumento delle importazioni (+1,21% m/m, -1,61% a/a il precedente) portando il surplus della bilancia commerciale a 18,85 milioni di euro. Sul mercato del lavoro, dopo il rialzo di gennaio (6,7%) il tasso di disoccupazione ha ripreso a scendere (a marzo 6,5%, dal 6,6% di febbraio). Sul fronte dei prezzi, per la terza volta da gennaio 2015 l'inflazione misurata sull'*HCPI* è andata in territorio negativo (-0,2% a/a a febbraio da +0,4% a/a) in linea comunque con le attese. In peggioramento anche l'indice *core*, calato nello stesso mese dall'1,1% a/a allo 0,8% a/a. Dal lato dell'offerta arrivano segnali di miglioramento: in gennaio, dopo il crollo registrato a dicembre (-0,3% e -1,4% a/a) la produzione industriale è aumentata del 3,3% m/m (+2,3% a/a) superando le attese di consenso (+0,6% m/m). Positivo è stato anche comparto delle costruzioni, tornato in terreno positivo (+7% m/m da -1,3% m/m). **La fiducia delle imprese in marzo sembra essere migliorata:** lo *Zew* è salito da 1 a 4,3 dopo due mesi di ribassi, disattendendo comunque le stime degli analisti (5) l'*Ifo* è passato da 105,7 a 106,7 (attese 106) e il PMI servizi è aumentato da 55,3 a 55,5 (attese 55). L'unico indice rimasto pressoché stabile (50,4 da 50,5) è stato il PMI relativo al settore manifatturiero, che ha deluso anche le aspettative (50,8). Dal lato della domanda in febbraio è continuata la flessione delle vendite al dettaglio rispetto al mese precedente (-0,4% m/m da -0,1% m/m di gennaio) mentre rispetto a febbraio 2015 vi è stato un miglioramento (+1,5% a/a da +1,7% a/a).

## Germania

La revisione di marzo ha confermato la crescita nel quarto trimestre 2015 allo 0,3% t/t e all'1,4% a/a (+0,3% t/t e +1,1% a/a nel terzo trim.). Il maggior contributo è derivato dalle scorte (+0,6% t/t) seguite dagli investimenti fissi (+0,1% t/t). Il canale estero e i consumi privati invece hanno sottratto punti alla variazione del PIL (-0,5% t/t e -0,1% t/t rispettivamente) Per quanto riguarda il commercio con l'estero in gennaio, le esportazioni sono cresciute dello 0,54% m/m (-0,96% m/m il precedente) e le importazioni dello 0,57% m/m (da -2,26% m/m). Il tasso di disoccupazione, sempre nel mese di gennaio, è aumentato passando dal 10,1% al 10,2%. **In linea con il resto dell'Eurozona, anche la Francia ha registrato una variazione dell'*HCPI* negativa a febbraio** (-0,1% a/a da +0,3% a/a). In calo è stata anche l'inflazione *core*, passata da +0,9% a/a di gennaio a +0,7% a/a. Sul fronte dell'offerta, i dati di gennaio sono stati buoni. La produzione industriale è aumentata dell'1,4% m/m e del 2,1% a/a, compensando in parte la contrazione di dicembre (-0,6% m/m e -0,2% a/a). In recupero è stato anche il comparto delle costruzioni: da -3,1% m/m a +7,4% m/m. **I segnali sulla fiducia di marzo sono invece contrastanti.** L'indice delle imprese ha corretto da 103 a 101, il PMI manifatturiero è tornato sotto la soglia del 50 (49,6 da 50,2) il PMI servizi è aumentato da 49,2 al 51,2, mentre la fiducia dei consumatori è calata di un punto, passando da 95 a 94. Dal lato della domanda, i consumi delle famiglie a febbraio sono tornati in territorio positivo (+1,1% m/m da -0,3% m/m).

## Francia



## Italia

La seconda lettura del PIL del quarto trimestre conferma una variazione congiunturale dello 0,1% t/t e tendenziale dell'1% a/a (+0,2% t/t e +0,8% a/a nel III trim.). Il maggior contributo alla crescita è arrivato dai consumi privati (+0,2% t/t) aumentati dello 0,3% t/t e dell'1,3% a/a (da +0,5% t/t e +1,1% a/a). Investimenti fissi, esportazioni nette e spesa pubblica hanno dato un apporto positivo dello 0,1% t/t. Gli investimenti fissi sono aumentati dello 0,8% t/t e dell'1,6% a/a (da +0,2% t/t e +0,8% a/a) le esportazioni dell'1,3% t/t e del 2,6% a/a (da -1,3% t/t e +3,3% a/a) le importazioni dell'1% t/t e del 5,4% a/a (da -0,2% t/t e +5,1% a/a) infine la spesa pubblica dello 0,6% t/t (-0,2% a/a). L'unica componente che ha sottratto punti alla variazione del PIL è stata quella delle scorte (-0,4% t/t) il che lascia presagire buoni risultati per il primo trimestre, grazie alla ricostituzione dei magazzini. I dati mensili per il commercio verso i paesi UE di gennaio evidenziano un aumento sia delle esportazioni (+1,13% m/m, -4,4% m/m il precedente) sia delle importazioni (+1,52% m/m da -3,21% m/m). In ripresa anche i flussi commerciali verso i paesi extra UE in febbraio: le esportazioni sono salite del 3,49% m/m (-6,76% m/m in gennaio) e le importazioni dello 0,06% m/m (da -3,89% m/m). Per quel che riguarda il mercato del lavoro, il segnale negativo di dicembre, quando il tasso di disoccupazione era salito all'11,6% dopo 4 mesi di stabilità all'11,5%, si è rivelato temporaneo, poiché a gennaio si è tornati al precedente 11,5%. **L'Italia rimane in deflazione anche a marzo**, con l'*HCPI* in calo dello 0,3% a/a (dopo il -0,2% di febbraio). L'inflazione *core* invece è lievemente aumentata, arrivando allo 0,6% a/a (da +0,5% a/a). **Dal lato dell'offerta i segnali sono positivi**. La produzione industriale è in gennaio è migliorata (+1,9% m/m e +3,5% a/a) dopo il calo di dicembre (-0,6% m/m e -0,2% a/a). Nello stesso mese, sono aumentati anche gli ordini all'industria (+0,6% m/m e +3,5% a/a da -2,8% m/m e -1,1% a/a). La fiducia in marzo sembra essere rimasta stabile o in calo: l'indice delle imprese manifatturiere ha subito un lievissimo miglioramento (da 102 a 102,2) mentre quello dei servizi è sceso da 106,6 a 103,2. Stabile invece è rimasta la fiducia dei consumatori (in marzo a 114,8 da 114,7). **I rischi al ribasso per l'Italia** rimangono quelli evidenziati il mese scorso: la **debolezza del ciclo mondiale**, l'aumentata **vulnerabilità e fragilità sistema bancario** causata dall'entrata in vigore del *bail-in*, la possibilità che l'UE possa decidere di stabilire un **tetto massimo all'esposizione del portafoglio delle banche sui titoli di Stato** e l'effetto destabilizzante che potrebbe avere sul governo l'esito del referendum costituzionale previsto in autunno.

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:** Dopo l'intervento della BCE e l'avvertimento del Presidente Draghi, il 10 marzo, sul fatto che i tassi sui depositi presso la banca centrale non potranno scendere all'infinito, l'euro si è apprezzato. In seguito, **le attese di un nuovo rialzo dei tassi in USA determinano un lieve apprezzamento del dollaro.** Il tasso di cambio EUR/USD si porta intorno a 1,10. **L'avvicinarsi del referendum nel Regno Unito,** riguardante la possibile uscita del paese dall'Unione Europea, **crea tensioni sui rendimenti tra aprile e giugno.** In questo periodo il tasso sui BTP decennali si riporta all'1,4% e lo *spread* rispetto al *Bund* a 130 punti base. Dopo il referendum, risolto a favore della permanenza dell'UK nell'Unione, i rendimenti rimangono su questi livelli in vista dell'atteso rialzo dei tassi da parte della FED, verso fine anno.

## 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:** Il risultato del referendum nel Regno Unito sancisce la volontà del paese di uscire dall'Unione Europea. Lo scenario è molto instabile. Aumenta il rischio del riemergere di sentimenti anti-europeisti in altri paesi membri dell'Unione. **In Italia rimane la debolezza del sistema bancario e l'incertezza sull'esito del referendum costituzionale** previsto in autunno. Tutto questo determina, in un'Europa già investita dalla debolezza internazionale, un'importante fuga di capitali verso gli Stati Uniti, con il conseguente rafforzamento del dollaro. Il cambio EUR/USD si porta sotto quota 1,10. 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%.

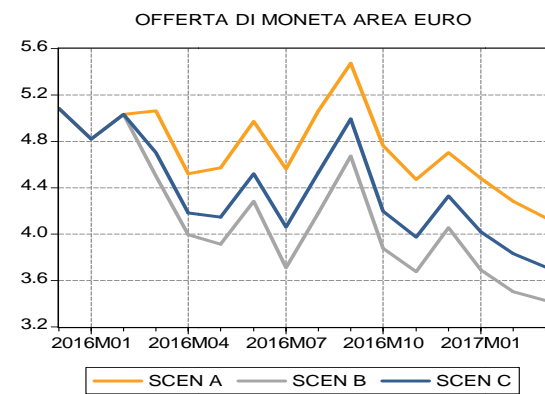
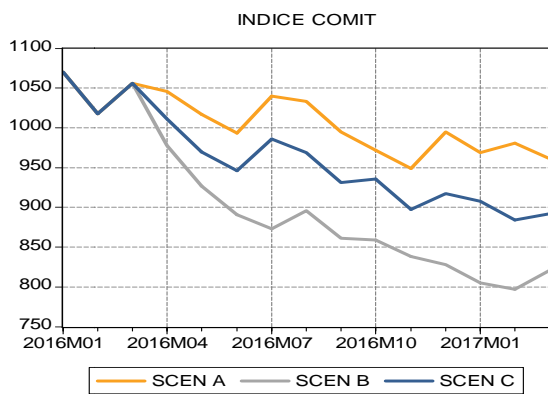
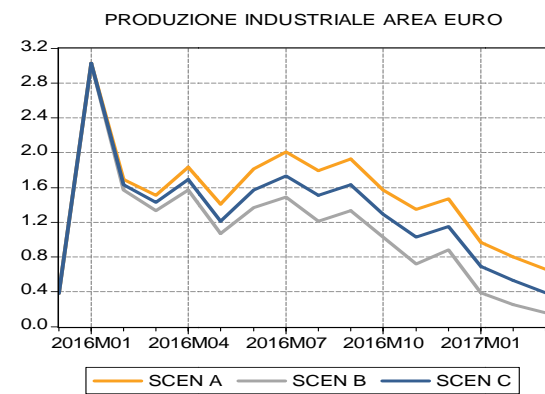
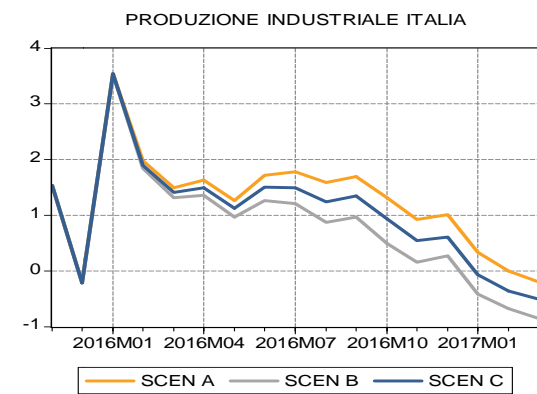
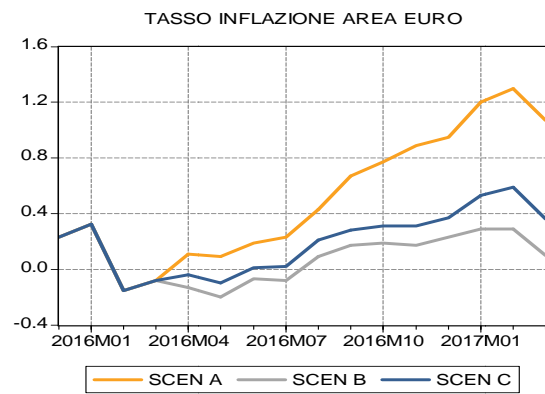
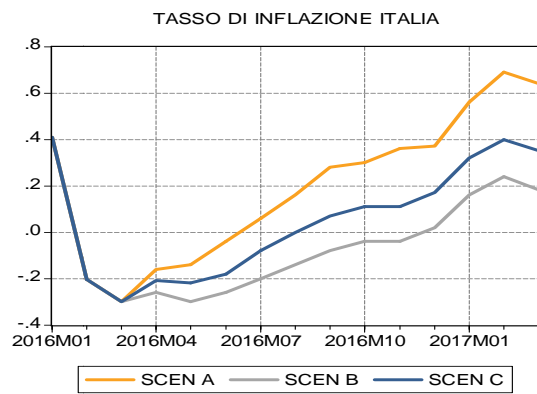
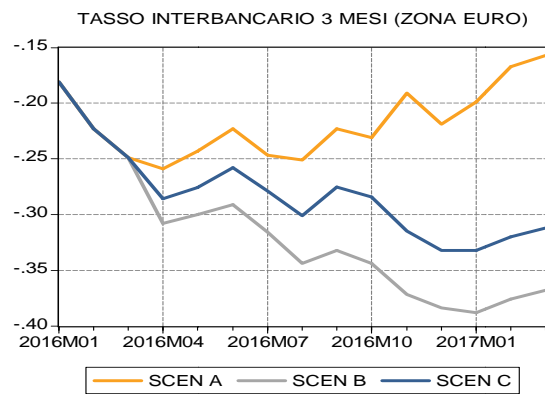
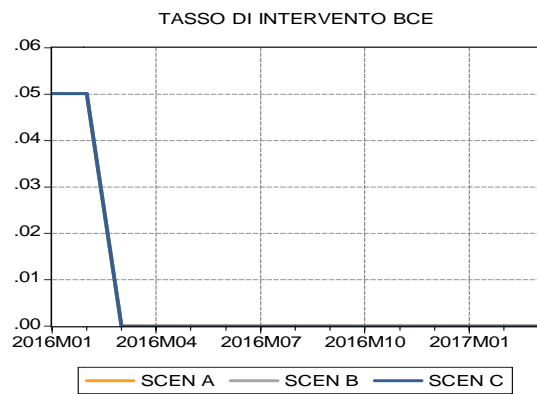
## C (70%)

**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:** Dopo l'intervento della BCE e l'avvertimento del Presidente Draghi, il 10 marzo, sul fatto che i tassi sui depositi presso la banca centrale non potranno scendere all'infinito, l'euro si è apprezzato. In seguito, il venir meno della fiducia in nuovi interventi accomodanti da parte della BCE determina un **movimento laterale del cambio EUR/USD,** poiché le attese circa il rinvio del rialzo dei tassi negli USA sono già incorporate nel livello attuale. Il tasso di cambio EUR/USD rimane tra 1,10 e 1,15. **L'avvicinarsi del referendum nel Regno Unito,** riguardante la possibile uscita del paese dall'Unione Europea, **crea tensioni sui rendimenti tra aprile e giugno.** In questo periodo il tasso sui BTP decennali si riporta all'1,4% e lo *spread* rispetto al *Bund* a 130 punti base. Il risultato del quesito referendario, a favore della permanenza dell'UK nell'Unione, riporta maggior stabilità, con rendimenti dei BTP tra l'1,25 e l'1,3% e *spread* verso i 110 punti base.

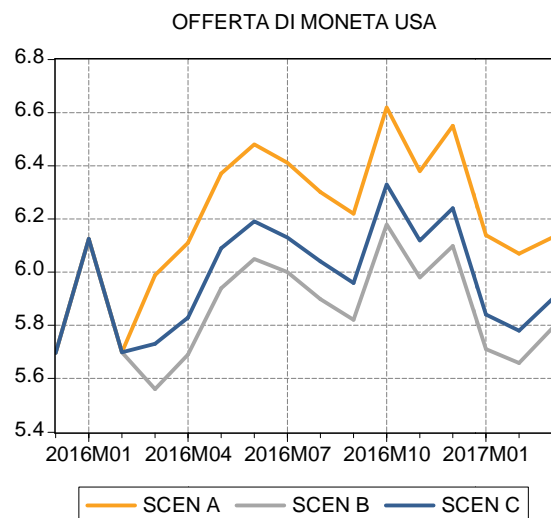
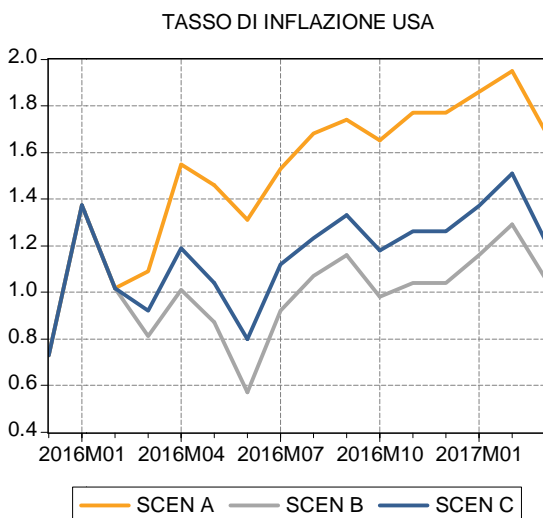
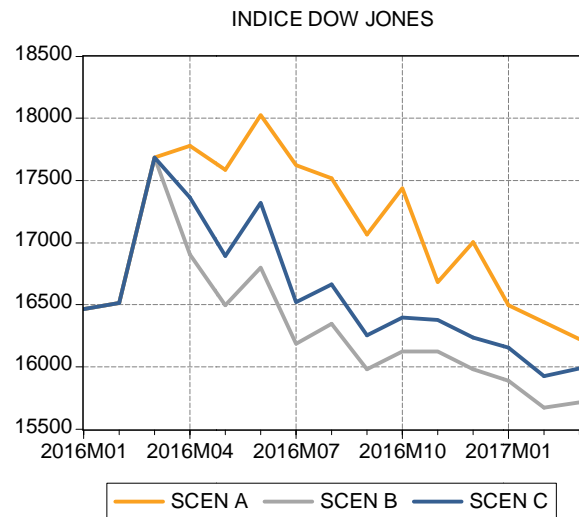
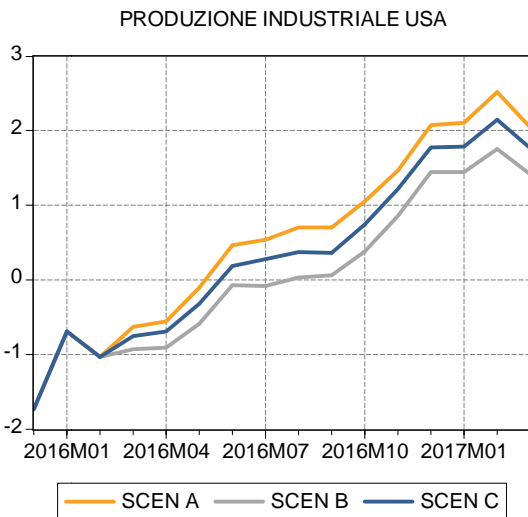
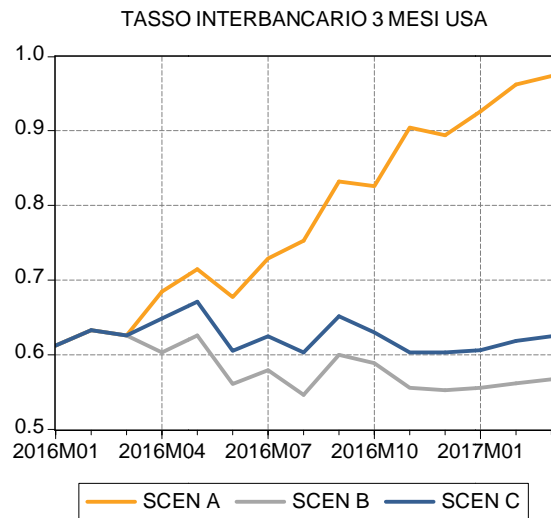
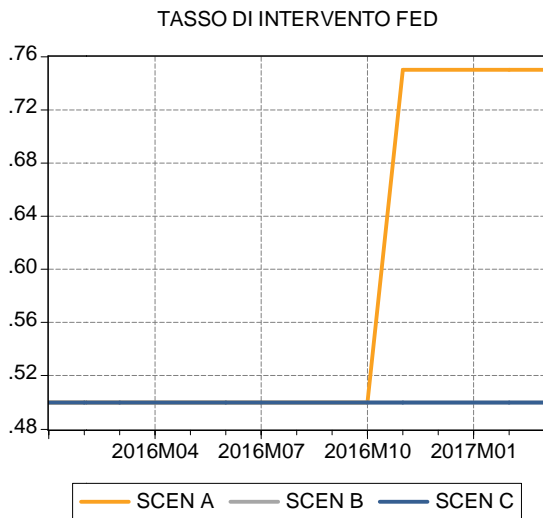
## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

### Dati mensili



## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

### Dati mensili



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

La riunione del 10 marzo della BCE, durante la quale si è deciso di tagliare tutti i tassi di riferimento, ha dato nuova spinta verso il basso ai saggi interbancari europei: a marzo l'1 mese è stato pari a -0,31% (da -0,25%) il 3 mesi a -0,24% (da -0,20%) e il 6 mesi a -0,13% (da -0,12%). Nello scenario C, caratterizzato da assenza di nuovi interventi da parte sia della FED sia della BCE, i tassi interbancari sono visti ancora in calo e a marzo 2017 potrebbero attestarsi a -0,36% l'1 mese, -0,33% il 3 mesi e -0,18% il 6 mesi. Nello scenario B, dove la situazione in AE è resa instabile dalla vittoria del fronte a favore dell'uscita dell'UK dall'Unione Europea, il calo previsto è più marcato (-0,39%, -0,37% e -0,22% rispettivamente, alla fine dell'orizzonte predittivo). Nello scenario A, che ipotizza il prossimo rialzo della FED nella seconda parte dell'anno, i tassi dovrebbero leggermente risalire (-0,26%, -0,18% e -0,08% l'1, il 3 e il 6 mesi a marzo 2017).

### TASSI INTERBANCARI

In marzo i tassi di fine periodo della struttura a termine sono diminuiti a seguito dell'intervento accomodante della BCE. Il tasso sui BTP a 3 anni si è portato allo 0,06% dallo 0,09% precedente, il 5 anni allo 0,36% da 0,48%, il 7 anni allo 0,76% da 0,95% e il decennale all'1,30% da 1,50%. Nello scenario C, dopo le tensioni, tra aprile e giugno, causate dall'incertezza circa l'esito del referendum in UK, la situazione si stabilizza e i rendimenti si attestano su livelli lievemente superiori agli attuali (1,33% il 10 anni, 0,84% il 7 anni, 0,45% il 5 anni e 0,16% il 3 anni a marzo 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 (0,30% il 3 anni, 0,58% il 5 anni, 0,96% il 7 anni e 1,46% 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 la tenuta dell'Unione Europea è messa in discussione dall'esito referendario in UK e i paesi periferici, Italia in primis, sono oggetto di speculazione da parte degli investitori, i rendimenti subirebbero un incremento marcato a causa dell'aumentato premio al rischio (a marzo 2017 rispettivamente 0,53%, 0,83%, 1,21% e 1,69%).

### STRUTTURA A TERMINE

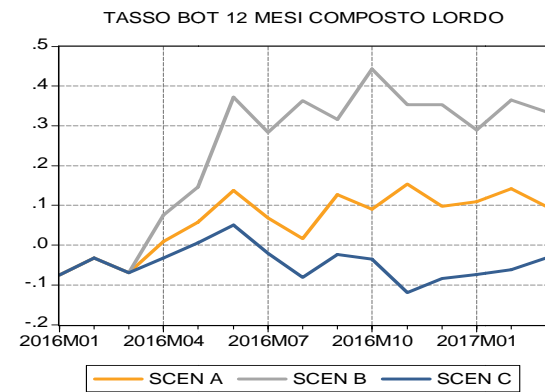
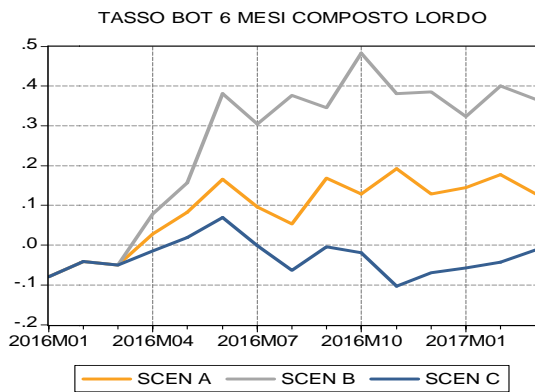
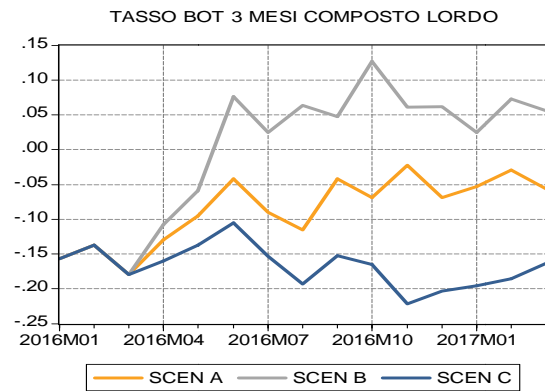
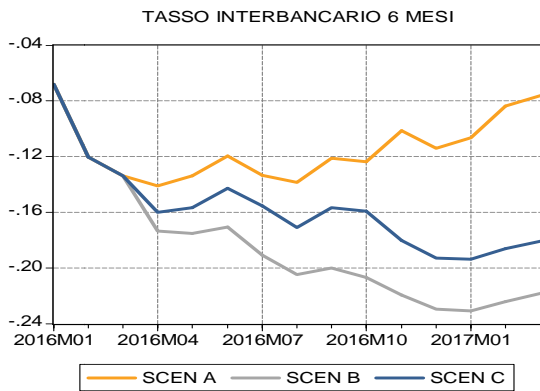
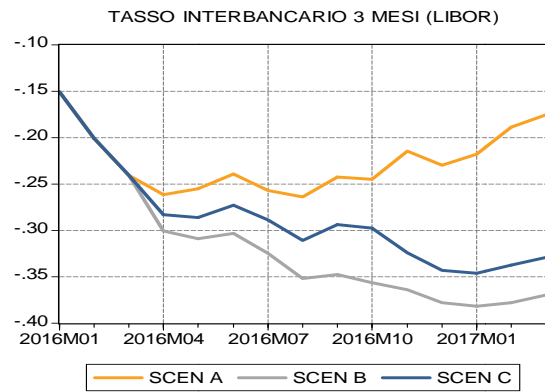
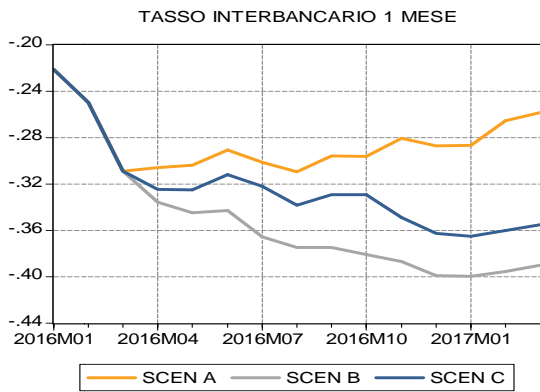
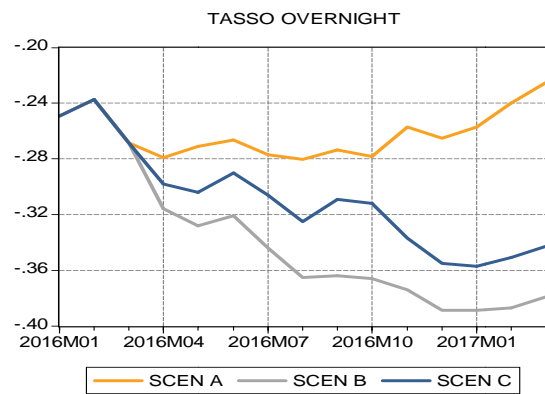
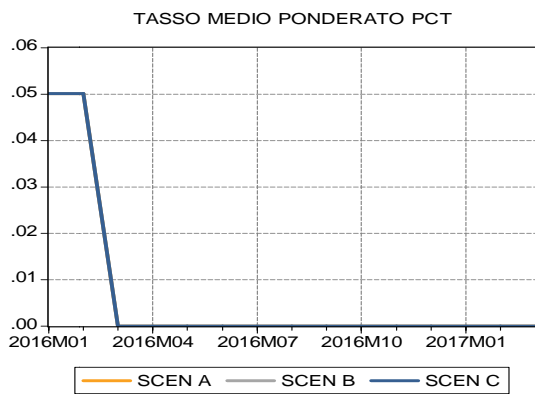
In gennaio il tasso medio sui depositi si è debolmente ridotto (da 0,52% a 0,50%) mentre quello sui prestiti è rimasto costante (al 3,24%). Negli scenari C e B entrambi i tassi medi sono visti in lieve calo: depositi allo 0,46% o allo 0,41% rispettivamente le due previsioni alla fine del periodo predittivo, e prestiti al 3,14% o al 3,10%. In A, al contrario, i tassi bancari sono visti in debole ripresa, con il saggio medio sui depositi che a marzo potrebbe toccare lo 0,58% e quello sui prestiti il 3,25%.

### TASSI BANCARI

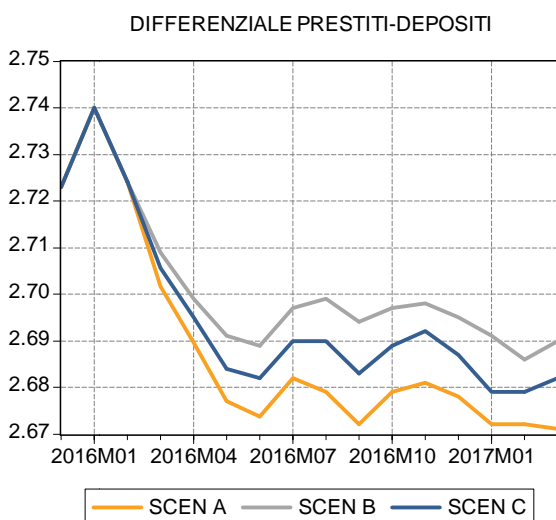
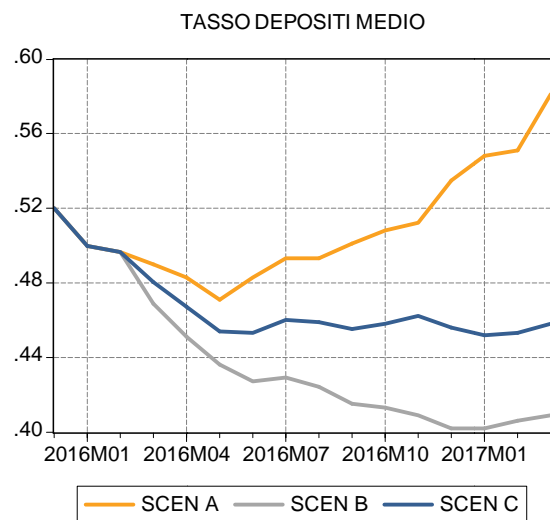
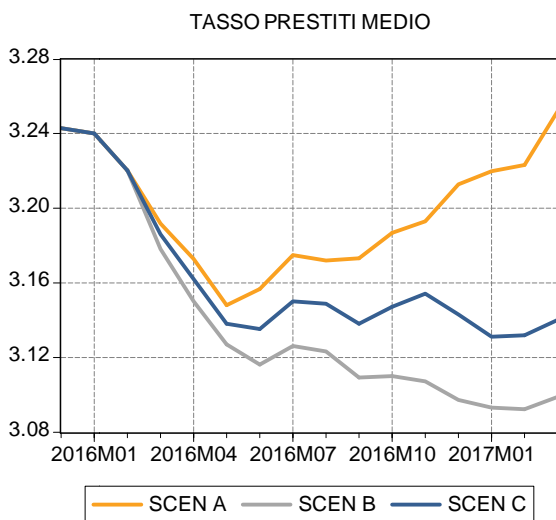
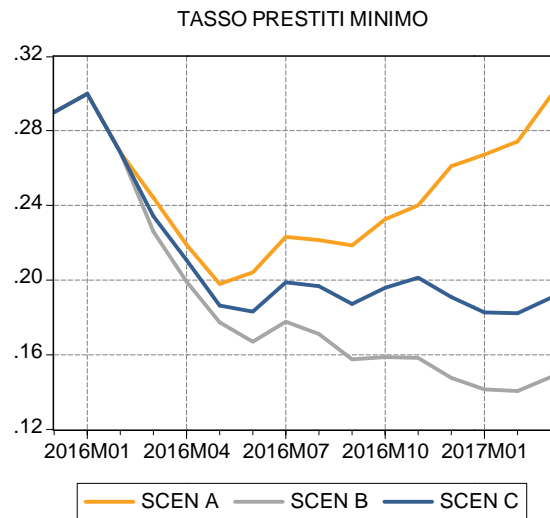
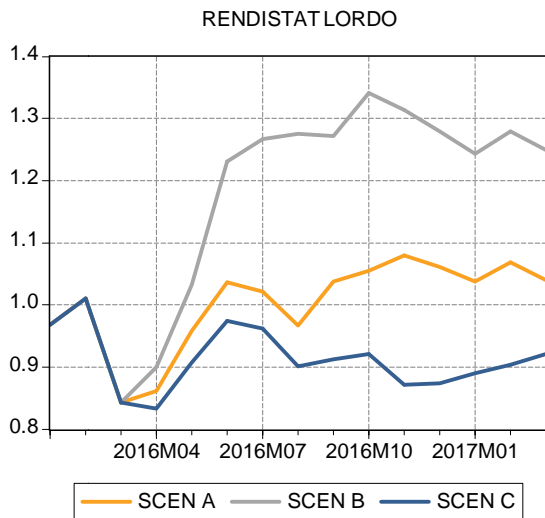
A gennaio 2016 il ritmo di crescita sia dei prestiti totali (+1,33% a/a) sia dei depositi (+1,99% a/a) ha accelerato rispetto al periodo precedente (+0,85% a/a e +1,82% a/a rispettivamente). In base ai risultati delle simulazioni, nello scenario più probabile (C) i volumi bancari potrebbero mantenere un passo simile all'attuale per l'intero periodo di previsione (+1,18% a/a gli impieghi e +2,13% a/a la raccolta a marzo 2017). Nello scenario A, l'andamento potrebbe essere lievemente più favorevole, grazie alle condizioni macroeconomiche meno incerte (+1,51% a/a i prestiti e +2,65% a/a i depositi a fine periodo). 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'1,69% a/a a marzo 2017 e i prestiti dello 0,82% a/a.

### VOLUMI

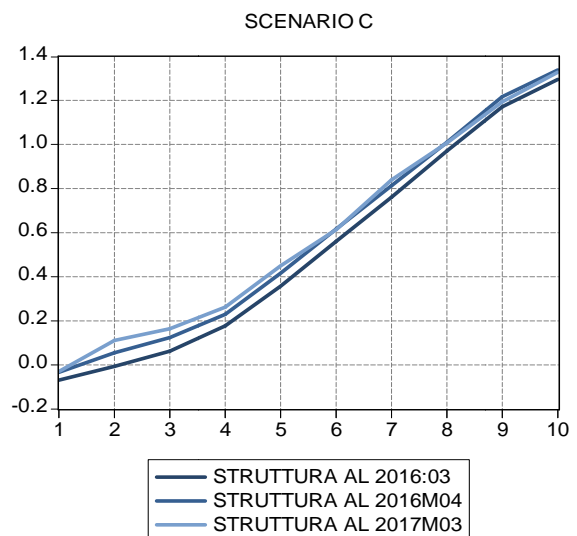
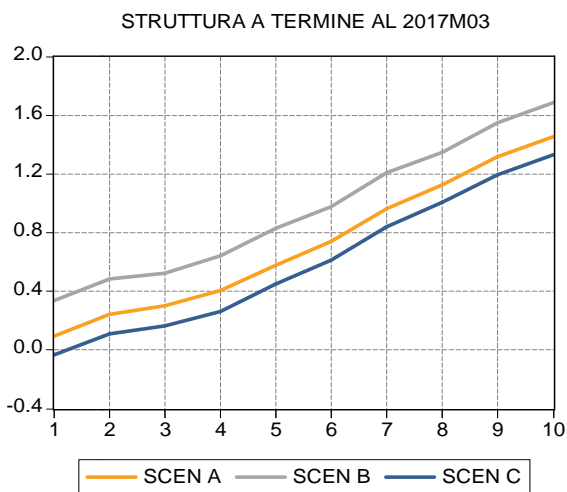
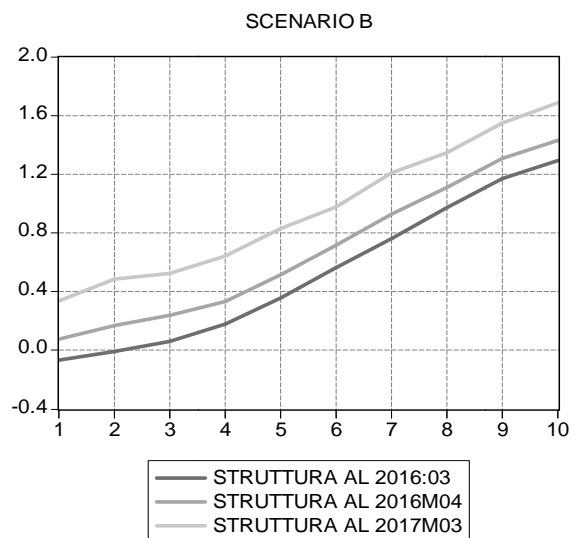
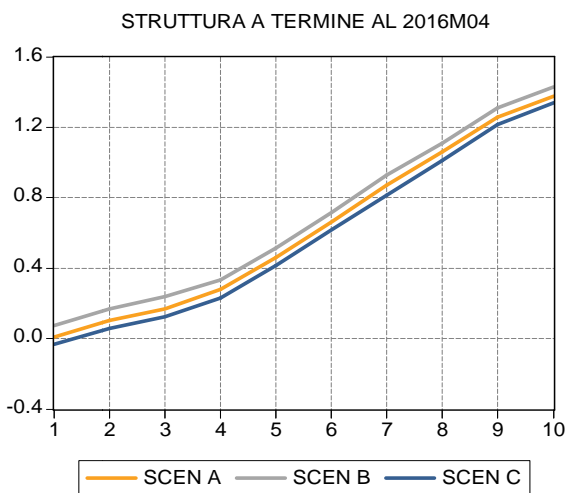
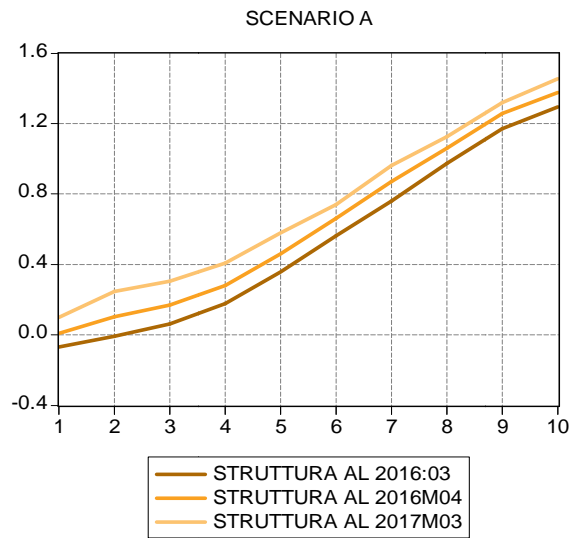
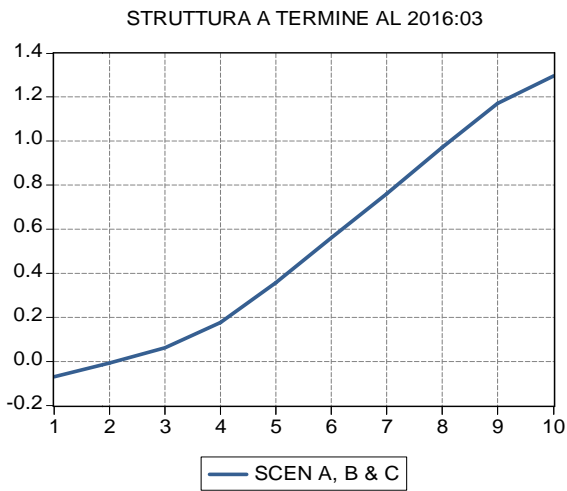
## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE  
TASSI - Dati mensili

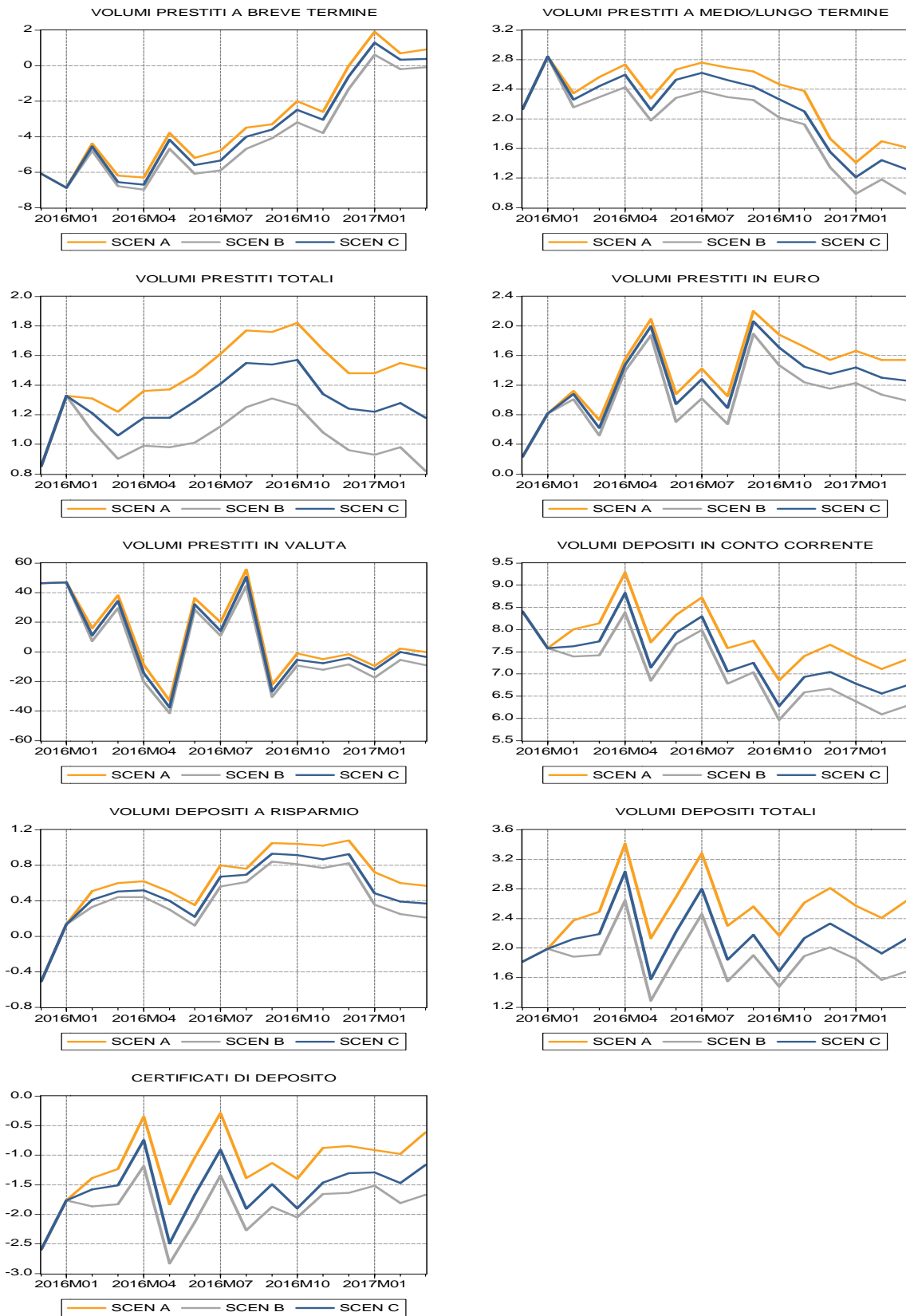


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE  
STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili





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

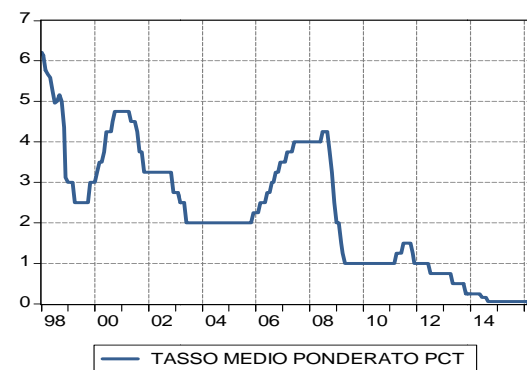
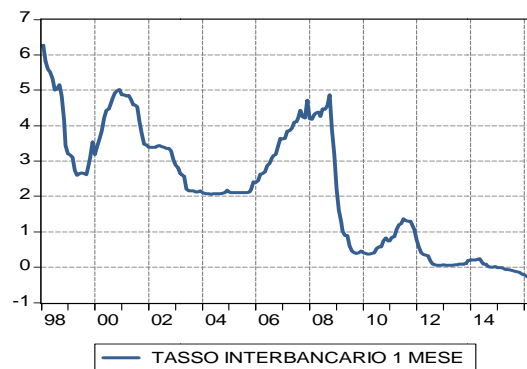
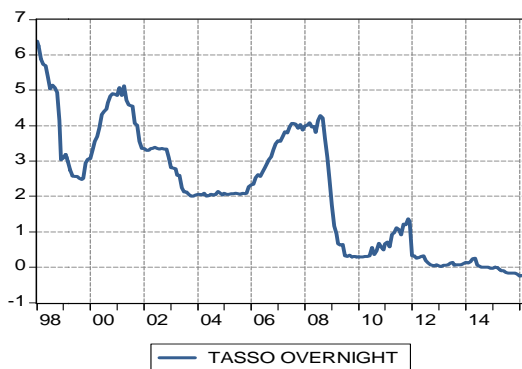
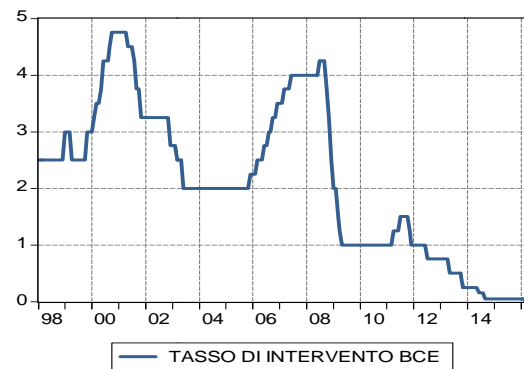
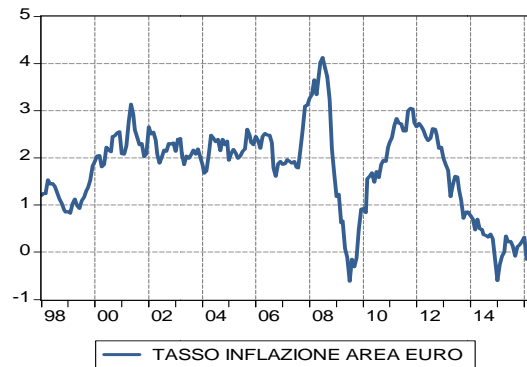


SCENARIO A	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1179	1249	1271	1218	1070	1017	1056	1046	1017	993	1040	1033	995	972	949	995	969	981	961
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.0	2.9	1.5	-0.2	3.5	2.0	1.5	1.6	1.3	1.7	1.8	1.6	1.7	1.3	0.9	1.0	0.3	0.0	-0.2
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.2	0.3	0.1	0.1	0.4	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.6	0.7	0.6
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.16	-0.17	-0.17	-0.20	-0.25	-0.24	-0.27	-0.28	-0.27	-0.27	-0.28	-0.28	-0.27	-0.28	-0.26	-0.27	-0.26	-0.24	-0.23
T. Interb. 1m lett.	-0.11	-0.13	-0.15	-0.19	-0.22	-0.25	-0.31	-0.31	-0.30	-0.29	-0.30	-0.31	-0.30	-0.30	-0.28	-0.29	-0.29	-0.27	-0.26
T. Interb. 3m lett.	-0.04	-0.05	-0.10	-0.12	-0.15	-0.20	-0.24	-0.26	-0.26	-0.24	-0.26	-0.26	-0.24	-0.25	-0.21	-0.23	-0.22	-0.19	-0.18
T. Interb. 6m lett.	0.03	0.02	-0.03	-0.04	-0.07	-0.12	-0.13	-0.14	-0.13	-0.12	-0.13	-0.14	-0.12	-0.12	-0.10	-0.11	-0.11	-0.08	-0.08
T. Depositi medio	0.56	0.54	0.54	0.52	0.50	0.50	0.49	0.48	0.47	0.48	0.49	0.49	0.50	0.51	0.51	0.54	0.55	0.55	0.58
T. Prestiti medio	3.34	3.32	3.30	3.24	3.24	3.22	3.19	3.17	3.15	3.16	3.18	3.17	3.17	3.19	3.19	3.21	3.22	3.22	3.25
T.prest. medio - T.dep. medio	2.78	2.78	2.76	2.72	2.74	2.72	2.70	2.69	2.68	2.67	2.68	2.68	2.67	2.68	2.68	2.68	2.67	2.67	2.67
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.05	-0.10	-0.14	-0.13	-0.16	-0.14	-0.18	-0.13	-0.09	-0.04	-0.09	-0.12	-0.04	-0.07	-0.02	-0.07	-0.05	-0.03	-0.06
T. BOT comp. lordo 6m	0.02	-0.06	-0.11	-0.04	-0.08	-0.04	-0.05	0.03	0.08	0.17	0.10	0.05	0.17	0.13	0.19	0.13	0.15	0.18	0.13
T. BOT comp. lordo 12m	0.03	0.02	-0.03	0.00	-0.07	-0.03	-0.07	0.01	0.06	0.14	0.07	0.02	0.13	0.09	0.15	0.10	0.11	0.14	0.10
Rendistat lordo	1.28	1.10	1.00	1.02	0.97	1.01	0.84	0.86	0.96	1.04	1.02	0.97	1.04	1.06	1.08	1.06	1.04	1.07	1.04
Rendistat netto	1.12	0.96	0.88	0.89	0.85	0.88	0.74	0.75	0.84	0.91	0.89	0.85	0.91	0.92	0.94	0.93	0.91	0.94	0.91
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	0.37	0.21	0.10	0.15	0.07	0.09	0.06	0.17	0.23	0.31	0.26	0.20	0.34	0.29	0.37	0.29	0.29	0.35	0.30
Rend. BTP a 5 anni	0.87	0.63	0.51	0.67	0.48	0.48	0.36	0.46	0.52	0.58	0.53	0.47	0.62	0.56	0.65	0.56	0.57	0.63	0.58
Rend. BTP a 7 anni	1.35	1.12	0.97	1.11	0.93	0.95	0.76	0.87	0.91	0.97	0.92	0.87	1.00	0.95	1.02	0.94	0.96	1.00	0.96
Rend. BTP a 10 anni	1.82	1.57	1.47	1.66	1.48	1.50	1.30	1.38	1.42	1.48	1.43	1.37	1.51	1.44	1.52	1.45	1.45	1.50	1.46
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2327.839	2321.984	2336.226	2333.583	2345.487	2337.515	2361.351	2352.292	2349.790	2373.601	2364.93	2359.72	2368.81	2364.24	2374.54	2368.12	2380.20	2373.75	2397.01
Prestiti in euro	2286.020	2276.300	2308.250	2288.242	2307.677	2303.038	2319.106	2313.213	2317.928	2338.074	2336.510	2312.02	2336.312	2319.09	2347.95	2323.48	2345.98	2338.50	2354.82
Prestiti in valuta	41.819	45.684	27.976	45.341	37.810	34.478	42.246	39.079	31.862	35.527	28.418	47.702	32.497	45.150	26.589	44.639	34.216	35.243	42.188
Prestiti a breve	345.275	336.823	345.564	337.764	335.180	338.165	335.227	330.900	333.257	337.216	336.339	333.246	333.881	330.087	336.579	337.764	341.548	340.532	338.244
Prestiti a m / l	1982.564	1985.161	1990.662	1995.819	2010.307	1999.351	2026.124	2021.392	2016.533	2036.386	2028.588	2026.473	2034.928	2034.158	2037.961	2030.356	2038.652	2033.215	2058.763
Depositi totali	2203.553	2204.930	2181.969	2199.588	2221.285	2227.511	2256.708	2258.151	2241.641	2263.709	2259.624	2245.873	2259.964	2252.777	2238.918	2261.396	2278.372	2281.194	2316.511
Depositi in c / c	842.116	864.943	851.001	877.005	874.444	873.541	881.415	898.036	900.775	902.382	902.861	894.024	907.380	924.278	913.975	944.184	938.891	935.649	946.022
Depositi a risparmio	299.816	298.750	298.830	301.010	304.023	305.553	306.245	305.477	304.701	304.463	303.373	303.585	302.964	301.857	301.878	304.261	306.212	307.387	307.990
Certif. deposito	1061.621	1041.237	1032.138	1021.573	1042.818	1048.417	1069.049	1054.638	1036.165	1056.863	1053.390	1048.264	1049.620	1026.642	1023.065	1012.952	1033.270	1038.158	1062.498
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																			
Prestiti totali	1.29	1.80	1.25	0.85	1.33	1.31	1.22	1.36	1.37	1.47	1.61	1.77	1.76	1.82	1.64	1.48	1.48	1.55	1.51
Prestiti in euro	0.95	1.54	1.31	0.23	0.82	1.12	0.73	1.55	2.09	1.08	1.42	1.05	2.20	1.88	1.72	1.54	1.66	1.54	1.54
Prestiti in valuta	24.19	17.01	-3.34	46.45	46.86	15.85	38.10	-8.75	-33.00	36.00	20.11	55.46	-22.29	-1.17	-4.96	-1.55	-9.51	2.22	-0.14
Prestiti a breve	-5.86	-6.93	-2.94	-6.09	-6.88	-4.40	-6.20	-6.30	-3.80	-5.20	-4.80	-3.50	-3.30	-2.00	-2.60	0.00	1.90	0.70	0.90
Prestiti a m / l	2.65	3.45	2.02	2.13	2.84	2.34	2.56	2.73	2.28	2.67	2.76	2.69	2.64	2.47	2.38	1.73	1.41	1.69	1.61
Depositi totali	3.85	3.63	1.13	1.82	1.99	2.37	2.49	3.41	2.13	2.69	3.28	2.30	2.56	2.17	2.61	2.81	2.57	2.41	2.65
Depositi in c / c	8.11	11.11	6.33	8.41	7.58	8.01	8.14	9.28	7.72	8.33	8.72	7.58	7.75	6.86	7.40	7.66	7.37	7.11	7.33
Depositi a risparmio	0.39	0.10	-0.41	-0.51	0.13	0.51	0.60	0.62	0.50	0.35	0.80	0.76	1.05	1.04	1.02	1.08	0.72	0.60	0.57
Certif. deposito	1.66	-0.90	-2.37	-2.60	-1.76	-1.39	-1.23	-0.35	-1.83	-1.04	-0.29	-1.39	-1.13	-1.40	-0.88	-0.84	-0.92	-0.98	-0.61

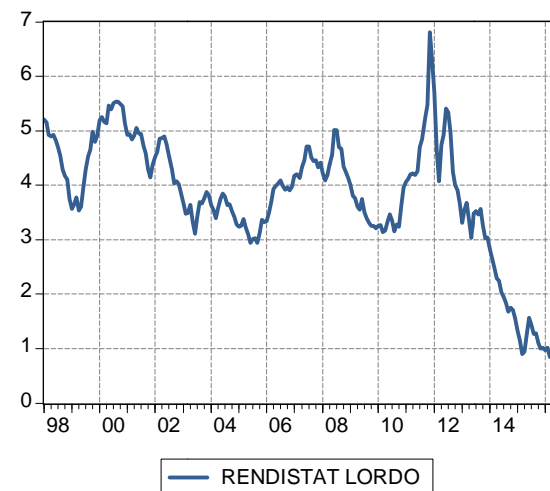
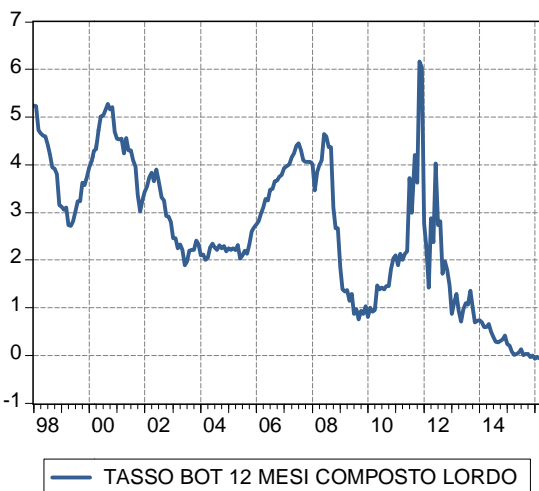
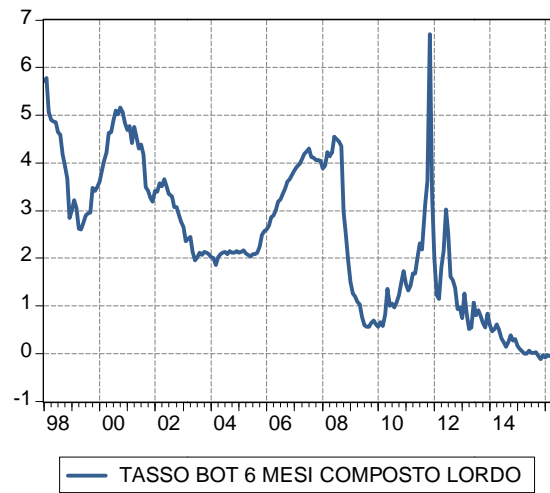
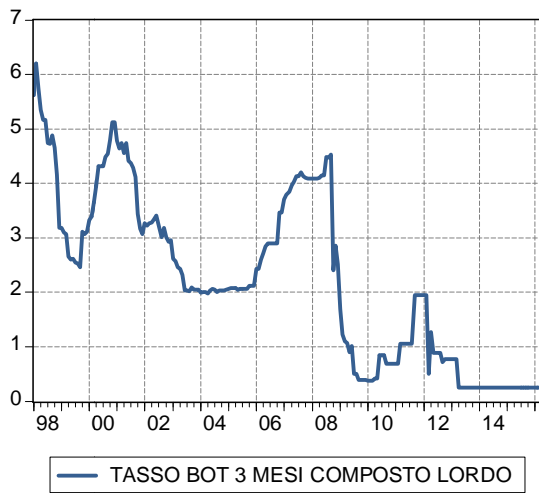
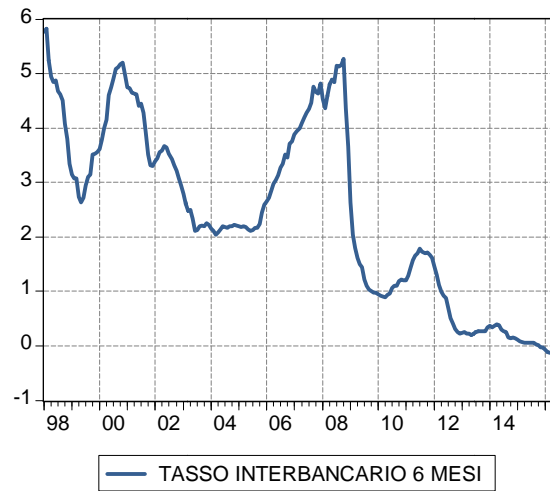
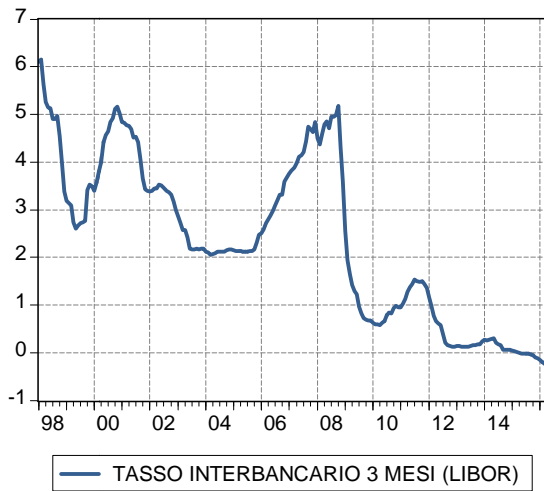
SCENARIO B	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1179	1249	1271	1218	1070	1017	1056	978	927	891	873	896	861	859	838	828	805	797	821	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.0	2.9	1.5	-0.2	3.5	1.8	1.3	1.4	1.0	1.3	1.2	0.9	1.0	0.5	0.2	0.3	-0.4	-0.7	-0.9	
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.2	0.3	0.1	0.1	0.4	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2	
<b>ENDOGENE</b>																				
<b>TASSI</b>																				
T. P/T medio	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.16	-0.17	-0.17	-0.20	-0.25	-0.24	-0.27	-0.32	-0.33	-0.32	-0.34	-0.37	-0.36	-0.37	-0.37	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38
T. Interb. 1m lett.	-0.11	-0.13	-0.15	-0.19	-0.22	-0.25	-0.31	-0.34	-0.35	-0.34	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.40	-0.40	-0.40	-0.39	
T. Interb. 3m lett.	-0.04	-0.05	-0.10	-0.12	-0.15	-0.20	-0.24	-0.30	-0.31	-0.30	-0.32	-0.35	-0.35	-0.36	-0.36	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	
T. Interb. 6m lett.	0.03	0.02	-0.03	-0.04	-0.07	-0.12	-0.13	-0.17	-0.18	-0.17	-0.19	-0.20	-0.20	-0.21	-0.22	-0.23	-0.23	-0.22	-0.22	
T. Depositi medio	0.56	0.54	0.54	0.52	0.50	0.50	0.47	0.45	0.44	0.43	0.43	0.42	0.42	0.41	0.41	0.40	0.40	0.41	0.41	
T. Prestiti medio	3.34	3.32	3.30	3.24	3.24	3.22	3.18	3.15	3.13	3.12	3.13	3.12	3.11	3.11	3.11	3.10	3.09	3.09	3.10	
T.prest. medio - T.dep. medio	2.78	2.78	2.76	2.72	2.74	2.72	2.71	2.70	2.69	2.69	2.70	2.70	2.69	2.70	2.70	2.70	2.69	2.69	2.69	
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.05	-0.10	-0.14	-0.13	-0.16	-0.14	-0.18	-0.11	-0.06	0.08	0.02	0.06	0.05	0.13	0.06	0.06	0.02	0.07	0.06	
T. BOT comp. lordo 6m	0.02	-0.06	-0.11	-0.04	-0.08	-0.04	-0.05	0.08	0.16	0.38	0.30	0.38	0.35	0.48	0.38	0.39	0.32	0.40	0.37	
T. BOT comp. lordo 12m	0.03	0.02	-0.03	0.00	-0.07	-0.03	-0.07	0.08	0.15	0.37	0.28	0.36	0.32	0.44	0.35	0.35	0.29	0.37	0.34	
Rendistat lordo	1.28	1.10	1.00	1.02	0.97	1.01	0.84	0.90	1.03	1.23	1.27	1.28	1.27	1.34	1.31	1.28	1.24	1.28	1.25	
Rendistat netto	1.12	0.96	0.88	0.89	0.85	0.88	0.74	0.79	0.90	1.08	1.11	1.12	1.11	1.17	1.15	1.12	1.09	1.12	1.09	
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	0.37	0.21	0.10	0.15	0.07	0.09	0.06	0.24	0.33	0.56	0.49	0.56	0.54	0.65	0.55	0.55	0.50	0.57	0.53	
Rend. BTP a 5 anni	0.87	0.63	0.51	0.67	0.48	0.48	0.36	0.52	0.59	0.85	0.78	0.84	0.82	0.93	0.84	0.84	0.80	0.87	0.83	
Rend. BTP a 7 anni	1.35	1.12	0.97	1.11	0.93	0.95	0.76	0.93	1.01	1.25	1.17	1.22	1.20	1.31	1.23	1.22	1.19	1.26	1.21	
Rend. BTP a 10 anni	1.82	1.57	1.47	1.66	1.48	1.50	1.30	1.43	1.50	1.73	1.66	1.70	1.69	1.79	1.71	1.70	1.66	1.73	1.69	
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2327.839	2321.984	2336.226	2333.583	2345.487	2332.439	2353.886	2343.705	2340.750	2362.841	2353.52	2347.66	2358.33	2351.24	2361.46	2355.99	2367.30	2355.30	2373.19	
Prestiti in euro	2286.020	2276.300	2308.250	2288.242	2307.677	2300.532	2314.271	2309.568	2312.933	2329.285	2327.294	2303.32	2329.225	2309.76	2336.87	2314.56	2336.06	2325.15	2337.18	
Prestiti in valuta	41.819	45.684	27.976	45.341	37.810	31.907	39.615	34.137	27.817	33.556	26.228	44.339	29.108	41.480	24.585	41.429	31.238	30.149	36.006	
Prestiti a breve	345.275	336.823	345.564	337.764	335.180	336.750	333.083	328.428	330.139	334.015	332.452	329.102	331.119	326.045	332.433	333.373	337.191	336.077	332.750	
Prestiti a m / l	1982.564	1985.161	1990.662	1995.819	2010.307	1995.689	2020.803	2015.278	2010.611	2028.827	2021.070	2018.560	2027.215	2025.196	2029.025	2022.612	2030.109	2019.221	2040.438	
Depositi totali	2203.553	2204.930	2181.969	2199.588	2221.285	2216.849	2243.937	2241.336	2223.204	2245.853	2241.683	2229.407	2245.421	2237.563	2223.208	2243.800	2262.379	2251.653	2281.859	
Depositi in c / c	842.116	864.943	851.001	877.005	874.444	868.526	875.546	890.640	893.500	896.885	896.799	887.376	901.339	916.505	907.037	935.477	930.258	921.447	930.597	
Depositi a risparmio	299.816	298.750	298.830	301.010	304.023	305.006	305.757	304.931	304.095	303.765	302.650	303.133	302.334	301.170	301.119	303.487	305.099	305.761	306.400	
Certif. deposito	1061.621	1041.237	1032.138	1021.573	1042.818	1043.316	1062.633	1045.766	1025.610	1045.203	1042.234	1038.899	1041.747	1019.888	1015.052	1004.836	1027.023	1024.445	1044.863	
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	1.29	1.80	1.25	0.85	1.33	1.09	0.90	0.99	0.98	1.01	1.12	1.25	1.31	1.26	1.08	0.96	0.93	0.98	0.82	
Prestiti in euro	0.95	1.54	1.31	0.23	0.82	1.01	0.52	1.39	1.87	0.70	1.02	0.67	1.89	1.47	1.24	1.15	1.23	1.07	0.99	
Prestiti in valuta	24.19	17.01	-3.34	46.45	46.86	7.21	29.50	-20.29	-41.51	28.46	10.86	44.50	-30.40	-9.20	-12.12	-8.63	-17.38	-5.51	-9.11	
Prestiti a breve	-5.86	-6.93	-2.94	-6.09	-6.88	-4.80	-6.80	-7.00	-4.70	-6.10	-5.90	-4.70	-4.10	-3.20	-3.80	-1.30	0.60	-0.20	-0.10	
Prestiti a m / l	2.65	3.45	2.02	2.13	2.84	2.16	2.29	2.42	1.98	2.29	2.38	2.29	2.25	2.02	1.93	1.34	0.99	1.18	0.97	
Depositi totali	3.85	3.63	1.13	1.82	1.99	1.88	1.91	2.64	1.29	1.88	2.46	1.55	1.90	1.48	1.89	2.01	1.85	1.57	1.69	
Depositi in c / c	8.11	11.11	6.33	8.41	7.58	7.39	7.42	8.38	6.85	7.67	7.99	6.78	7.03	5.96	6.58	6.67	6.38	6.09	6.29	
Depositi a risparmio	0.39	0.10	-0.41	-0.51	0.13	0.33	0.44	0.44	0.30	0.12	0.56	0.61	0.84	0.81	0.77	0.82	0.35	0.25	0.21	
Certif. deposito	1.66	-0.90	-2.37	-2.60	-1.76	-1.87	-1.83	-1.19	-2.83	-2.14	-1.35	-2.27	-1.87	-2.05	-1.66	-1.64	-1.51	-1.81	-1.67	

SCENARIO C	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	17 3
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1179	1249	1271	1218	1070	1017	1056	1011	970	946	986	969	931	936	897	917	908	884	892
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.0	2.9	1.5	-0.2	3.5	1.9	1.4	1.5	1.1	1.5	1.5	1.2	1.4	0.9	0.6	0.6	-0.1	-0.4	-0.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.2	0.3	0.1	0.1	0.4	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.16	-0.17	-0.17	-0.20	-0.25	-0.24	-0.27	-0.30	-0.30	-0.29	-0.31	-0.33	-0.31	-0.31	-0.34	-0.36	-0.36	-0.35	-0.34
T. Interb. 1m lett.	-0.11	-0.13	-0.15	-0.19	-0.22	-0.25	-0.31	-0.33	-0.33	-0.31	-0.32	-0.34	-0.33	-0.33	-0.35	-0.36	-0.37	-0.36	-0.36
T. Interb. 3m lett.	-0.04	-0.05	-0.10	-0.12	-0.15	-0.20	-0.24	-0.28	-0.29	-0.27	-0.29	-0.31	-0.29	-0.30	-0.32	-0.34	-0.35	-0.34	-0.33
T. Interb. 6m lett.	0.03	0.02	-0.03	-0.04	-0.07	-0.12	-0.13	-0.16	-0.16	-0.14	-0.16	-0.17	-0.16	-0.16	-0.18	-0.19	-0.19	-0.19	-0.18
T. Depositi medio	0.56	0.54	0.54	0.52	0.50	0.50	0.48	0.47	0.45	0.45	0.46	0.46	0.46	0.46	0.46	0.46	0.45	0.45	0.46
T. Prestiti medio	3.34	3.32	3.30	3.24	3.24	3.22	3.19	3.16	3.14	3.14	3.15	3.15	3.14	3.15	3.15	3.14	3.13	3.13	3.14
T.prest. medio - T.dep. medio	2.78	2.78	2.76	2.72	2.74	2.72	2.71	2.70	2.68	2.68	2.69	2.69	2.68	2.69	2.69	2.69	2.68	2.68	2.68
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.05	-0.10	-0.14	-0.13	-0.16	-0.14	-0.18	-0.16	-0.14	-0.11	-0.15	-0.19	-0.15	-0.17	-0.22	-0.20	-0.20	-0.19	-0.16
T. BOT comp. lordo 6m	0.02	-0.06	-0.11	-0.04	-0.08	-0.04	-0.05	-0.02	0.02	0.07	0.00	-0.06	0.00	-0.02	-0.10	-0.07	-0.06	-0.04	-0.01
T. BOT comp. lordo 12m	0.03	0.02	-0.03	0.00	-0.07	-0.03	-0.07	-0.03	0.01	0.05	-0.02	-0.08	-0.02	-0.04	-0.12	-0.08	-0.07	-0.06	-0.03
Rendistat lordo	1.28	1.10	1.00	1.02	0.97	1.01	0.84	0.83	0.91	0.97	0.96	0.90	0.91	0.92	0.87	0.87	0.89	0.90	0.92
Rendistat netto	1.12	0.96	0.88	0.89	0.85	0.88	0.74	0.73	0.79	0.85	0.84	0.79	0.80	0.81	0.76	0.76	0.78	0.79	0.81
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	0.37	0.21	0.10	0.15	0.07	0.09	0.06	0.12	0.18	0.24	0.17	0.10	0.16	0.15	0.08	0.11	0.12	0.14	0.16
Rend. BTP a 5 anni	0.87	0.63	0.51	0.67	0.48	0.48	0.36	0.42	0.46	0.53	0.48	0.40	0.45	0.43	0.38	0.41	0.42	0.44	0.45
Rend. BTP a 7 anni	1.35	1.12	0.97	1.11	0.93	0.95	0.76	0.82	0.86	0.93	0.87	0.81	0.86	0.84	0.77	0.80	0.80	0.82	0.84
Rend. BTP a 10 anni	1.82	1.57	1.47	1.66	1.48	1.50	1.30	1.34	1.38	1.43	1.38	1.31	1.35	1.33	1.28	1.30	1.31	1.32	1.33
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2327.839	2321.984	2336.226	2333.583	2345.487	2335.208	2357.619	2348.115	2345.386	2369.391	2360.27	2354.62	2363.69	2358.44	2367.53	2362.52	2374.10	2365.10	2385.44
Prestiti in euro	2286.020	2276.300	2308.250	2288.242	2307.677	2302.140	2316.559	2311.456	2315.703	2334.903	2333.284	2308.36	2333.112	2315.22	2341.72	2319.13	2340.91	2332.07	2345.75
Prestiti in valuta	41.819	45.684	27.976	45.341	37.810	33.068	41.060	36.659	29.683	34.488	26.988	46.262	30.576	43.215	25.812	43.387	33.194	33.031	39.691
Prestiti a breve	345.275	336.823	345.564	337.764	335.180	337.558	333.898	329.475	331.956	335.746	334.420	331.505	332.794	328.381	335.023	335.712	339.471	338.654	335.116
Prestiti a m / l	1982.564	1985.161	1990.662	1995.819	2010.307	1997.650	2023.721	2018.640	2013.430	2033.645	2025.852	2023.114	2030.894	2030.058	2032.509	2026.807	2034.631	2026.445	2050.323
Depositi totali	2203.553	2204.930	2181.969	2199.588	2221.285	2222.071	2250.102	2249.853	2229.569	2253.348	2249.122	2235.774	2251.590	2242.193	2228.445	2250.838	2268.598	2264.957	2298.029
Depositi in c / c	842.116	864.943	851.001	877.005	874.444	870.429	878.126	894.271	895.985	899.077	899.320	889.613	903.193	919.252	910.031	938.770	933.756	927.498	937.345
Depositi a risparmio	299.816	298.750	298.830	301.010	304.023	305.257	305.953	305.165	304.392	304.062	302.987	303.378	302.601	301.481	301.422	303.801	305.496	306.448	307.085
Certif. deposito	1061.621	1041.237	1032.138	1021.573	1042.818	1046.384	1066.024	1050.417	1029.192	1050.208	1046.815	1042.784	1045.796	1021.460	1016.992	1008.267	1029.346	1031.011	1053.600
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																			
Prestiti totali	1.29	1.80	1.25	0.85	1.33	1.21	1.06	1.18	1.18	1.29	1.41	1.55	1.54	1.57	1.34	1.24	1.22	1.28	1.18
Prestiti in euro	0.95	1.54	1.31	0.23	0.82	1.08	0.62	1.47	1.99	0.94	1.28	0.89	2.06	1.71	1.45	1.35	1.44	1.30	1.26
Prestiti in valuta	24.19	17.01	-3.34	46.45	46.86	11.11	34.22	-14.40	-37.59	32.03	14.07	50.76	-26.89	-5.41	-7.74	-4.31	-12.21	-0.11	-3.33
Prestiti a breve	-5.86	-6.93	-2.94	-6.09	-6.88	-4.57	-6.57	-6.70	-4.18	-5.61	-5.34	-4.00	-3.61	-2.51	-3.05	-0.61	1.28	0.32	0.36
Prestiti a m / l	2.65	3.45	2.02	2.13	2.84	2.26	2.44	2.59	2.12	2.53	2.62	2.52	2.44	2.26	2.10	1.55	1.21	1.44	1.31
Depositi totali	3.85	3.63	1.13	1.82	1.99	2.12	2.19	3.03	1.58	2.22	2.80	1.84	2.18	1.69	2.13	2.33	2.13	1.93	2.13
Depositi in c / c	8.11	11.11	6.33	8.41	7.58	7.63	7.74	8.82	7.15	7.93	8.29	7.05	7.25	6.28	6.94	7.04	6.78	6.56	6.74
Depositi a risparmio	0.39	0.10	-0.41	-0.51	0.13	0.41	0.50	0.52	0.40	0.22	0.67	0.69	0.93	0.91	0.87	0.93	0.48	0.39	0.37
Certif. deposito	1.66	-0.90	-2.37	-2.60	-1.76	-1.58	-1.51	-0.75	-2.49	-1.67	-0.91	-1.91	-1.49	-1.90	-1.47	-1.30	-1.29	-1.47	-1.17

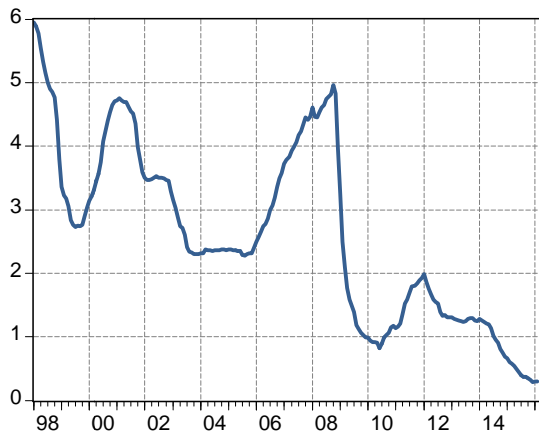
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI  
Dati mensili



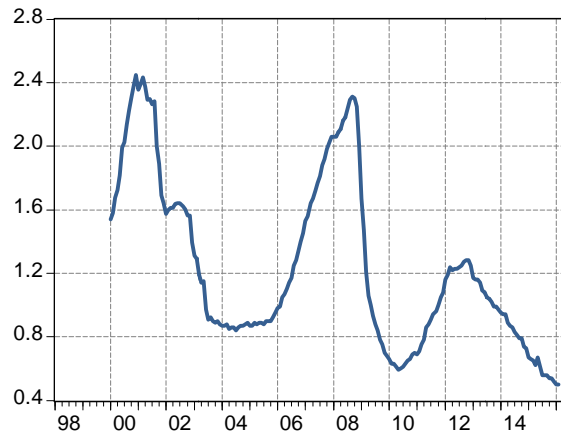
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI  
Dati mensili



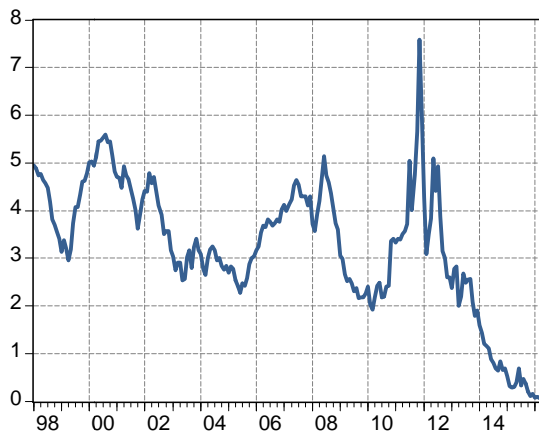
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI  
Dati mensili



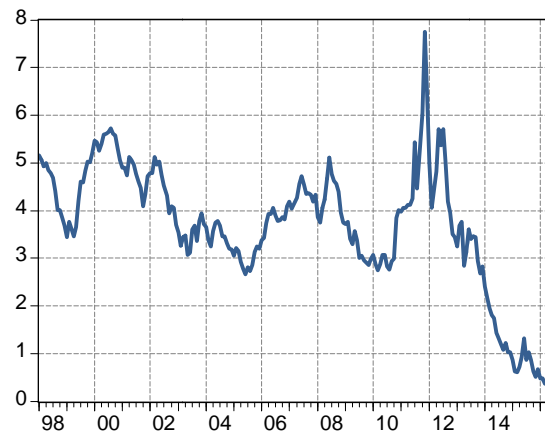
TASSO PRESTITI MINIMO



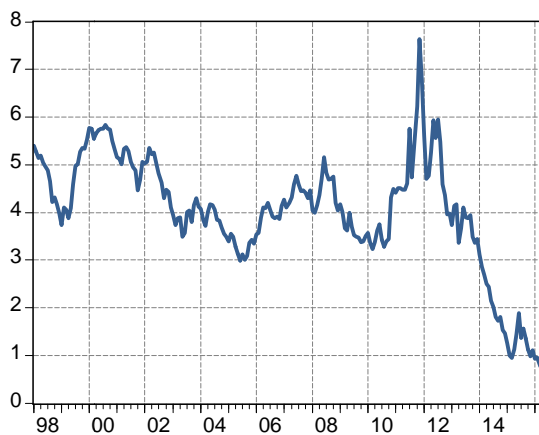
TASSO DEPOSITI MEDIO



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

