

# MEFIM

MODELLO  
ECONOMETRICO  
FINANZIARIO  
INTERNAZIONALE  
MENSILE

Maggio 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 aprile 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

Le banche centrali continuano a essere le protagoniste indiscusse del panorama economico globale. Dalle dichiarazioni di aprile emerge che le politiche monetarie rimarranno estremamente espansive, laddove già lo erano (Area Euro, Cina e Giappone in primo luogo) o neutrali, dove invece si attendeva il proseguimento del processo di inversione (Stati Uniti).

Come da attese, la FED ha lasciato invariati i tassi d'interesse in un range tra lo 0,25% e lo 0,5%. Yellen, nelle sue dichiarazioni, ha dato un messaggio particolarmente prudente, smorzando nuovamente le attese di un intervento a giugno. La maggior parte degli analisti ha ormai aggiustato le proprie attese verso un unico rialzo a dicembre. A nostro avviso lo scenario più probabile rimane

quello nel quale la FED si mantiene neutrale per gran parte se non per tutto il 2016. A supporto di quest'affermazione vi sono vari fattori. Innanzitutto i dati preliminari sul PIL del primo trimestre hanno sorpreso al ribasso, nonostante il miglioramento nel mercato del lavoro e in quello immobiliare. Deludenti sono stati anche gli utili trimestrali di alcune società americane. Il prezzo del petrolio, inoltre, ha recuperato leggermente, portandosi oltre i 40 dollari per barile. All'atteso vertice di Doha tra paesi OPEC e non, tenutosi il 17 aprile scorso, non si è raggiunto alcun accordo sul congelamento della produzione di greggio, tuttavia i ministri presenti hanno rassicurato che le trattative continueranno. L'attenzione degli operatori ora si rivolge a giugno, alla prossima riunione dell'OPEC allargata agli altri paesi produttori non membri. Nonostante la mancata decisione, le attese per un futuro accordo hanno continuato a spingere i corsi del petrolio, fino a 45-48 dollari al barile, ai massimi del 2016. Questo trend rialzista tuttavia, a nostro avviso, non dovrebbe proseguire nei prossimi mesi, le attuali quotazioni, infatti, incorporano già tutte le attese. La debolezza dell'economia globale, inoltre, non giustificerebbe un prezzo del petrolio sopra i 50 dollari. Per quel che riguarda la valuta statunitense, la crescita più debole del previsto, gli utili trimestrali in calo e l'aumento dei prezzi del greggio, insieme a dati oltre le attese in Area Euro, ne hanno determinato un leggero deprezzamento nei confronti della moneta unica. A supporto del fatto che probabilmente la FED non ritoccherà i tassi di riferimento prima di dicembre vi sono anche le elezioni presidenziali di novembre. Se, come crediamo, non vi sarà alcun intervento durante l'estate, la banca centrale attenderà, come avvenuto storicamente, l'esito delle elezioni prima di agire. Se poi, come sembra ormai probabile, uno dei candidati alla Casa Bianca sarà Donald Trump, la FED sarà ancora più prudente, vista l'incertezza sulla possibile reazione dei mercati in caso dovesse vincere.

Dopo il massiccio intervento di marzo, come da attese, la riunione di aprile della BCE non ha portato novità. Nelle dichiarazioni si rimarca che i tassi di riferimento resteranno bassi a lungo, fino al raggiungimento dell'obiettivo di un'inflazione prossima ma inferiore al 2%. Si rileva, inoltre, che la ripresa nell'Eurozona procede a ritmi moderati e che le condizioni finanziarie sono migliorate anche grazie alle misure adottate dalla BCE. Nelle minute, tuttavia, si legge che, in caso di nuovi shock economici, le misure monetarie potrebbero essere ricalibrate. Si tratta di un messaggio importante, che mira a guidare le attese e a tranquillizzare i mercati, poiché, nel prossimo futuro, le occasioni d'instabilità non mancheranno. Già il 23 giugno si terrà il referendum riguardante la decisione del Regno Unito di lasciare l'UE. Sebbene nell'ultimo mese le probabilità di un esito favorevole alla permanenza britannica nell'Unione siano aumentate, il Brexit rimane possibile e rappresenta al momento il principale fattore di tensione. Sempre a giugno, un'altra fonte d'instabilità è rappresentata dalle elezioni anticipate in Spagna. Anche la questione greca potrebbe ritornare a scuotere lo scenario politico-economico europeo con l'avvicinarsi di luglio, mese entro il quale il paese dovrà restituire 3,5 miliardi di debiti alla BCE. Se non si dovesse trovare in tempo un accordo con i creditori, verrebbe a mancare il via libera alle nuove tranche di prestiti e questo riporterebbe il paese in zona default. Tra i fattori di rischio dell'AE rimane anche la fragilità e vulnerabilità del sistema bancario. L'elevata capitalizzazione richiesta dalla vigilanza unificata e i tassi d'interesse ai minimi, infatti, stanno minando notevolmente la redditività delle banche europee. In Italia, per supportare gli istituti bancari nelle operazioni di ricapitalizzazione e gestione delle sofferenze è stato creato, con risorse private, il fondo Atlante, ampiamente criticato perché giudicato inefficace e inadeguato. A nostro avviso, il fondo dovrà essere migliorato e integrato con

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

la riforma fallimentare, tuttavia rappresenta un primo passo a sostegno di un comparto, quello bancario, che sta vivendo un lungo periodo di vulnerabilità.

Per quel che riguarda il Giappone, la banca centrale ha deciso di mantenere ancora stabile il tasso di riferimento, tuttavia ha dichiarato che, in caso di necessità, sarà pronta a intervenire su tutte e tre le variabili fondamentali: quantità e qualità degli acquisti e tassi d'interesse. Il proseguire della debolezza sul piano macroeconomico, le conseguenze del terremoto di Kumamoto e l'apprezzamento del cambio rendono, secondo noi, l'incremento dello stimolo monetario molto probabile.

Anche la People's Bank of China sta continuando a immettere liquidità nel sistema, per sostenere la crescita, e a muoversi sulla strada della riforma valutaria, promuovendo la convergenza dei tassi *offshore* e *onshore*, per facilitare il passaggio a un sistema di cambi completamente flessibili. Tali manovre sono viste positivamente dai mercati, dato l'ampio potenziale destabilizzante per i mercati globali dimostrato dalla Cina la scorsa estate e a inizio 2016. I dati usciti ad aprile, relativi al primo trimestre, hanno segnalato un lieve rallentamento dell'economia cinese, tuttavia, essendo la variazione del PIL superiore al nuovo target presentato a marzo nel Piano Quinquennale e date le azioni e rassicurazioni adottate dalla banca centrale, non si sono generate particolari turbolenze nei mercati finanziari.

In conclusione, le banche centrali globalmente si sono mosse come atteso dal mercato, sarà dunque fondamentale monitorare i dati macroeconomici per valutare l'effettiva efficacia delle politiche monetarie in essere.

## GLI ULTIMI DATI

Il PIL nel primo trimestre del 2016 è aumentato dello 0,5% t/t, a fronte di un'attesa dello 0,6% t/t. **A livello tendenziale gli Stati Uniti sono riusciti a mantenere un passo di crescita moderato, attorno al 2% a/a** (+1,9% a/a da +2% a/a del IV trim. 2015). La decelerazione nei primi mesi dell'anno (rispetto all'1,4% t/t precedente) è dovuta al **calo consistente degli investimenti fissi non residenziali e delle esportazioni**, al forte **decumulo di scorte** (-0,33% t/t il contributo) e al **rallentamento dei consumi**. L'unico comparto **in crescita** è stato quello degli **investimenti residenziali** che ha registrato un +14,9% t/t e +10,6% a/a (+10,1% t/t e +9,4% a/a nel periodo precedente) partecipando per lo 0,49% t/t alla variazione del PIL. D'altro canto, gli investimenti non residenziali si sono contratti del 5,8% t/t e dello 0,4% a/a (da -2,1% t/t e +1,5% a/a) sottraendo un consistente 0,76% t/t alla crescita. **La dinamica positiva del settore residenziale non è bastata a sostenere gli investimenti totali**, che nel complesso si sono ridotti dell'1,6% t/t (da +0,4% t/t) sottraendo lo 0,27% t/t alla formazione del PIL. **Il canale estero è ancora penalizzato dall'apprezzamento del dollaro** e il debole deprezzamento dei primi mesi del 2016 non è stato in grado di invertirne la tendenza. Le esportazioni sono diminuite notevolmente (-2,6% t/t e +0,3% a/a da -2% t/t e -0,6% a/a) a fronte di un debole incremento delle importazioni (+0,2% t/t e +1,2% a/a da -0,7% t/t e +2,9% a/a). Di conseguenza le esportazioni nette hanno sottratto 0,34 punti percentuali alla crescita trimestrale. Al rallentamento del PIL nel primo periodo del 2016 ha contribuito anche il ridimensionamento dei consumi privati, i quali, pur rimanendo positivi (+1,9% t/t e +2,7% a/a) sono aumentati, in termini congiunturali, meno rispetto al periodo precedente (+2,4% t/t, +2,7% a/a). Questa dinamica ha portato i consumi a partecipare alla variazione del PIL per l'1,27%, un contributo positivo ma inferiore rispetto al +1,66% del trimestre precedente. Anche la spesa pubblica ha fornito un apporto positivo alla crescita (+0,2% t/t) aumentando dell'1,2% t/t e dell'1,4% a/a (da +0,1% t/t e +1,1% a/a). **Questi dati, più deboli del previsto, avvalorano l'ipotesi secondo la quale la FED rimarrà prudente nel processo di ritorno a una politica monetaria restrittiva, intervenendo semmai in ritardo piuttosto che con eccessivo anticipo.** Segnali positivi sono arrivati in marzo dal mercato di lavoro. Sebbene il tasso di disoccupazione sia lievemente aumentato (5% da 4,9%) l'aumento dell'occupazione è stato superiore alle attese. Nel settore non agricolo l'incremento è stato di 215 mila unità (245 mila in febbraio e attese di 202 mila) e nel settore privato di 195 mila (236 mila in febbraio e attese di 194 mila). **Nonostante il buon andamento del mercato, al momento non sembrano sussistere preoccupazioni per la trasmissione d'impulsi inflattivi attraverso tale canale.** I salari orari, infatti, pur in aumento (+0,19% m/m in marzo da +0% m/m) mantengono una dinamica tendenziale attorno al 2% a/a (+2,3% a/a da +2,4% a/a). L'assenza di pressioni inflazionistiche è dimostrata anche dal lieve rallentamento, in marzo, sia del *core* (+2,2% a/a da +2,3% a/a) sia dell'*headline* (+0,9% a/a da +1% a/a). Secondo l'ultimo comunicato della FED, **l'inflazione rimane bassa perché sta subendo gli effetti transitori del calo dei prezzi energetici e della correzione di quelli alle importazioni non energetiche, ma nel medio termine, con il dissolversi di questi effetti, salirà verso l'obiettivo del 2% a/a.** Dal lato dell'offerta, la produzione industriale in marzo è diminuita, come in febbraio, dello 0,6% rispetto al mese precedente e del 2% rispetto allo stesso mese del 2015 (-1,8% a/a a febbraio). Gli ordini di beni durevoli invece sono aumentati dello 0,8% m/m (-3,1% m/m il precedente) tuttavia, esclusi i trasporti, il dato rimane in territorio negativo (-0,2% m/m da -1,3% di febbraio) quando gli analisti lo attendevano in aumento dello 0,6% m/m. **Queste informazioni, relative a marzo, lanciano un segnale d'allarme sull'andamento dell'attività industriale.** Nello stesso mese la fiducia degli imprenditori si è confermata su livelli superiori a quelli di febbraio: l'*ISM* manifatturiero si è portato a 51,8 da 49,5 e l'*ISM* servizi a 54,4 da 53,4.

## USA

*Rinviato il rialzo dei tassi di riferimento*

Anche l'*NAPM Chicago* di aprile è tornato in territorio espansivo riportandosi sopra la soglia del 50 (53,6 da 47,6). Questi dati positivi, tuttavia, andrebbero letti congiuntamente alle informazioni provenienti dal lato della domanda, meno ottimistiche: le vendite al dettaglio in marzo sono calate dello 0,3% m/m dopo la stasi del mese precedente e l'indice di fiducia dei consumatori in aprile è diminuito da 96,1 a 94,2, ben oltre il consenso (95,8). **La correzione della fiducia dei consumatori potrebbe, nei prossimi mesi, smorzare anche la *confidence* dei produttori.** La debolezza della domanda assume maggior rilevanza dopo la diffusione dei dati di contabilità trimestrali, poiché proprio i consumi, il motore della crescita USA dei trimestri precedenti, hanno rallentato. Per questo, Yellen ha sottolineato la necessità di procedere con cautela nello stabilire i cambiamenti di politica monetaria, non essendoci allarmi dal lato dell'inflazione. **Nel rinviare ancora il rialzo dei tassi, alla riunione di aprile la FED non ha indicato il possibile timing del nuovo rialzo, ma ha ribadito che il processo sarà graduale e legato all'andamento macroeconomico.**

Per la stima preliminare del primo trimestre del 2016 bisognerà attendere il 18 maggio, tuttavia le informazioni disponibili indicano che il PIL giapponese nel quarto trimestre del 2015 è sceso dello 0,3% t/t (+0,3% t/t nel III trim.) e aumentato dello 0,8% a/a (+1,7% a/a in precedenza). **Il calo dei consumi (-0,9% t/t e -1,1% a/a) è stato la causa principale del rallentamento dell'economia nipponica**, con un apporto negativo dello 0,5% t/t. Per quanto riguarda i dati mensili, il commercio con l'estero in marzo ha presentato un aumento delle esportazioni (+0,11% m/m da -2,4% m/m di febbraio) e una nuova contrazione delle importazioni (-2,1% m/m da -3,31% m/m) che hanno portato a un incremento del saldo della bilancia commerciale da 150,44 miliardi di yen a 276,51. **I dati riguardanti il mercato del lavoro in marzo sono abbastanza buoni.** Il tasso di disoccupazione è calato a sorpresa al 3,2%, contro le attese che lo vedevano invariato al 3,3%, tuttavia gli occupati sono diminuiti rispetto al mese precedente di 130 mila unità (-0,2% m/m e +0,3% a/a). **Anche dopo gli ultimi interventi della BoJ, l'inflazione continua a scendere:** il CPI ha registrato una variazione dello 0,1% a/a (+0,3% a/a a febbraio) in linea con le attese, mentre il *core* è addirittura sceso dello 0,3% a/a (da 0% a/a). In queste condizioni, gli operatori si aspettavano un intervento della BoJ per risollevare l'inflazione e stimolare la domanda. **Secondo molti analisti, la banca centrale potrebbe tuttavia aspettare l'estate per nuovi interventi di politica monetaria e un probabile stimolo fiscale.** Dal lato dell'offerta, la produzione industriale in marzo è tornata a crescere in termini congiunturali (+3,6% m/m) dopo il -5,2% m/m di febbraio. Rimane invece negativo il tendenziale (-1,6% a/a, -5,6% a/a in febbraio). **I nuovi indici di fiducia sono invece deboli e in continuo calo.** Il Tankan globale nel primo trimestre dell'anno si è attestato a 7 da 9 registrato nel quarto trimestre del 2015 e, nel dettaglio, il manifatturiero è sceso da 4 a 1 e il non manifatturiero da 13 a 11. La contrazione dell'economia giapponese è confermata anche dal PMI manifatturiero di aprile, in calo da 49,1 a 48, deludendo le attese di 49,5. Dal lato della domanda arrivano segnali contrastanti: in marzo i consumi privati si sono contratti dello 0,7% m/m (da +1,8% m/m) mentre il reddito reale disponibile è aumentato del 3,7% m/m (da -1,6% m/m). Nello stesso mese le vendite al dettaglio sono cresciute considerevolmente (+14% m/m) dopo il brusco calo di febbraio (-6,1% m/m). Rispetto a marzo 2015, tuttavia, la variazione è negativa (-1,1% a/a, +0,4% a/a in febbraio). È doveroso rilevare che **i dati commentati non incorporano gli effetti del terremoto che il 14 aprile scorso ha colpito la prefettura di Kumamoto.** Per valutare l'impatto del sisma sull'economia bisognerà attendere i dati relativi ad aprile e al secondo trimestre dell'anno, tuttavia, data la crucialità della zona colpita, sia per la presenza di numerosi stabilimenti produttivi sia per il settore del turismo, **l'evento potrebbe spingere la BoJ ad anticipare l'ampliamento dello stimolo monetario.**

## GIAPPONE

*Atteso un nuovo allentamento monetario.*

La lettura *flash* del PIL del primo trimestre 2016 ha evidenziato una crescita dello 0,6% t/t, il doppio rispetto al precedente +0,3% t/t e oltre le attese del consenso (+0,4% t/t). A livello tendenziale si è avuta invece conferma del ritmo all'1,6% a/a già registrato nell'ultimo trimestre del 2015, comunque superiore alle attese (+1,5% a/a). Per conoscere gli andamenti delle componenti del PIL bisognerà attendere il 13 maggio, ma qualche indicazione si può trarre dai dati mensili. Le rilevazioni sul commercio estero di febbraio mostrano una crescita debole delle esportazioni (+0,66% m/m, -2,12% in gennaio) e più marcata delle importazioni (+2,57% m/m da -2,85% a/a) con un saldo della bilancia commerciale in calo da 22,78 miliardi di euro a 20,19. Si conferma invece in marzo la ripresa, seppur lenta, del mercato del lavoro con il tasso di disoccupazione in discesa da 10,4% a 10,2% (attese 10,3%). **Si segnala che cali del tasso di disoccupazione si sono registrati in tutta l'Eurozona: questo suggerisce che la ripresa economica si sta ampliando.** Dal lato dell'offerta alcuni dati sono negativi. La produzione industriale in febbraio è calata dello 0,8% m/m, dopo il precedente +1,9% m/m, mentre il tendenziale è rimasto positivo (+0,9% a/a da +3% a/a). In diminuzione è stato anche il comparto delle costruzioni: -1,1% m/m dopo il confortante +2,4% m/m di gennaio. Questi dati, relativi a febbraio, non consentono di valutare gli effetti delle nuove mosse espansive adottate in marzo. Gli unici indicatori disponibili per aprile riguardano la fiducia dei produttori e sono tutti in territorio espansivo (PMI manifatturiero a 51,5 da 51,6, non manifatturiero a 53,2 da 53,1 ed ESI a 103,9 da 103). Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio, in febbraio, con un +0,2% m/m e +2,4% a/a, hanno superato abbondantemente le attese (+0% m/m e 1,9% a/a) dopo il +0,3% m/m (+2,1% a/a) di gennaio. **Sebbene la ripresa dell'Eurozona diventi via via sempre più concreta, l'inflazione continua a diminuire destando preoccupazioni.** Secondo la stima *flash*, l'inflazione in aprile è scesa a -0,2% a/a (dopo lo 0% a/a di marzo) deludendo le attese di consenso (0% a/a). **Il livello generale dei prezzi continua a essere frenato dai beni energetici**, tuttavia anche il recente rafforzamento dell'euro, nonostante le misure della BCE, ha contribuito al contenimento dell'inflazione. Il miglioramento del mercato del lavoro, se continuerà, dovrebbe contribuire a spingere salari e prezzi al rialzo, tuttavia, **secondo le stime della BCE, l'inflazione potrà tornare nuovamente a livelli accettabili solo nel 2018.** I fattori critici per lo scenario rimangono, come indicato nei mesi precedenti, **il Brexit e la vulnerabilità del sistema bancario.** A questi vanno ora aggiunti anche **le elezioni anticipate in Spagna** a giugno e il possibile ritorno del rischio **Grexit**, se non si raggiungerà un accordo con i creditori entro luglio. **Gli stimoli monetari adottati dalla BCE nella riunione di marzo potrebbero non essere sufficienti in caso di nuove turbolenze, se i singoli governi non faranno la loro parte.** Difficile dire quali potrebbero essere a quel punto gli strumenti in mano alla BCE, che tuttavia si è detta pronta a nuovi interventi, se necessario.

L'ultima lettura del PIL riguarda ancora il quarto trimestre del 2015 e non vi sono state revisioni (+0,3% t/t e +1,3% a/a da +0,3% t/t e +1,7% a/a del terzo trimestre). I dati mensili di febbraio riguardanti il commercio estero mostrano un aumento sia delle esportazioni (+1,33% m/m da -0,63% t/t) sia delle importazioni (+0,45% m/m da +1,25% m/m). **In aprile il tasso di disoccupazione è sceso ulteriormente da 6,5% a 6,3%, a conferma di un mercato del lavoro in buona salute.** I dati derivanti dal lato della domanda e dell'offerta, tuttavia, sono abbastanza deboli. La produzione industriale a febbraio ha subito una lieve contrazione rispetto al mese precedente (-0,5% m/m da +2,3% m/m in gennaio) anche se il tendenziale è rimasto positivo (+1,2% a/a, +1,8% a/a in gennaio). Gli ordini all'industria manifatturiera sono tornati in territorio negativo in febbraio (-1,2% m/m) dopo l'aumento registrato in gennaio (+0,5% m/m) contrariamente a quanto ci si attendeva (+0,2% m/m). Le vendite al dettaglio, in calo rispetto a febbraio (-1,1% m/m da 0% m/m) sono rimaste positive su base tendenziale

## AREA EURO

*La BCE si dice pronta a nuovi interventi in caso di shock economici*

## Germania

(+0,6% a/, da +1,6% a/a). Per quel che riguarda la fiducia delle imprese, i segnali di aprile sono contrastanti: lo *Zew* è balzato a 11,2 da 4,3 (attese 8,2) mentre l'*Ifo* è sceso di poco, a 106,6 da 106,7 (attese 107,1); il PMI manifatturiero è aumentato a 51,9 da 50,7, invece quello relativo ai servizi è passato a 54,6 da 55,1. Per i prossimi mesi il sorvegliato speciale resta l'inflazione, nonostante la Germania sia uno dei pochi paesi dell'Eurozona ad aver registrato in marzo un miglioramento nell'indice dei prezzi. L'inflazione misurata sull'indice armonizzato, infatti, è tornata positiva, +0,1% a/a, dopo il -0,2% a/a di febbraio. Nello stesso mese anche il *core* è aumentato, passando all'1,3% a/a dallo 0,8% a/a precedente.

**I nuovi dati trimestrali hanno sorpreso in positivo.** Nel primo trimestre del 2016 il PIL è aumentato dello 0,5% t/t (+0,3% t/t nel IV trim. 2015) rispetto a una stima di consenso dello 0,3% t/t. A livello tendenziale la variazione è stata dell'1,3% a/a (+1,4% a/a il precedente) superiore alle attese (+1% a/a). **La crescita economica sembra sana**, trainata dai consumi privati, che hanno contribuito per lo 0,6% t/t, e dagli investimenti fissi, che hanno apportato lo 0,2% t/t. Nei primi tre mesi dell'anno i consumi sono aumentati dell'1,2% t/t e dell'1,5% a/a (da -0,1% t/t e +0,9% a/a) e gli investimenti fissi dello 0,9% t/t e dell'1,7% a/a (da +0,7% t/t e +1,1% a/a). Sia le scorte sia le esportazioni nette hanno sottratto 0,2 punti percentuali alla variazione del PIL. Nel primo trimestre le esportazioni sono calate dello 0,2% t/t (+2,5% a/a) mentre le importazioni sono aumentate dello 0,5% t/t (+5,3% a/a). Nel trimestre precedente invece si era registrato un aumento di entrambi i flussi (+1% t/t e +4,7% a/a le esportazioni e +2,1% t/t e +7% a/a le importazioni). Anche in Francia come nel resto dell'Eurozona, il tasso di disoccupazione in marzo ha subito un calo passando al 10% dal 10,2% di febbraio. **Dal lato dell'offerta, i dati di febbraio riguardanti l'attività produttiva sono stati perlopiù negativi** (produzione industriale -1,1% m/m da 1% m/m e costruzioni -6% m/m da +4,5% m/m) **mentre gli indici di fiducia per aprile sono contrastanti.** Il PMI manifatturiero non solo è rimasto sotto la soglia del 50 (48,3) ma è anche peggiorato rispetto al precedente (49,6) muovendosi in direzione opposta alle attese (49,8). Migliore è stata la *performance* dell'indice del settore servizi, tornato in territorio espansivo (50,8 da 49,9, consenso 50,1). Le indagini di fiducia dell'INSEE di aprile evidenziano un lieve miglioramento nella fiducia delle imprese (a 104 da 102) e stabilità per quanto riguarda i consumatori (a 94). I consumi delle famiglie, tuttavia, a marzo hanno subito una contrazione dello 0,1% m/m (da +0,4% m/m). **Nonostante la buona crescita e i segnali incoraggianti dal mercato del lavoro, l'inflazione misurata sull'HCPI in marzo è rimasta negativa** e stabile a -0,1% a/a, tuttavia, il *core*, fermo a marzo allo 0,7% a/a, ha sorpreso essendo anch'esso atteso in territorio negativo (-0,2% a/a).

## Francia

La stima preliminare del PIL italiano per il primo trimestre 2016 sarà resa nota il 31 maggio, tuttavia alcune indicazioni si possono trarre dai mensili. Verso i paesi UE, in febbraio, vi è stata forte crescita delle esportazioni (+1,84% m/m, +1,15% m/m il precedente) e una più contenuta delle importazioni (+0,86% m/m, +1,58% m/m in gennaio) con un conseguente aumento del saldo commerciale (1.222 milioni di euro da 1.027). Verso i paesi extra UE, invece, in marzo si sono contratte debolmente le esportazioni (-0,26% m/m, +2,82% m/m in febbraio) e considerevolmente le importazioni (-1,95% m/m dopo il -0,62% m/m precedente). Anche in questo caso il risultato è stato un aumento del saldo commerciale (3,497 milioni di euro da 3,308). **Il mercato del lavoro è ancora in miglioramento con un tasso di disoccupazione all'11,4% in marzo** (da 11,6%) **livello minimo da dicembre 2012.** Dal lato dell'offerta, anche in Italia in febbraio la produzione industriale è diminuita rispetto al mese precedente (-0,6% m/m dal +1,7% m/m precedente) e aumentata in termini tendenziali (+1,3% a/a da +3,4% a/a). **Il buon andamento degli ordini all'industria e degli indici di fiducia lascia**

## Italia



**tuttavia buone speranze per una futura evoluzione positiva.** Gli ordini all'industria, infatti, sono aumentati in febbraio dello 0,7% m/m e del 3% a/a (+0,6% m/m e +3,2% a/a in gennaio) e la fiducia in aprile è migliorata sia per le imprese manifatturiere (102,7 da 102,2) sia per i servizi (107,8 da 103,6). Dal lato della domanda invece la fiducia dei consumatori in aprile è peggiorata (114,2 da 114,9) oltre le attese (114,8) rimanendo comunque su valori mai più registrati dal 2002. Secondo le stime provvisorie dell'Istat, ad aprile, l'inflazione calcolata sull'indice armonizzato ha corretto al ribasso (-0,3% a/a, -0,2% a/a in marzo) come si attendevano gli analisti. La correzione ha riguardato anche il *core* (+0,5% a/a da 0,6% a/a). **Per l'Italia i fattori di rischio sono quelli già evidenziati a livello europeo, tuttavia sarà anche fondamentale continuare il processo iniziato per rendere meno vulnerabile il sistema bancario, integrando il fondo Atlante anche con una riforma in materia fallimentare. In autunno qualche turbolenza potrebbe derivare anche dall'incertezza circa l'esito del referendum costituzionale.**

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

## GLI SCENARI

## A (20%)

**Usa:** Il rallentamento segnalato dai deboli dati del primo trimestre si dimostra temporaneo. **La crescita si mantiene moderata, con un mercato del lavoro solido.** La FED, per non smorzare la fase di ciclo positivo, preferisce correre il rischio di un intervento ritardato piuttosto che anticipato e continua ad adottare una strategia di comunicazione volta a smorzare le attese di più rialzi ravvicinati. **Il prossimo intervento sul tasso di riferimento è previsto a dicembre.** Il processo di ritorno alla politica monetaria restrittiva sarà molto cauto ed equilibrato.

**Area Euro:** La BCE, attraverso un'attenta politica di comunicazione, **mantiene vive le speranze di un suo nuovo possibile intervento in caso di shock economici.** Le attese di un nuovo rialzo dei tassi negli 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'UE, **crea tensioni sui rendimenti tra maggio e giugno.** In questo periodo il tasso sui BTP decennali si porta 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 alla fine dell'anno.

## B (10%)

**Usa:** L'economia stenta a riprendersi come dimostrano i dati trimestrali deboli e gli utili più bassi del previsto. Permangono, inoltre, le incertezze circa gli effetti che le tensioni geopolitiche e il rischio terrorismo potrebbero avere sul ciclo globale. **L'assenza di rischi inflazionistici insieme alla minor crescita interna e alla debolezza del ciclo internazionale 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'UE. Aumenta il rischio del riemergere di sentimenti anti-europeisti in altri paesi membri dell'Unione. Lo scenario è molto instabile e al rischio Brexit se ne aggiungono altri legati alle **elezioni anticipate previste in Spagna a giugno** e all'avvicinarsi delle scadenze di **luglio**, quando **la Grecia dovrà ripagare circa 3,5 miliardi di debito alla BCE.** 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 va 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 come dimostrano i dati trimestrali deboli e gli utili più bassi del previsto. Permangono, inoltre, le incertezze circa gli effetti che le tensioni geopolitiche e il rischio terrorismo potrebbero avere sul ciclo globale. **L'assenza di rischi inflazionistici insieme alla minor crescita interna e alla debolezza del ciclo internazionale fanno venir meno le attese di un rialzo entro il 2016.**

**Area Euro:** La BCE, attraverso un'attenta politica di comunicazione, **mantiene vive le speranze di un suo nuovo possibile intervento in caso di shock economici.** Il tasso di cambio EUR/USD si muove lateralmente, rimanendo tra 1,10 e 1,15, poiché le attese circa il rinvio del rialzo dei tassi negli USA sono già incorporate nel livello attuale. **L'avvicinarsi del referendum nel Regno Unito**, riguardante la possibile uscita del paese dall'Unione Europea, **crea tensioni sui rendimenti tra maggio e giugno.** In questo periodo il tasso sui BTP decennali si porta 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, determina maggior stabilità, con rendimenti dei BTP tra l'1,25 e l'1,3% e *spread* verso i 110 punti base.

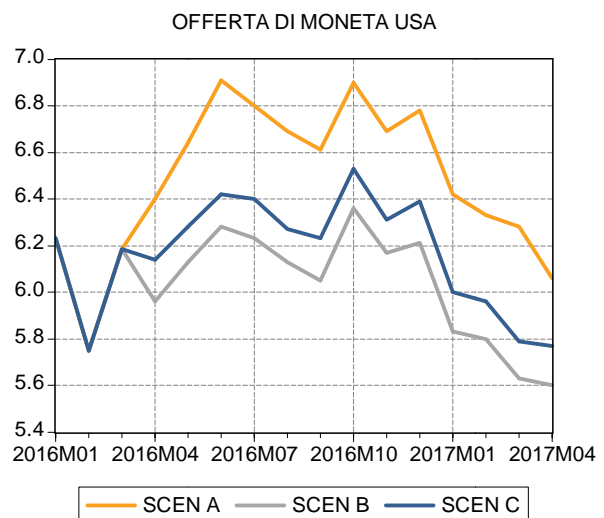
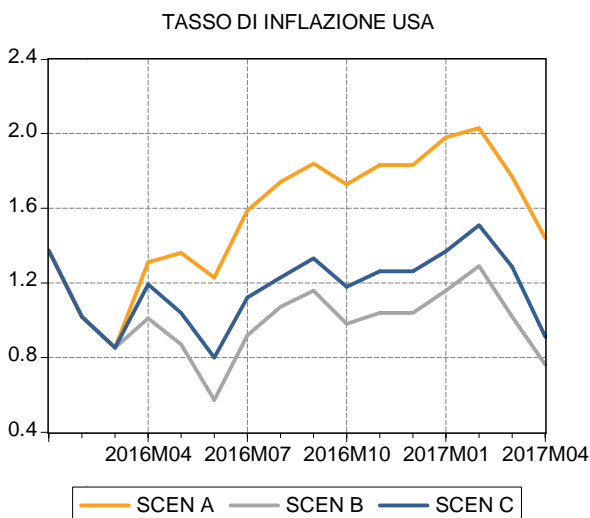
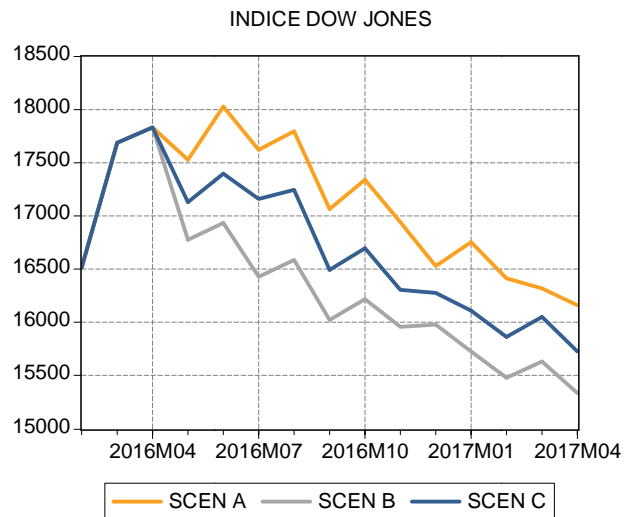
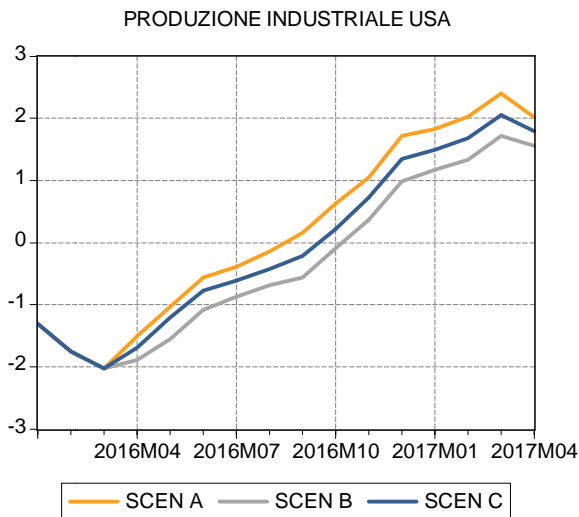
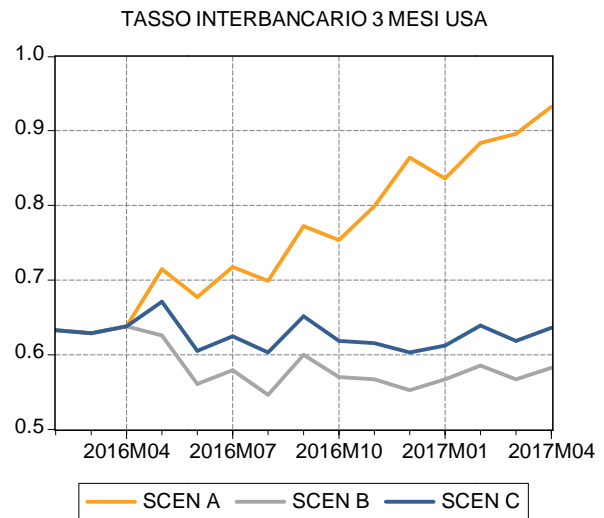
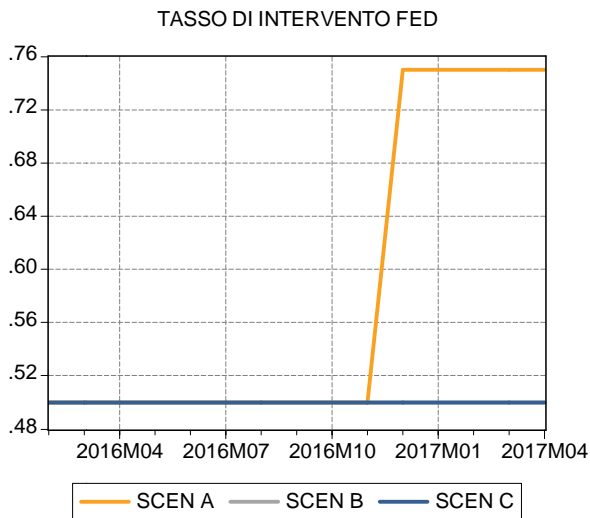
## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

### Dati mensili



## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

### Dati mensili



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

In aprile è proseguito, come ci si attendeva, il trend ribassista dei saggi interbancari europei, dopo il massiccio intervento accomodante annunciato dalla BCE a marzo: il tasso a 1 mese è stato pari a -0,34% (da -0,31%) il 3 mesi a -0,26% (da -0,24%) e il 6 mesi a -0,15% (da -0,13%). Nello scenario C, caratterizzato da assenza di nuovi interventi da parte sia della FED sia della BCE, i tassi interbancari sono visti stazionari o in lieve calo e ad aprile 2017 potrebbero attestarsi a -0,35% l'1 mese, -0,31% il 3 mesi e -0,15% 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 (-0,37%, -0,36% e -0,19% rispettivamente, alla fine dell'orizzonte predittivo). Nello scenario A, che ipotizza il prossimo rialzo della FED a dicembre 2016, i tassi dovrebbero leggermente risalire (-0,21%, -0,11% e -0,01% l'1, il 3 e il 6 mesi ad aprile 2017).

### TASSI INTERBANCARI

In marzo, dopo l'intervento accomodante della BCE, i tassi di fine periodo della struttura a termine erano diminuiti per poi, tuttavia, recuperare in aprile e riportarsi in prossimità dei valori di febbraio. Il tasso sui BTP a 3 anni si è portato allo 0,11% dallo 0,06% precedente, il 5 anni allo 0,52% da 0,36%, il 7 anni all'1,01% da 0,76% e il decennale all'1,58% dall'1,30%. Nello scenario C, dopo le tensioni, tra maggio e giugno, causate dall'incertezza circa l'esito del referendum in UK, la situazione si stabilizza e i rendimenti calano portandosi ad aprile 2016 all'1,32% il 10 anni, allo 0,90% il 7 anni, allo 0,27% il 5 anni e a -0,07% il 3 anni. Se, a parità di condizioni in Europa, la FED decidesse di compiere un rialzo a dicembre 2016 (scenario A) i tassi potrebbero esibire un movimento per lo più laterale (+0,13% il 3 anni, +0,48% il 5 anni, +1,10% il 7 anni e +1,52% 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 a causa dell'aumentato premio al rischio (ad aprile 2017 rispettivamente +0,34%, +0,68%, +1,30% e 1,71%).

### STRUTTURA A TERMINE

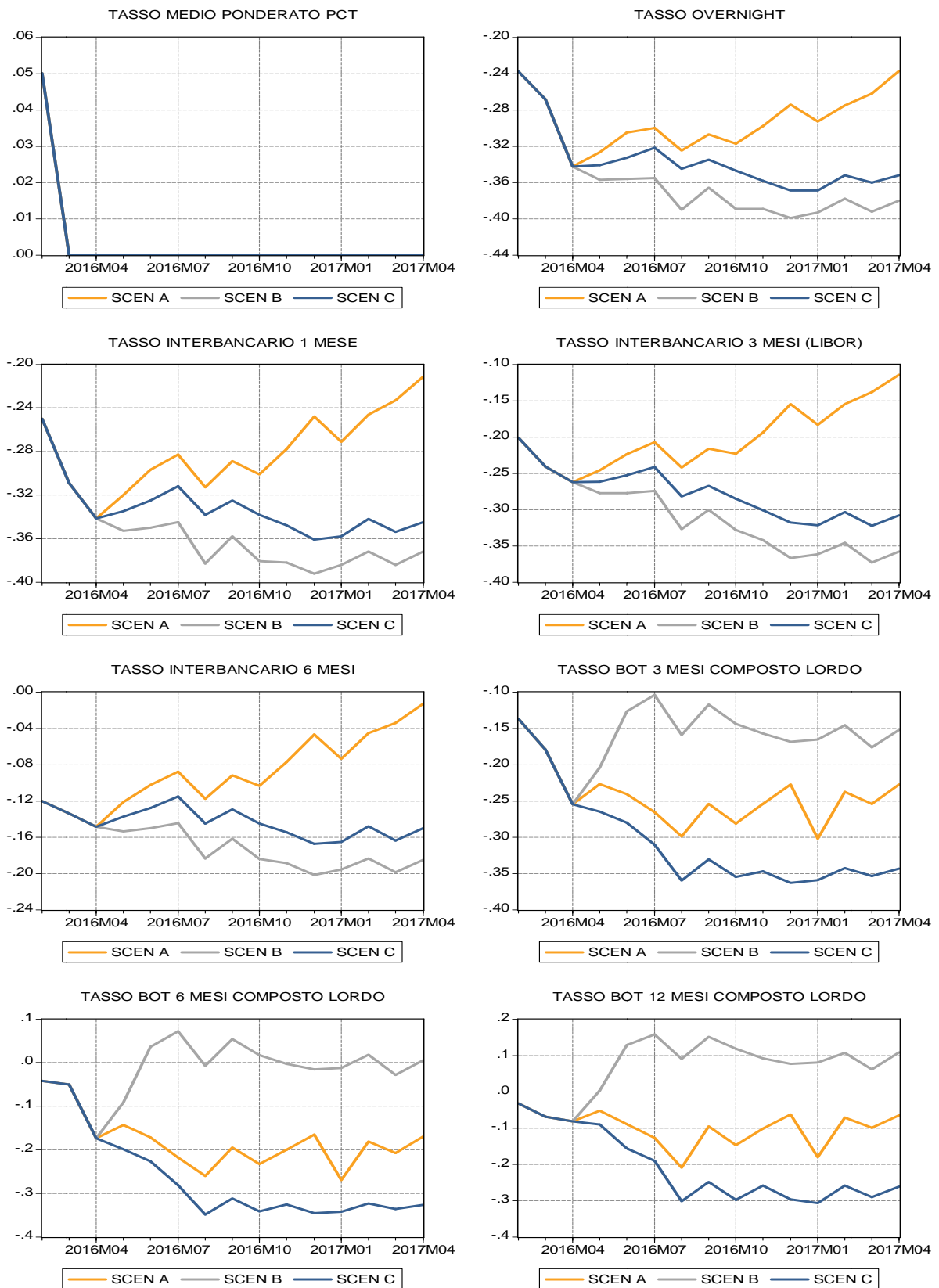
In febbraio sia il tasso medio sui depositi sia quello sui prestiti si sono debolmente ridotti (da +0,50% a +0,49% il primo e da +3,24% a +3,20% il secondo). Negli scenari C e B entrambi i tassi medi sono visti in lieve calo: depositi allo 0,46% o allo 0,41% rispettivamente le due previsioni alla fine del periodo predittivo, e prestiti al 3,16% o al 3,12%. In A, al contrario, i tassi bancari sono visti in debole ripresa, con il saggio medio sui depositi che ad aprile potrebbe toccare lo 0,60% e quello sui prestiti il 3,28%.

### TASSI BANCARI

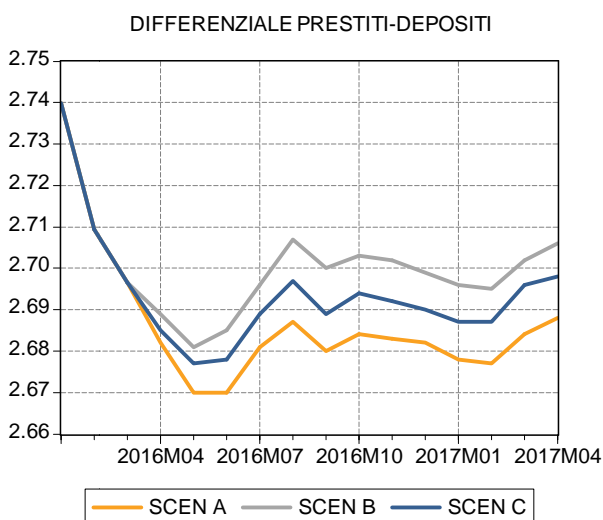
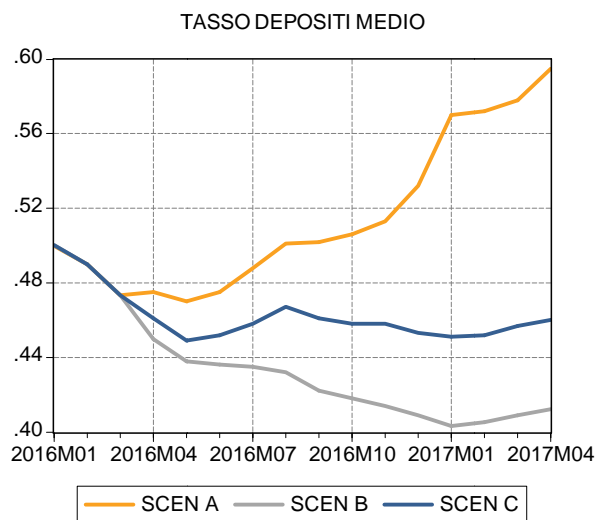
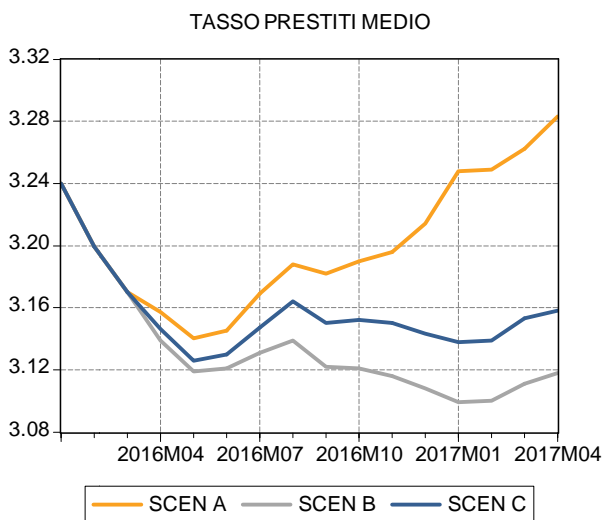
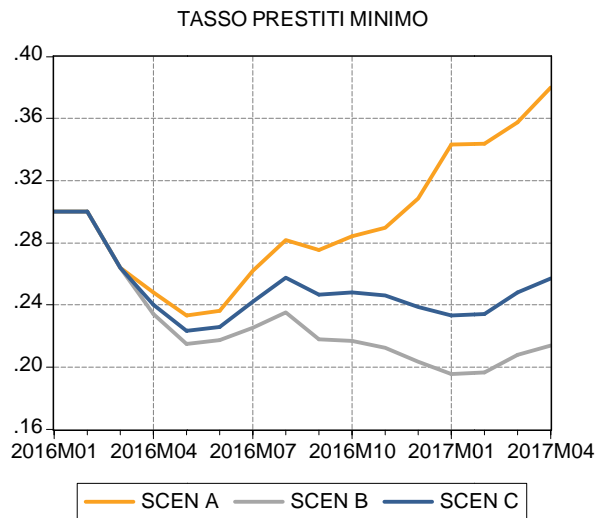
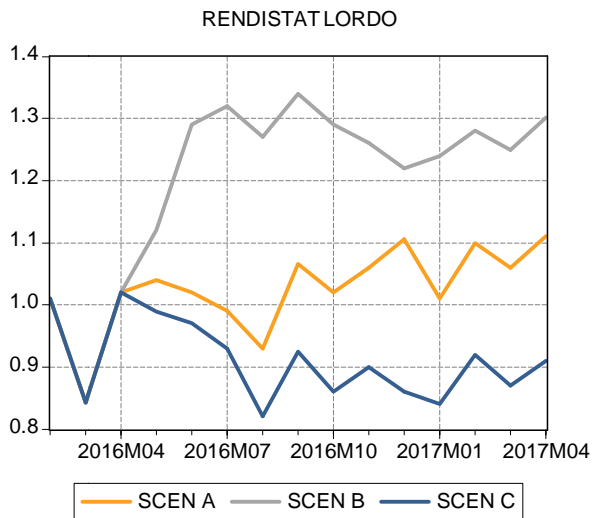
A febbraio 2016 il ritmo di crescita sia dei prestiti totali (+2,08% a/a) sia dei depositi (+3,47% a/a) ha accelerato rispetto al periodo precedente (+1,32% a/a e +2,00% a/a rispettivamente). In base ai risultati delle simulazioni, nello scenario più probabile (C) i volumi bancari potrebbero mantenere un passo simile all'attuale per l'intero periodo di previsione (+1,51% a/a gli impieghi e +3,37% a/a la raccolta ad aprile 2017). Nello scenario A, l'andamento potrebbe essere lievemente più favorevole, grazie alle condizioni macroeconomiche meno incerte (+1,78% a/a i prestiti e +3,85% 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'2,99% a/a ad aprile 2017 e i prestiti dell'1,18% a/a.

### VOLUMI

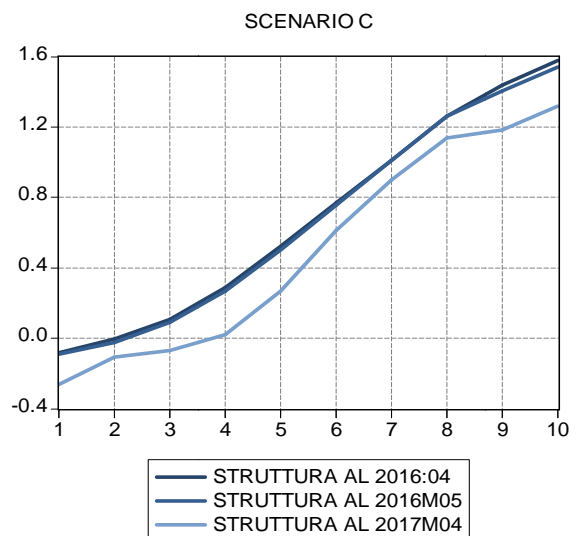
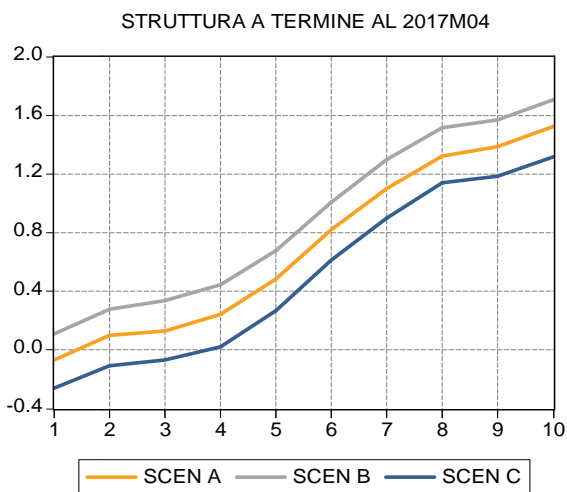
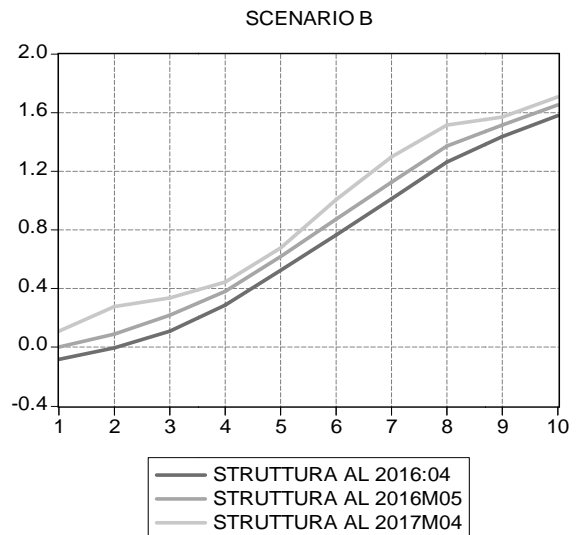
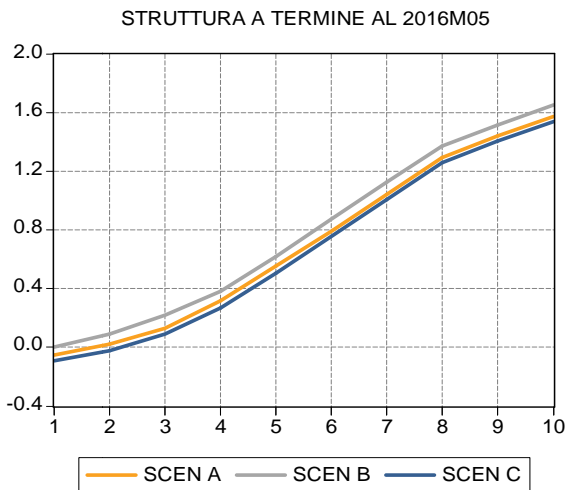
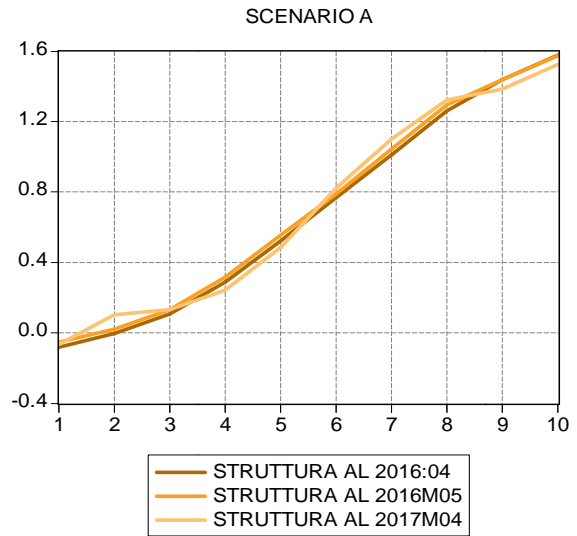
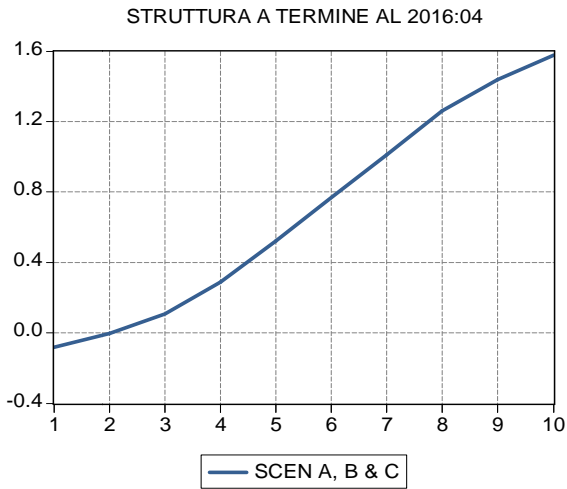
## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE  
TASSI - Dati mensili

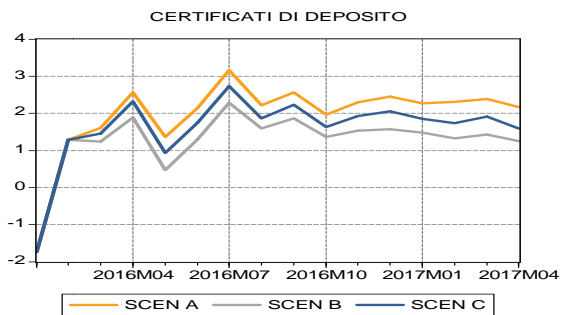
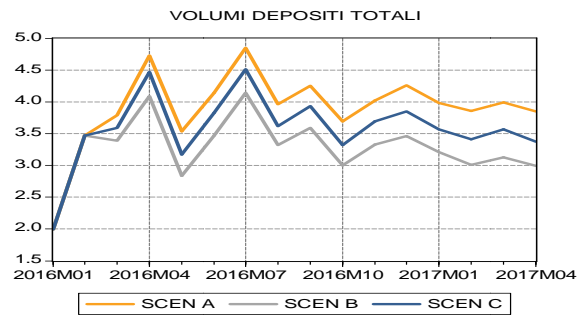
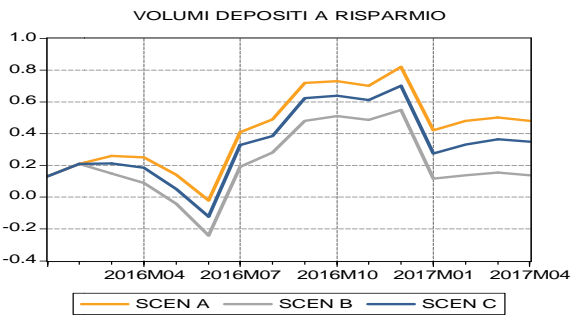
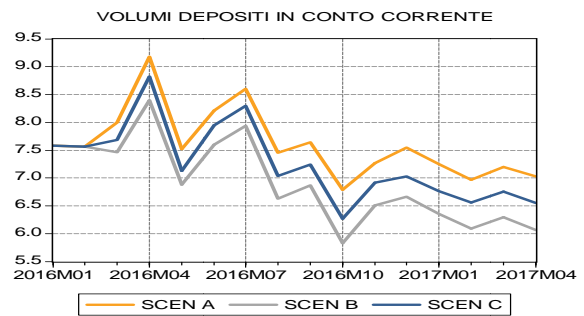
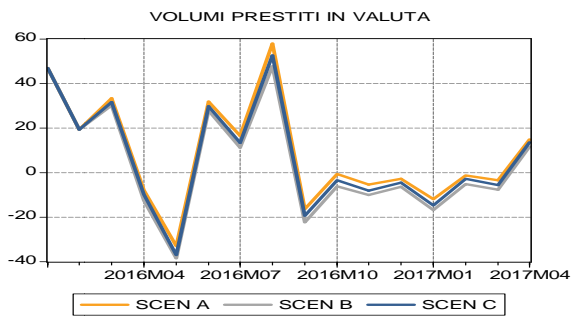
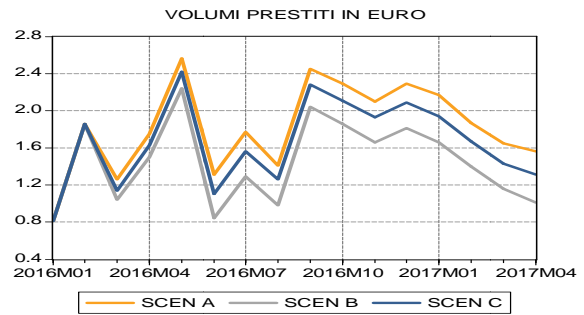
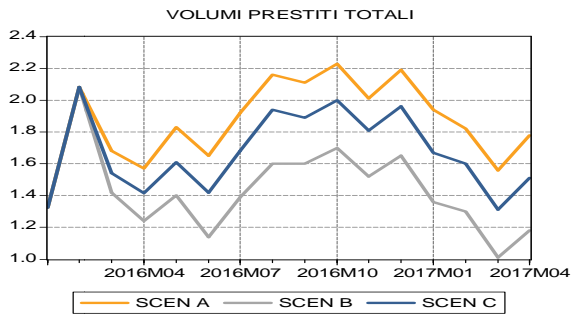
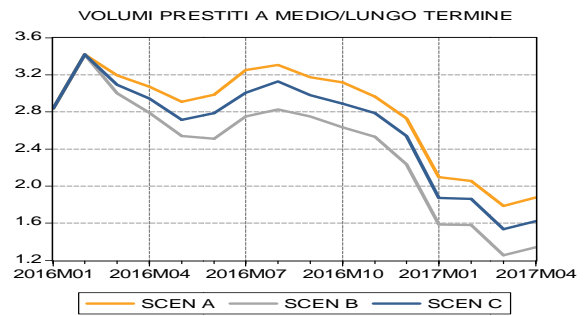
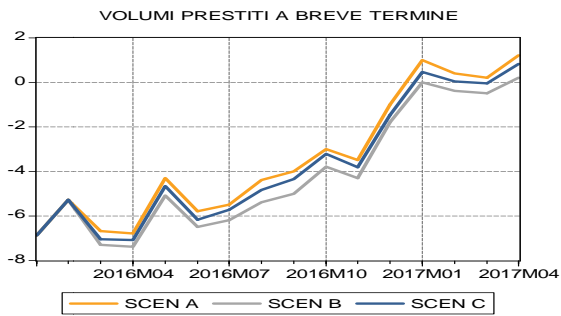


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE  
STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili





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

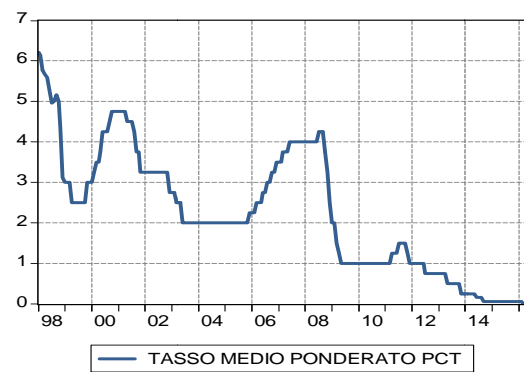
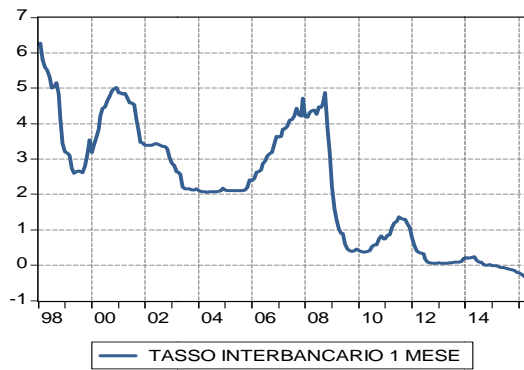
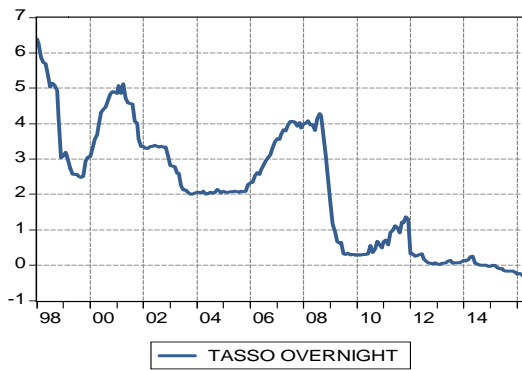
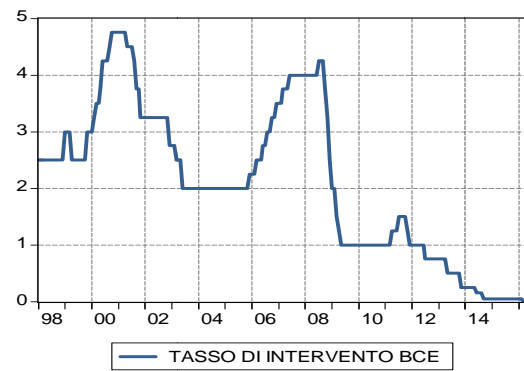
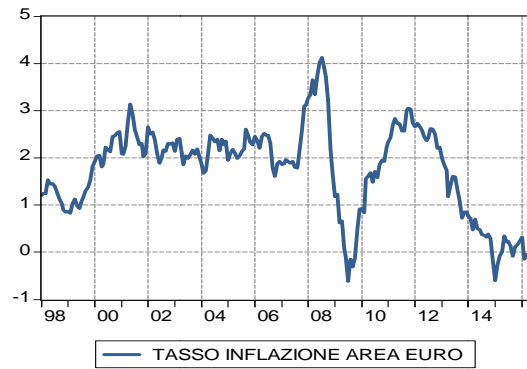


SCENARIO A	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1249	1271	1218	1070	1017	1056	1085	1040	1017	1040	1049	987	1012	981	947	969	937	933	917
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.0	1.5	-0.2	3.4	1.3	1.2	1.4	1.2	1.8	1.2	1.9	1.5	1.0	1.8	2.3	0.4	0.9	1.0	0.9
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.3	0.1	0.1	0.4	-0.2	-0.2	-0.3	0.0	0.1	0.3	0.4	0.6	0.6	0.8	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	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	-0.17	-0.17	-0.20	-0.25	-0.24	-0.27	-0.34	-0.33	-0.31	-0.30	-0.33	-0.31	-0.32	-0.30	-0.28	-0.27	-0.28	-0.26	-0.24
T. Interb. 1m lett.	-0.13	-0.15	-0.19	-0.22	-0.25	-0.31	-0.34	-0.32	-0.30	-0.28	-0.31	-0.29	-0.30	-0.28	-0.25	-0.27	-0.25	-0.23	-0.21
T. Interb. 3m lett.	-0.05	-0.10	-0.12	-0.15	-0.20	-0.24	-0.26	-0.25	-0.22	-0.21	-0.24	-0.22	-0.22	-0.19	-0.15	-0.18	-0.15	-0.14	-0.11
T. Interb. 6m lett.	0.02	-0.03	-0.04	-0.07	-0.12	-0.13	-0.15	-0.12	-0.10	-0.09	-0.12	-0.09	-0.10	-0.08	-0.05	-0.07	-0.05	-0.03	-0.01
T. Depositi medio	0.54	0.54	0.52	0.50	0.49	0.47	0.48	0.47	0.48	0.49	0.50	0.50	0.51	0.51	0.53	0.57	0.57	0.58	0.60
T. Prestiti medio	3.32	3.30	3.24	3.24	3.20	3.17	3.16	3.14	3.15	3.17	3.19	3.18	3.19	3.20	3.21	3.25	3.25	3.26	3.28
T.prest. medio - T.dep. medio	2.78	2.76	2.72	2.74	2.71	2.70	2.68	2.67	2.67	2.68	2.69	2.68	2.68	2.68	2.68	2.68	2.68	2.68	2.69
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.10	-0.14	-0.13	-0.16	-0.14	-0.18	-0.25	-0.23	-0.24	-0.27	-0.30	-0.25	-0.28	-0.25	-0.23	-0.30	-0.24	-0.25	-0.23
T. BOT comp. lordo 6m	-0.06	-0.11	-0.04	-0.08	-0.04	-0.05	-0.17	-0.14	-0.17	-0.22	-0.26	-0.20	-0.23	-0.20	-0.17	-0.27	-0.18	-0.21	-0.17
T. BOT comp. lordo 12m	0.02	-0.03	0.00	-0.07	-0.03	-0.07	-0.08	-0.05	-0.09	-0.13	-0.21	-0.10	-0.15	-0.10	-0.06	-0.18	-0.07	-0.10	-0.07
Rendistat lordo	1.10	1.00	1.02	0.97	1.01	0.84	1.02	1.04	1.02	0.99	0.93	1.07	1.02	1.06	1.11	1.01	1.10	1.06	1.11
Rendistat netto	0.96	0.88	0.89	0.85	0.88	0.74	0.89	0.91	0.89	0.87	0.81	0.93	0.89	0.93	0.97	0.88	0.96	0.93	0.97
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	0.21	0.10	0.15	0.07	0.09	0.06	0.11	0.13	0.10	0.05	-0.03	0.09	0.04	0.09	0.12	0.03	0.12	0.08	0.13
Rend. BTP a 5 anni	0.63	0.51	0.67	0.48	0.48	0.36	0.52	0.55	0.53	0.49	0.40	0.48	0.43	0.47	0.50	0.39	0.47	0.44	0.48
Rend. BTP a 7 anni	1.12	0.97	1.11	0.93	0.95	0.76	1.01	1.04	1.03	1.00	0.93	1.04	1.01	1.05	1.10	1.01	1.09	1.06	1.10
Rend. BTP a 10 anni	1.57	1.47	1.66	1.48	1.50	1.30	1.58	1.57	1.54	1.49	1.41	1.50	1.46	1.49	1.53	1.44	1.51	1.49	1.52
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2321.984	2336.226	2333.583	2345.390	2355.353	2372.083	2357.165	2360.453	2377.812	2372.142	2368.76	2376.96	2373.76	2383.18	2384.69	2390.89	2398.22	2409.09	2399.12
Prestiti in euro	2276.300	2308.250	2288.242	2307.582	2319.857	2331.308	2317.768	2328.599	2343.394	2344.573	2320.254	2342.03	2328.427	2356.72	2340.64	2357.66	2363.24	2369.77	2353.93
Prestiti in valuta	45.684	27.976	45.341	37.808	35.496	40.775	39.397	31.854	34.418	27.569	48.508	34.929	45.337	26.461	44.046	33.234	34.982	39.313	45.197
Prestiti a breve	336.823	345.564	337.764	335.155	335.032	333.440	329.134	331.525	335.082	333.866	330.138	331.464	326.718	333.469	334.386	338.507	336.372	334.107	333.084
Prestiti a m / l	1985.161	1990.662	1995.819	2010.235	2020.321	2038.642	2028.032	2028.928	2042.730	2038.276	2038.624	2045.492	2047.046	2049.715	2050.302	2052.384	2061.848	2074.980	2066.039
Depositi totali	2204.930	2181.969	2199.588	2221.512	2251.446	2285.332	2286.975	2272.589	2295.673	2293.973	2282.316	2297.204	2286.292	2269.684	2293.290	2309.928	2338.352	2376.517	2375.024
Depositi in c / c	864.943	851.001	877.005	874.441	869.940	880.273	897.214	899.103	901.383	901.864	892.944	906.454	923.673	912.869	943.219	937.838	930.575	943.653	960.288
Depositi a risparmio	298.750	298.830	301.010	304.023	304.640	305.209	304.354	303.609	303.340	302.199	302.771	301.975	300.931	300.922	303.478	305.300	306.102	306.736	305.815
Certif. deposito	1041.237	1032.138	1021.573	1043.048	1076.866	1099.849	1085.407	1069.877	1090.949	1089.910	1086.601	1088.776	1061.688	1055.894	1046.593	1066.790	1101.675	1126.128	1108.921
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																			
Prestiti totali	1.80	1.25	0.85	1.32	2.08	1.68	1.57	1.83	1.65	1.92	2.16	2.11	2.23	2.01	2.19	1.94	1.82	1.56	1.78
Prestiti in euro	1.54	1.31	0.23	0.81	1.86	1.26	1.75	2.56	1.31	1.77	1.41	2.45	2.29	2.10	2.29	2.17	1.87	1.65	1.56
Prestiti in valuta	17.01	-3.34	46.45	46.85	19.27	33.29	-8.00	-33.02	31.76	16.53	58.08	-16.48	-0.76	-5.42	-2.86	-12.10	-1.45	-3.59	14.72
Prestiti a breve	-6.93	-2.94	-6.09	-6.89	-5.29	-6.70	-6.80	-4.30	-5.80	-5.50	-4.40	-4.00	-3.00	-3.50	-1.00	1.00	0.40	0.20	1.20
Prestiti a m / l	3.45	2.02	2.13	2.84	3.42	3.20	3.07	2.91	2.99	3.25	3.31	3.17	3.12	2.97	2.73	2.10	2.06	1.78	1.87
Depositi totali	3.63	1.13	1.82	2.00	3.47	3.79	4.73	3.54	4.14	4.85	3.96	4.25	3.69	4.02	4.26	3.98	3.86	3.99	3.85
Depositi in c / c	11.11	6.33	8.41	7.58	7.56	8.00	9.18	7.52	8.21	8.60	7.45	7.64	6.79	7.27	7.55	7.25	6.97	7.20	7.03
Depositi a risparmio	0.10	-0.41	-0.51	0.13	0.21	0.26	0.25	0.14	-0.02	0.41	0.49	0.72	0.73	0.70	0.82	0.42	0.48	0.50	0.48
Certif. deposito	-0.90	-2.37	-2.60	-1.74	1.29	1.61	2.56	1.36	2.15	3.17	2.22	2.56	1.96	2.30	2.45	2.28	2.30	2.39	2.17

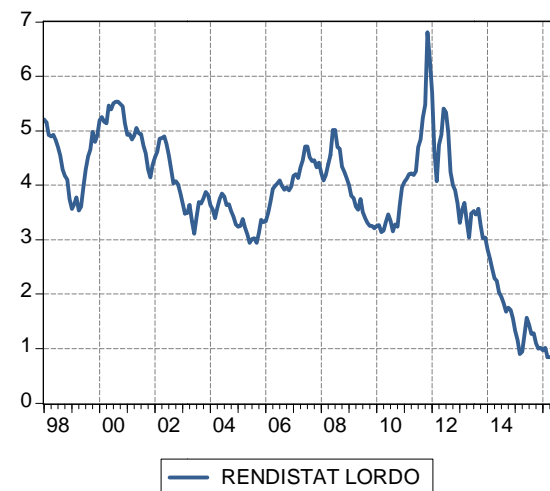
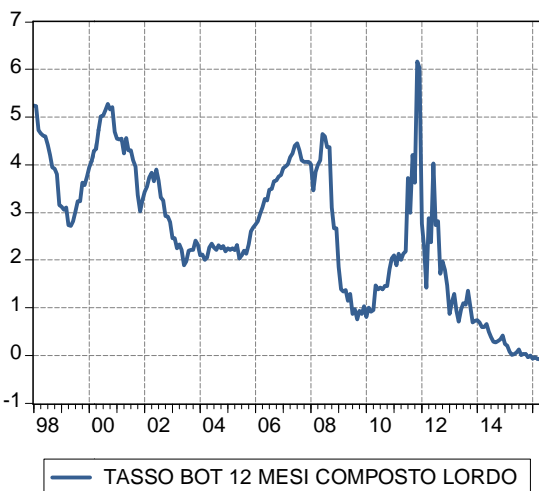
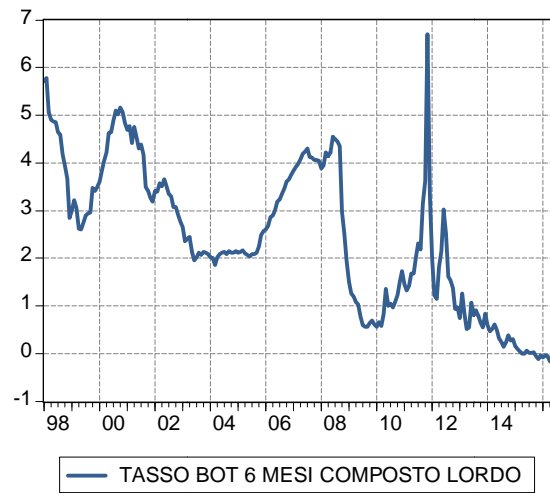
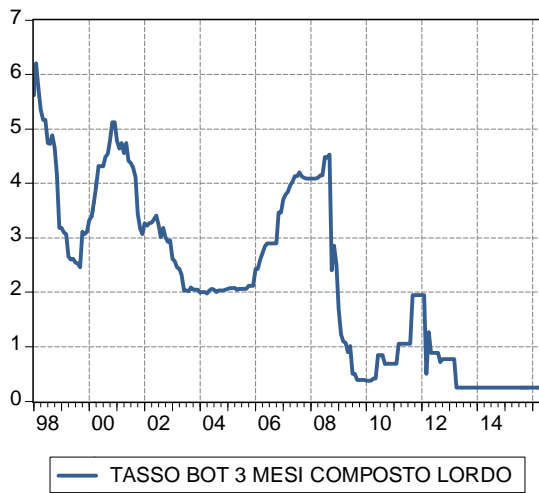
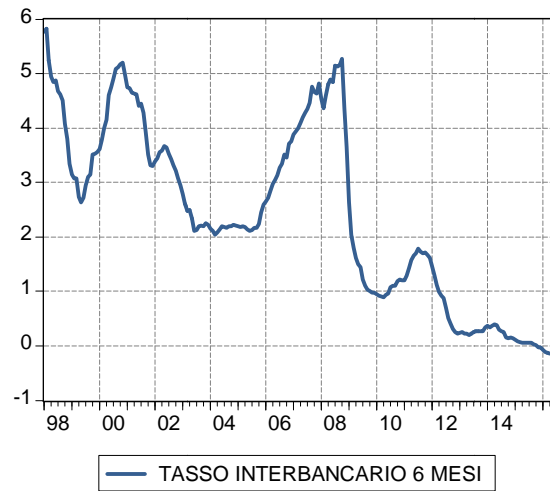
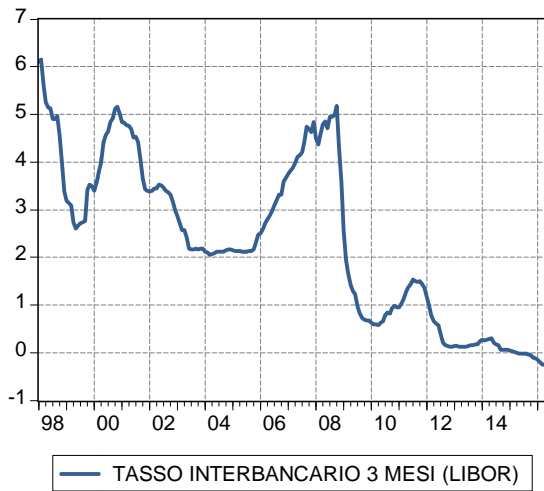
SCENARIO B	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1249	1271	1218	1070	1017	1056	1085	959	911	881	908	851	875	836	838	805	793	835	811
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.0	1.5	-0.2	3.4	1.3	1.0	1.2	0.9	1.3	0.6	1.2	0.8	0.1	0.9	1.4	-0.5	-0.1	0.0	0.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.3	0.1	0.1	0.4	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.3	0.2	0.1
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	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	-0.17	-0.17	-0.20	-0.25	-0.24	-0.27	-0.34	-0.36	-0.36	-0.36	-0.39	-0.37	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.38	-0.39	-0.38
T. Interb. 1m lett.	-0.13	-0.15	-0.19	-0.22	-0.25	-0.31	-0.34	-0.35	-0.35	-0.35	-0.38	-0.36	-0.38	-0.38	-0.39	-0.38	-0.37	-0.38	-0.37
T. Interb. 3m lett.	-0.05	-0.10	-0.12	-0.15	-0.20	-0.24	-0.26	-0.28	-0.28	-0.27	-0.33	-0.30	-0.33	-0.34	-0.37	-0.36	-0.35	-0.37	-0.36
T. Interb. 6m lett.	0.02	-0.03	-0.04	-0.07	-0.12	-0.13	-0.15	-0.15	-0.15	-0.14	-0.18	-0.16	-0.18	-0.19	-0.20	-0.20	-0.18	-0.20	-0.19
T. Depositi medio	0.54	0.54	0.52	0.50	0.49	0.47	0.45	0.44	0.44	0.44	0.43	0.42	0.42	0.41	0.41	0.40	0.41	0.41	0.41
T. Prestiti medio	3.32	3.30	3.24	3.24	3.20	3.17	3.14	3.12	3.12	3.13	3.14	3.12	3.12	3.12	3.11	3.10	3.10	3.11	3.12
T.prest. medio - T.dep. medio	2.78	2.76	2.72	2.74	2.71	2.70	2.69	2.68	2.69	2.70	2.71	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70	2.70	2.71
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.10	-0.14	-0.13	-0.16	-0.14	-0.18	-0.25	-0.20	-0.13	-0.10	-0.16	-0.12	-0.14	-0.16	-0.17	-0.17	-0.15	-0.18	-0.15
T. BOT comp. lordo 6m	-0.06	-0.11	-0.04	-0.08	-0.04	-0.05	-0.17	-0.09	0.04	0.07	-0.01	0.05	0.02	0.00	-0.02	-0.01	0.02	-0.03	0.01
T. BOT comp. lordo 12m	0.02	-0.03	0.00	-0.07	-0.03	-0.07	-0.08	0.00	0.13	0.16	0.09	0.15	0.12	0.09	0.08	0.08	0.11	0.06	0.11
Rendistat lordo	1.10	1.00	1.02	0.97	1.01	0.84	1.02	1.12	1.29	1.32	1.27	1.34	1.29	1.26	1.22	1.24	1.28	1.25	1.30
Rendistat netto	0.96	0.88	0.89	0.85	0.88	0.74	0.89	0.98	1.13	1.16	1.11	1.17	1.13	1.10	1.07	1.09	1.12	1.09	1.14
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	0.21	0.10	0.15	0.07	0.09	0.06	0.11	0.22	0.35	0.38	0.32	0.38	0.34	0.32	0.31	0.31	0.33	0.29	0.34
Rend. BTP a 5 anni	0.63	0.51	0.67	0.48	0.48	0.36	0.52	0.62	0.75	0.76	0.69	0.74	0.69	0.67	0.66	0.66	0.68	0.64	0.68
Rend. BTP a 7 anni	1.12	0.97	1.11	0.93	0.95	0.76	1.01	1.13	1.28	1.30	1.28	1.34	1.30	1.28	1.25	1.26	1.28	1.25	1.30
Rend. BTP a 10 anni	1.57	1.47	1.66	1.48	1.50	1.30	1.58	1.65	1.77	1.77	1.72	1.77	1.73	1.71	1.69	1.69	1.71	1.68	1.71
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2321.984	2336.226	2333.583	2345.390	2355.353	2366.017	2349.507	2350.485	2365.882	2359.807	2355.78	2365.08	2361.46	2371.74	2372.09	2377.29	2385.97	2389.91	2377.23
Prestiti in euro	2276.300	2308.250	2288.242	2307.582	2319.857	2326.243	2312.074	2321.334	2332.523	2333.515	2310.416	2332.65	2318.639	2346.57	2329.66	2345.89	2352.34	2353.23	2335.43
Prestiti in valuta	45.684	27.976	45.341	37.808	35.496	39.774	37.433	29.152	33.359	26.292	45.362	32.430	42.819	25.170	42.428	31.400	33.638	36.687	41.806
Prestiti a breve	336.823	345.564	337.764	335.155	335.032	331.296	327.015	328.754	332.592	331.393	326.685	328.011	324.024	330.705	331.684	335.155	333.692	329.639	327.669
Prestiti a m / l	1985.161	1990.662	1995.819	2010.235	2020.321	2034.721	2022.492	2021.732	2033.290	2028.414	2029.093	2037.073	2037.434	2041.032	2040.403	2042.132	2052.281	2060.274	2049.562
Depositi totali	2204.930	2181.969	2199.588	2221.512	2251.446	2276.525	2273.000	2257.225	2280.903	2278.439	2268.266	2282.661	2271.078	2254.629	2275.694	2292.823	2319.215	2347.780	2340.962
Depositi in c / c	864.943	851.001	877.005	874.441	869.940	875.872	890.804	893.751	896.302	896.383	886.129	899.969	915.369	906.401	935.448	930.010	922.964	931.021	944.826
Depositi a risparmio	298.750	298.830	301.010	304.023	304.640	304.875	303.868	303.064	302.673	301.537	302.139	301.255	300.274	300.281	302.666	304.374	305.061	305.353	304.289
Certif. deposito	1041.237	1032.138	1021.573	1043.048	1076.866	1095.778	1078.327	1060.410	1081.929	1080.519	1079.998	1081.436	1055.435	1047.947	1037.580	1058.438	1091.190	1111.406	1091.848
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																			
Prestiti totali	1.80	1.25	0.85	1.32	2.08	1.42	1.24	1.40	1.14	1.39	1.60	1.60	1.70	1.52	1.65	1.36	1.30	1.01	1.18
Prestiti in euro	1.54	1.31	0.23	0.81	1.86	1.04	1.50	2.24	0.84	1.29	0.98	2.04	1.86	1.66	1.81	1.66	1.40	1.16	1.01
Prestiti in valuta	17.01	-3.34	46.45	46.85	19.27	30.02	-12.59	-38.70	27.70	11.13	47.83	-22.45	-6.27	-10.03	-6.42	-16.95	-5.24	-7.76	11.68
Prestiti a breve	-6.93	-2.94	-6.09	-6.89	-5.29	-7.30	-7.40	-5.10	-6.50	-6.20	-5.40	-5.00	-3.80	-4.30	-1.80	0.00	-0.40	-0.50	0.20
Prestiti a m / l	3.45	2.02	2.13	2.84	3.42	3.00	2.79	2.54	2.51	2.75	2.82	2.75	2.63	2.53	2.23	1.59	1.58	1.26	1.34
Depositi totali	3.63	1.13	1.82	2.00	3.47	3.39	4.09	2.84	3.47	4.14	3.32	3.59	3.00	3.33	3.46	3.21	3.01	3.13	2.99
Depositi in c / c	11.11	6.33	8.41	7.58	7.56	7.46	8.40	6.88	7.60	7.94	6.63	6.87	5.83	6.51	6.66	6.35	6.10	6.30	6.06
Depositi a risparmio	0.10	-0.41	-0.51	0.13	0.21	0.15	0.09	-0.04	-0.24	0.19	0.28	0.48	0.51	0.49	0.55	0.12	0.14	0.16	0.14
Certif. deposito	-0.90	-2.37	-2.60	-1.74	1.29	1.24	1.89	0.47	1.30	2.28	1.59	1.87	1.36	1.53	1.57	1.48	1.33	1.43	1.25

SCENARIO C	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	17 4
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	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)	1249	1271	1218	1070	1017	1056	1085	998	958	986	989	923	956	909	913	892	864	884	864
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.0	1.5	-0.2	3.4	1.3	1.1	1.3	1.0	1.6	0.9	1.7	1.2	0.5	1.4	1.9	0.0	0.4	0.6	0.6
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.3	0.1	0.1	0.4	-0.2	-0.2	-0.3	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.4	0.4	0.6	0.6	0.5	0.7	0.5	0.5
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	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	-0.17	-0.17	-0.20	-0.25	-0.24	-0.27	-0.34	-0.34	-0.33	-0.32	-0.35	-0.34	-0.35	-0.36	-0.37	-0.37	-0.35	-0.36	-0.35
T. Interb. 1m lett.	-0.13	-0.15	-0.19	-0.22	-0.25	-0.31	-0.34	-0.34	-0.33	-0.31	-0.34	-0.33	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.34	-0.35	-0.35
T. Interb. 3m lett.	-0.05	-0.10	-0.12	-0.15	-0.20	-0.24	-0.26	-0.26	-0.25	-0.24	-0.28	-0.27	-0.29	-0.30	-0.32	-0.32	-0.30	-0.32	-0.31
T. Interb. 6m lett.	0.02	-0.03	-0.04	-0.07	-0.12	-0.13	-0.15	-0.14	-0.13	-0.12	-0.15	-0.13	-0.15	-0.15	-0.17	-0.17	-0.15	-0.16	-0.15
T. Depositi medio	0.54	0.54	0.52	0.50	0.49	0.47	0.46	0.45	0.45	0.46	0.47	0.46	0.46	0.46	0.45	0.45	0.45	0.46	0.46
T. Prestiti medio	3.32	3.30	3.24	3.24	3.20	3.17	3.15	3.13	3.13	3.15	3.16	3.15	3.15	3.15	3.14	3.14	3.14	3.15	3.16
T.prest. medio - T.dep. medio	2.78	2.76	2.72	2.74	2.71	2.70	2.69	2.68	2.68	2.69	2.70	2.69	2.69	2.69	2.69	2.69	2.69	2.70	2.70
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.10	-0.14	-0.13	-0.16	-0.14	-0.18	-0.25	-0.27	-0.28	-0.31	-0.36	-0.33	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.34	-0.35	-0.34
T. BOT comp. lordo 6m	-0.06	-0.11	-0.04	-0.08	-0.04	-0.05	-0.17	-0.20	-0.23	-0.28	-0.35	-0.31	-0.34	-0.33	-0.35	-0.34	-0.32	-0.34	-0.33
T. BOT comp. lordo 12m	0.02	-0.03	0.00	-0.07	-0.03	-0.07	-0.08	-0.09	-0.16	-0.19	-0.30	-0.25	-0.30	-0.26	-0.30	-0.31	-0.26	-0.29	-0.26
Rendistat lordo	1.10	1.00	1.02	0.97	1.01	0.84	1.02	0.99	0.97	0.93	0.82	0.92	0.86	0.90	0.86	0.84	0.92	0.87	0.91
Rendistat netto	0.96	0.88	0.89	0.85	0.88	0.74	0.89	0.87	0.85	0.81	0.72	0.81	0.75	0.79	0.75	0.74	0.81	0.76	0.80
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	0.21	0.10	0.15	0.07	0.09	0.06	0.11	0.09	0.04	-0.04	-0.11	-0.06	-0.11	-0.08	-0.11	-0.13	-0.06	-0.11	-0.07
Rend. BTP a 5 anni	0.63	0.51	0.67	0.48	0.48	0.36	0.52	0.50	0.46	0.36	0.25	0.31	0.23	0.26	0.23	0.21	0.27	0.23	0.27
Rend. BTP a 7 anni	1.12	0.97	1.11	0.93	0.95	0.76	1.01	1.01	0.98	0.94	0.84	0.89	0.85	0.88	0.86	0.84	0.91	0.86	0.90
Rend. BTP a 10 anni	1.57	1.47	1.66	1.48	1.50	1.30	1.58	1.54	1.49	1.43	1.31	1.35	1.30	1.33	1.30	1.28	1.33	1.29	1.32
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2321.984	2336.226	2333.583	2345.390	2355.353	2368.817	2353.589	2355.353	2372.432	2366.556	2363.66	2371.84	2368.42	2378.51	2379.32	2384.56	2393.04	2399.85	2389.13
Prestiti in euro	2276.300	2308.250	2288.242	2307.582	2319.857	2328.545	2315.035	2325.420	2338.537	2339.735	2316.822	2338.14	2324.329	2352.80	2336.07	2352.35	2358.60	2361.84	2345.36
Prestiti in valuta	45.684	27.976	45.341	37.808	35.496	40.271	38.554	29.933	33.895	26.821	46.839	33.694	44.094	25.713	43.255	32.209	34.440	38.005	43.766
Prestiti a breve	336.823	345.564	337.764	335.155	335.032	332.193	328.054	330.236	333.714	333.042	328.606	330.223	325.948	332.377	332.793	336.712	335.119	331.999	330.751
Prestiti a m / l	1985.161	1990.662	1995.819	2010.235	2020.321	2036.624	2025.535	2025.118	2038.718	2033.514	2035.056	2041.612	2042.475	2046.135	2046.528	2047.846	2057.920	2067.850	2058.377
Depositi totali	2204.930	2181.969	2199.588	2221.512	2251.446	2280.929	2281.298	2264.468	2288.839	2286.535	2274.852	2290.153	2278.134	2262.484	2284.272	2300.820	2328.220	2362.358	2358.178
Depositi in c / c	864.943	851.001	877.005	874.441	869.940	877.677	894.270	895.841	899.170	899.321	889.493	903.086	919.186	909.849	938.644	933.579	927.036	936.951	952.854
Depositi a risparmio	298.750	298.830	301.010	304.023	304.640	305.060	304.156	303.338	303.032	301.956	302.452	301.686	300.653	300.653	303.119	304.854	305.649	306.168	305.220
Certif. deposito	1041.237	1032.138	1021.573	1043.048	1076.866	1098.191	1082.872	1065.289	1086.637	1085.258	1082.907	1085.380	1058.295	1051.981	1042.509	1062.387	1095.535	1119.238	1100.103
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																			
Prestiti totali	1.80	1.25	0.85	1.32	2.08	1.54	1.42	1.61	1.42	1.68	1.94	1.89	2.00	1.81	1.96	1.67	1.60	1.31	1.51
Prestiti in euro	1.54	1.31	0.23	0.81	1.86	1.14	1.63	2.42	1.10	1.56	1.26	2.28	2.11	1.93	2.09	1.94	1.67	1.43	1.31
Prestiti in valuta	17.01	-3.34	46.45	46.85	19.27	31.64	-9.97	-37.06	29.76	13.36	52.64	-19.43	-3.48	-8.09	-4.60	-14.81	-2.97	-5.63	13.52
Prestiti a breve	-6.93	-2.94	-6.09	-6.89	-5.29	-7.05	-7.11	-4.67	-6.18	-5.73	-4.84	-4.36	-3.23	-3.82	-1.47	0.46	0.03	-0.06	0.82
Prestiti a m / l	3.45	2.02	2.13	2.84	3.42	3.09	2.95	2.71	2.78	3.01	3.13	2.98	2.89	2.79	2.54	1.87	1.86	1.53	1.62
Depositi totali	3.63	1.13	1.82	2.00	3.47	3.59	4.47	3.17	3.83	4.51	3.62	3.93	3.32	3.69	3.85	3.57	3.41	3.57	3.37
Depositi in c / c	11.11	6.33	8.41	7.58	7.56	7.68	8.82	7.13	7.94	8.29	7.03	7.24	6.27	6.92	7.03	6.76	6.56	6.75	6.55
Depositi a risparmio	0.10	-0.41	-0.51	0.13	0.21	0.21	0.18	0.05	-0.12	0.33	0.38	0.62	0.64	0.61	0.70	0.27	0.33	0.36	0.35
Certif. deposito	-0.90	-2.37	-2.60	-1.74	1.29	1.46	2.32	0.93	1.74	2.73	1.87	2.24	1.64	1.92	2.05	1.85	1.73	1.92	1.59

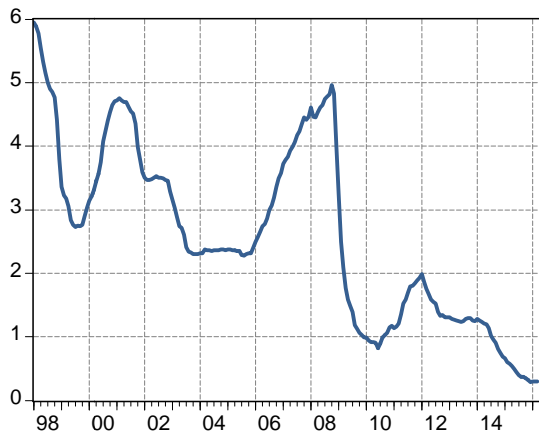
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI  
Dati mensili



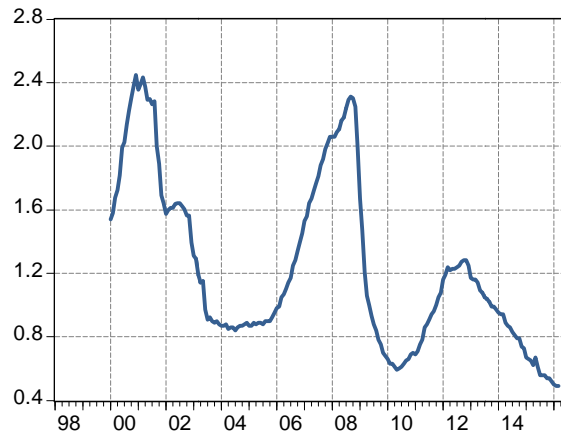
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI  
Dati mensili



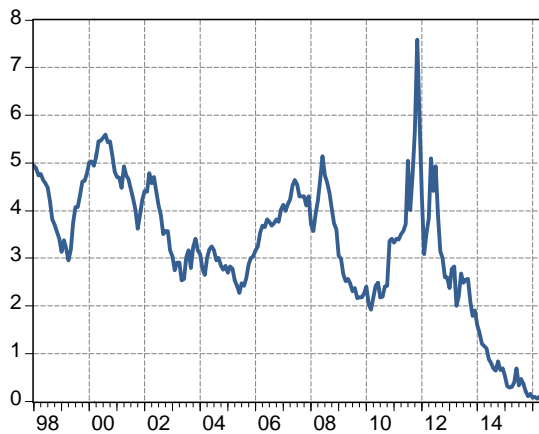
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI  
Dati mensili



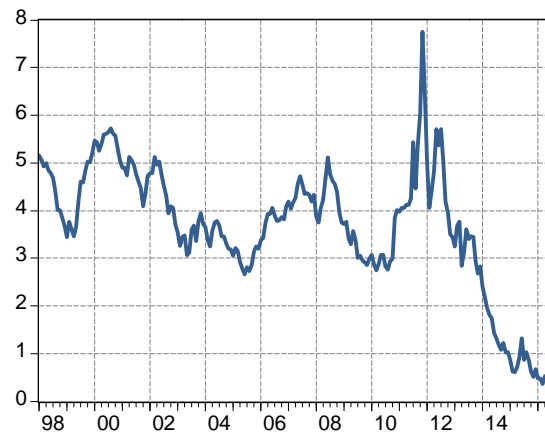
TASSO PRESTITI MINIMO



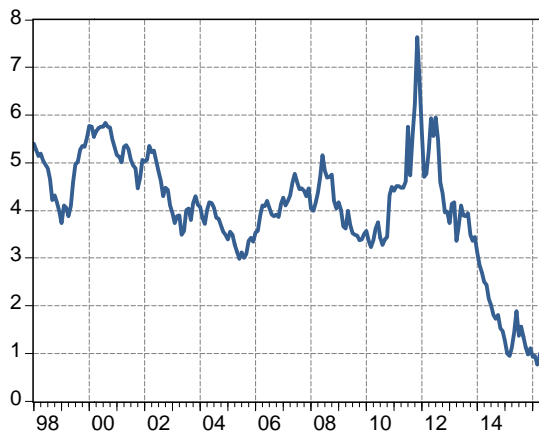
TASSO DEPOSITI MEDIO



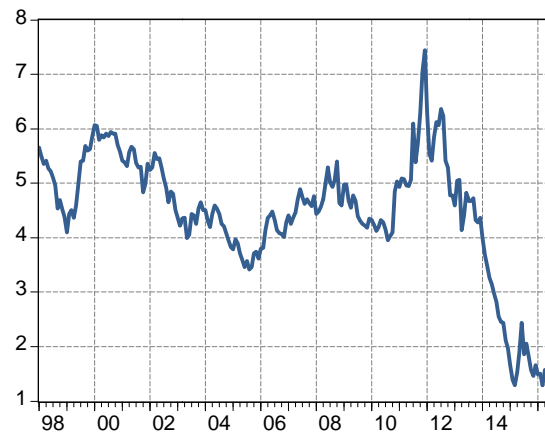
RENDIMENTO A 3 ANNI



RENDIMENTO A 5 ANNI



RENDIMENTO A 7 ANNI



RENDIMENTO A 10 ANNI

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

