

MEFIM

MODELLO
ECONOMETRICO
FINANZIARIO
INTERNAZIONALE
MENSILE

Giugno 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 maggio 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

In attesa delle riunioni di giugno delle principali banche centrali, i mercati stanno scommettendo su un rialzo dei tassi da parte della FED. I rendimenti americani a 2 anni, infatti, hanno raggiunto, nell'ultimo mese, il massimo (0,91%) da aprile 2010 e il dollaro si è apprezzato nei confronti delle principali valute, portando il cambio con l'euro a 1,11 da 1,13-1,14 di marzo-aprile. Si ritiene comunque che questi movimenti siano temporanei, infatti, nonostante i rendimenti a 2 anni siano ai massimi, l'inclinazione della struttura a termine è minima. I rendimenti a medio lungo sono stabili, indicando che le speculazioni sul possibile rialzo da parte della FED sono limitate. Con i dati sull'economia statunitense non particolarmente brillanti, tale reazione sembra legata in gran parte ai commenti dei falchi nei verbali della FED. Le minute del meeting di aprile del FOMC hanno lasciato la porta aperta a una possibile stretta il mese prossimo, dimostrandosi più aggressive di quanto si aspettasse il mercato e ridando forza alle attese di un rialzo in giugno. Nonostante questo, la percentuale degli analisti che reputa tale scenario davvero probabile è esigua. Il consenso vede un unico rialzo alla fine dell'anno. I *future* sui *Fed fund*, infatti, assegnano una probabilità del 61% solo per la riunione di dicembre.

In accordo con la maggioranza degli economisti, si continua quindi a ritenere più probabile lo scenario in cui la FED compie un solo rialzo nel 2016, a dicembre. La principale motivazione a favore di questo scenario è la divergenza tra crescita economica e mercato del lavoro. Nonostante gli ultimi dati sui *non farm payroll* siano stati inferiori alle attese, il mercato del lavoro rimane prossimo alla piena occupazione, tuttavia, la crescita, rispetto all'ultimo trimestre del 2015, ha subito un rallentamento nella prima parte del 2016. Le prossime riunioni del *Board*, inoltre, coincidono con momenti abbastanza delicati, che potrebbero generare instabilità nei mercati finanziari internazionali. A giugno, una settimana dopo la riunione, avrà luogo il referendum in UK e la FED probabilmente preferirà non intervenire. A novembre, invece, solo 6 giorni dopo la riunione, ci saranno le elezioni presidenziali negli Stati Uniti. Come avvenuto storicamente, la FED probabilmente attenderà l'esito del voto prima di agire, tanto più che uno dei candidati sarà Donald Trump, la cui elezione potrebbe destabilizzare i mercati. Anche la situazione internazionale, seppur più distesa che in precedenza, non è a favore di un'inversione della politica monetaria statunitense nel brevissimo periodo. L'economia cinese continua a rallentare (+6,7% a/a il PIL nel I trim.) seppur debolmente rispetto all'ultimo trimestre 2015 (+6,8% a/a), il Giappone ha una crescita asfittica e l'Eurozona, in miglioramento, rimane in deflazione e cresce lentamente. Vi sono anche alcuni elementi a favore di un rialzo già alla prossima riunione di giugno, tuttavia non così decisivi da rendere questo scenario il più probabile. Tra questi fattori vi è l'aumento del prezzo del petrolio, portatosi fino a 50 dollari al barile, in previsione della riunione dell'OPEC allargata all'Iran, prevista per il 2 giugno. A sostenere le quotazioni del greggio è l'ipotesi che i paesi produttori possano concordare un possibile tetto alla produzione, nonostante le divergenze esistenti tra Arabia Saudita e Iran. A influire sul recente rialzo delle quotazioni è stato anche il devastante incendio in Canada, che ha ridotto la capacità produttiva del paese di oltre 1 milione di barili al giorno. A nostro avviso, nei prossimi mesi, non si avrà un rafforzamento del trend positivo del prezzo del petrolio e le quotazioni si manterranno tra 50 e 53 dollari a barile. Le pressioni inflazionistiche causate dal prezzo del petrolio rimangono quindi limitate. Qualche tensione sui prezzi potrebbe derivare dal mercato del lavoro, dove si è registrato un aumento sia dei salari medi orari sia del costo unitario del lavoro. L'inflazione al momento è comunque sotto controllo e, a nostro avviso, la FED non interverrà sul tasso di riferimento finché non ci saranno dati rilevanti sulla crescita.

In Europa il presidente Draghi continua a mantenere una retorica molto accomodante, ripetendo che la BCE potrebbe intervenire nuovamente se necessario. La strategia punta a influenzare le attese, tuttavia, a nostro avviso, le possibilità di nuove manovre sono molto limitate. La crescita economica sta lentamente migliorando, non però supportata dal canale estero. Nel primo trimestre le esportazioni nette dei paesi *core*, Germania compresa, hanno, infatti, sottratto punti alle variazioni del PIL. Tuttavia, anche se negli Stati Uniti al momento i dati non sono così brillanti da giustificare un repentino passaggio alla politica restrittiva, rimane comunque l'attesa di almeno un rialzo da qui alla fine dell'anno. Queste attese dovrebbero favorire un movimento laterale, se non un rafforzamento, del dollaro, e l'euro debole dovrebbe incoraggiare il canale estero degli stati membri. Anche la dinamica dei prezzi

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

continua a destare preoccupazioni e sembra non giovare particolarmente dell'allentamento monetario. Il raggiungimento dell'accordo tra la Grecia e l'Eurogruppo per una nuova *tranche* di aiuti da 10,3 miliardi di euro e l'alleggerimento del debito pubblico dal 2018, ha fatto rientrare il rischio default del paese ellenico. **Tra i fattori critici per lo scenario europeo e potenzialmente molto destabilizzante anche per i mercati internazionali, permane invece il rischio *Brexit*.** La vittoria del fronte favorevole all'uscita del paese dall'Unione Monetaria potrebbe avere effetti difficilmente quantificabili nel breve e nel lungo periodo sia per l'UK sia per la Zona Euro, nella quale potrebbero riprendere forza i movimenti anti-europeisti. **Per quel che riguarda l'Italia, la novità è la concessione da parte della Commissione Europea di una flessibilità pari a circa 13 miliardi di euro sul bilancio del 2016** (lo 0,85% del PIL) a condizione che il governo si impegni a mantenere il rapporto deficit/PIL del 2017 all'1,8%. In seguito a questa notizia e alle nuove stime sulla crescita, riviste al rialzo dal FMI, i rendimenti dei titoli governativi decennali si sono riportati in maggio sotto quota 1,4%. **A destabilizzare lo scenario italiano rimane la fragilità del settore bancario, anche se, nell'ultimo mese, il fondo Atlante ha dimostrato di essere in grado di calmierare il rischio di eventuali crisi sistemiche.** Per quel che riguarda la gestione delle sofferenze, la responsabile della vigilanza europea, Daniele Nouy, ha affermato che, in futuro, i provvedimenti che la BCE sta definendo per far fronte al problema potrebbero essere estesi anche agli istituti di credito non direttamente sotto la supervisione di Francoforte. Questa maggiore flessibilità sui *non-performing loan* potrebbe portare benefici soprattutto in Italia, dove, secondo il Rapporto mensile ABI di maggio, il peso delle sofferenze nette sugli impieghi totali a marzo 2016 è stato pari al 4,60%, mentre prima dell'inizio della crisi era allo 0,86%.

GLI ULTIMI DATI

Con la nuova stima del PIL del primo trimestre 2016 la crescita è stata rivista al rialzo sia in termini congiunturali (+0,8% t/t da +0,5% t/t) sia tendenziali (+2% a/a da +1,9% a/a). Nonostante la revisione, la variazione congiunturale è rallentata rispetto al +1,4% t/t registrato nel quarto trimestre 2015 ed è inferiore alle attese (+0,9% t/t). La correzione al rialzo si deve a un maggiore apporto degli investimenti fissi residenziali (+0,56% t/t da 0,49% t/t della prima stima) a un minor decumulo di scorte (-0,2% t/t da -0,33% t/t) e a un contributo meno negativo del canale estero (-0,21% t/t da -0,34% t/t) mentre è stata contenuta dagli investimenti fissi non residenziali. Il loro contributo (-0,81% t/t) è stato, infatti, più negativo di quanto stimato in precedenza (-0,76% t/t). **Con la seconda lettura si è confermato quindi l'andamento contrastante, evidenziato dalla stima preliminare, tra i due settori degli investimenti fissi:** i residenziali sono balzati del 17,2% t/t e dell'11,1% a/a (+14,9% t/t e +10,6% a/a la stima preliminare) mentre i non residenziali sono stati corretti al ribasso a -6,2% t/t e -0,5% a/a (da -5,8% t/t e -0,4% a/a). Il contributo meno negativo delle esportazioni nette è derivato dalla confermata contrazione delle esportazioni (-2% t/t da -2,6% t/t, +0,4% a/a da +0,3% a/a) e dalla riduzione anche delle importazioni (-0,2% t/t e +1,1% a/a) quando la prima stima le vedeva in crescita (+0,2% t/t e +1,2% a/a). Il calo del prezzo del petrolio al quale abbiamo assistito nei primi due mesi dell'anno ha contribuito a innalzare il potere d'acquisto dei consumatori, sostenendo i consumi privati nel primo trimestre 2016 (+1,9% t/t e +2,7% a/a come nella stima preliminare). L'apporto alla crescita di questa componente è rimasto pressoché invariato (+1,29% t/t da +1,27% t/t stimato in precedenza) e ancora il più significativo. Un altro contributo positivo e stabile rispetto alla stima precedente è venuto dalla spesa pubblica (+0,2% t/t) aumentata dell'1,2% t/t (+1,4% a/a). **I dati trimestrali non particolarmente brillanti sostengono l'ipotesi secondo la quale la FED rimarrà prudente e attenderà fine anno per il prossimo rialzo.** Per quel che riguarda i dati mensili, le rilevazioni relative al commercio con l'estero di marzo confermano il calo sia delle esportazioni (-0,87% m/m, da +1,06 m/m di febbraio) sia delle importazioni (-3,58% m/m da +1,33% m/m) con una riduzione del deficit commerciale (-40,44 miliardi di dollari da -46,96). **Il mercato del lavoro è rimasto solido in aprile**, con un tasso di disoccupazione stabile al 5%, molto vicino alla soglia di piena occupazione. **Ha tuttavia deluso l'aumento del numero di occupati**, sotto le 200 mila unità sia per il settore non agricolo sia per quello privato. Più precisamente, nel primo l'occupazione è aumentata di 160 mila unità (attese 205 mila e dato precedente 208 mila) e nel secondo di 171 mila (attese 195 mila e precedente 184 mila). Anche il tasso di partecipazione è calato al 62,8% da 63%. Le rilevazioni si riferiscono ancora ad aprile, quindi per lo scenario potrebbero essere decisivi i nuovi dati in uscita il primo venerdì di giugno. **I salari medi orari e il costo del lavoro hanno dimostrato una certa vivacità in aprile** (+0,23% m/m e +2,48% a/a il primo e +4,1% t/t e +2,3% a/a il secondo). Queste due serie dovranno essere tenute sotto osservazione, poiché possono fornire indicazioni su un eventuale surriscaldamento nel livello dei prezzi. **Per il momento i dati attuali non rilevano tensioni:** l'inflazione in aprile è stata in lieve aumento rispetto a marzo (+1,1% a/a da +0,9% a/a) ma in linea con le attese. Il dato *core* invece ha registrato un +2,1% a/a, in lieve contrazione rispetto al +2,2% a/a di marzo. **Sia dal lato dell'offerta sia della domanda, provengono alcuni segnali d'incertezza sulla prospettiva futura, nonostante i dati positivi di aprile.** In questo mese, infatti, la produzione industriale è aumentata dello 0,7% m/m (-0,9% m/m in marzo) gli ordini di beni durevoli del 3,4% m/m (da +1,9% m/m) ed esclusi i trasporti dello 0,4% m/m (da +0,1% m/m). Sempre in aprile bene anche il settore edilizio, con variazioni positive sia per l'avvio di nuovi cantieri (+6,6% m/m, -9,4% m/m il precedente) sia per la vendita di nuove case (+16,6% m/m da -1,3% m/m di aprile) e di case esistenti (+1,7% m/m da +5,7% m/m).

USA

Qualche segnale d'incertezza dai dati, la FED potrebbe rimanere prudente.

Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio in aprile sono aumentate dell'1,3% m/m (-0,3% m/m a marzo) i consumi privati reali dello 0,6% m/m (0% m/m in marzo) e il reddito personale dello 0,2% m/m (da 0,8% m/m). Facendo riferimento però ai dati più recenti, quelli concernenti gli indici di fiducia di maggio, i segnali sono meno ottimistici. L'*NAPM* ha subito una rilevante correzione al ribasso, passando a 49,3 (da 50,4) sotto la soglia del 50 e contro aspettative di stabilità. In calo anche la fiducia dei consumatori di maggio, con il *Conference Board* corretto da 94,7 a 92,6. **Qualche incertezza emerge dunque anche dai dati mensili, che avvalorano ulteriormente l'ipotesi di un nuovo rialzo dei tassi alla fine dell'anno.** Nei prossimi mesi, l'attenzione dei mercati sarà comunque rivolta ai dati macroeconomici. Una crescita dell'economia statunitense più brillante delle attese potrebbe, infatti, implicare l'anticipazione del passaggio a una politica monetaria restrittiva.

Nel primo trimestre 2016, l'economia giapponese è cresciuta dello 0,4% t/t (-0,4% t/t il precedente) oltre le attese (+0,1% t/t). Rispetto allo stesso trimestre del 2015, la **variazione è stata comunque nulla (da 0,9% a/a)**. La crescita è stata determinata soprattutto dai consumi privati (contributo dello 0,3% t/t) aumentati dello 0,5% t/t (-0,7% a/a) da -0,8% t/t (-1% a/a). Nonostante il dato positivo, la dinamica dei consumi rimane sostanzialmente debole. Al risultato del primo trimestre ha contribuito anche il giorno lavorativo in più dovuto all'anno bisestile. Buono è stato anche l'apporto delle esportazioni nette (+0,2% t/t) determinato dall'aumento delle esportazioni (+0,6% t/t da -0,8% t/t) e dalla riduzione delle importazioni (-0,5% t/t da -1,1% t/t). Anche la spesa pubblica, cresciuta dello 0,7% t/t e del 2,1% a/a (da 0,7% t/t e 1,7% a/a) ha contribuito per lo 0,2% t/t alla formazione del PIL. Gli investimenti fissi invece, calati dello 0,9% t/t e dell'1% a/a (da -0,1% t/t e +2% a/a) hanno sottratto lo 0,2% t/t alla crescita. Per quanto riguarda i dati mensili, in aprile, sia le esportazioni sia le importazioni sono calate, rispettivamente dell'1,17% m/m (da +0,07% m/m di marzo) e del 3,6% m/m (da -1,9% m/m). Sul fronte della disoccupazione la situazione resta stabile anche ad aprile, con il tasso fermo al 3,2%. **Nonostante le politiche accomodanti della BoJ, ad aprile l'inflazione globale è tornata negativa (-0,3% a/a da +0,1% a/a di marzo) e anche il core è peggiorato passando da -0,3% a/a a -0,4% a/a (+0,7% a/a le attese).** Dal lato dell'offerta, l'indice di produzione industriale di aprile è aumentato su base congiunturale (+0,3% m/m da +3,8% m/m) ma è peggiorato in termini tendenziali (-1,9% a/a da -1,5% a/a). **L'indice PMI di maggio, che probabilmente risente degli effetti del terremoto di Kumamoto, rimane sotto la soglia del 50 e peggiora nuovamente (47,6 da 48,2).** Dal lato della domanda, in aprile si è registrato un aumento dei consumi privati (+2,5% m/m da -0,7% m/m) e del reddito disponibile (+0,5% m/m da +3,7% m/m) mentre le vendite al dettaglio sono diminuite del 6,7% m/m, ben oltre il consenso (-0,9% m/m). Anche la fiducia dei consumatori è diminuita rispetto a marzo (40,8 da 41,7) superando però le attese (40,6). **Gli ultimi dati sulla crescita e sull'inflazione potrebbero spingere il governo a ritardare l'aumento dell'Iva previsto per il prossimo anno e ad adottare nuove misure di stimolo fiscale per almeno 5.000 miliardi di yen.** Sono molti gli analisti che si aspettano anche un nuovo allentamento monetario nei prossimi mesi da parte della BoJ.

GIAPPONE

Il PIL del primo trimestre sorprende al rialzo.

Con la seconda stima il PIL dell'Eurozona per il primo trimestre dell'anno è stato rivisto **lievemente al ribasso**, da +0,6% t/t (+1,6% a/a) a +0,5% t/t (+1,5% a/a). Nel quarto trimestre del 2015 la crescita era stata dello 0,3% t/t e dell'1,6% a/a. Il dettaglio delle componenti del PIL sarà reso noto il 7 giugno, comunque, osservando i dati dei paesi

AREA EURO

Continua a preoccupare lo scenario deflativo

core, sembra che la crescita europea sia stata sostenuta per lo più dal rafforzamento dei consumi privati e degli investimenti fissi. **Il canale estero invece presenta una debolezza trasversale** in tutti i paesi dell'Eurozona, con un apporto sensibilmente negativo delle esportazioni nette. Questo effetto dovrebbe essere temporaneo, poiché l'attesa per il rialzo dei tassi da parte della FED dovrebbe mantenere l'euro debole nei confronti della valuta statunitense, agevolando le esportazioni e la crescita. I dati mensili sul commercio estero, relativi a marzo, confermano la fase di debolezza: le esportazioni hanno registrato un -1,33% m/m (+0,47% m/m la precedente rilevazione) e le importazioni un -2,71% m/m dopo l'incremento di febbraio (+0,7% m/m). Il saldo commerciale si porta a 22,35 miliardi di euro, in aumento rispetto ai 20,59 di febbraio. **Nel mercato del lavoro la situazione sembra aver raggiunto una certa stabilità**, con il tasso di disoccupazione in aprile fermo al 10,2%. **L'inflazione, pur recuperando debolmente, resta negativa**. Secondo la stima *flash* di maggio il *global* è stato pari a -0,1% a/a (-0,2% a/a in aprile). L'indice *core* di aprile invece è stato dello 0,7% a/a, in calo rispetto all'1% a/a di marzo. **Dal lato dell'offerta, sebbene la produzione industriale in marzo sia diminuita rispetto a febbraio** (-0,8% m/m, -1,2% m/m il precedente) rallentando in termini tendenziali (+0,1% a/a da +1,1% a/a) con un calo anche del settore delle costruzioni (-1% m/m da -0,6% di febbraio) **i nuovi dati prospettici sono ottimisti**. In maggio, infatti, gli indici di fiducia sono rimasti pressoché stabili e in territorio espansivo. L'*Economic Sentiment Indicator (ESI)* della Commissione Europea si è portato a 104,7 (da 104) il PMI manifatturiero è calato leggermente (51,5) rispetto ad aprile (51,7) mentre quello dei servizi è rimasto stabile (53,1). Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio in marzo hanno visto un rallentamento (-0,5% m/m dal precedente +0,3% m/m) più pronunciato delle attese (-0,1% m/m). Il dato tendenziale rimane comunque positivo (+2% a/a da +2,5% a/a) ma inferiore al consenso (+2,6% a/a). **In conclusione, grazie alle misure adottate negli ultimi mesi dalla BCE, l'economia dell'Eurozona si conferma in moderata ripresa e le condizioni finanziarie sembrano migliorate**. Gli effetti del *QE*, tuttavia, tardano a manifestarsi dal punto di vista dell'inflazione, che continua a destare preoccupazioni. Il dato attuale, seppur migliorato, ha confermato la permanenza dello scenario deflativo. **I fattori critici per lo scenario, come indicato nei mesi precedenti, rimangono il *Brexit* e la vulnerabilità del sistema bancario**. Mario Draghi ha sollecitato i governi europei ad agire più incisivamente, con riforme strutturali, per stimolare la crescita, poiché gli interventi della BCE potrebbero non essere sufficienti in caso di nuove turbolenze.

Nel primo trimestre del 2016 l'economia tedesca è cresciuta dello 0,7% t/t a livello congiunturale, più del doppio rispetto al trimestre precedente (+0,3% t/t). **La Germania si è confermata l'economia più forte**, registrando il tasso di crescita più alto tra i paesi dell'Eurozona. Il nuovo dato ha superato anche le attese degli analisti (+0,6% t/t). A livello tendenziale, la variazione è stata pari a +1,6% a/a, leggermente superiore alle attese (+1,5% a/a) e al dato precedente (+1,3% a/a). I principali contributi positivi, pari allo 0,4% t/t, sono arrivati dagli investimenti fissi e dalle scorte. Gli investimenti fissi hanno registrato una variazione di +1,8% t/t e +2,8% a/a (da 1,4% t/t e 2,4% a/a). Positivi anche gli apporti dei consumi privati (+0,2% t/t) aumentati dello 0,4% t/t e dell'1,7% a/a (come nel periodo precedente) e della spesa pubblica (+0,1% t/t) che ha visto un incremento dello 0,5% t/t e del 2,7% a/a (+0,9% t/t e +3% a/a nel IV trim. 2015). L'unico contributo negativo è stato quello delle esportazioni nette (-0,1% t/t) spiegato dall'incremento maggiore delle importazioni (+1,4% t/t e +3,6% a/a da +0,5% t/t e +4,5% a/a) rispetto a quello delle esportazioni (+1% t/t e +2,5% a/a da -0,6% t/t e +3,1% a/a). Osservando i dati mensili di marzo, le esportazioni sono aumentate dell'1,89% m/m dopo il +1,33% m/m di febbraio, mentre le importazioni sono calate del

Germania

2,27% m/m dal precedente +0,11% m/m. **Positivi i segnali dal mercato del lavoro:** il tasso di disoccupazione a maggio è sceso al 6% dal 6,3% di aprile e l'occupazione, nel primo trimestre, è aumentata di 181 mila unità rispetto al periodo precedente. **Anche in Germania, come negli altri stati membri, l'inflazione in aprile è stata negativa** (-0,3% a/a da +0,1% a/a di marzo) e anche la variazione dell'*HCPI core* è stata minore rispetto alla precedente (+0,7% a/a da +1,3% a/a). **Dal lato dell'offerta, anche qui la produzione industriale a marzo non è stata brillante** (-1,3% m/m e +0,2% a/a da -0,7% m/m e +1,8% a/a) con una dinamica negativa anche nel comparto delle costruzioni (-3,2% m/m da +2,2% m/m di febbraio). **Le prospettive, tuttavia, sono positive.** Gli ordini all'industria manifatturiera sono aumentati, registrando un +1,9% m/m (+1,8% a/a) superiore alle attese (+0,7% m/m) e al dato precedente (-0,8% m/m e +0,7% a/a). Anche gli indici di fiducia degli imprenditori a maggio sono per la maggior parte in lieve aumento: *Ifo* è passato da 106,7 a 107,7, il PMI manifatturiero da 51,8 a 52,4 e quello dei servizi da 54,5 a 55,2. L'unico indice in forte calo è stato lo *Zew* (6,4 da 11,2) che probabilmente rispecchia più degli altri i timori per le possibili ripercussioni sull'economia tedesca dell'eventuale *Brexit*. Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio in aprile sono state ancora negative, registrando un -0,9% m/m (-0,6% a/a) da -1,4% m/m (0,5% a/a).

Secondo la revisione, il PIL francese nel primo trimestre è aumentato dello 0,6% t/t anziché dello 0,5% t/t stimato in precedenza. Anche il tendenziale è stato corretto al rialzo (+1,4% a/a da +1,3% a/a). Il maggior contributo si conferma quello dei consumi privati (+0,6% t/t) aumentati dell'1% t/t e dell'1,5% a/a (+1,2% t/t la prima stima) mentre si è incrementato l'apporto degli investimenti fissi (+0,4%) cresciuti dell'1,6% t/t e del 3,1% a/a (+0,9% t/t e +1,7% a/a la revisione precedente). Le scorte e le esportazioni nette invece hanno sottratto punti alla crescita per lo 0,2% t/t. La debolezza del canale estero dipende dalla sostanziale stagnazione delle esportazioni (+0% t/t e +2,1% a/a da -0,2% t/t e +2,5% a/a) e dal lieve aumento delle importazioni (+0,6% t/t e +5% a/a da +0,5% t/t e +5,3% a/a della prima *release*). **Il dettaglio di marzo per le esportazioni e le importazioni conferma le difficoltà del canale estero:** i due flussi sono calati rispettivamente del 3,93% m/m (da -0,41% m/m) e del 5,2% m/m (da +3,27% m/m). **Buoni i segnali provenienti dal mercato del lavoro** con la disoccupazione che ad aprile è calata dal 10,1% al 9,9%. **Nello stesso mese, l'inflazione è rimasta negativa** ma stabile a -0,1% a/a, come da attese, mentre l'inflazione *core* ha lievemente rallentato (+0,6% a/a dopo il +0,7% a/a di marzo). Dal lato dell'offerta, contrariamente al consenso (+0,6% m/m e a/a) in marzo la produzione industriale è stata negativa (-0,3% m/m e -0,7% a/a dai precedenti -1,4% m/m e +0,4% a/a). Il comparto delle costruzioni invece ha registrato un aumento all'1,3% m/m (da -5% m/m). **Le indicazioni relative alla fiducia delle imprese in maggio sono contrastanti:** l'indice *Insee* è calato (104 da 105) mentre il PMI manifatturiero, che rimane sotto la soglia del 50, è aumentato (48,3 da 48) così come quello dei servizi (51,8 da 50,6). Dal lato della domanda si evidenzia la contrazione congiunturale nelle vendite al dettaglio di marzo (-0,7% m/m, +3,9% a/a) e nei consumi delle famiglie di aprile (-0,5% m/m da +0,7% m/m). Segnali positivi provengono invece dalla fiducia dei consumatori che a maggio si è attestata a 98 da 94, oltre le attese di 94,3.

Francia

Il PIL nel primo trimestre dell'anno, come atteso, è aumentato dello 0,3% t/t e dello 0,9% a/a (da +0,2% t/t e +1,1% a/a). La crescita è stata trainata soprattutto all'incremento dei consumi privati (+0,3% t/t e +1,5% a/a da +0,3% t/t e +1,3% a/a) che hanno contribuito per lo 0,2% t/t. Anche l'accumulo di scorte ha apportato lo 0,2% t/t,

Italia

mentre gli investimenti fissi e la spesa pubblica non hanno partecipato alla crescita del PIL. I primi sono aumentati dello 0,4% t/t e dell'1,4% a/a, da +0,8% t/t e +1,6% a/a, e la seconda dello 0,2% t/t e dello 0,7% a/a, da +0,6% t/t e -0,2% a/a. Le esportazioni nette hanno sottratto lo 0,2% t/t alla variazione del PIL, con un calo congiunturale sia delle esportazioni (-1,6% t/t e -0,2% a/a, da +1,3% t/t e +2,6% a/a) sia delle importazioni (-1% t/t e +1,4% a/a da +1% t/t e +5,4% a/a). Anche le rilevazioni mensili per il commercio verso i paesi UE in marzo evidenziano, contrariamente al mese precedente, una diminuzione delle esportazioni (-2,46% m/m, +1,48% m/m il precedente) e delle importazioni (-2,65% m/m, +0,76% m/m in febbraio). La situazione sembrerebbe, tuttavia, in miglioramento e le attese per il secondo trimestre sono positive. **I dati relativi al commercio verso i paesi extra UE di aprile sono, infatti, in netto miglioramento**, sia per le esportazioni (+4,18% m/m da -0,26%) sia per le importazioni (+4,88 m/m da -1,95% m/m). **Dal mercato del lavoro, dopo i segnali positivi dei mesi precedenti, arriva una doccia fredda.** Il tasso di disoccupazione è aumentato, arrivando all'11,7% in aprile dall'11,5% di marzo, sorpendendo in negativo anche le attese che lo vedevano in ulteriore ribasso (11,4%). Il dato è stato anche in controtendenza rispetto al resto dell'Eurozona, dove si è verificato un calo generalizzato della disoccupazione. **Per quel che riguarda i prezzi, la situazione rimane preoccupante, ma non in peggioramento.** L'inflazione misurata sull'indice armonizzato è stata, secondo la stima *flash* dell'ISTAT, pari a -0,3% a/a, in linea con le previsioni e in ripresa rispetto al mese precedente (-0,4% a/a) mentre l'indice *core* è rimasto stabile allo 0,5% a/a. Dal lato dell'offerta, in marzo la produzione industriale ha registrato una variazione nulla su base congiunturale, contrariamente alle attese (+0,3% m/m) e un +0,5% rispetto allo stesso mese del 2015 (da -0,7% m/m e +1,1% a/a in febbraio). Segnali negativi in marzo provengono dal fronte delle costruzioni (-0,7% m/m contro il precedente +0,3% m/m) e dagli ordini all'industria (-3,3% m/m e +0,4% a/a da +0,7% m/m e +3% a/a). Per quel che riguarda la fiducia delle imprese, gli indicatori di maggio sono in debole calo: 102,1 (da 102,7) per il manifatturiero e 107,4 (da 107,9) per il settore servizi. Anche dal lato della domanda, la fiducia dei consumatori nello stesso mese è scesa passando a 112,7 da 114,1 (attese 114,4). Negativo è stato anche l'andamento delle vendite al dettaglio di marzo, con una contrazione dello 0,6% m/m e dello 0,1% a/a (da +0,3% m/m e +0,8% a/a). **Secondo il Fondo Monetario Internazionale la ripresa in Italia prosegue a ritmi moderati ed è probabile che si rafforzi nei prossimi anni, rimanendo però abbastanza modesta.** Il FMI ha rivisto leggermente al rialzo le stime di crescita per l'Italia portandole all'1,1% nel 2016 (dal precedente 1%) e all'1,25% nel 2017 e 2018 (dall'1,1% previsto in precedenza per il 2017). Per far fronte alle sfide future, il governo italiano dovrebbe proseguire con le riforme attuali, ampliandole e completandole con maggiori interventi strutturali. **Il settore bancario rimane vulnerabile, ma il fondo Atlante si è dimostrato un elemento fondamentale per ridurre il rischio sistemico per gli istituti italiani.**

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

GLI SCENARI

A (20%)

Usa: L'economia stenta a riprendersi, come dimostrano i dati trimestrali deboli e gli utili più bassi del previsto. Permangono, inoltre, i rischi d'instabilità legati all'esito del referendum in UK, previsto per giugno, riguardante la possibile uscita del paese dall'Unione Europea. I **bassi rischi inflazionistici** derivanti dal mercato del lavoro 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 1,13 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 crea tensioni sui rendimenti a 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, porta maggior stabilità, con rendimenti dei BTP tra l'1,25 e l'1,3% e *spread* verso i 110 punti base.

B (10%)

Usa: L'economia stenta a riprendersi, come dimostrano i dati trimestrali deboli e gli utili più bassi del previsto. Permangono, inoltre, i rischi d'instabilità legati all'esito del referendum in UK, previsto per giugno, riguardante la possibile uscita del paese dall'Unione Europea. I **bassi rischi inflazionistici** derivanti dal mercato del lavoro 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**. 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%.

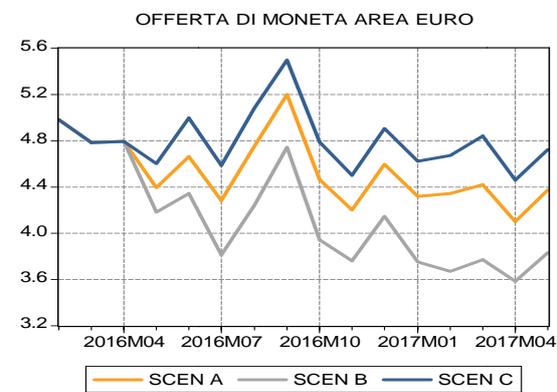
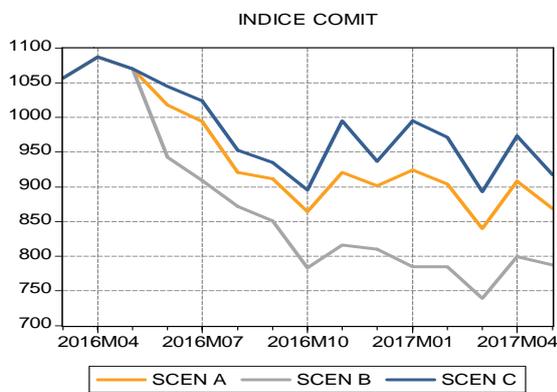
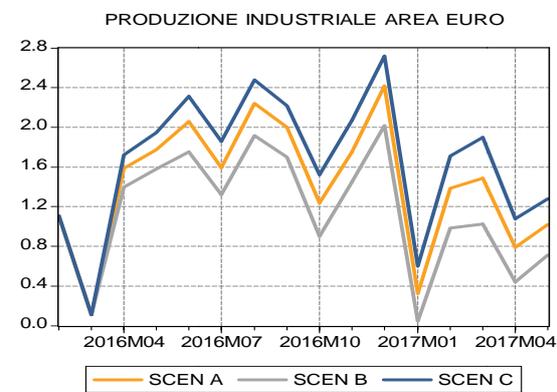
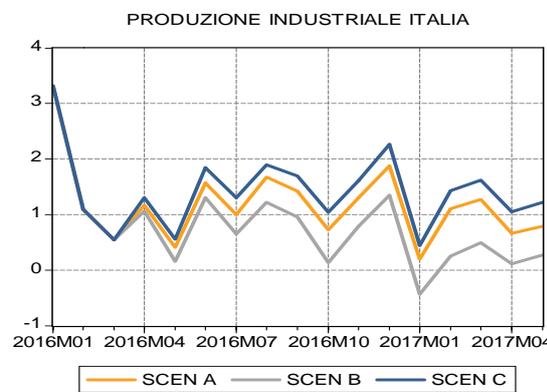
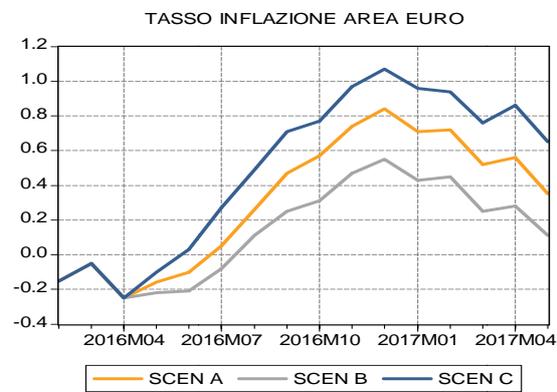
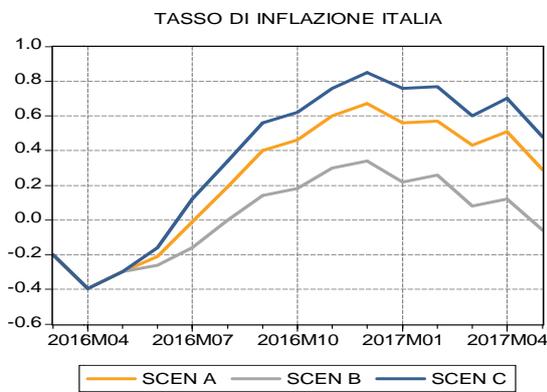
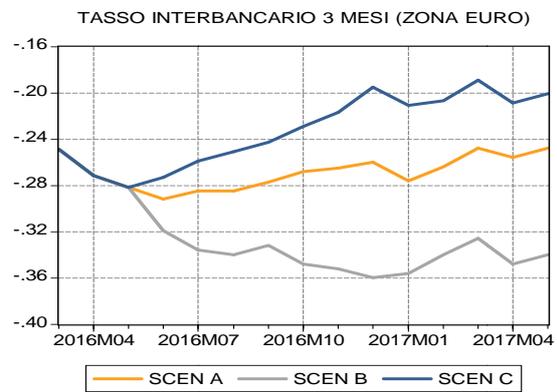
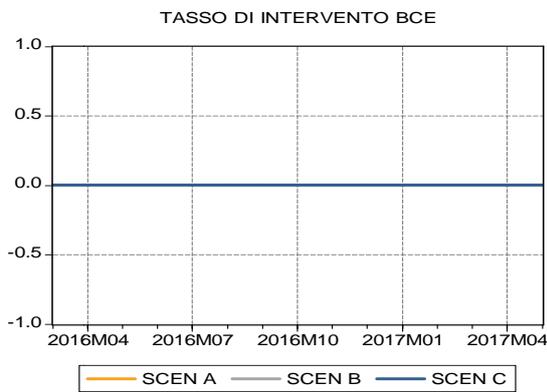
C (70%)

Usa: 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 attenuare 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. Permangono, inoltre, i rischi d'instabilità legati all'esito del referendum in UK, previsto per giugno, riguardante la possibile uscita del paese dall'Unione Europea.

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 crea tensioni sui rendimenti a 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.

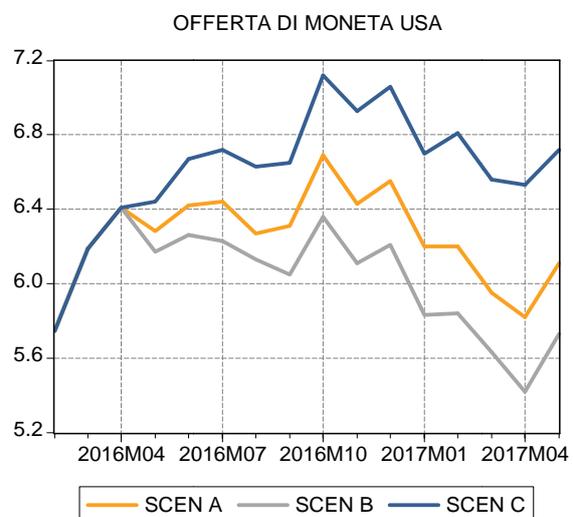
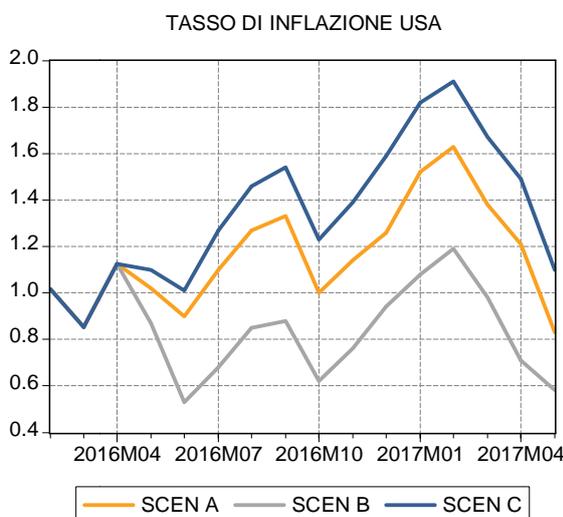
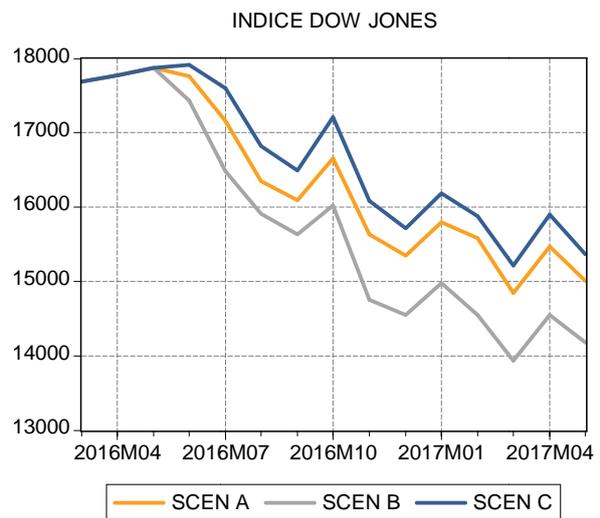
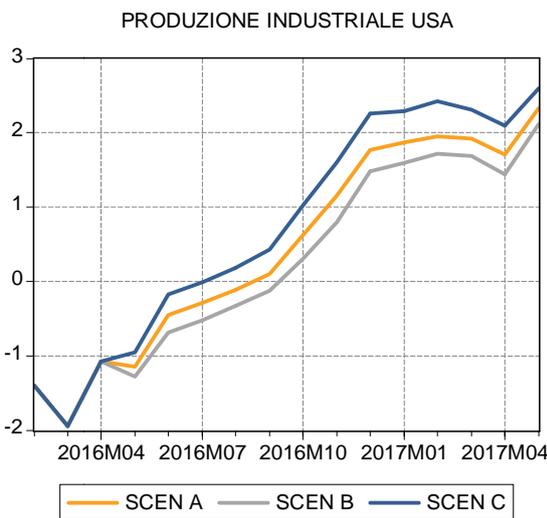
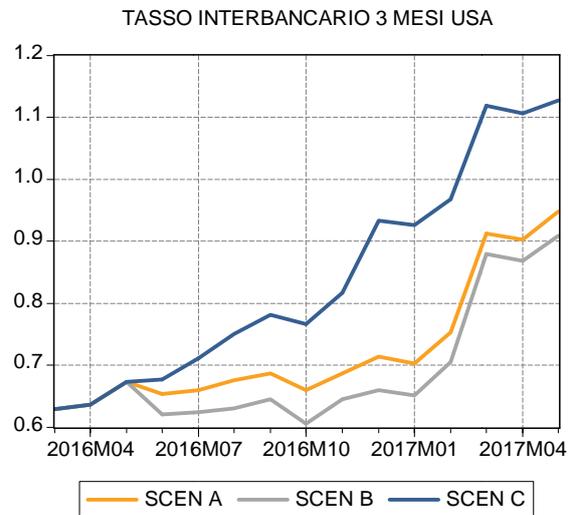
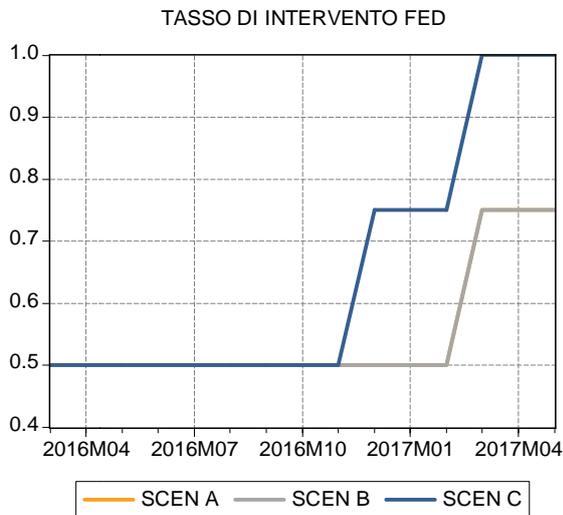
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

In maggio 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 -0,35% (da -0,34%) il 3 mesi a -0,28% (da -0,26%) e il 6 mesi a -0,16% (da -0,15%). Nello scenario C, che ipotizza il prossimo rialzo della FED a dicembre 2016, i tassi dovrebbero leggermente risalire (-0,31%, -0,19% e -0,10% l'1, il 3 e il 6 mesi ad aprile 2017). Nello scenario A, 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 a maggio 2017 potrebbero attestarsi a -0,36% l'1 mese, -0,24% 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 (-0,39%, -0,33% e -0,20% rispettivamente, alla fine dell'orizzonte predittivo).

In maggio, grazie alla concessione da parte della Commissione Europea della flessibilità sul bilancio del 2016 e alle nuove stime sulla crescita, riviste al rialzo dal FMI, i tassi di fine periodo della struttura a termine sono diminuiti. Il tasso sui BTP a 3 anni si è portato allo 0,05% dallo 0,1% precedente, il 5 anni allo 0,43% da 0,52%, il 7 anni allo 0,90% dall'1,01% e il decennale all'1,47% dall'1,59%. Nello scenario C, dopo le tensioni, tra maggio e giugno, causate dall'incertezza circa l'esito del referendum in UK, la situazione si stabilizza, mentre in USA la FED decide di compiere un rialzo a dicembre 2016. In tale contesto i tassi potrebbero esibire un movimento per lo più laterale o in lieve rialzo (+0,07% il 3 anni, +0,49% il 5 anni, +1,08% il 7 anni e +1,52% il 10 anni alla fine dell'orizzonte di previsione). Nello scenario A, a parità di condizioni in Europa, la FED decide di attendere il nuovo anno per intervenire e i rendimenti calano portandosi a maggio 2016 all'1,37% il 10 anni, allo 0,90% il 7 anni, allo 0,34% il 5 anni e a -0,09% il 3 anni. Nello scenario meno favorevole (B) nel quale le politiche monetarie delle due banche centrali sono identiche a quelle delineate in A, 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 (a maggio 2017 rispettivamente +0,31%, +0,74%, +1,30% e 1,75%).

In marzo il tasso medio sui depositi è rimasto costante (+0,49%) mentre quello sui prestiti si è debolmente ridotto (da +3,20% a +3,16%). Nello scenario C, i tassi bancari sono visti in debole ripresa, con il saggio medio sui depositi che a maggio potrebbe toccare lo 0,58% e quello sui prestiti il 3,31%. Negli scenari A e B entrambi i tassi medi sono visti in lieve calo: depositi allo 0,46% o allo 0,36% rispettivamente le due previsioni alla fine del periodo predittivo, e prestiti al 3,19% o al 3,10%.

A marzo 2016 la crescita sia dei prestiti totali (+0,96% a/a) sia dei depositi (+2,46% a/a) è continuata seppur a un ritmo inferiore rispetto al periodo precedente (+2,08% a/a e +3,49% a/a rispettivamente). In base ai risultati delle simulazioni, nello scenario più probabile (C) i volumi bancari potrebbero esibire una dinamica lievemente più favorevole dell'attuale, grazie alle condizioni macroeconomiche meno incerte (+1,67% a/a i prestiti e +3,47% a/a i depositi a fine periodo). Nello scenario A, il passo potrebbe essere simile all'attuale per l'intero periodo di previsione (+1,43% a/a gli impieghi e +3,21% a/a la raccolta a maggio 2017). Se si dovesse verificare lo scenario più sfavorevole (B) sia i depositi sia i prestiti rimarrebbero positivi durante l'intero arco predittivo, seppur su livelli inferiori rispetto alle alternative A e C. I depositi totali potrebbero registrare un incremento del 2,76% a/a a maggio 2017 e i prestiti dell'1,08% a/a.

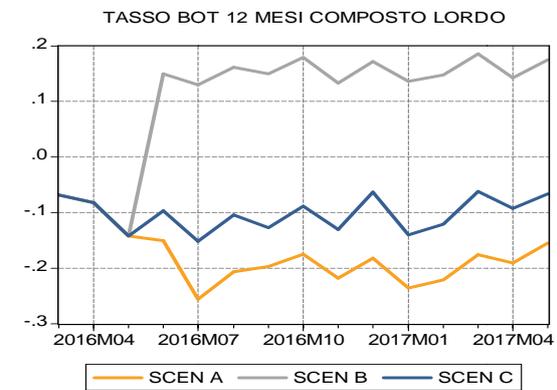
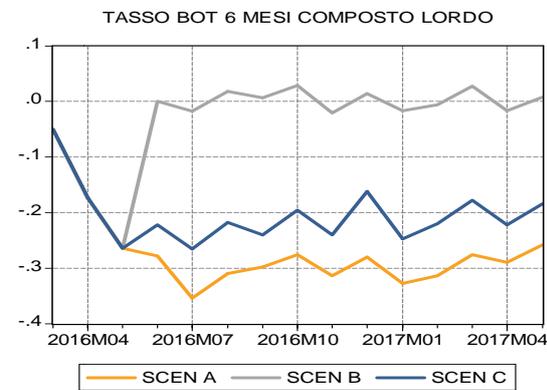
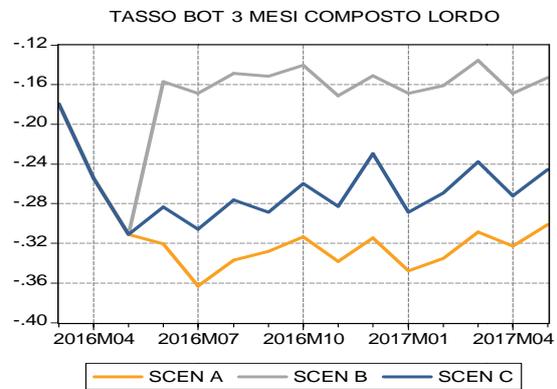
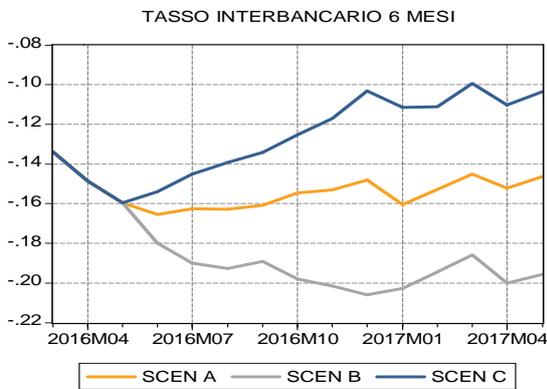
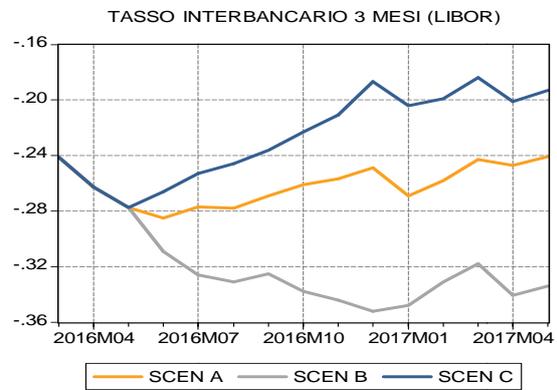
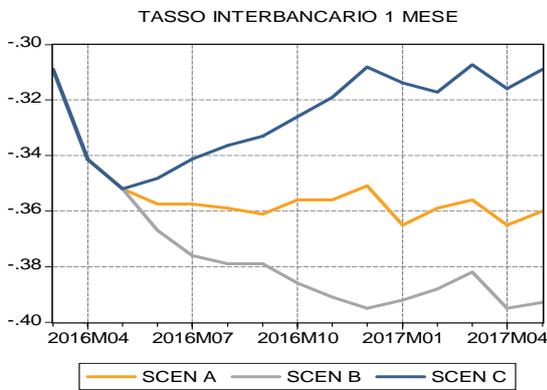
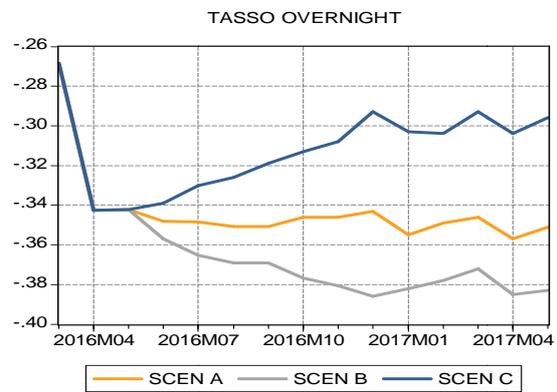
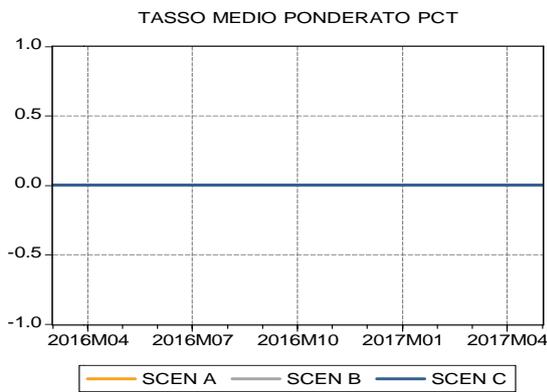
TASSI INTERBANCARI

STRUTTURA A TERMINE

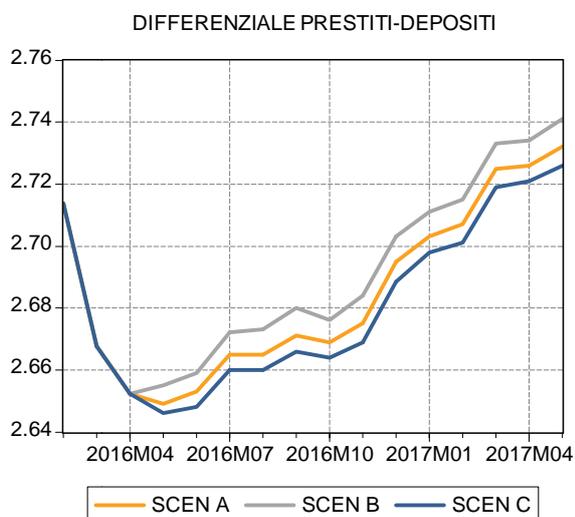
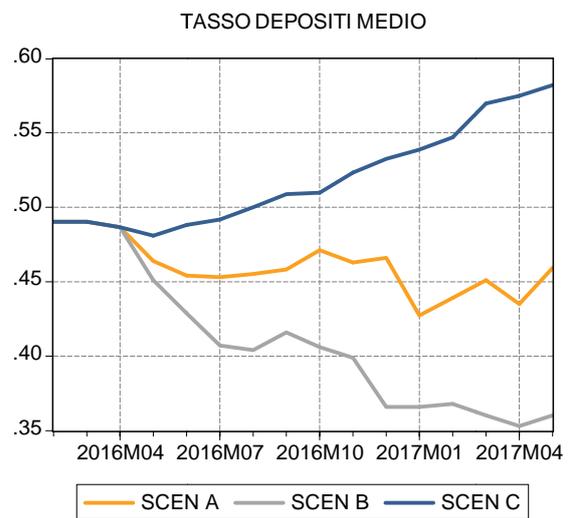
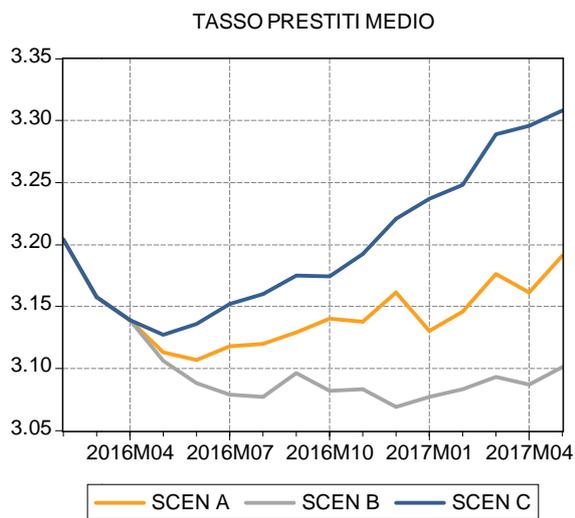
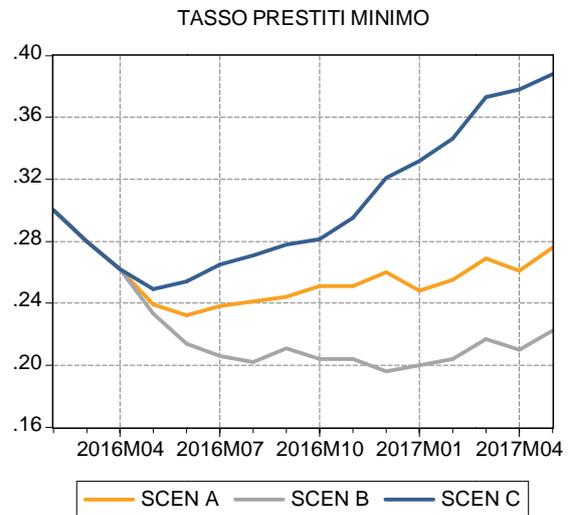
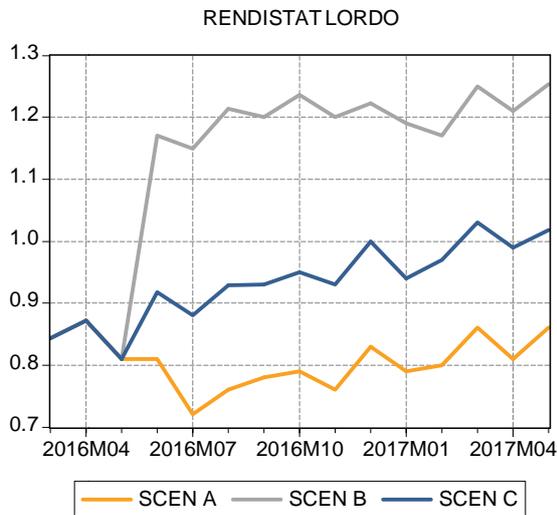
TASSI BANCARI

VOLUMI

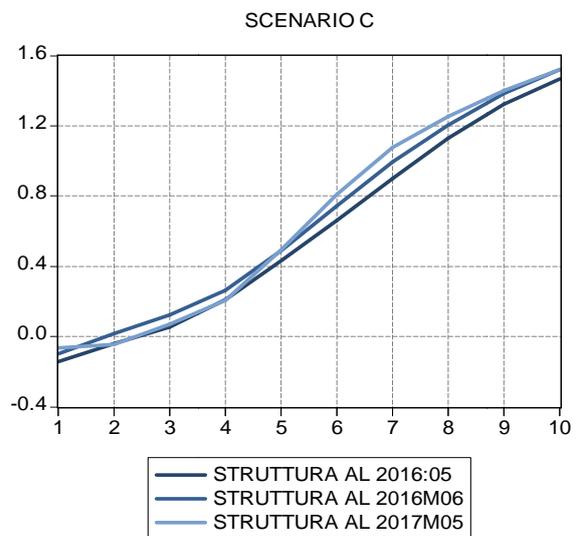
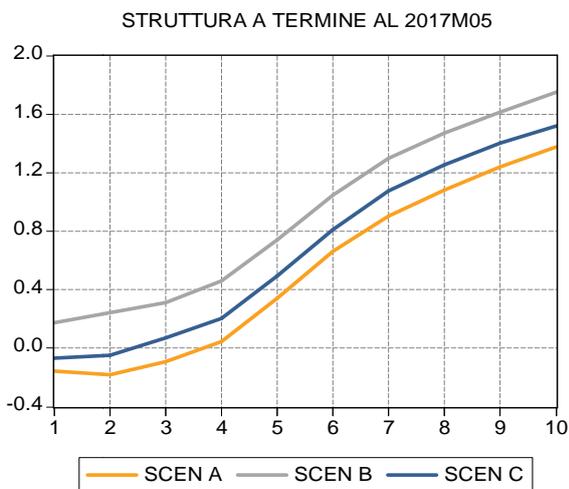
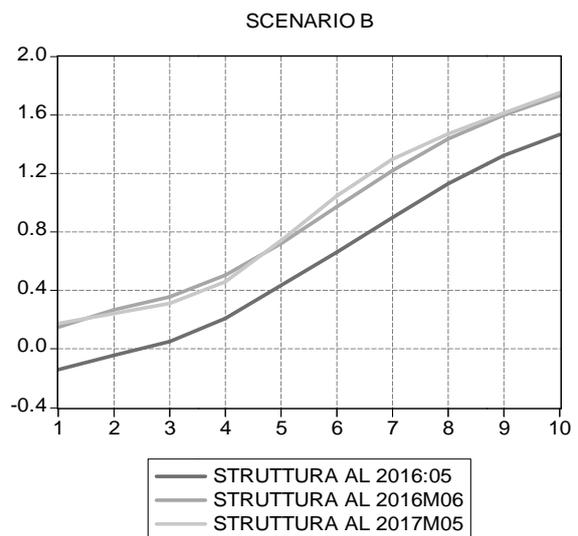
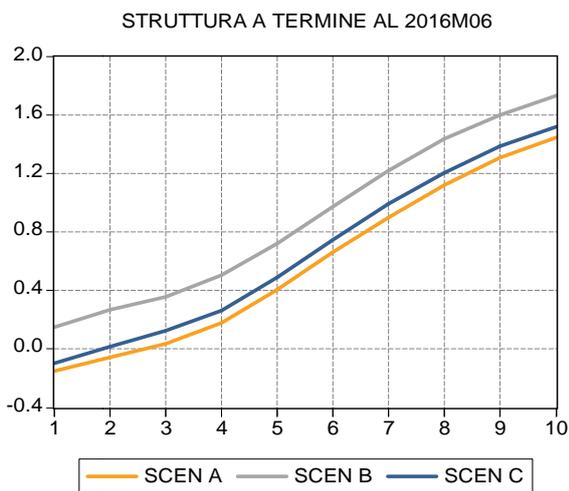
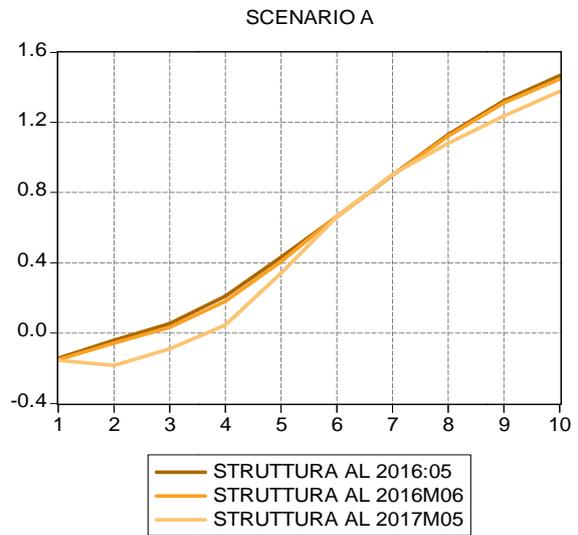
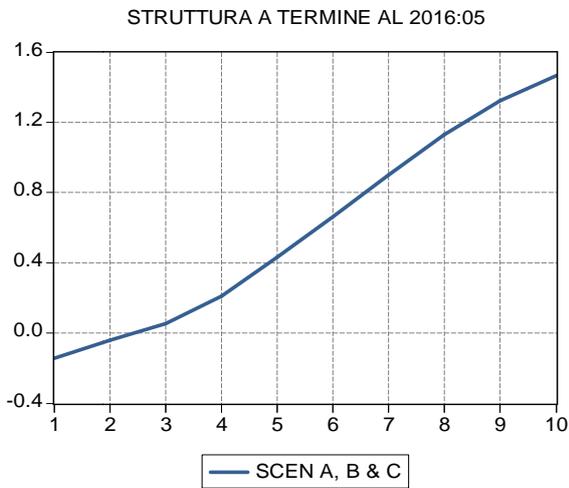
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



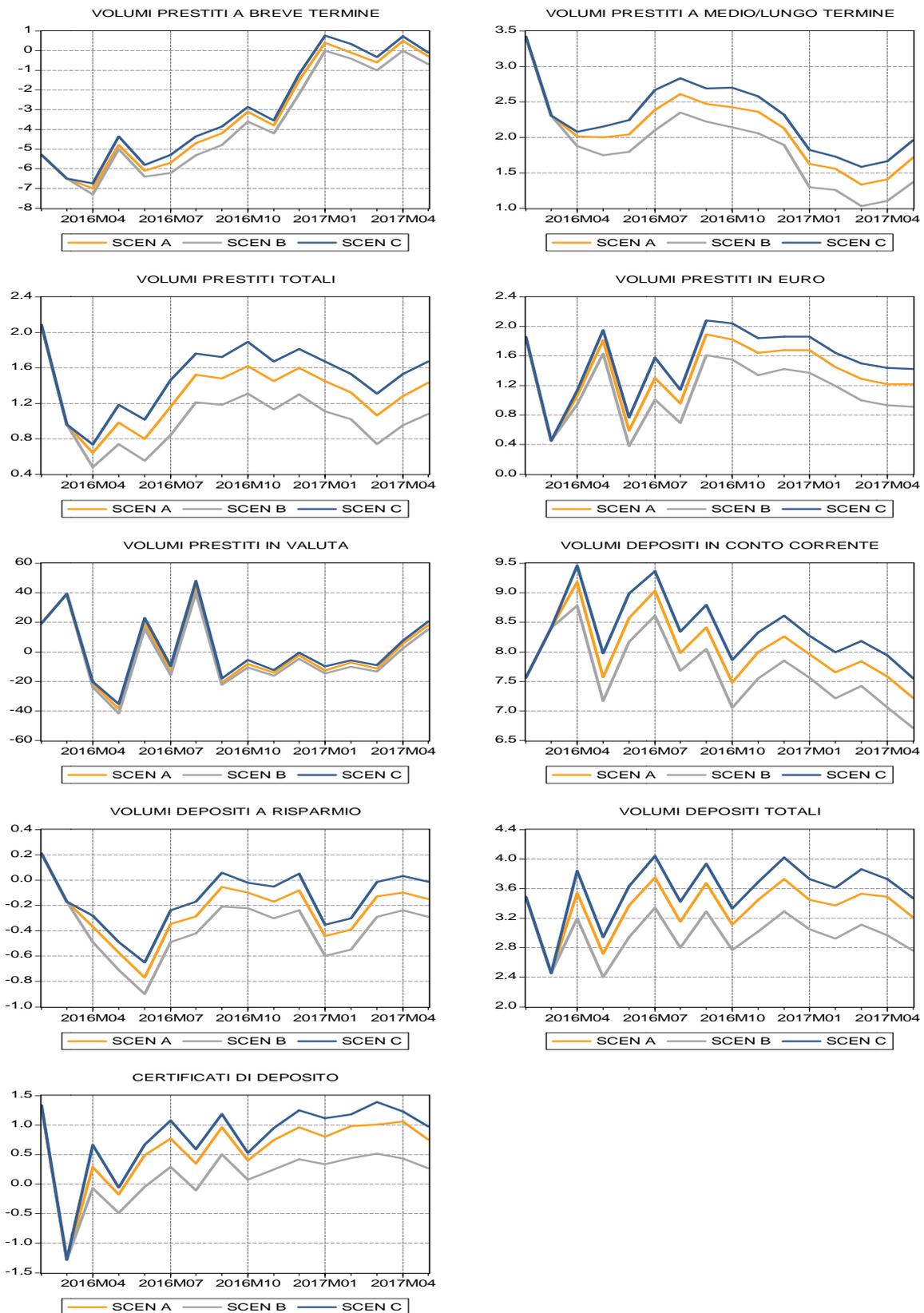
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



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



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

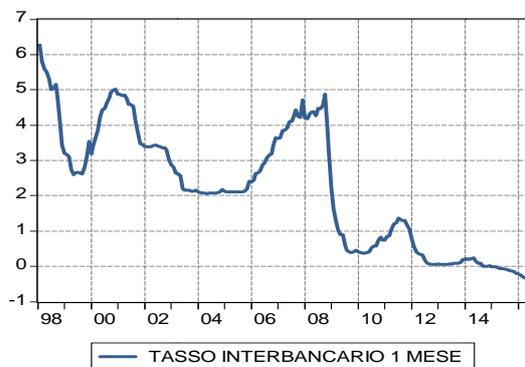
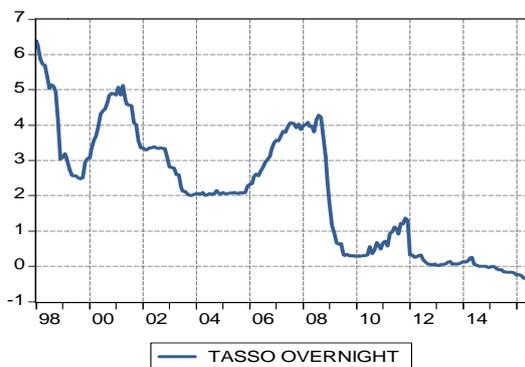
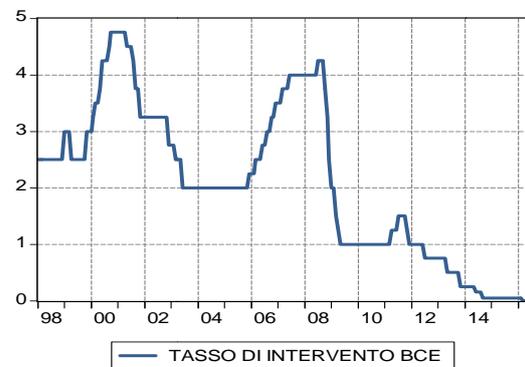
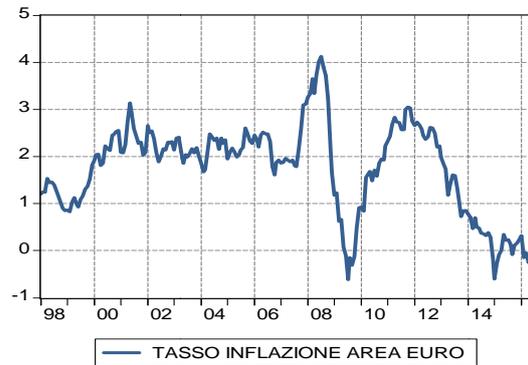


SCENARIO A	15 11	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1271	1218	1070	1017	1056	1087	1070	1018	994	921	911	864	921	901	924	904	840	908	868
Produzione Industriale (Var. % a/a)	1.7	-0.2	3.3	1.1	0.5	1.2	0.4	1.6	1.0	1.7	1.4	0.7	1.3	1.9	0.2	1.1	1.3	0.7	0.8
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.1	0.1	0.4	-0.2	-0.2	-0.4	-0.3	-0.2	0.0	0.2	0.4	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6	0.4	0.5	0.3
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	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	0.00
T. Overnight media d/l	-0.17	-0.20	-0.25	-0.24	-0.27	-0.34	-0.34	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.34	-0.36	-0.35	-0.35	-0.36	-0.35
T. Interb. 1m lett.	-0.15	-0.19	-0.22	-0.25	-0.31	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.37	-0.36	-0.36	-0.37	-0.36
T. Interb. 3m lett.	-0.10	-0.12	-0.15	-0.20	-0.24	-0.26	-0.28	-0.29	-0.28	-0.28	-0.27	-0.26	-0.26	-0.25	-0.27	-0.26	-0.24	-0.25	-0.24
T. Interb. 6m lett.	-0.03	-0.04	-0.07	-0.12	-0.13	-0.15	-0.16	-0.17	-0.16	-0.16	-0.16	-0.15	-0.15	-0.15	-0.16	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15
T. Depositi medio	0.54	0.52	0.50	0.49	0.49	0.49	0.46	0.45	0.45	0.46	0.46	0.47	0.46	0.47	0.43	0.44	0.45	0.44	0.46
T. Prestiti medio	3.30	3.24	3.24	3.20	3.16	3.14	3.11	3.11	3.12	3.12	3.13	3.14	3.14	3.16	3.13	3.15	3.18	3.16	3.19
T.prest. medio - T.dep. medio	2.76	2.72	2.74	2.71	2.67	2.65	2.65	2.65	2.67	2.67	2.67	2.67	2.68	2.70	2.70	2.71	2.73	2.73	2.73
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.14	-0.13	-0.16	-0.14	-0.18	-0.25	-0.31	-0.32	-0.36	-0.34	-0.33	-0.31	-0.34	-0.31	-0.35	-0.34	-0.31	-0.32	-0.30
T. BOT comp. lordo 6m	-0.11	-0.04	-0.08	-0.04	-0.05	-0.17	-0.26	-0.28	-0.35	-0.31	-0.30	-0.28	-0.31	-0.28	-0.33	-0.31	-0.28	-0.29	-0.26
T. BOT comp. lordo 12m	-0.03	0.00	-0.07	-0.03	-0.07	-0.08	-0.14	-0.15	-0.26	-0.21	-0.20	-0.18	-0.22	-0.18	-0.24	-0.22	-0.18	-0.19	-0.16
Rendistat lordo	1.00	1.02	0.97	1.01	0.84	0.87	0.81	0.81	0.72	0.76	0.78	0.79	0.76	0.83	0.79	0.80	0.86	0.81	0.86
Rendistat netto	0.88	0.89	0.85	0.88	0.74	0.76	0.71	0.71	0.63	0.67	0.68	0.69	0.67	0.73	0.69	0.70	0.75	0.71	0.75
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.10	0.15	0.07	0.09	0.06	0.10	0.05	0.04	-0.11	-0.09	-0.10	-0.08	-0.13	-0.09	-0.15	-0.14	-0.10	-0.13	-0.09
Rend. BTP a 5 anni	0.51	0.67	0.48	0.48	0.36	0.52	0.43	0.41	0.26	0.28	0.29	0.31	0.27	0.31	0.27	0.28	0.32	0.29	0.34
Rend. BTP a 7 anni	0.97	1.11	0.93	0.95	0.76	1.01	0.90	0.90	0.77	0.82	0.83	0.87	0.82	0.87	0.81	0.83	0.88	0.84	0.90
Rend. BTP a 10 anni	1.47	1.66	1.48	1.50	1.30	1.59	1.47	1.45	1.31	1.33	1.34	1.36	1.32	1.36	1.31	1.32	1.36	1.34	1.37
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2336.226	2333.583	2345.390	2355.344	2355.233	2335.583	2340.750	2357.929	2354.453	2353.923	2362.29	2359.60	2370.10	2370.92	2379.40	2386.43	2380.20	2365.48	2374.22
Prestiti in euro	2308.250	2288.242	2307.582	2319.848	2312.670	2302.051	2311.571	2326.740	2333.745	2309.958	2329.225	2317.73	2346.105	2326.68	2346.35	2353.49	2342.50	2330.14	2339.77
Prestiti in valuta	27.976	45.341	37.808	35.496	42.563	33.532	29.179	31.189	20.709	43.965	33.066	41.872	23.996	44.236	33.049	32.949	37.695	35.342	34.451
Prestiti a breve	345.564	337.764	335.155	334.989	334.145	328.428	329.793	334.015	333.159	329.102	330.773	326.381	332.433	332.698	336.496	334.654	332.140	330.070	328.803
Prestiti a m / l	1990.662	1995.819	2010.235	2020.355	2021.088	2007.155	2010.957	2023.914	2021.294	2024.821	2031.518	2033.219	2037.669	2038.223	2042.903	2051.781	2048.058	2035.408	2045.419
Depositi totali	2181.969	2199.588	2221.512	2251.884	2256.006	2260.990	2254.591	2278.699	2269.907	2264.533	2284.423	2273.503	2257.247	2281.633	2298.154	2327.772	2335.643	2339.898	2326.963
Depositi in c / c	851.001	877.005	874.441	869.917	883.585	897.214	899.521	904.382	905.435	897.348	912.938	929.641	919.081	949.446	944.047	936.466	952.858	965.223	964.466
Depositi a risparmio	298.830	301.010	304.023	304.640	303.895	302.482	301.450	301.064	299.925	300.431	299.654	298.451	298.322	300.769	302.685	303.452	303.500	302.180	300.998
Certif. deposito	1032.138	1021.573	1043.048	1077.327	1068.526	1061.293	1053.620	1073.253	1064.547	1066.755	1071.832	1045.411	1039.844	1031.418	1051.422	1087.855	1079.285	1072.496	1061.500
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	1.25	0.85	1.32	2.08	0.96	0.64	0.98	0.80	1.16	1.52	1.48	1.62	1.45	1.60	1.45	1.32	1.06	1.28	1.43
Prestiti in euro	1.31	0.23	0.81	1.86	0.45	1.06	1.81	0.59	1.30	0.96	1.89	1.82	1.64	1.68	1.68	1.45	1.29	1.22	1.22
Prestiti in valuta	-3.34	46.45	46.85	19.27	39.13	-21.70	-38.65	19.40	-12.47	43.28	-20.93	-8.35	-14.23	-2.44	-12.59	-7.18	-11.44	5.40	18.07
Prestiti a breve	-2.94	-6.09	-6.89	-5.30	-6.50	-7.00	-4.80	-6.10	-5.70	-4.70	-4.20	-3.10	-3.80	-1.50	0.40	-0.10	-0.60	0.50	-0.30
Prestiti a m / l	2.02	2.13	2.84	3.42	2.31	2.01	2.00	2.04	2.39	2.61	2.47	2.42	2.36	2.12	1.63	1.56	1.33	1.41	1.71
Depositi totali	1.13	1.82	2.00	3.49	2.46	3.54	2.72	3.37	3.75	3.15	3.67	3.11	3.45	3.73	3.45	3.37	3.53	3.49	3.21
Depositi in c / c	6.33	8.41	7.58	7.56	8.41	9.18	7.57	8.57	9.03	7.98	8.41	7.48	8.00	8.26	7.96	7.65	7.84	7.58	7.22
Depositi a risparmio	-0.41	-0.51	0.13	0.21	-0.17	-0.37	-0.57	-0.77	-0.35	-0.29	-0.05	-0.10	-0.17	-0.08	-0.44	-0.39	-0.13	-0.10	-0.15
Certif. deposito	-2.37	-2.60	-1.74	1.33	-1.28	0.28	-0.18	0.49	0.77	0.35	0.96	0.40	0.75	0.96	0.80	0.98	1.01	1.06	0.75

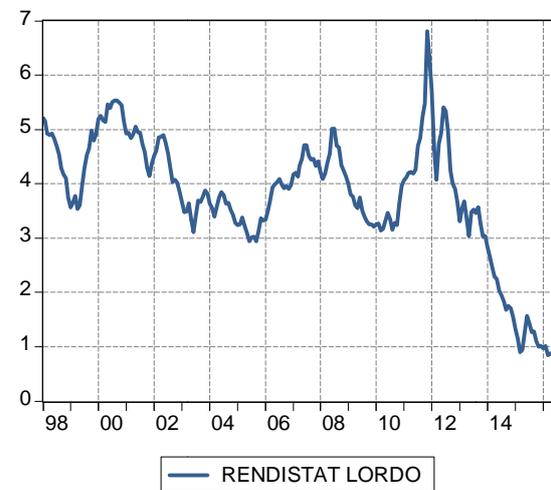
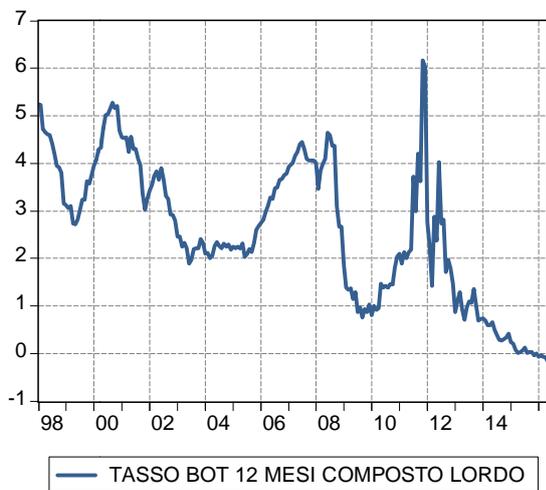
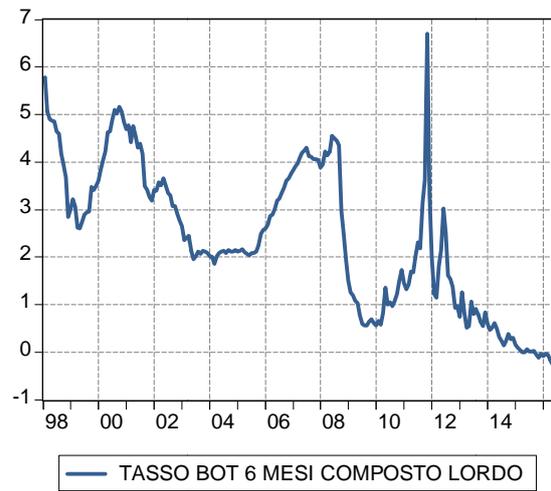
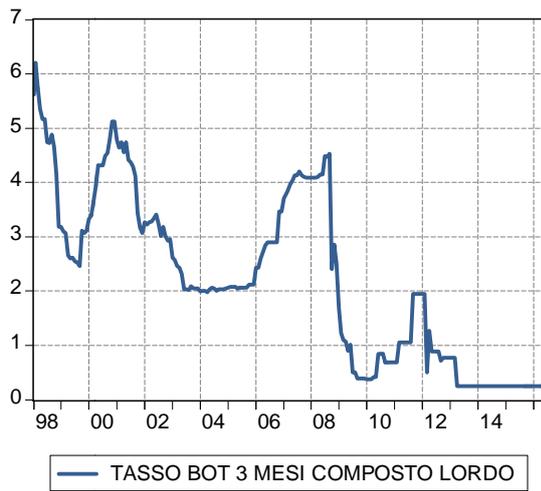
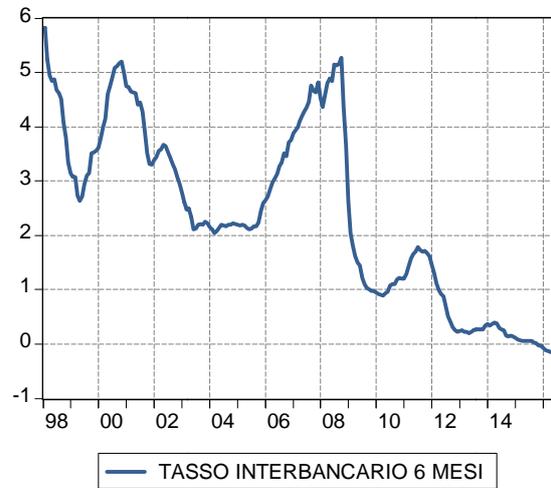
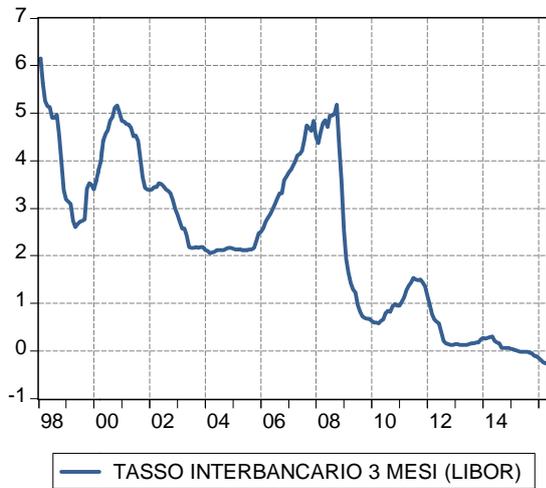
SCENARIO B	15 11	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1271	1218	1070	1017	1056	1087	1070	943	909	872	851	783	816	810	785	785	739	799	787
Produzione Industriale (Var. % a/a)	1.7	-0.2	3.3	1.1	0.5	1.1	0.2	1.3	0.6	1.2	1.0	0.1	0.8	1.4	-0.4	0.2	0.5	0.1	0.3
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.1	0.1	0.4	-0.2	-0.2	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.1	0.1	-0.1
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	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	0.00
T. Overnight media d/l	-0.17	-0.20	-0.25	-0.24	-0.27	-0.34	-0.34	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.39	-0.38	-0.38	-0.37	-0.39	-0.38
T. Interb. 1m lett.	-0.15	-0.19	-0.22	-0.25	-0.31	-0.34	-0.35	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.40	-0.39	-0.39	-0.38	-0.40	-0.39
T. Interb. 3m lett.	-0.10	-0.12	-0.15	-0.20	-0.24	-0.26	-0.28	-0.31	-0.33	-0.33	-0.33	-0.34	-0.34	-0.35	-0.35	-0.33	-0.32	-0.34	-0.33
T. Interb. 6m lett.	-0.03	-0.04	-0.07	-0.12	-0.13	-0.15	-0.16	-0.18	-0.19	-0.19	-0.19	-0.20	-0.20	-0.21	-0.20	-0.19	-0.19	-0.20	-0.20
T. Depositi medio	0.54	0.52	0.50	0.49	0.49	0.49	0.45	0.43	0.41	0.40	0.42	0.41	0.40	0.37	0.37	0.37	0.36	0.35	0.36
T. Prestiti medio	3.30	3.24	3.24	3.20	3.16	3.14	3.11	3.09	3.08	3.08	3.10	3.08	3.08	3.07	3.08	3.08	3.09	3.09	3.10
T.prest. medio - T.dep. medio	2.76	2.72	2.74	2.71	2.67	2.65	2.66	2.66	2.67	2.67	2.68	2.68	2.68	2.70	2.71	2.72	2.73	2.73	2.74
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.14	-0.13	-0.16	-0.14	-0.18	-0.25	-0.31	-0.16	-0.17	-0.15	-0.15	-0.14	-0.17	-0.15	-0.17	-0.16	-0.14	-0.17	-0.15
T. BOT comp. lordo 6m	-0.11	-0.04	-0.08	-0.04	-0.05	-0.17	-0.26	0.00	-0.02	0.02	0.01	0.03	-0.02	0.01	-0.02	-0.01	0.03	-0.02	0.01
T. BOT comp. lordo 12m	-0.03	0.00	-0.07	-0.03	-0.07	-0.08	-0.14	0.15	0.13	0.16	0.15	0.18	0.13	0.17	0.14	0.15	0.19	0.14	0.18
Rendistat lordo	1.00	1.02	0.97	1.01	0.84	0.87	0.81	1.17	1.15	1.21	1.20	1.24	1.20	1.22	1.19	1.17	1.25	1.21	1.25
Rendistat netto	0.88	0.89	0.85	0.88	0.74	0.76	0.71	1.02	1.01	1.06	1.05	1.08	1.05	1.07	1.04	1.02	1.09	1.06	1.10
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.10	0.15	0.07	0.09	0.06	0.10	0.05	0.36	0.33	0.34	0.32	0.33	0.30	0.32	0.28	0.29	0.33	0.29	0.31
Rend. BTP a 5 anni	0.51	0.67	0.48	0.48	0.36	0.52	0.43	0.72	0.69	0.71	0.70	0.72	0.69	0.72	0.69	0.70	0.75	0.72	0.74
Rend. BTP a 7 anni	0.97	1.11	0.93	0.95	0.76	1.01	0.90	1.22	1.19	1.22	1.22	1.26	1.23	1.26	1.24	1.25	1.29	1.26	1.30
Rend. BTP a 10 anni	1.47	1.66	1.48	1.50	1.30	1.59	1.47	1.73	1.71	1.72	1.72	1.74	1.71	1.73	1.71	1.71	1.76	1.73	1.75
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2336.226	2333.583	2345.390	2355.344	2355.233	2331.870	2335.186	2352.081	2347.006	2346.735	2355.31	2352.40	2362.63	2363.92	2371.42	2379.37	2372.66	2354.02	2360.41
Prestiti in euro	2308.250	2288.242	2307.582	2319.848	2312.670	2299.317	2307.484	2321.883	2327.064	2303.781	2322.824	2311.58	2339.180	2320.73	2339.20	2347.45	2335.80	2320.70	2328.48
Prestiti in valuta	27.976	45.341	37.808	35.496	42.563	32.552	27.703	30.198	19.942	42.954	32.483	40.820	23.445	43.185	32.228	31.914	36.865	33.321	31.925
Prestiti a breve	345.564	337.764	335.155	334.989	334.145	327.368	329.100	332.947	331.393	327.030	328.702	324.697	331.050	330.333	335.155	333.649	330.804	327.368	326.796
Prestiti a m / l	1990.662	1995.819	2010.235	2020.355	2021.088	2004.501	2006.086	2019.133	2015.613	2019.705	2026.606	2027.705	2031.575	2033.586	2036.269	2045.719	2041.858	2026.654	2033.610
Depositi totali	2181.969	2199.588	2221.512	2251.884	2256.006	2253.565	2247.567	2269.220	2260.937	2256.850	2276.050	2266.007	2247.864	2271.954	2289.268	2317.639	2326.168	2320.496	2309.600
Depositi in c / c	851.001	877.005	874.441	869.917	883.585	893.927	896.176	901.050	901.947	894.855	909.906	925.921	915.252	945.850	940.549	932.638	949.147	957.038	956.309
Depositi a risparmio	298.830	301.010	304.023	304.640	303.895	302.107	301.032	300.670	299.490	300.030	299.186	298.093	297.934	300.288	302.199	302.964	303.014	301.382	300.159
Certif. deposito	1032.138	1021.573	1043.048	1077.327	1068.526	1057.531	1050.359	1067.500	1059.499	1061.965	1066.957	1041.992	1034.679	1025.817	1046.521	1082.037	1074.007	1062.075	1053.132
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	1.25	0.85	1.32	2.08	0.96	0.48	0.74	0.55	0.84	1.21	1.18	1.31	1.13	1.30	1.11	1.02	0.74	0.95	1.08
Prestiti in euro	1.31	0.23	0.81	1.86	0.45	0.94	1.63	0.38	1.01	0.69	1.61	1.55	1.34	1.42	1.37	1.19	1.00	0.93	0.91
Prestiti in valuta	-3.34	46.45	46.85	19.27	39.13	-23.99	-41.75	15.60	-15.71	39.98	-22.33	-10.65	-16.20	-4.76	-14.76	-10.09	-13.39	2.36	15.24
Prestiti a breve	-2.94	-6.09	-6.89	-5.30	-6.50	-7.30	-5.00	-6.40	-6.20	-5.30	-4.80	-3.60	-4.20	-2.20	0.00	-0.40	-1.00	0.00	-0.70
Prestiti a m / l	2.02	2.13	2.84	3.42	2.31	1.88	1.75	1.80	2.10	2.35	2.22	2.14	2.06	1.89	1.30	1.26	1.03	1.11	1.37
Depositi totali	1.13	1.82	2.00	3.49	2.46	3.20	2.40	2.94	3.34	2.80	3.29	2.77	3.02	3.29	3.05	2.92	3.11	2.97	2.76
Depositi in c / c	6.33	8.41	7.58	7.56	8.41	8.78	7.17	8.17	8.61	7.68	8.05	7.05	7.55	7.85	7.56	7.21	7.42	7.06	6.71
Depositi a risparmio	-0.41	-0.51	0.13	0.21	-0.17	-0.49	-0.71	-0.90	-0.49	-0.42	-0.21	-0.22	-0.30	-0.24	-0.60	-0.55	-0.29	-0.24	-0.29
Certif. deposito	-2.37	-2.60	-1.74	1.33	-1.28	-0.07	-0.49	-0.05	0.29	-0.10	0.50	0.07	0.25	0.42	0.33	0.44	0.51	0.43	0.26

SCENARIO C	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	17 5
ESOGENE																			
Tasso di intervento	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	0.00
Indice COMIT (livello)	1271	1218	1070	1017	1056	1087	1070	1045	1024	953	935	895	995	937	995	971	893	973	917
Produzione Industriale (Var. % a/a)	1.7	-0.2	3.3	1.1	0.5	1.3	0.6	1.8	1.3	1.9	1.7	1.0	1.6	2.3	0.4	1.4	1.6	1.1	1.2
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.1	0.1	0.4	-0.2	-0.2	-0.4	-0.3	-0.2	0.1	0.3	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8	0.6	0.7	0.5
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	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	0.00
T. Overnight media d/l	-0.17	-0.20	-0.25	-0.24	-0.27	-0.34	-0.34	-0.34	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.29	-0.30	-0.30	-0.29	-0.30	-0.30
T. Interb. 1m lett.	-0.15	-0.19	-0.22	-0.25	-0.31	-0.34	-0.35	-0.35	-0.34	-0.34	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.32	-0.31
T. Interb. 3m lett.	-0.10	-0.12	-0.15	-0.20	-0.24	-0.26	-0.28	-0.27	-0.25	-0.25	-0.24	-0.22	-0.21	-0.19	-0.20	-0.20	-0.18	-0.20	-0.19
T. Interb. 6m lett.	-0.03	-0.04	-0.07	-0.12	-0.13	-0.15	-0.16	-0.15	-0.15	-0.14	-0.13	-0.13	-0.12	-0.10	-0.11	-0.11	-0.10	-0.11	-0.10
T. Depositi medio	0.54	0.52	0.50	0.49	0.49	0.49	0.48	0.49	0.49	0.50	0.51	0.51	0.52	0.53	0.54	0.55	0.57	0.58	0.58
T. Prestiti medio	3.30	3.24	3.24	3.20	3.16	3.14	3.13	3.14	3.15	3.16	3.18	3.17	3.19	3.22	3.24	3.25	3.29	3.30	3.31
T.prest. medio - T.dep. medio	2.76	2.72	2.74	2.71	2.67	2.65	2.65	2.65	2.66	2.66	2.67	2.66	2.67	2.69	2.70	2.70	2.72	2.72	2.73
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.14	-0.13	-0.16	-0.14	-0.18	-0.25	-0.31	-0.28	-0.31	-0.28	-0.29	-0.26	-0.28	-0.23	-0.29	-0.27	-0.24	-0.27	-0.25
T. BOT comp. lordo 6m	-0.11	-0.04	-0.08	-0.04	-0.05	-0.17	-0.26	-0.22	-0.27	-0.22	-0.24	-0.20	-0.24	-0.16	-0.25	-0.22	-0.18	-0.22	-0.18
T. BOT comp. lordo 12m	-0.03	0.00	-0.07	-0.03	-0.07	-0.08	-0.14	-0.10	-0.15	-0.10	-0.13	-0.09	-0.13	-0.06	-0.14	-0.12	-0.06	-0.09	-0.07
Rendistat lordo	1.00	1.02	0.97	1.01	0.84	0.87	0.81	0.92	0.88	0.93	0.93	0.95	0.93	1.00	0.94	0.97	1.03	0.99	1.02
Rendistat netto	0.88	0.89	0.85	0.88	0.74	0.76	0.71	0.80	0.77	0.81	0.81	0.83	0.81	0.88	0.82	0.85	0.90	0.87	0.89
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.10	0.15	0.07	0.09	0.06	0.10	0.05	0.12	0.03	0.06	0.04	0.06	0.03	0.09	0.02	0.04	0.08	0.04	0.07
Rend. BTP a 5 anni	0.51	0.67	0.48	0.48	0.36	0.52	0.43	0.49	0.40	0.42	0.41	0.45	0.42	0.50	0.44	0.45	0.50	0.47	0.49
Rend. BTP a 7 anni	0.97	1.11	0.93	0.95	0.76	1.01	0.90	0.99	0.93	0.96	0.95	0.99	0.96	1.05	0.99	1.03	1.08	1.03	1.08
Rend. BTP a 10 anni	1.47	1.66	1.48	1.50	1.30	1.59	1.47	1.52	1.44	1.47	1.46	1.49	1.46	1.53	1.47	1.49	1.53	1.50	1.52
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2336.226	2333.583	2345.390	2355.344	2355.233	2337.811	2345.386	2362.970	2361.436	2359.488	2367.88	2365.87	2375.24	2375.82	2384.56	2391.38	2386.09	2373.58	2384.55
Prestiti in euro	2308.250	2288.242	2307.582	2319.848	2312.670	2303.679	2314.695	2330.875	2340.047	2314.077	2333.569	2322.74	2350.721	2330.80	2350.50	2357.89	2347.36	2336.85	2347.56
Prestiti in valuta	27.976	45.341	37.808	35.496	42.563	34.132	30.691	32.095	21.389	45.411	34.309	43.133	24.520	45.018	34.055	33.487	38.726	36.728	36.990
Prestiti a breve	345.564	337.764	335.155	334.989	334.145	329.338	331.328	335.039	334.606	330.290	331.970	327.167	333.329	333.718	337.736	336.132	333.053	331.716	331.000
Prestiti a m / l	1990.662	1995.819	2010.235	2020.355	2021.088	2008.473	2014.058	2027.931	2026.830	2029.198	2035.908	2038.703	2041.912	2042.103	2046.822	2055.249	2053.034	2041.864	2053.554
Depositi totali	2181.969	2199.588	2221.512	2251.884	2256.006	2267.541	2259.420	2284.430	2276.252	2270.461	2290.373	2278.354	2262.484	2288.011	2304.374	2333.177	2343.088	2352.120	2337.822
Depositi in c / c	851.001	877.005	874.441	869.917	883.585	899.492	902.858	907.861	908.223	900.336	916.199	932.927	921.889	952.515	946.757	939.423	955.862	970.911	971.024
Depositi a risparmio	298.830	301.010	304.023	304.640	303.895	302.745	301.699	301.429	300.243	300.783	299.996	298.690	298.681	301.158	302.951	303.726	303.845	302.840	301.664
Certif. deposito	1032.138	1021.573	1043.048	1077.327	1068.526	1065.304	1054.863	1075.140	1067.786	1069.342	1074.178	1046.737	1041.914	1034.339	1054.666	1090.028	1083.381	1078.368	1065.134
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	1.25	0.85	1.32	2.08	0.96	0.74	1.18	1.02	1.46	1.76	1.72	1.89	1.67	1.81	1.67	1.53	1.31	1.53	1.67
Prestiti in euro	1.31	0.23	0.81	1.86	0.45	1.13	1.95	0.77	1.57	1.14	2.08	2.04	1.84	1.86	1.64	1.50	1.44	1.44	1.42
Prestiti in valuta	-3.34	46.45	46.85	19.27	39.13	-20.30	-35.47	22.87	-9.60	47.99	-17.96	-5.58	-12.36	-0.71	-9.93	-5.66	-9.01	7.60	20.52
Prestiti a breve	-2.94	-6.09	-6.89	-5.30	-6.50	-6.74	-4.36	-5.81	-5.29	-4.36	-3.85	-2.87	-3.54	-1.20	0.77	0.34	-0.33	0.72	-0.10
Prestiti a m / l	2.02	2.13	2.84	3.42	2.31	2.08	2.15	2.24	2.67	2.83	2.69	2.70	2.57	2.32	1.82	1.73	1.58	1.66	1.96
Depositi totali	1.13	1.82	2.00	3.49	2.46	3.84	2.94	3.63	4.04	3.42	3.94	3.33	3.69	4.02	3.73	3.61	3.86	3.73	3.47
Depositi in c / c	6.33	8.41	7.58	7.56	8.41	9.46	7.97	8.99	9.37	8.34	8.80	7.86	8.33	8.61	8.27	7.99	8.18	7.94	7.55
Depositi a risparmio	-0.41	-0.51	0.13	0.21	-0.17	-0.28	-0.49	-0.65	-0.24	-0.17	0.06	-0.02	-0.05	0.05	-0.35	-0.30	-0.02	0.03	-0.01
Certif. deposito	-2.37	-2.60	-1.74	1.33	-1.28	0.66	-0.06	0.67	1.07	0.59	1.18	0.53	0.95	1.25	1.11	1.18	1.39	1.23	0.97

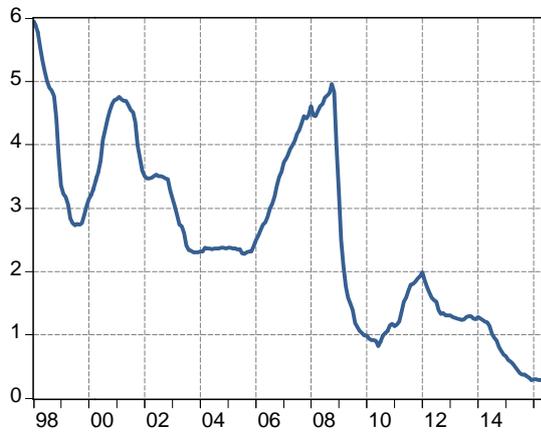
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



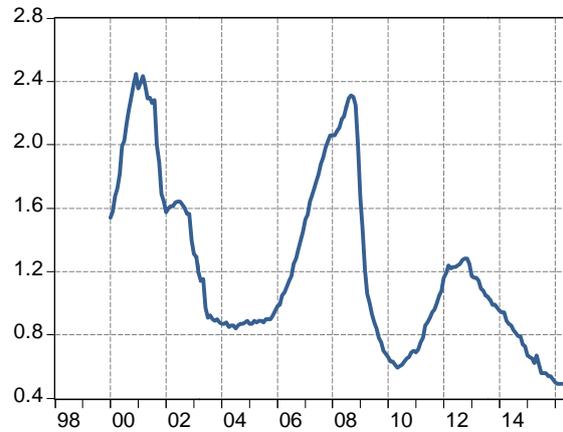
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



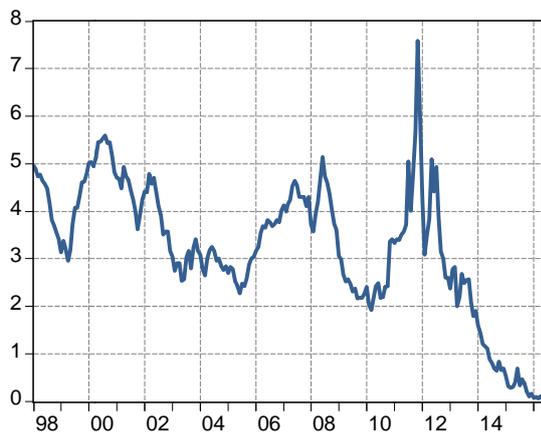
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
 Dati mensili



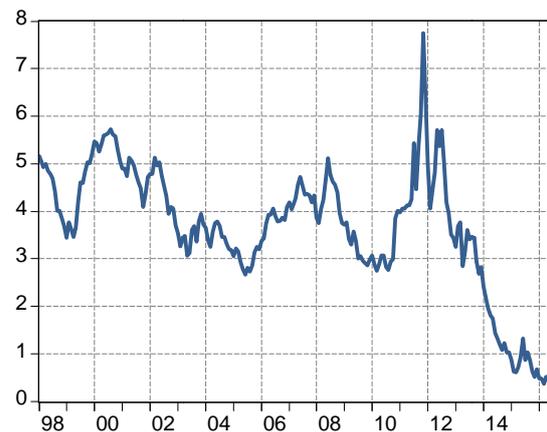
TASSO PRESTITI MINIMO



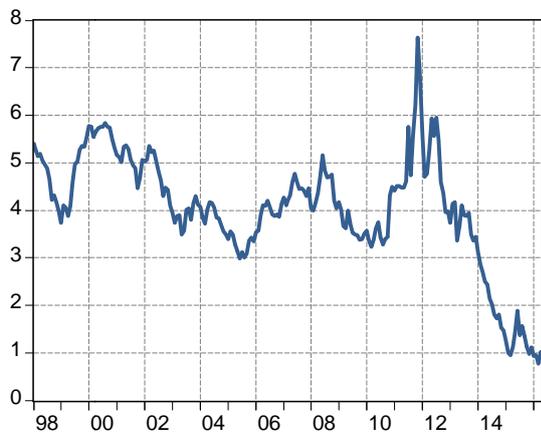
TASSO DEPOSITI MEDIO



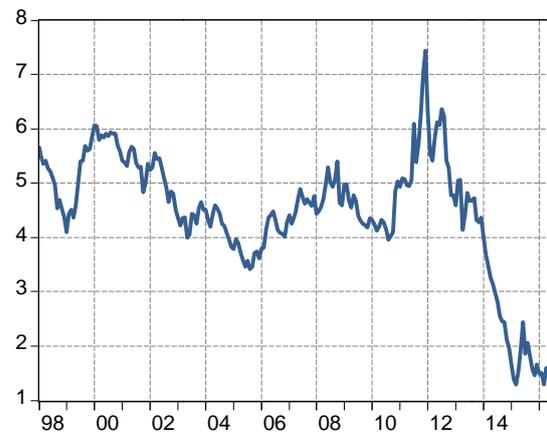
RENDIMENTO A 3 ANNI



RENDIMENTO A 5 ANNI



RENDIMENTO A 7 ANNI



RENDIMENTO A 10 ANNI

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

