

MEFIM

MODELLO
ECONOMETRICO
FINANZIARIO
INTERNAZIONALE
MENSILE

Agosto 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 luglio 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

Negli ultimi mesi il sistema bancario europeo è stato l'argomento di primo piano per gli investitori. **L'evento principale di luglio è stato la pubblicazione dei risultati degli stress test sui maggiori istituti finanziari europei.** Complessivamente, le valutazioni sono state positive e, secondo l'EBA, la maggior parte delle banche esaminate ha migliorato la sua situazione rispetto al passato. **Il sistema bancario italiano, osservato speciale, ne è uscito meglio del previsto.** Quattro banche italiane su cinque, infatti, hanno ottenuto risultati positivi, con un coefficiente patrimoniale medio del 7,7% (la media europea è stata del 9,4%). Come ci si aspettava, l'unica banca a non superare i test è stata Monte dei Paschi di Siena, con un *Common Equity Tier 1 (CET1)* negativo e pari a -2,2%, in caso di scenario fortemente avverso. Gli amministratori

della banca, tuttavia, hanno inviato alla BCE il piano di risanamento dell'istituto, prima dell'uscita dei risultati degli stress test e tale mossa ha raggiunto l'obiettivo di preparare e tranquillizzare i mercati. La BCE ha approvato il piano, che prevede un aumento di capitale per 5 miliardi di euro. **La soluzione trovata per il salvataggio di Mps, intermedia tra *bail in* e *bail out*, prevede l'apporto di capitali privati supportati da garanzia pubblica.** A nostro avviso questa potrebbe essere una soluzione pilota, in grado di ridimensionare l'effetto penalizzante e destabilizzante, per l'intero sistema europeo, del *bail in*, che rende difficile per le banche il reperimento di capitali privati. La garanzia pubblica, infatti, invoglia azionisti e obbligazionisti a investire ancora nel settore.

Altra osservata speciale era la *Deutsche Bank*. Gli stress test americani e il FMI l'avevano, infatti, indicata come la principale fonte di rischio sistemico per il comparto bancario europeo, date le sue dimensioni e la sua posizione strategica. **Dagli stress test europei la *Deutsche Bank* ne è uscita meglio del previsto, anche se comunque molto debole.** Il passaggio tra lo scenario avverso di base e quello più catastrofico determina, infatti, una correzione, in termini di *CET1* di 430 punti base. L'indicatore rimane comunque positivo anche nello scenario più avverso, tuttavia, l'ampiezza della correzione denota la debolezza già evidenziata dal FMI. I risultati degli stress test americani erano più penalizzanti per il sistema tedesco rispetto a quelli europei, poiché questi ultimi tengono conto anche di alcune variabili macroeconomiche, disoccupazione, tassi d'interesse e crescita economica *in primis*. Il buon andamento dell'economia tedesca ha quindi favorito gli esiti degli stress test per tutte le banche teutoniche. Tenendo conto di questo, il sistema bancario italiano, penalizzato da molti mesi di recessione, alta disoccupazione e tassi d'interesse più elevati di quelli tedeschi, è uscito dagli stress test dell'EBA rafforzato. **Il fattore critico legato al sistema bancario, rilevato nei mesi precedenti, pur rimanendo, è quindi attenuato dai risultati degli stress test.**

Restano comunque elevati **altri rischi al ribasso per l'Area Euro**, tra i quali la *Brexit*, che seppur digerita dai mercati, rimane un fattore destabilizzante. Altri rischi al ribasso sono rappresentati dalla **recrudescenza del terrorismo** e soprattutto dall'**instabilità politica dei singoli paesi membri**. Tra la fine del 2016 e l'inizio del 2017 molti paesi europei potrebbero, infatti, trovarsi ad affrontare le elezioni politiche, perché previste o perché anticipate, con il rischio che il rafforzamento dei movimenti populistici causi instabilità dannose anche per l'economia.

Un altro fattore critico per l'Area Euro è rappresentato dal divario tra la politica monetaria e la vigilanza bancaria. Se da un lato la BCE usa ogni mezzo a sua disposizione per dare segnali espansivi, dall'altro, invece, le norme di vigilanza sempre più stringenti penalizzano il sistema bancario e di conseguenza l'economia reale, rischiando di neutralizzare gli effetti della politica monetaria accomodante.

Tutti questi rischi al ribasso per l'AE hanno determinato il *fly to quality* dai mercati europei verso Stati Uniti e, ultimamente, anche verso alcuni paesi emergenti, osservato negli ultimi mesi. Lo spostamento di capitali è dovuto anche dalla minor probabilità che la FED decida di alzare i tassi di riferimento entro l'anno. **I nuovi dati macroeconomici per gli USA denotano, infatti, una certa debolezza, anche a causa delle attese di una crescita globale fiacca, nonostante le politiche monetarie particolarmente espansive, o al più neutrali, in atto.** La debolezza del ciclo globale è evidente anche dall'andamento del prezzo del petrolio, che dopo essersi riportato da metà maggio attorno ai 50 dollari al barile, a fine luglio è tornato tra i 40 e i 42 dollari per barile.

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

Oltre alla crescita economica non così solida, anche l'incertezza circa gli effetti che la *Brexit* potrà portare e la non remota possibilità che alle elezioni presidenziali ne esca vincitore Donald Trump, riducono ulteriormente la probabilità di un abbandono repentino della politica neutrale da parte della FED. Ragionando nel medio termine, quindi, salvo che negli USA non si registrino dati particolarmente esaltanti, sintomo del surriscaldamento dell'economia, i focolai di tensione in Europa faranno ancora preferire agli investitori gli Stati Uniti e i paesi emergenti. **Il deflusso di capitali potrebbe comunque essere di entità minore rispetto ai mesi scorsi, grazie all'attenuarsi del rischio sistemico proveniente dal settore bancario europeo.**

GLI ULTIMI DATI

Il PIL statunitense nel secondo trimestre è cresciuto molto meno di quanto atteso. La prima lettura dei dati di contabilità nazionale mostra una variazione congiunturale dell'1,2% t/t ann. (da +0,8% t/t ann.) e tendenziale dell'1,5% a/a (da +2,1% a/a) contro le attese di +2,6% t/t ann.. Anche il dato del primo trimestre è stato rivisto al ribasso da +1,1% t/t ann. a +0,8% t/t ann.. **La crescita si dimostra, quindi, debole e rende più probabile il protrarsi del periodo di neutralità della FED per tutto il 2016.** Il PIL è stato trainato prevalentemente dai consumi privati, che hanno registrato il maggior incremento dal quarto trimestre del 2014 (+4,2% t/t ann. e +2,7% a/a da +1,2% t/t ann. e +2,6% a/a) contribuendo alla crescita per il 2,83% t/t. Tutte le altre componenti, con la sola eccezione del canale estero, hanno sottratto punti alla variazione del PIL. Gli investimenti fissi, in calo del 3,2% t/t ann. (da +3,4% t/t ann.) hanno sottratto lo 0,52% t/t per effetto della contrazione sia dei non residenziali (-2,3% t/t ann. e -2% a/a da -5,9% t/t e -0,4% a/a del periodo precedente) sia dei residenziali (-6,1% t/t ann. e +12,8% a/a) dopo il balzo del primo trimestre (+7,8% t/t e +17,2% a/a). **Emerge, quindi, una debolezza generalizzata degli investimenti, che potrebbe riflettere, da un lato, le attese di una crescita globale fiacca e, dall'altro, i timori degli investitori per il possibile esito a favore di Trump alle prossime elezioni presidenziali.** La crescita nel secondo trimestre è stata debole anche per il forte contributo negativo delle scorte (-1,16% t/t). Neppure la spesa pubblica ha aiutato (-0,16% t/t) essendo diminuita dello 0,9% t/t ann. (+1,7% a/a) dopo l'incremento considerevole del primo trimestre (+6,1% t/t ann., +2,6% a/a). I flussi commerciali con l'estero sono rimasti bilanciati, determinando un contributo positivo seppur poco significativo (+0,23% t/t) dovuto all'aumento delle esportazioni (+1,4% t/t ann. e -0,4% a/a da -1,6% t/t ann. e +0,5% a/a) e al calo delle importazioni (-0,4% t/t da +0,9% t/t, +0,5% a/a da +1,4% a/a). Le rilevazioni mensili per il commercio con l'estero di maggio segnalano un calo delle esportazioni dello 0,17% m/m (+1,38% m/m il precedente) e un incremento delle importazioni dell'1,57% m/m (da +2,01% m/m) con il conseguente aumento del deficit commerciale (-41,14 miliardi di dollari dai -37,38 di aprile). **Dopo i dati deludenti di maggio, il mercato di lavoro si è in parte ripreso, registrando una variazione dei non farm payroll oltre le aspettative.** A giugno, l'occupazione nel settore non agricolo è aumentata, infatti, di 287 mila unità, ben oltre le attese degli analisti (175 mila). Il dato, molto positivo, tuttavia si smorza se letto insieme alla correzione negativa subita dal valore di maggio, che, già debole, è stato anche rivisto al ribasso (+11 mila unità da +38 mila). Stessa interpretazione prudente andrebbe data anche ai segnali positivi provenienti dal settore privato (+265 mila nuovi posti di lavoro, attese +171 mila) dopo la variazione negativa del mese precedente (-6 mila unità, rivista al ribasso da +25 mila). Il tasso di disoccupazione a giugno è aumentato dal 4,7% al 4,9%, più delle attese (4,8%) rimanendo comunque prossimo alla soglia della piena occupazione. I salari medi orari in giugno hanno subito un rialzo del 2,43% a/a (+2,29% a/a il precedente). Nonostante la maggior vivacità mostrata nell'ultimo mese, il trend sembra abbastanza contenuto e non presenta ancora preoccupazioni. Il dato va comunque monitorato essendo superiore al 2% a/a, soglia sopra la quale si potrebbero generare pressioni inflazionistiche. Sempre per quanto riguarda l'inflazione, in giugno sia l'indice globale sia il *core* sono rimasti stabili (+1,1% a/a e +2,2% a/a rispettivamente). Questi segnali d'invarianza sono a favore di un percorso di crescita contenuto per l'inflazione nei prossimi mesi, favorito anche dalla correzione del prezzo del petrolio, portatosi nuovamente attorno ai 40 dollari al barile. Dal lato dell'offerta, la produzione industriale di giugno è tornata a crescere (+0,6% m/m e -0,7% a/a dal precedente -0,3% m/m e -1,4% a/a) più delle attese (+0,3% m/m) tuttavia, nello stesso mese, gli ordini di beni durevoli sono diminuiti (-4% m/m da -2,8% m/m di maggio). Il segnale rimane negativo anche escludendo i trasporti (-0,5% m/m, -0,4% m/m il precedente) e va a rafforzare l'opinione che l'economia statunitense non

USA

Qualche segnale di debolezza: la FED potrebbe rimanere neutrale a lungo

sia così solida da giustificare un rialzo dei tassi di riferimento prima della fine dell'anno. Nella medesima direzione portano anche gli indici di fiducia delle imprese: quelli relativi a giugno hanno, infatti, registrato tutti dei rialzi (ISM manifatturiero a 53,2 da 51,3, non manifatturiero a 56,5 da 52,9) superando le attese (51,2 e 53,4 rispettivamente) mentre quelli di luglio sono stati tutti in calo (NAPM a 55,8 da 56,8, indice di fiducia di Philadelphia a -2,9 da 4,7, *NY Empire State Manufacturing* a 0,6 da 6). Anche dal lato della domanda le principali indagini sulla fiducia dei consumatori segnalano un minor ottimismo in luglio. L'indice di fiducia delle famiglie del Michigan è sceso a 90 da 93,5 e il *Conference Board* a 97,3 da 97,4. Le vendite al dettaglio in giugno sono cresciute dello 0,6% m/m (+2,7% a/a) proseguendo sul trend positivo del mese precedente (+0,2% m/m, +2,2% a/a). **In definitiva, a nostro avviso, l'economia statunitense non è a rischio surriscaldamento, per ora. Alla luce, poi, della debole crescita globale attesa, enfattizzata - forse troppo - dall'esito del referendum in UK e dal possibile effetto destabilizzante della vittoria di Trump alle elezioni presidenziali in autunno, anche in caso di un miglioramento dei dati economici nella seconda metà dell'anno, la FED difficilmente anticiperà il rialzo prima della fine del 2016.**

I dati sulla crescita riguardano ancora il primo trimestre del 2016 e non presentano revisioni (+0,5% t/t e 0% a/a). Le rilevazioni del secondo trimestre sono attese per il 15 agosto, ma qualche indicazione si può trarre da quelle mensili. Per quanto riguarda il commercio estero, in giugno, sono aumentate sia le esportazioni (+1,8% m/m dopo il -1,31% m/m di maggio) sia le importazioni (+0,68% m/m da +0,97% m/m del mese precedente). La dinamica più efficace delle esportazioni ha portato all'aumento del saldo commerciale a 334,99 miliardi di yen (da 269,80). Il mercato del lavoro non sembra destare preoccupazioni con il tasso di disoccupazione che, in giugno, si è ridotto al 3,1%, dopo tre mesi di stabilità al 3,2%. Sul fronte dell'inflazione, in giugno, l'indice *headline* ha subito un peggioramento superiore alle attese, passando da -0,3% a/a di maggio a -0,5% a/a (consenso -0,4% a/a). Il *core*, invece, è rimasto stabile a -0,4% a/a. Dal lato dell'offerta, in giugno si evidenzia un miglioramento della produzione industriale, che, dopo il brusco calo di maggio (-2,6% m/m) è tornata a crescere all'1,9% m/m. A livello tendenziale, invece, il dato rimane negativo (-1,8% a/a da -2,1% a/a). Gli ordini di macchinari industriali in maggio hanno registrato una variazione negativa (-1,4% m/m e -12,7% a/a) per il secondo mese consecutivo (-11% m/m e -8,9% a/a) contro le attese di un aumento (+2,8% m/m). Qualche segnale incoraggiante proviene dal lato della fiducia. Per quel che riguarda le imprese, il PMI manifatturiero, pur rimanendo sotto la soglia del 50, in luglio ha registrato un lieve miglioramento, passando da 48,1 a 49,3. In giugno, un debole incremento si è avuto anche per quanto concerne i consumatori (a 41,8 da 40,9) ma, anche in questo caso, l'indicatore è rimasto sotto il 50. Dal lato della domanda, il reddito reale disponibile in giugno ha registrato un aumento del 4,1% m/m, annullando il calo precedente (-4,2% m/m) mentre i consumi privati sono diminuiti nuovamente (-4,6% m/m da -1,9% m/m). Nello stesso mese le vendite al dettaglio si sono contratte dell'1,9% m/m (-1,4% a/a) dopo il precedente +0,7% m/m (-2,1% a/a). **All'ultima riunione di fine luglio, la BoJ è intervenuta** raddoppiando il programma di acquisti di *exchange-traded fund* (ETF) e incrementando le misure volte favorire i finanziamenti in valuta estera. **L'entità della manovra ha, tuttavia, deluso i mercati e ha fatto crescere le attese di un nuovo intervento accomodante da parte della BoJ, già alla fine dell'estate.** La manovra poco incisiva va comunque inserita in un programma più ampio che prevede nuove misure fiscali, che dovrebbero essere illustrate al paese già entro la prima settimana di agosto. Il premier giapponese Shinzo Abe, dopo essere stato riconfermato alla guida del paese,

GIAPPONE

In arrivo una manovra fiscale da 28 mila miliardi di yen.

ha, infatti, annunciato una manovra fiscale da 28 mila miliardi di yen per stimolare la ripresa dell'economia giapponese e contenere gli effetti negativi della *Brexit*, stimolando soprattutto la costruzione d'infrastrutture strategiche, le esportazioni e l'industria turistica del Giappone.

Il 29 luglio è stata pubblicata la stima preliminare del PIL del secondo trimestre, che si mantiene su un sentiero di crescita moderato (+0,3% t/t e +1,6% a/a da +0,6% t/t e +1,7% a/a del primo trimestre) e in linea con le attese (+0,3% t/t e +1,5% a/a). Per i dati relativi alle componenti del PIL si dovrà attendere il 12 agosto. Per quanto riguarda il commercio estero, in maggio, si è registrata una contrazione sia delle esportazioni (-1,86% m/m da +0,39% m/m) sia delle importazioni (-1,54% m/m da +0,03% m/m) con il conseguente calo del saldo commerciale (24,50 miliardi di euro da 25,43). Nessuna sorpresa dal mercato del lavoro, con il tasso di disoccupazione che in giugno è rimasto stabile al 10,1%. **Sul fronte dell'inflazione si rileva qualche timido miglioramento:** la stima *flash* di luglio vede, infatti, l'*HCPI* globale in aumento dello 0,2% a/a dopo il +0,1% a/a di giugno (in giugno anche l'indice *core* era cresciuto dallo 0,8% a/a allo 0,9% a/a.). **Comunque, nonostante la variazione dei prezzi sembri essere tornata positiva, il sentiero per allontanarsi dal rischio di deflazione appare ancora lungo.** Dal lato dell'offerta, in maggio, sia la produzione industriale sia il comparto delle costruzioni hanno subito una contrazione: la prima è diminuita dell'1,3% m/m (+0,6% a/a) da +1,4% m/m (+2,1% a/a) molto più delle attese (-0,8% m/m) il secondo dell'1,1% m/m (da -0,1% m/m). Qualche nuovo segnale d'incertezza proviene anche dagli indici di fiducia PMI che in luglio hanno corretto leggermente al ribasso: il manifatturiero è passato da 52,8 a 51,9 e quello dei servizi da 52,8 a 52,7. L'*ESI* invece ha registrato un lieve aumento, da 104,4 a 104,6. Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio in maggio hanno continuato a crescere come da previsioni, registrando un +0,4% m/m e un +1,7% a/a (da +0,2% m/m e +1,5% a/a di aprile). Come atteso dai mercati, non ci sono state novità dalla riunione della BCE del 21 luglio, nonostante il lieve rallentamento della crescita nel II trimestre e il voto in UK favorevole alla *Brexit*. **Al momento, quindi, la BCE non ha reputato urgente un nuovo allentamento monetario. Il Board ha, tuttavia, dichiarato che la *Brexit* potrebbe essere un fattore di rallentamento della ripresa europea, e che la BCE sarà pronta a intervenire se necessario.** La banca centrale ha inoltre ribadito l'importanza delle riforme strutturali, dato l'elevato livello di disoccupazione e la bassa crescita nell'Eurozona, sottolineando anche la necessità di gestire i *non performing loan* per salvaguardare il settore bancario. **La soluzione trovata per il salvataggio dell'italiana Mps, a metà strada tra *bail in* e *bail out*, tuttavia, in qualche misura attenua il fattore critico legato alla fragilità del sistema bancario.** La soluzione potrebbe, infatti, rappresentare un esperimento pilota e definire la strada per calmierare il possibile effetto contagio insito nel *bail in*. **Un altro fattore critico sta tuttavia emergendo in Europa, ossia la divaricazione tra la politica monetaria e la vigilanza bancaria.** Se da un lato, la BCE, con la politica monetaria, sta dando segnali fortemente espansivi, dall'altro, infatti, la vigilanza sta diventando sempre più stringente e colpisce l'intero sistema bancario con norme che rischiano di neutralizzare gli effetti del *QE* europeo. **Altri importanti rischi al ribasso per l'AE, che contribuiscono alla fuga di capitali verso altri mercati, sono rappresentati dalla nuova ondata di attacchi terroristici e dal rischio politico.** Tra la fine del 2016 e il 2017 è probabile, infatti, che quasi il 40% degli stati membri si trovi ad affrontare le elezioni, o perché previste o perché anticipate. **Dal fitto calendario elettorale potrebbero uscirne rafforzati i movimenti populistici, generando instabilità.**

AREA EURO

La vigilanza bancaria rischia di neutralizzare gli effetti della politica monetaria

Germania

Non vi sono state revisioni del PIL del primo trimestre e delle sue componenti: +0,7% t/t (+1,6% a/a) dopo il +0,3% t/t (+1,3% a/a) del periodo precedente. I dati del secondo trimestre 2016 si attendono per il 24 agosto. Le rilevazioni del commercio estero di maggio hanno mostrato una contrazione delle esportazioni (-1,84% m/m da +0,08% m/m di aprile) e un lieve aumento delle importazioni (+0,05% m/m da -0,3% m/m). Il saldo della bilancia commerciale è quindi diminuito a 22,16 milioni di euro dai 24,07 di aprile. La disoccupazione in luglio è scesa di poco, dal 6% al 5,9% di giugno. **In linea con il resto dell'Eurozona, anche in Germania l'inflazione in giugno ha subito un leggero aumento.** L'inflazione misurata sull'indice armonizzato ha registrato un +0,2% a/a (dallo 0% a/a di maggio) mentre il *core* è passato dall'1,1% all'1,2% a/a. **Negativi i segnali dal lato dell'offerta.** In maggio, la produzione industriale, dopo l'incremento dello 0,5% m/m (+0,8% a/a) è calata dell'1,3% m/m (-0,4% a/a) contro le attese di una crescita congiunturale nulla. Nello stesso mese, gli ordini all'industria manifatturiera sono rimasti stabili sia rispetto ad aprile sia allo stesso mese del 2015. È continuato, inoltre, il trend negativo del comparto delle costruzioni: a maggio -0,9% m/m da -2,9% m/m. Anche gli indicatori di fiducia delle imprese, in luglio, sono diminuiti: -6,8 da 19,2 lo *Zew* e 108,3 da 108,7 l'*Ifo*. In calo anche il PMI manifatturiero di luglio (53,7 da 54,5 di giugno) mentre l'indice relativo ai servizi è l'unico ad aver subito un aumento (54,6 da 53,7). Anche l'andamento delle vendite al dettaglio di giugno è stato negativo: -0,1% m/m (da 0,7% m/m di maggio e contro le attese di una crescita nulla). Rispetto a giugno 2015, la variazione è stata positiva e pari all'1,4% a/a (da +0,8% a/a di maggio).

Francia

Nel secondo trimestre dell'anno, il PIL è rimasto stabile su base congiunturale (+0,6% t/t) portando il tendenziale all'1,4% a/a (dal precedente +1,3%) e deludendo le attese (+0,2% t/t e +1,6% a/a). La crescita è stata trainata solo dalle esportazioni nette, che hanno contribuito per lo 0,3% t/t. Per il resto, le scorte e gli investimenti fissi hanno sottratto punti alla variazione del PIL (-0,4% t/t e -0,1% t/t rispettivamente) mentre i consumi hanno dato un apporto nullo. Gli investimenti fissi si sono contratti dello 0,4% t/t, dopo aver registrato un +1,4% t/t nei primi mesi dell'anno. I consumi privati, invece, nel secondo trimestre non hanno subito variazioni rispetto al periodo precedente e sono aumenti dell'1,7% a/a (+1,1 t/t e +1,8% a/a nel I° trim.). Il contributo positivo del canale estero deriva da una contrazione delle esportazioni (-0,6% t/t e -0,1% a/a da 0% t/t e +2,1% a/a) meno importante di quella che ha caratterizzato le importazioni (-1,7% t/t e +3,6% a/a da +0,8% t/t e +5,6% a/a). I dati mensili riguardanti il commercio estero confermano la dinamica più favorevole dell'export (+1,44% m/m da +2,04% m/m) rispetto all'import (-3,51% m/m da +3,04% m/m) che ha portato alla riduzione del deficit commerciale da 4,85 miliardi di euro a 2,84. Per quel che riguarda il mercato del lavoro, in linea con quanto osservato nel complesso dell'AE, si evidenzia una situazione stabile, con il tasso di disoccupazione in giugno fermo al 9,9%. **Sul fronte dei prezzi si registra un debole miglioramento:** in giugno, l'*HCPI* è aumentato dello 0,3% a/a (+0,1% a/a il precedente) mentre l'inflazione *core* è rimasta stabile allo 0,6% a/a. **Alcuni segnali non confortanti provengono dal lato dell'offerta,** con la contrazione congiunturale, in maggio, sia della produzione industriale (-0,5% m/m e +0,5% a/a da +1,2% m/m e +1,8% a/a di aprile) sia del comparto delle costruzioni (-0,4% m/m da +2,6% m/m). **A sorpresa, tuttavia, tutti gli indici di fiducia sono aumentati in luglio, superando le attese:** indice *Insee* a 103 da 102 (consenso 100,9); PMI manifatturiero a 48,6 da 48,3 (consenso 48); PMI servizi a 50,3 da 49,9 (49,6 le previsioni). Non altrettanto buone le indicazioni dal lato dei consumatori con la fiducia che, secondo l'indagine *Insee*, è calata in luglio a 96 da 97. La fase di debolezza della domanda interna è confermata anche dalle vendite al dettaglio, stabili in maggio sui livelli di aprile (+2,8% a/a, +0,3% m/m e +3,1% a/a i

precedenti) e dai consumi delle famiglie che in giugno hanno subito un calo dell'1,2% m/m (+0,1% m/m in maggio).

La crescita dell'economia italiana nel primo trimestre 2016 è stata dello 0,3% t/t e dell'1% a/a, in linea con le attese. I dati relativi al PIL del secondo trimestre saranno resi noti il 12 agosto. **Osservando, comunque, le rilevazioni mensili sul commercio estero, si trae qualche segnale incoraggiante.** Verso i paesi UE, i dati, in maggio, evidenziano un aumento delle esportazioni (+2,05% m/m, da +2,03% m/m di aprile) e una diminuzione delle importazioni (-1,3% m/m da 3,45% m/m). Anche i numeri di giugno del commercio verso i paesi extra UE segnalano la stessa dinamica: un aumento delle esportazioni (+0,17% m/m da -2,82% m/m di maggio) e un calo delle importazioni (-0,67% m/m da -0,96% m/m di maggio). **Sussistono, tuttavia, alcuni rischi al ribasso.** Tra questi si ricorda la *Brexit*, che comunque, per il commercio italiano, dovrebbe rappresentare un rischio abbastanza contenuto, legato soprattutto a come sarà gestita la rinegoziazione degli accordi. Potrebbero influire negativamente sulla crescita del paese anche la **recrudescenza del terrorismo e il rischio politico**, con la possibilità che le numerose elezioni che probabilmente caratterizzeranno la fine del 2016 e il 2017 portino al **rafforzamento degli schieramenti anti-europeisti. Il rischio politico è anche locale**, poiché, se in autunno il referendum dovesse portare alla vittoria il fronte sfavorevole alla riforma costituzionale, lo stesso popolo italiano potrebbe essere chiamato alle urne anzitempo. **Tutto questo potrebbe generare instabilità deleteria per il paese, che, invece, sembrerebbe sulla via giusta per agganciare la ripresa, grazie sia ai risultati degli stress test della BCE, dai quali il sistema bancario è uscito rafforzato, sia alle riforme strutturali in atto.** Per quel che riguarda il mercato del lavoro, il tasso di disoccupazione in giugno è aumentato dall'11,5% all'11,6%, comunque meno delle attese che lo vedevano all'11,7%. **Sul fronte dei prezzi, le preoccupazioni continuano**, con l'inflazione misurata sull'*H CPI* ancora in territorio negativo (-0,1% a/a) nonostante il lieve miglioramento rispetto a giugno (-0,2% a/a). Anche l'indice *core* ha registrato un debole incremento (+0,6% a/a dal precedente +0,5% a/a). **Gli indici concernenti l'attività d'impresa e industria di maggio non sono stati confortanti**, con la produzione industriale in calo dello 0,6% m/m (+0,4% m/m il precedente) e dello 0,4% a/a (in aprile +1,5% a/a) contro le attese di una crescita nulla. Stessa dinamica anche per il comparto delle costruzioni, in diminuzione del 4,2% m/m (dopo il +2,8% m/m di aprile) e per gli ordini all'industria che, dopo lo 0,7% m/m (-8,8% a/a) di aprile, hanno registrato un -2,8% m/m (-8,9% a/a). **Alcuni segnali favorevoli a un'evoluzione più positiva nei prossimi mesi provengono, tuttavia, dagli indici di fiducia**, che, in luglio, sono aumentati sia per il settore manifatturiero (103,1 da 102,8) sia per quello dei servizi (108,6 da 105,1). **Anche dal lato della domanda i segnali non sono del tutto negativi.** Sebbene in maggio si sia rilevato un aumento delle vendite al dettaglio (+0,3% m/m e -0,2% a/a) inferiore alle attese (0,7% m/m) il risultato è comunque migliore di quello del mese precedente (0% m/m e -0,6% a/a). In luglio, inoltre, anche la fiducia dei consumatori è cresciuta passando da 110,2 a 111,3.

Italia

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 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 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 di ridimensionamento della crescita dopo l'esito del referendum in UK.

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. Dopo il referendum in UK, risolto a favore della *Brexit*, **vi è la percezione di una minore crescita futura** in Area Euro e a livello internazionale. Permangono, infatti, **rischi di contagio, non solo a causa del diffondersi di scelte antieuropeiste, ma anche della fragilità del sistema bancario sia dei paesi periferici sia della Germania**, come enfatizzato dal FMI. La minor crescita attesa mantiene il rendimento del BTP decennale sotto l'1,30% e lo *spread* tra i 135 e i 140 punti base. Lo scenario critico favorisce l'apprezzamento del dollaro, visto come valuta rifugio, mantenendolo intorno a quota 1,10.

B (15%)

Usa: L'economia stenta a riprendersi, come dimostrano i dati trimestrali deboli e gli utili più bassi del previsto. Permangono, inoltre, i rischi di ridimensionamento della crescita dopo l'esito del referendum in UK. 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: Le maggiori fonti di tensione derivano dal **rischio politico**. In Italia rimane l'incertezza sull'esito del referendum costituzionale: l'eventuale affermazione del fronte a sfavore della riforma potrebbe portare a elezioni anticipate. Nel 2017, inoltre, in molti paesi dell'UE sono previste, o potrebbero essere anticipate, le elezioni, dalle quali potrebbero uscire molto rafforzate soprattutto le forze populiste. **L'avvenuto superamento degli stress test e la soluzione proposta per il salvataggio dell'italiana Mps, con apporto di capitali privati e garanzia pubblica, ri-dimensionano ma non cancellano il fattore critico della debolezza del sistema bancario europeo. Il sistema è instabile e i maggiori rischi sfociano in effettive turbolenze finanziarie.** Tutto questo determina, in un'Europa già investita dalla debolezza del ciclo 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%.

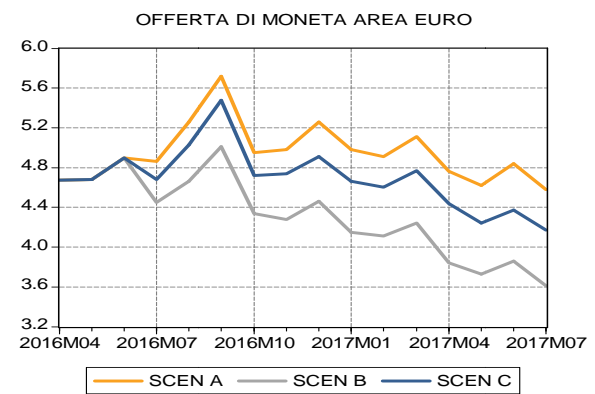
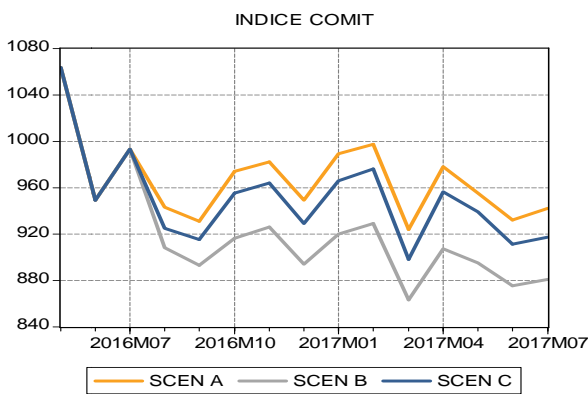
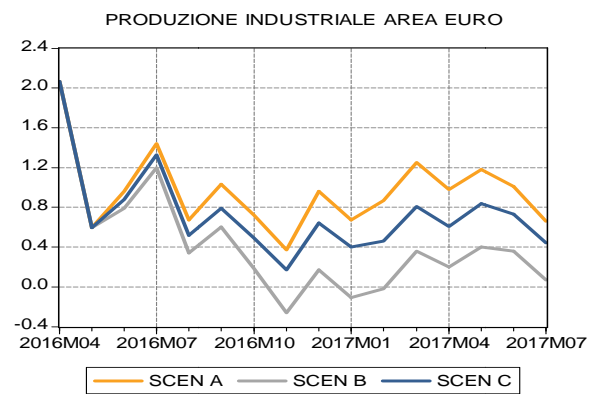
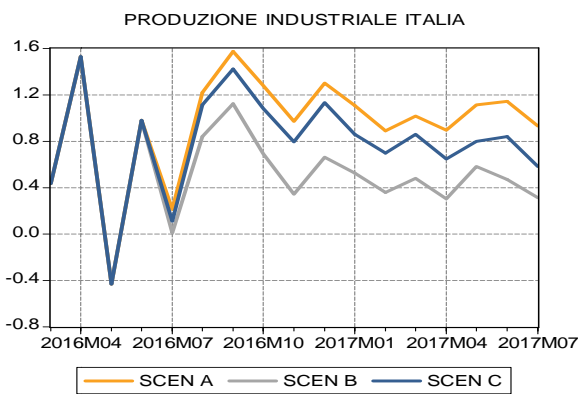
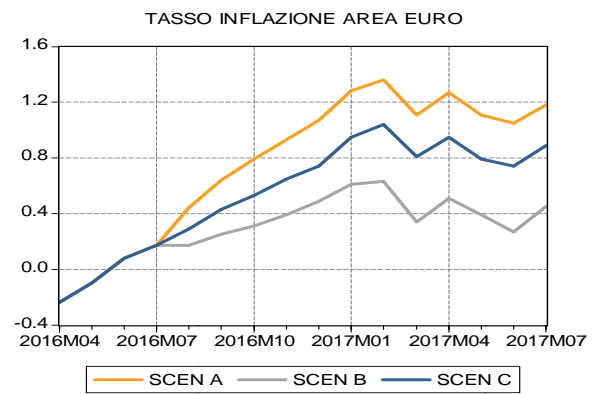
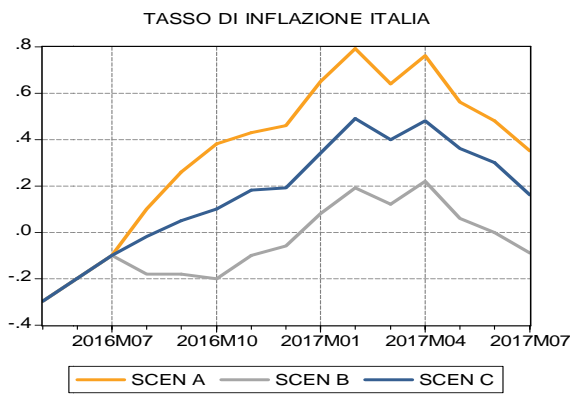
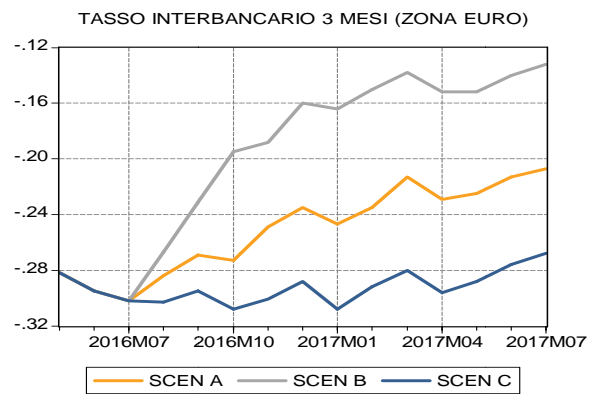
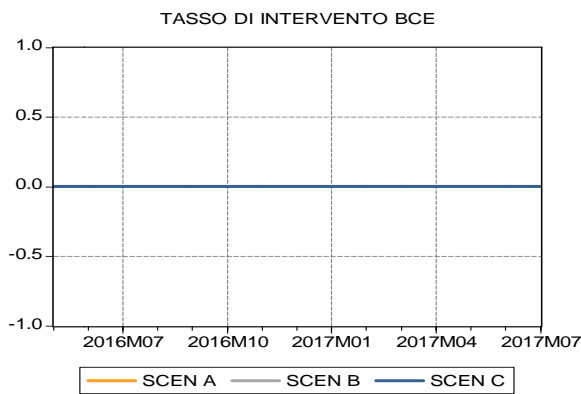
C (65%)

Usa: L'economia stenta a riprendersi, come dimostrano i dati trimestrali deboli. Permangono, inoltre, i rischi di ridimensionamento della crescita dopo l'esito del referendum in UK. 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. Dopo il referendum in UK, risolto a favore della *Brexit*, **vi è la percezione di una minore crescita futura** in Area Euro e a livello internazionale. Permangono, infatti, **rischi di contagio, non solo a causa del diffondersi di scelte antieuropeiste, ma anche della fragilità del sistema bancario sia dei paesi periferici sia della Germania**, come enfatizzato dal FMI. La minor crescita attesa mantiene il rendimento del BTP decennale all'1,20% e lo *spread* intorno ai 140 punti base. Il tasso di cambio EUR/USD si muove lateralmente, rimanendo sopra quota 1,10, perché, nonostante lo scenario sia particolarmente critico e favorisca l'apprezzamento del dollaro, le attese circa il rinvio del rialzo dei tassi negli USA sono già incorporate nel livello attuale.

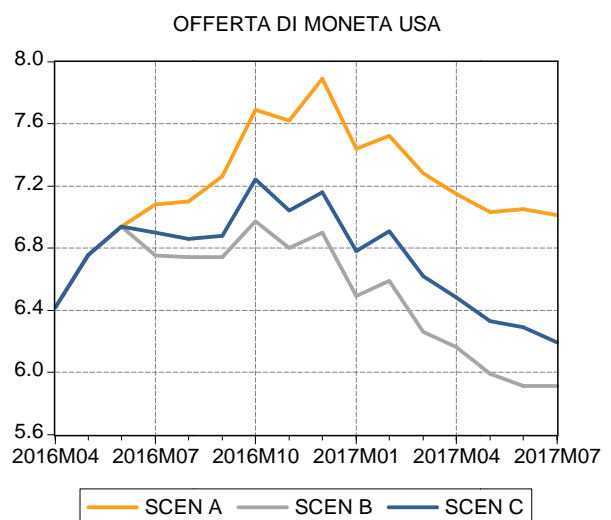
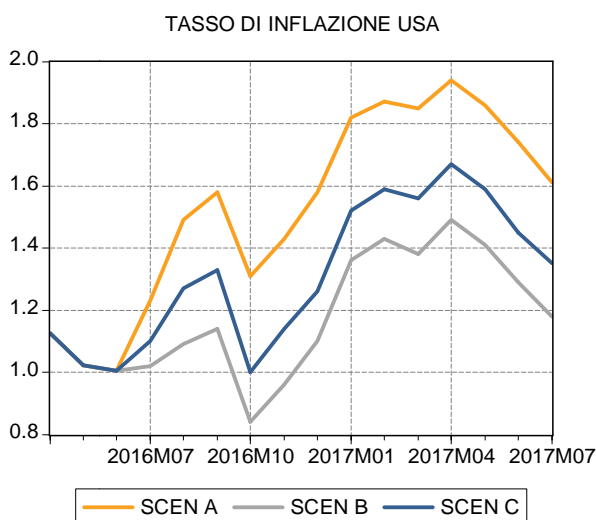
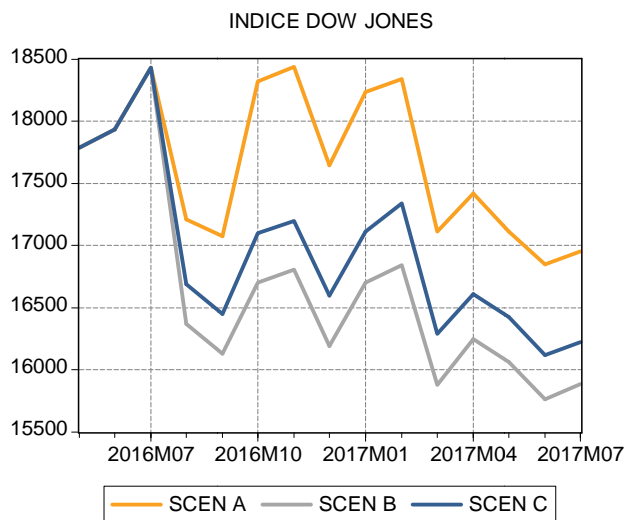
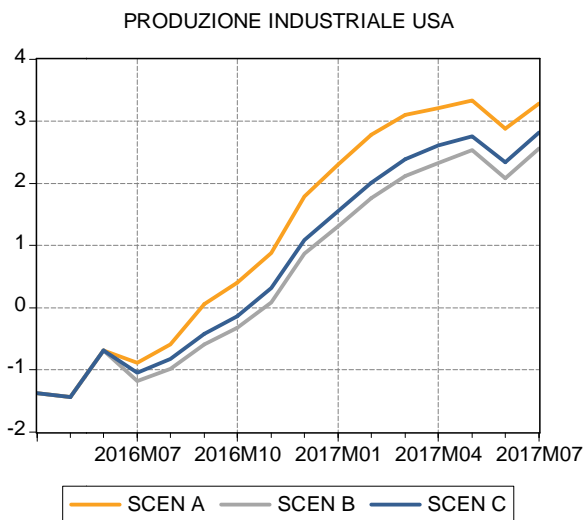
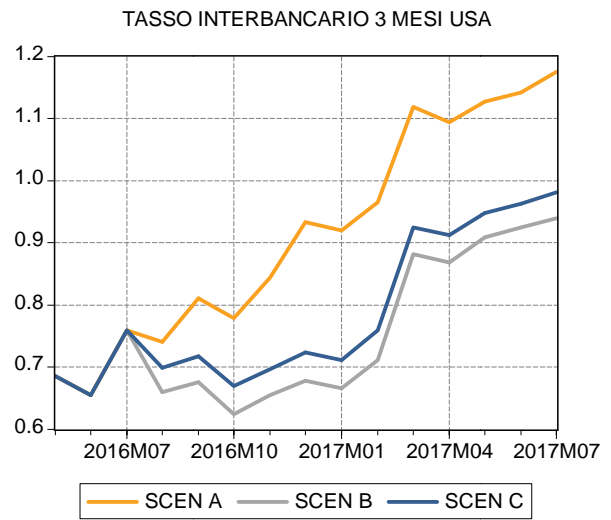
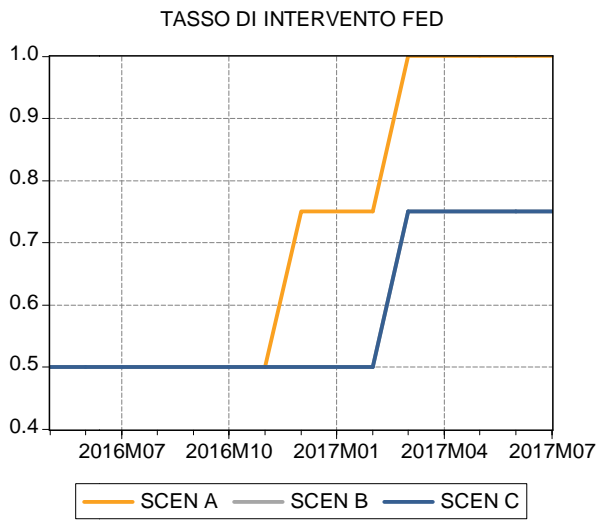
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

In luglio i saggi interbancari europei sono rimasti stabili ai livelli minimi raggiunti in seguito all'intervento dalla BCE a marzo: il tasso a 1 mese è stato pari a -0,37% (da -0,36%) il 3 mesi a -0,30% (da -0,28%) e il 6 mesi a -0,19% (da -0,17%). **Nello scenario C, che ipotizza l'assenza di nuovi interventi da parte sia della FED sia della BCE nel 2016, i tassi dovrebbero rimanere sui livelli attuali** (-0,36%, -0,29% e -0,17% l'1, il 3 e il 6 mesi a luglio 2017). Nello scenario A, che vede un rialzo da parte della FED a dicembre 2016, i tassi interbancari sono visti in aumento lieve e a luglio 2017 potrebbero attestarsi a -0,32% l'1 mese, -0,22% il 3 mesi e -0,13% il 6 mesi. Nello scenario B, caratterizzato da importanti turbolenze finanziarie, i tassi risentono dell'aumento del premio al rischio rimanendo comunque negativi (-0,28%, -0,15% e -0,08% rispettivamente, alla fine dell'orizzonte predittivo).

Dopo il calo di giugno, determinato dalle attese di una crescita futura contenuta a seguito dell'esito del referendum in UK, in luglio i tassi di fine periodo della struttura a termine italiana sono rimasti pressoché stabili o in lieve calo. Il tasso sui BTP a 3 anni si è portato allo 0,03% da -0,02%, il 5 anni allo 0,32% dallo 0,31%, il 7 anni allo 0,73% dallo 0,76% e il decennale all'1,22% dall'1,31%. **Nello scenario C, negli USA la FED decide di attendere il nuovo anno per intervenire e la minor crescita attesa continua a contenere i rendimenti in Italia, visti comunque in debole risalita** (+0,12% il 3 anni, +0,40% il 5 anni, +0,81% il 7 anni e +1,28% il 10 anni alla fine dell'orizzonte di previsione). Nello scenario A, a parità di condizioni in Europa, la FED decide di compiere un rialzo a dicembre 2016. I rendimenti esibiscono di conseguenza una crescita lievemente superiore a quella prevista nello scenario C, portandosi a luglio 2016 allo 0,20% il 3 anni, allo 0,49% il 5 anni, allo 0,89% il 7 anni e all'1,36% il 10 anni. Nello scenario meno favorevole (B) nel quale le politiche monetarie delle due banche centrali sono identiche a quelle delineate in C, ma in Europa la tensione rimane elevata sia per il rischio politico sia per la fragilità del sistema bancario, i rendimenti subirebbero un incremento a causa dell'aumentato premio al rischio (a luglio 2017 rispettivamente +0,53%, +0,82%, +1,22% e 1,70%).

In maggio i tassi medi sui depositi (+0,46%) e sui prestiti (+3,07%) sono rimasti stabili (+0,47% e +3,11% rispettivamente in aprile). **In tutti e tre gli scenari delineati, i tassi bancari sono visti ancora stabili o in debole crescita durante il periodo predittivo:** nello scenario C il saggio medio sui depositi a luglio potrebbe toccare lo 0,52% e quello sui prestiti il 3,02%; nello scenario A +0,55% per i depositi e +3,05% per gli impieghi; in B +0,57% e +3,08% rispettivamente.

In maggio è continuata la crescita dei prestiti (+0,39% a/a) e dei depositi totali seppur a ritmi inferiori rispetto al mese precedente (+0,96% a/a e +4,07% a/a rispettivamente). **In base ai risultati delle simulazioni, nello scenario più probabile (C) i volumi bancari potrebbero esibire una dinamica in linea con l'attuale per i depositi** (+1,92% a/a a fine periodo) **e più sostenuta per i prestiti** (+1,40% a/a). Nello scenario A, il passo potrebbe essere leggermente superiore (+1,60% a/a gli impieghi e +2,20% a/a la raccolta a luglio 2017). Se si dovesse invece verificare lo scenario più sfavorevole (B) sia i depositi sia i prestiti rimarrebbero positivi durante l'intero arco predittivo, seppur su livelli inferiori rispetto alle alternative A e C. I depositi totali potrebbero registrare un incremento dell'1,48% a/a a luglio 2017 e i prestiti dell'1,18% a/a.

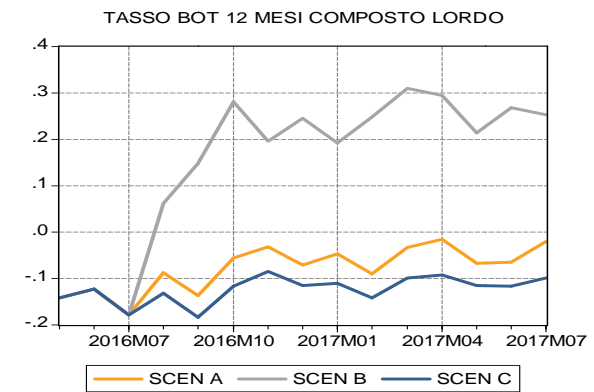
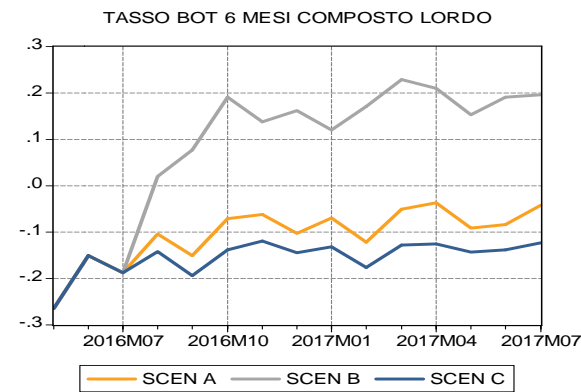
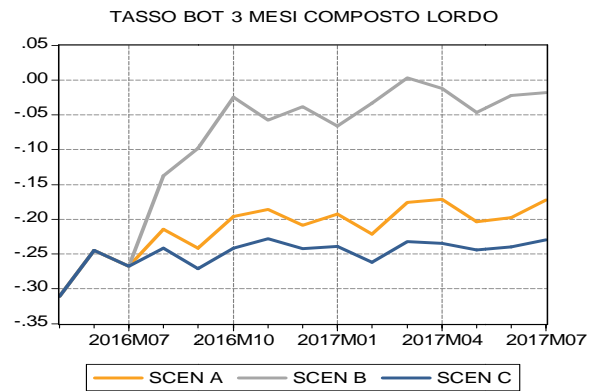
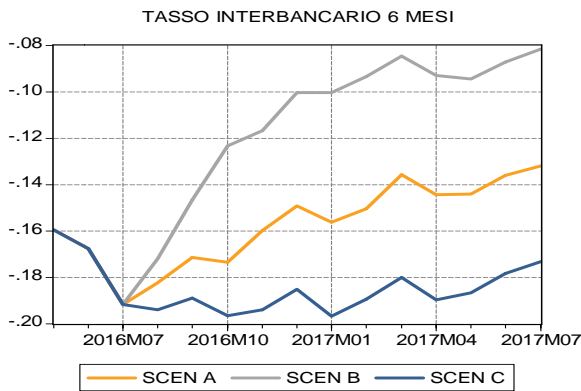
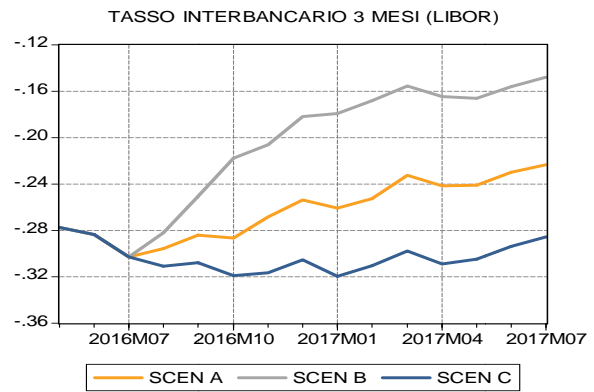
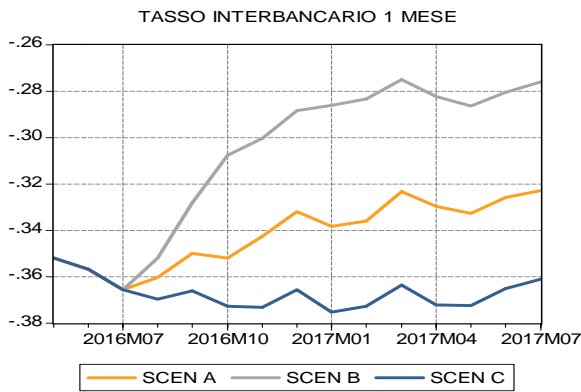
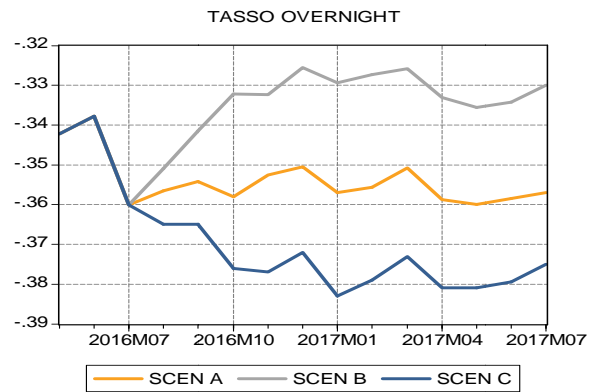
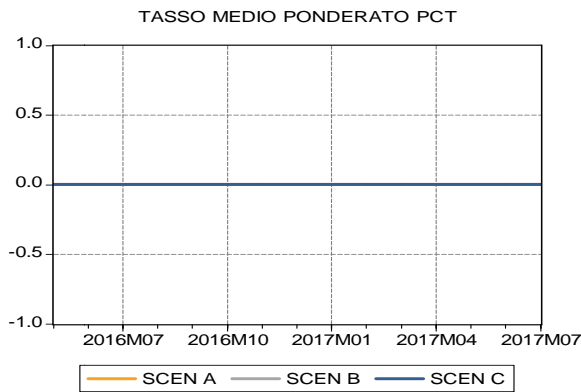
TASSI INTERBANCARI

STRUTTURA A TERMINE

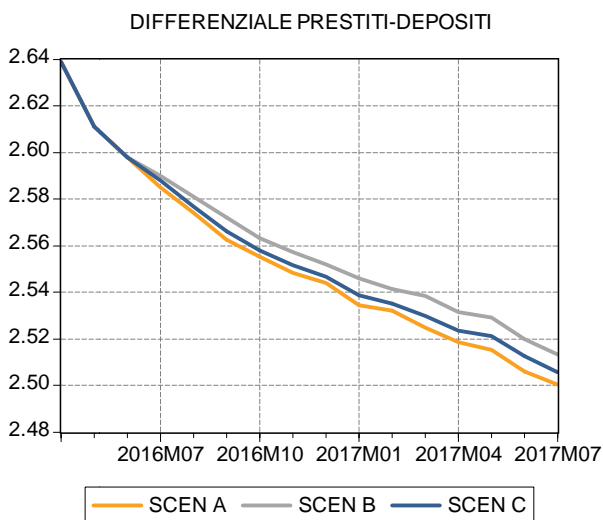
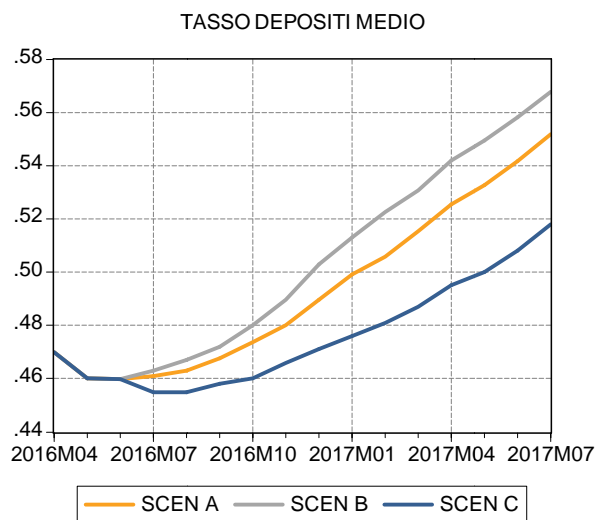
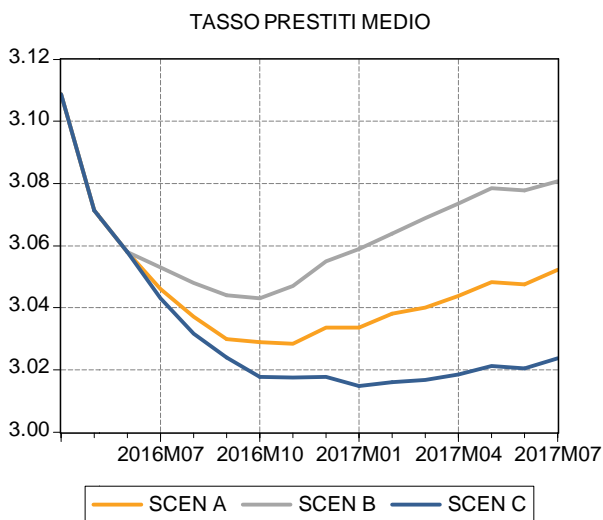
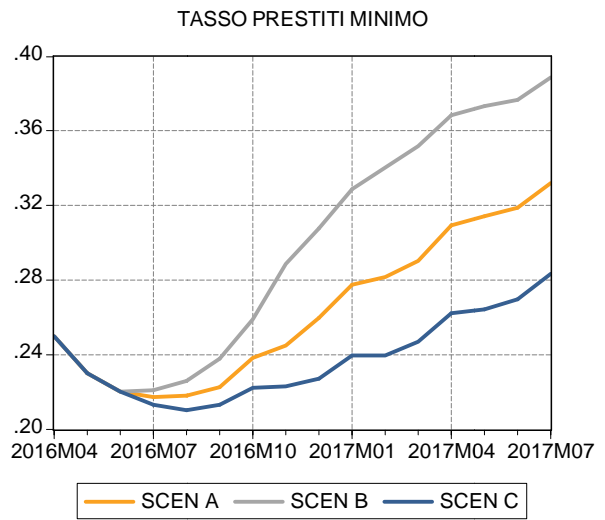
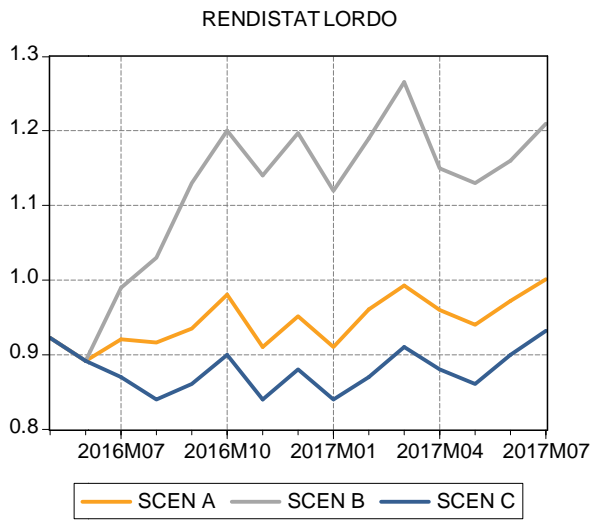
TASSI BANCARI

VOLUMI

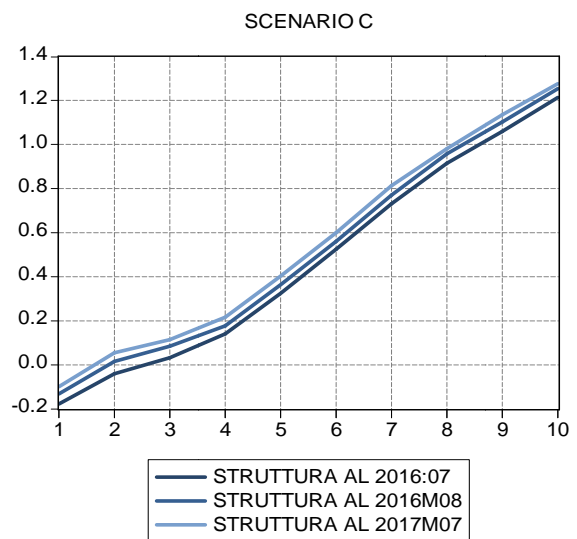
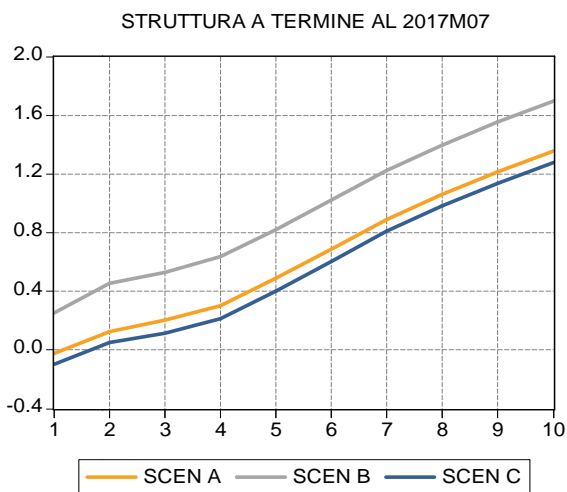
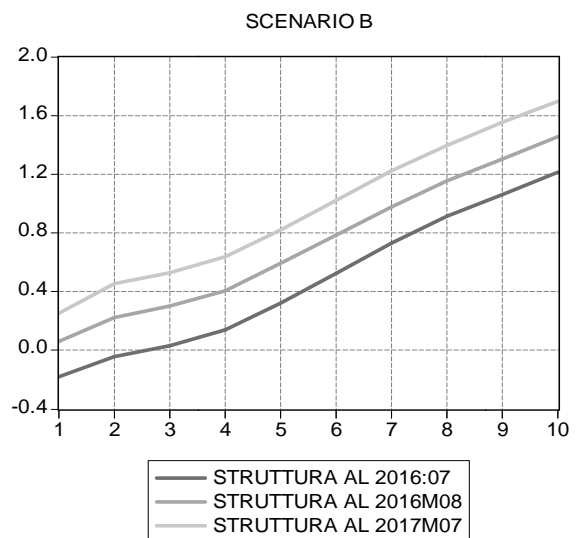
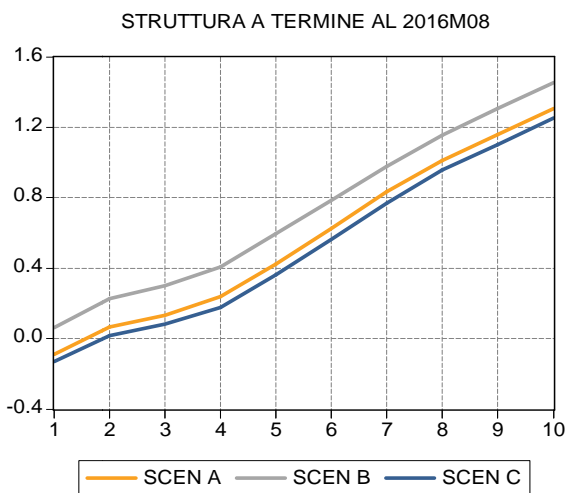
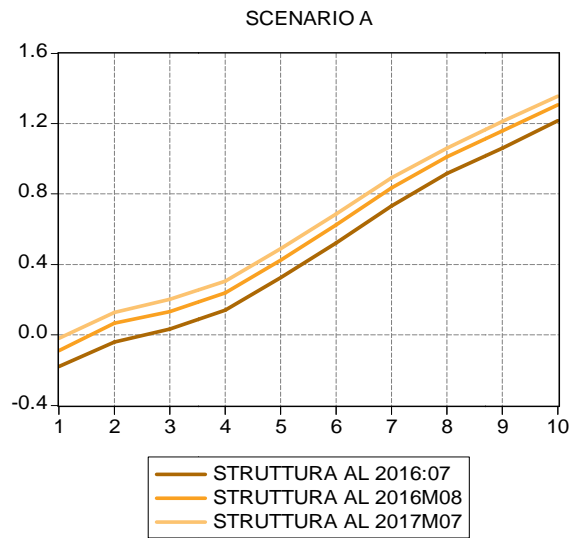
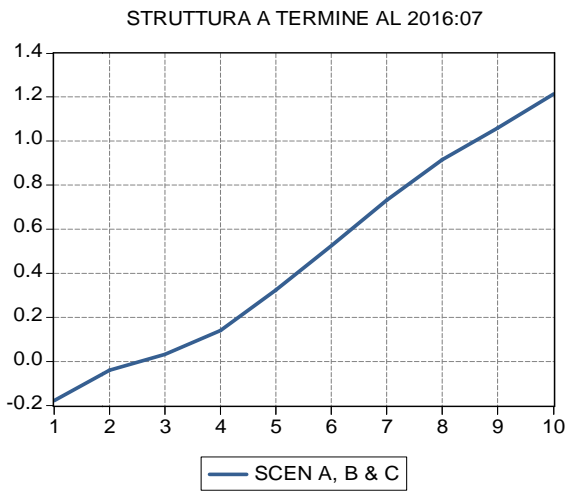
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



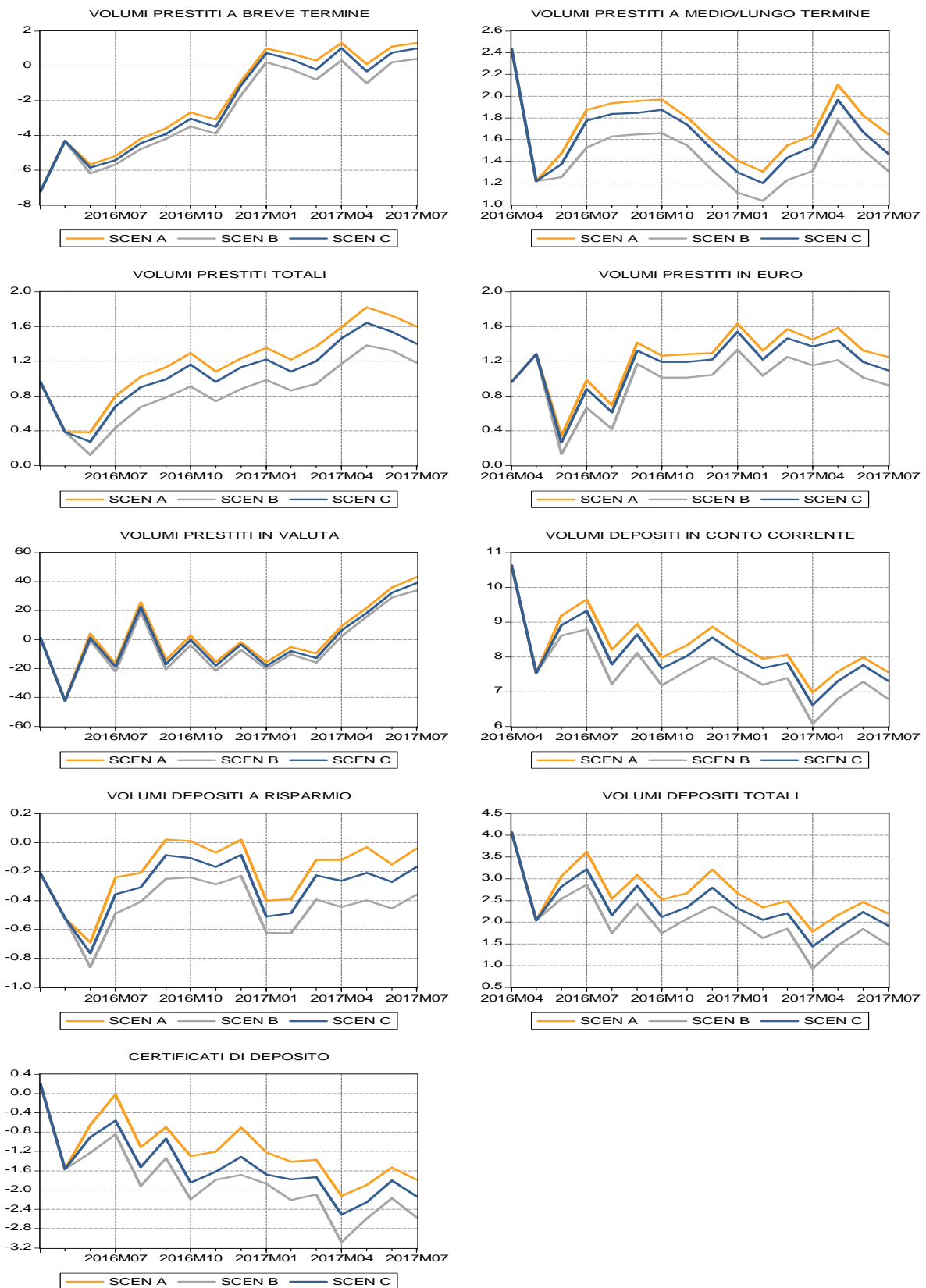
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



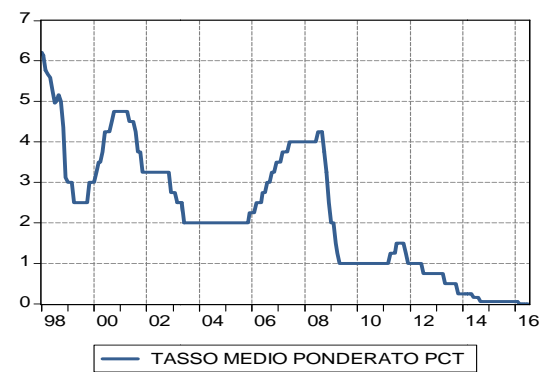
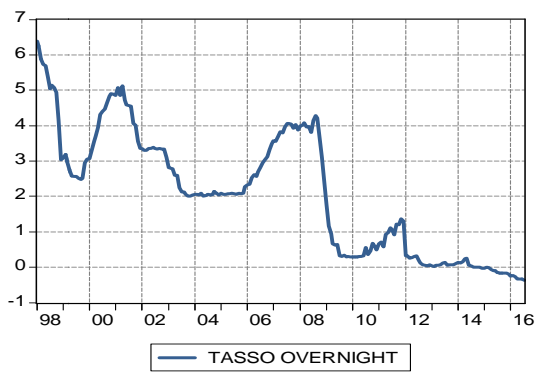
SCENARIO A	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1070	1017	1056	1087	1063	949	993	943	931	974	982	949	989	997	924	978	955	932	942	942
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.2	1.1	0.4	1.5	-0.4	1.0	0.2	1.2	1.6	1.3	1.0	1.3	1.1	0.9	1.0	0.9	1.1	1.1	0.9	0.9
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.4	-0.2	-0.2	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	0.1	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	0.8	0.6	0.8	0.6	0.5	0.4	0.4
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	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	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.25	-0.24	-0.27	-0.34	-0.34	-0.34	-0.36	-0.36	-0.35	-0.36	-0.35	-0.35	-0.36	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36
T. Interb. 1m lett.	-0.22	-0.25	-0.31	-0.34	-0.35	-0.36	-0.37	-0.36	-0.35	-0.35	-0.34	-0.33	-0.34	-0.34	-0.32	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.32
T. Interb. 3m lett.	-0.15	-0.20	-0.24	-0.26	-0.28	-0.28	-0.30	-0.30	-0.28	-0.29	-0.27	-0.25	-0.26	-0.25	-0.23	-0.24	-0.24	-0.23	-0.22	-0.22
T. Interb. 6m lett.	-0.07	-0.12	-0.13	-0.15	-0.16	-0.17	-0.19	-0.18	-0.17	-0.17	-0.16	-0.15	-0.16	-0.15	-0.14	-0.14	-0.14	-0.14	-0.13	-0.13
T. Depositi medio	0.50	0.49	0.49	0.47	0.46	0.46	0.46	0.46	0.47	0.47	0.48	0.49	0.50	0.51	0.52	0.53	0.53	0.54	0.55	0.55
T. Prestiti medio	3.24	3.20	3.16	3.11	3.07	3.06	3.05	3.04	3.03	3.03	3.03	3.03	3.03	3.04	3.04	3.04	3.05	3.05	3.05	3.05
T.prest. medio - T.dep. medio	2.74	2.71	2.67	2.64	2.61	2.60	2.59	2.57	2.56	2.56	2.55	2.54	2.53	2.53	2.52	2.52	2.52	2.51	2.50	2.50
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.16	-0.14	-0.18	-0.25	-0.31	-0.24	-0.27	-0.21	-0.24	-0.20	-0.19	-0.21	-0.19	-0.22	-0.18	-0.17	-0.20	-0.20	-0.17	-0.17
T. BOT comp. lordo 6m	-0.08	-0.04	-0.05	-0.17	-0.26	-0.15	-0.19	-0.10	-0.15	-0.07	-0.06	-0.10	-0.07	-0.12	-0.05	-0.04	-0.09	-0.08	-0.04	-0.04
T. BOT comp. lordo 12m	-0.07	-0.03	-0.07	-0.08	-0.14	-0.12	-0.18	-0.09	-0.14	-0.06	-0.03	-0.07	-0.05	-0.09	-0.03	-0.02	-0.07	-0.07	-0.02	-0.02
Rendistat lordo	0.97	1.01	0.84	0.87	0.92	0.89	0.92	0.92	0.93	0.98	0.91	0.95	0.91	0.96	0.99	0.96	0.94	0.97	1.00	1.00
Rendistat netto	0.85	0.88	0.74	0.76	0.81	0.78	0.81	0.80	0.82	0.86	0.80	0.83	0.80	0.84	0.87	0.84	0.82	0.85	0.88	0.88
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.07	0.09	0.06	0.10	0.05	-0.02	0.03	0.13	0.09	0.17	0.19	0.14	0.17	0.15	0.19	0.18	0.18	0.17	0.20	0.20
Rend. BTP a 5 anni	0.48	0.48	0.36	0.52	0.43	0.31	0.32	0.43	0.38	0.46	0.48	0.44	0.46	0.44	0.47	0.47	0.46	0.46	0.49	0.49
Rend. BTP a 7 anni	0.93	0.95	0.76	1.01	0.90	0.76	0.73	0.83	0.78	0.86	0.88	0.84	0.87	0.84	0.88	0.87	0.87	0.87	0.89	0.89
Rend. BTP a 10 anni	1.48	1.50	1.30	1.59	1.46	1.31	1.22	1.31	1.26	1.33	1.34	1.32	1.33	1.29	1.34	1.35	1.33	1.32	1.36	1.36
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2345.390	2355.344	2354.003	2343.048	2327.003	2348.104	2346.043	2342.330	2354.144	2351.938	2361.46	2362.29	2377.05	2384.08	2386.25	2380.30	2369.35	2388.49	2383.58	2383.58
Prestiti in euro	2307.582	2319.848	2311.462	2299.742	2299.514	2320.957	2326.373	2303.781	2318.252	2304.981	2337.795	2317.76	2345.195	2350.47	2347.75	2333.09	2335.85	2351.59	2355.45	2355.45
Prestiti in valuta	37.808	35.496	42.541	43.306	27.489	27.147	19.670	38.549	35.891	46.957	23.662	44.526	31.857	33.609	38.500	47.214	33.508	36.897	28.127	28.127
Prestiti a breve	335.155	334.989	334.065	327.554	331.398	335.437	334.926	330.829	332.845	327.729	334.852	334.724	338.507	337.334	335.067	331.812	331.729	339.127	339.280	339.280
Prestiti a m / l	2010.235	2020.355	2019.938	2015.494	1995.605	2012.667	2011.117	2011.501	2021.298	2024.209	2026.606	2027.562	2038.546	2046.745	2051.186	2048.490	2037.625	2049.364	2044.300	2044.300
Depositi totali	2221.512	2251.884	2255.821	2272.500	2239.819	2271.865	2267.091	2251.142	2271.463	2260.494	2240.228	2270.195	2280.826	2304.578	2311.991	2312.951	2288.199	2327.753	2316.967	2316.967
Depositi in c / c	874.441	869.917	883.585	909.166	899.208	909.546	910.584	899.260	917.401	933.965	921.889	954.795	947.719	938.988	954.802	972.535	967.368	982.128	979.424	979.424
Depositi a risparmio	304.023	304.640	303.895	302.950	301.603	301.308	300.243	300.662	299.876	298.780	298.621	301.070	302.807	303.452	303.530	302.586	301.513	300.856	300.123	300.123
Certif. deposito	1043.048	1077.327	1068.341	1060.384	1039.008	1061.011	1056.264	1051.220	1054.186	1027.749	1019.717	1014.329	1030.300	1062.138	1053.659	1037.829	1019.319	1044.769	1037.420	1037.420
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	1.32	2.08	0.91	0.96	0.39	0.38	0.80	1.02	1.13	1.29	1.08	1.23	1.35	1.22	1.37	1.59	1.82	1.72	1.60	1.60
Prestiti in euro	0.81	1.86	0.40	0.96	1.28	0.34	0.98	0.69	1.41	1.26	1.28	1.29	1.63	1.32	1.57	1.45	1.58	1.32	1.25	1.25
Prestiti in valuta	46.85	19.27	39.06	1.12	-42.20	3.92	-16.86	25.63	-14.18	2.78	-15.42	-1.80	-15.74	-5.32	-9.50	9.02	21.90	35.92	42.99	42.99
Prestiti a breve	-6.89	-5.30	-6.53	-7.25	-4.34	-5.70	-5.20	-4.20	-3.60	-2.70	-3.10	-0.90	1.00	0.70	0.30	1.30	0.10	1.10	1.30	1.30
Prestiti a m / l	2.84	3.42	2.25	2.44	1.22	1.47	1.87	1.93	1.95	1.97	1.81	1.59	1.41	1.31	1.55	1.64	2.11	1.82	1.65	1.65
Depositi totali	2.00	3.49	2.45	4.07	2.05	3.06	3.62	2.54	3.08	2.52	2.67	3.21	2.67	2.34	2.49	1.78	2.16	2.46	2.20	2.20
Depositi in c / c	7.58	7.56	8.41	10.63	7.53	9.19	9.65	8.21	8.94	7.98	8.33	8.87	8.38	7.94	8.06	6.97	7.58	7.98	7.56	7.56
Depositi a risparmio	0.13	0.21	-0.17	-0.21	-0.52	-0.69	-0.24	-0.21	0.02	0.01	-0.07	0.02	-0.40	-0.39	-0.12	-0.12	-0.03	-0.15	-0.04	-0.04
Certif. deposito	-1.74	1.33	-1.30	0.20	-1.56	-0.66	-0.02	-1.11	-0.70	-1.30	-1.20	-0.71	-1.22	-1.41	-1.37	-2.13	-1.90	-1.53	-1.78	-1.78

SCENARIO B	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	17 6	17 7	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	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	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1070	1017	1056	1087	1063	949	993	908	893	916	926	894	920	929	863	907	895	875	881	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.2	1.1	0.4	1.5	-0.4	1.0	0.0	0.8	1.1	0.7	0.3	0.7	0.5	0.4	0.5	0.3	0.6	0.5	0.3	
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.4	-0.2	-0.2	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	-0.1
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	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	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.25	-0.24	-0.27	-0.34	-0.34	-0.34	-0.36	-0.35	-0.34	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.34	-0.33	-0.33	-0.33
T. Interb. 1m lett.	-0.22	-0.25	-0.31	-0.34	-0.35	-0.36	-0.37	-0.35	-0.33	-0.31	-0.30	-0.29	-0.29	-0.28	-0.28	-0.28	-0.29	-0.28	-0.28	-0.28
T. Interb. 3m lett.	-0.15	-0.20	-0.24	-0.26	-0.28	-0.28	-0.30	-0.28	-0.25	-0.22	-0.21	-0.18	-0.18	-0.17	-0.16	-0.16	-0.17	-0.16	-0.16	-0.15
T. Interb. 6m lett.	-0.07	-0.12	-0.13	-0.15	-0.16	-0.17	-0.19	-0.17	-0.15	-0.12	-0.12	-0.10	-0.10	-0.09	-0.08	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	-0.08
T. Depositi medio	0.50	0.49	0.49	0.47	0.46	0.46	0.46	0.47	0.47	0.48	0.49	0.50	0.51	0.52	0.53	0.54	0.55	0.56	0.57	0.57
T. Prestiti medio	3.24	3.20	3.16	3.11	3.07	3.06	3.05	3.05	3.04	3.04	3.05	3.06	3.06	3.06	3.07	3.07	3.08	3.08	3.08	3.08
T.prest. medio - T.dep. medio	2.74	2.71	2.67	2.64	2.61	2.60	2.59	2.58	2.57	2.56	2.56	2.56	2.55	2.55	2.54	2.54	2.53	2.53	2.52	2.51
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.16	-0.14	-0.18	-0.25	-0.31	-0.24	-0.27	-0.14	-0.10	-0.02	-0.06	-0.04	-0.07	-0.03	0.00	-0.01	-0.05	-0.02	-0.02	-0.02
T. BOT comp. lordo 6m	-0.08	-0.04	-0.05	-0.17	-0.26	-0.15	-0.19	0.02	0.08	0.19	0.14	0.16	0.12	0.17	0.23	0.21	0.15	0.19	0.20	0.20
T. BOT comp. lordo 12m	-0.07	-0.03	-0.07	-0.08	-0.14	-0.12	-0.18	0.06	0.15	0.28	0.20	0.25	0.19	0.25	0.31	0.29	0.21	0.27	0.25	0.25
Rendistat lordo	0.97	1.01	0.84	0.87	0.92	0.89	0.99	1.03	1.13	1.20	1.14	1.20	1.12	1.19	1.27	1.15	1.13	1.16	1.21	1.21
Rendistat netto	0.85	0.88	0.74	0.76	0.81	0.78	0.87	0.90	0.99	1.05	1.00	1.05	0.98	1.04	1.11	1.01	0.99	1.02	1.06	1.06
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.07	0.09	0.06	0.10	0.05	-0.02	0.03	0.30	0.41	0.58	0.46	0.54	0.46	0.52	0.55	0.55	0.48	0.50	0.53	0.53
Rend. BTP a 5 anni	0.48	0.48	0.36	0.52	0.43	0.31	0.32	0.60	0.68	0.86	0.73	0.82	0.75	0.80	0.84	0.83	0.77	0.79	0.82	0.82
Rend. BTP a 7 anni	0.93	0.95	0.76	1.01	0.90	0.76	0.73	0.98	1.06	1.24	1.15	1.22	1.16	1.20	1.25	1.22	1.17	1.19	1.22	1.22
Rend. BTP a 10 anni	1.48	1.50	1.30	1.59	1.46	1.31	1.22	1.45	1.54	1.71	1.61	1.68	1.62	1.66	1.72	1.69	1.64	1.67	1.70	1.70
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2345.390	2355.344	2354.003	2343.048	2327.003	2342.022	2337.463	2334.214	2345.996	2343.114	2353.51	2354.12	2368.37	2375.60	2376.13	2370.46	2359.12	2372.94	2365.05	2365.05
Prestiti in euro	2307.582	2319.848	2311.462	2299.742	2299.514	2316.100	2319.001	2297.603	2312.766	2299.290	2331.563	2312.04	2338.273	2343.74	2340.36	2326.19	2327.34	2339.49	2340.34	2340.34
Prestiti in valuta	37.808	35.496	42.541	43.306	27.489	25.922	18.462	36.611	33.230	43.824	21.951	42.079	30.102	31.857	35.775	44.272	31.777	33.444	24.710	24.710
Prestiti a breve	335.155	334.989	334.065	328.195	331.398	333.659	333.159	328.757	330.773	325.034	332.087	332.022	335.825	334.319	331.392	329.180	328.084	334.326	334.492	334.492
Prestiti a m / l	2010.235	2020.355	2019.938	2014.853	1995.605	2008.363	2004.304	2005.457	2015.223	2018.080	2021.427	2022.097	2032.550	2041.281	2044.738	2041.282	2031.032	2038.611	2030.553	2030.553
Depositi totali	2221.512	2251.884	2255.821	2272.500	2239.819	2260.402	2250.435	2233.798	2256.879	2243.516	2227.354	2251.718	2266.609	2288.815	2297.554	2293.634	2272.744	2301.993	2283.741	2283.741
Depositi in c / c	874.441	869.917	883.585	909.166	899.208	904.715	903.442	891.033	910.412	927.046	915.677	947.078	940.986	932.551	948.882	964.352	960.264	970.578	964.696	964.696
Depositi a risparmio	304.023	304.640	303.895	302.950	301.603	300.792	299.490	300.060	299.066	298.033	297.963	300.318	302.127	302.732	302.703	301.603	300.403	299.424	298.412	298.412
Certif. deposito	1043.048	1077.327	1068.341	1060.384	1039.008	1054.895	1047.502	1042.706	1047.401	1018.437	1013.713	1004.323	1023.496	1053.532	1045.969	1027.679	1012.077	1031.991	1020.634	1020.634
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	1.32	2.08	0.91	0.96	0.39	0.12	0.43	0.67	0.78	0.91	0.74	0.88	0.98	0.86	0.94	1.17	1.38	1.32	1.18	1.18
Prestiti in euro	0.81	1.86	0.40	0.96	1.28	0.13	0.66	0.42	1.17	1.01	1.01	1.04	1.33	1.03	1.25	1.15	1.21	1.01	0.92	0.92
Prestiti in valuta	46.85	19.27	39.06	1.12	-42.20	-0.77	-21.97	19.31	-20.54	-4.07	-21.54	-7.19	-20.38	-10.25	-15.90	2.23	15.60	29.02	33.84	33.84
Prestiti a breve	-6.89	-5.30	-6.53	-7.25	-4.34	-6.20	-5.70	-4.80	-4.20	-3.50	-3.90	-1.70	0.20	-0.20	-0.80	0.30	-1.00	0.20	0.40	0.40
Prestiti a m / l	2.84	3.42	2.25	2.44	1.22	1.25	1.53	1.63	1.65	1.66	1.55	1.32	1.11	1.04	1.23	1.31	1.78	1.51	1.31	1.31
Depositi totali	2.00	3.49	2.45	4.07	2.05	2.54	2.86	1.75	2.42	1.75	2.08	2.37	2.03	1.64	1.85	0.93	1.47	1.84	1.48	1.48
Depositi in c / c	7.58	7.56	8.41	10.63	7.53	8.61	8.79	7.22	8.11	7.18	7.60	7.99	7.61	7.20	7.39	6.07	6.79	7.28	6.78	6.78
Depositi a risparmio	0.13	0.21	-0.17	-0.21	-0.52	-0.86	-0.49	-0.41	-0.25	-0.24	-0.29	-0.23	-0.62	-0.63	-0.39	-0.44	-0.40	-0.45	-0.36	-0.36
Certif. deposito	-1.74	1.33	-1.30	0.20	-1.56	-1.23	-0.85	-1.91	-1.34	-2.19	-1.79	-1.69	-1.87	-2.21	-2.09	-3.08	-2.59	-2.17	-2.57	-2.57

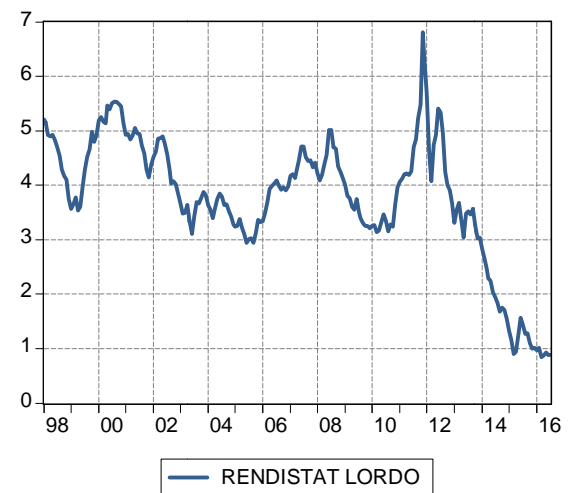
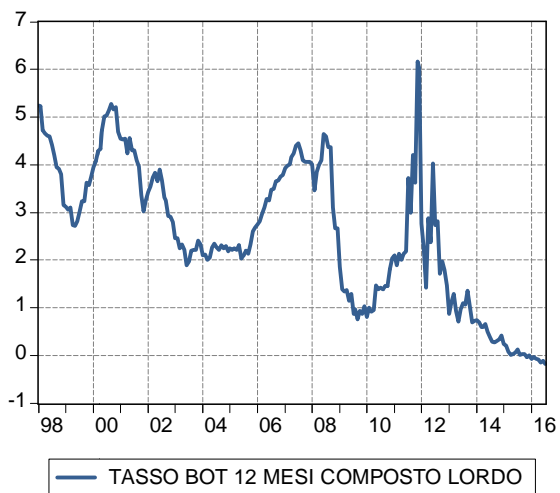
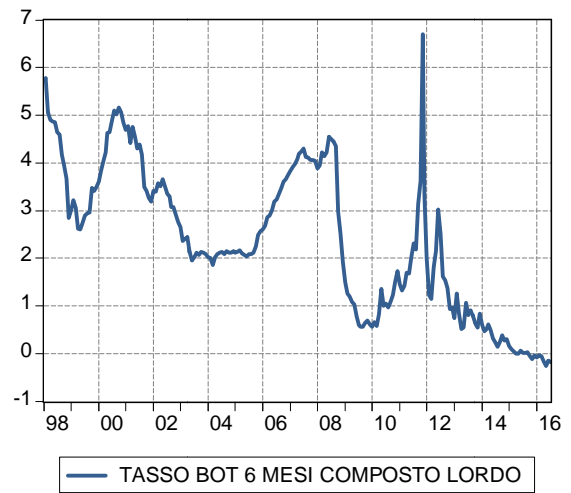
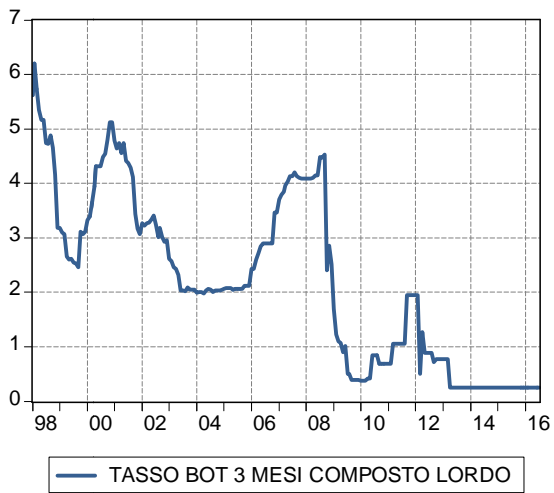
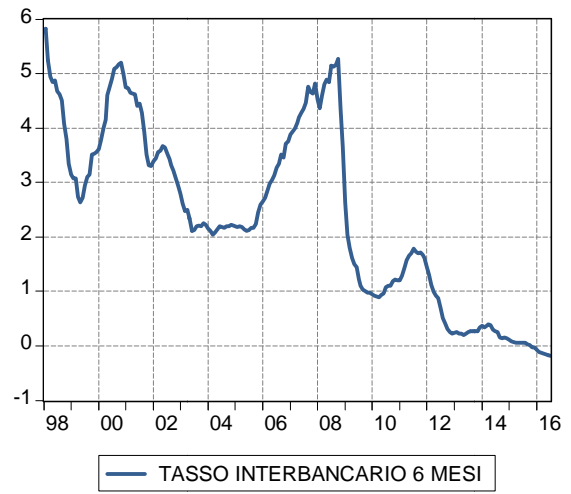
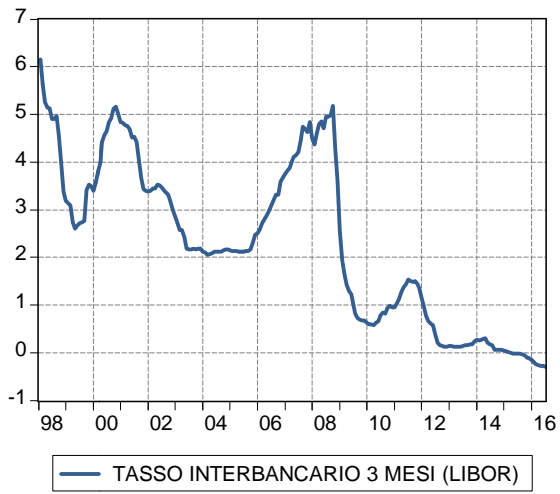
SCENARIO C	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1070	1017	1056	1087	1063	949	993	925	915	955	964	929	966	976	898	956	939	911	917	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	3.2	1.1	0.4	1.5	-0.4	1.0	0.1	1.1	1.4	1.1	0.8	1.1	0.9	0.7	0.9	0.6	0.8	0.8	0.6	
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.4	-0.2	-0.2	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.5	0.4	0.5	0.4	0.3	0.2	
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	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	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.25	-0.24	-0.27	-0.34	-0.34	-0.34	-0.36	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.37	-0.38	-0.38	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 1m lett.	-0.22	-0.25	-0.31	-0.34	-0.35	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.37	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36
T. Interb. 3m lett.	-0.15	-0.20	-0.24	-0.26	-0.28	-0.28	-0.30	-0.31	-0.31	-0.32	-0.32	-0.31	-0.32	-0.31	-0.30	-0.31	-0.31	-0.29	-0.29	
T. Interb. 6m lett.	-0.07	-0.12	-0.13	-0.15	-0.16	-0.17	-0.19	-0.19	-0.19	-0.20	-0.19	-0.19	-0.20	-0.19	-0.18	-0.19	-0.19	-0.18	-0.17	
T. Depositi medio	0.50	0.49	0.49	0.47	0.46	0.46	0.46	0.46	0.46	0.46	0.47	0.47	0.48	0.48	0.49	0.50	0.50	0.51	0.52	
T. Prestiti medio	3.24	3.20	3.16	3.11	3.07	3.06	3.04	3.03	3.02	3.02	3.02	3.02	3.01	3.02	3.02	3.02	3.02	3.02	3.02	3.02
T.prest. medio - T.dep. medio	2.74	2.71	2.67	2.64	2.61	2.60	2.59	2.58	2.57	2.56	2.55	2.55	2.54	2.54	2.53	2.52	2.52	2.51	2.51	
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.16	-0.14	-0.18	-0.25	-0.31	-0.24	-0.27	-0.24	-0.27	-0.24	-0.23	-0.24	-0.24	-0.26	-0.23	-0.24	-0.24	-0.24	-0.23	
T. BOT comp. lordo 6m	-0.08	-0.04	-0.05	-0.17	-0.26	-0.15	-0.19	-0.14	-0.19	-0.14	-0.12	-0.15	-0.13	-0.18	-0.13	-0.13	-0.14	-0.14	-0.12	
T. BOT comp. lordo 12m	-0.07	-0.03	-0.07	-0.08	-0.14	-0.12	-0.18	-0.13	-0.18	-0.12	-0.09	-0.12	-0.11	-0.14	-0.10	-0.09	-0.12	-0.12	-0.10	
Rendistat lordo	0.97	1.01	0.84	0.87	0.92	0.89	0.87	0.84	0.86	0.90	0.84	0.88	0.84	0.87	0.91	0.88	0.86	0.90	0.93	
Rendistat netto	0.85	0.88	0.74	0.76	0.81	0.78	0.76	0.74	0.75	0.79	0.74	0.77	0.74	0.76	0.80	0.77	0.75	0.79	0.81	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.07	0.09	0.06	0.10	0.05	-0.02	0.03	0.08	0.04	0.09	0.11	0.10	0.11	0.06	0.09	0.12	0.09	0.10	0.12	
Rend. BTP a 5 anni	0.48	0.48	0.36	0.52	0.43	0.31	0.32	0.36	0.33	0.38	0.40	0.40	0.40	0.35	0.38	0.41	0.38	0.40	0.40	
Rend. BTP a 7 anni	0.93	0.95	0.76	1.01	0.90	0.76	0.73	0.77	0.74	0.79	0.81	0.80	0.81	0.76	0.79	0.82	0.79	0.80	0.81	
Rend. BTP a 10 anni	1.48	1.50	1.30	1.59	1.46	1.31	1.22	1.25	1.22	1.27	1.28	1.27	1.27	1.23	1.26	1.28	1.26	1.26	1.28	
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2345.390	2355.344	2354.003	2343.048	2327.003	2345.531	2343.282	2339.547	2350.885	2348.919	2358.65	2359.95	2374.00	2380.78	2382.25	2377.26	2365.17	2381.65	2376.09	
Prestiti in euro	2307.582	2319.848	2311.462	2299.742	2299.514	2319.107	2324.069	2301.950	2316.195	2303.387	2335.718	2316.16	2343.118	2348.15	2345.21	2331.25	2332.63	2346.70	2349.40	
Prestiti in valuta	37.808	35.496	42.541	43.306	27.489	26.424	19.213	37.597	34.690	45.532	22.936	43.794	30.885	32.631	37.041	46.008	32.539	34.948	26.686	
Prestiti a breve	335.155	334.989	334.065	327.554	331.398	334.832	334.117	329.954	331.730	326.544	333.419	333.996	337.645	336.230	333.326	330.868	330.326	337.375	337.458	
Prestiti a m / l	2010.235	2020.355	2019.938	2015.494	1995.605	2010.699	2009.164	2009.593	2019.155	2022.375	2025.235	2025.957	2036.359	2044.552	2048.925	2046.389	2034.839	2044.277	2038.629	
Depositi totali	2221.512	2251.884	2255.821	2272.500	2239.819	2266.574	2258.311	2242.957	2266.134	2251.675	2233.027	2260.957	2273.051	2298.048	2305.675	2305.224	2281.480	2317.119	2301.671	
Depositi in c / c	874.441	869.917	883.585	909.166	899.208	907.192	907.922	895.729	914.895	931.283	919.298	952.055	945.047	936.707	952.682	969.295	964.891	977.605	974.203	
Depositi a risparmio	304.023	304.640	303.895	302.950	301.603	301.083	299.891	300.365	299.552	298.429	298.326	300.757	302.472	303.154	303.203	302.150	300.972	300.270	299.381	
Certif. deposito	1043.048	1077.327	1068.341	1060.384	1039.008	1058.299	1050.498	1046.863	1051.687	1021.963	1015.403	1008.145	1025.532	1058.187	1049.790	1033.779	1015.618	1039.244	1028.087	
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	1.32	2.08	0.91	0.96	0.39	0.27	0.68	0.90	0.99	1.16	0.96	1.13	1.22	1.08	1.20	1.46	1.64	1.54	1.40	
Prestiti in euro	0.81	1.86	0.40	0.96	1.28	0.26	0.88	0.61	1.32	1.19	1.19	1.22	1.54	1.22	1.46	1.37	1.44	1.19	1.09	
Prestiti in valuta	46.85	19.27	39.06	1.12	-42.20	1.16	-18.79	22.52	-17.05	-0.33	-18.02	-3.41	-18.31	-8.07	-12.93	6.24	18.37	32.26	38.90	
Prestiti a breve	-6.89	-5.30	-6.53	-7.25	-4.34	-5.87	-5.43	-4.45	-3.92	-3.05	-3.51	-1.12	0.74	0.37	-0.22	1.01	-0.32	0.76	1.00	
Prestiti a m / l	2.84	3.42	2.25	2.44	1.22	1.37	1.77	1.84	1.85	1.87	1.74	1.51	1.30	1.20	1.44	1.53	1.97	1.67	1.47	
Depositi totali	2.00	3.49	2.45	4.07	2.05	2.82	3.22	2.17	2.84	2.12	2.34	2.79	2.32	2.05	2.21	1.44	1.86	2.23	1.92	
Depositi in c / c	7.58	7.56	8.41	10.63	7.53	8.91	9.33	7.79	8.64	7.67	8.03	8.56	8.07	7.68	7.82	6.61	7.30	7.76	7.30	
Depositi a risparmio	0.13	0.21	-0.17	-0.21	-0.52	-0.76	-0.36	-0.31	-0.09	-0.11	-0.17	-0.08	-0.51	-0.49	-0.23	-0.26	-0.21	-0.27	-0.17	
Certif. deposito	-1.74	1.33	-1.30	0.20	-1.56	-0.91	-0.56	-1.52	-0.94	-1.85	-1.62	-1.31	-1.68	-1.78	-1.74	-2.51	-2.25	-1.80	-2.13	

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

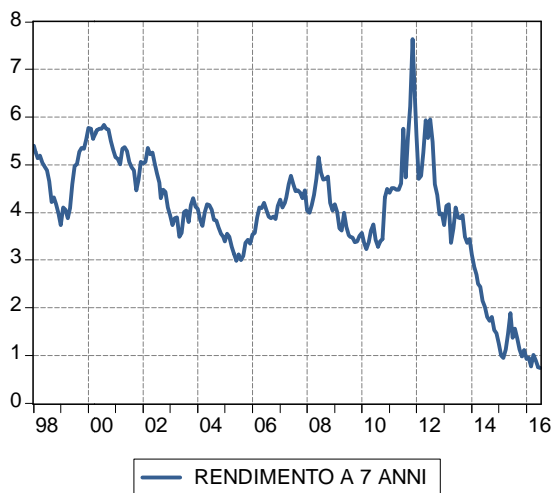
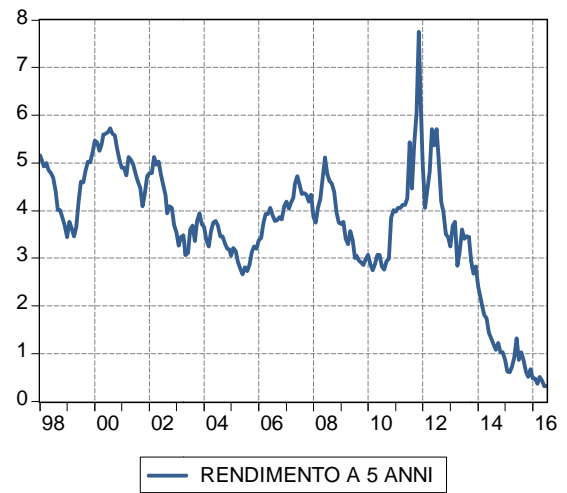
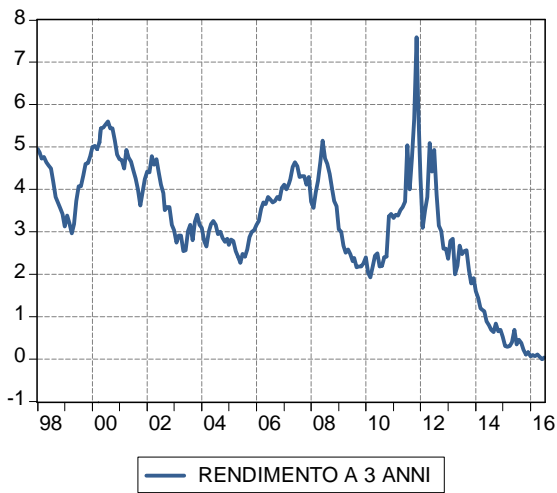
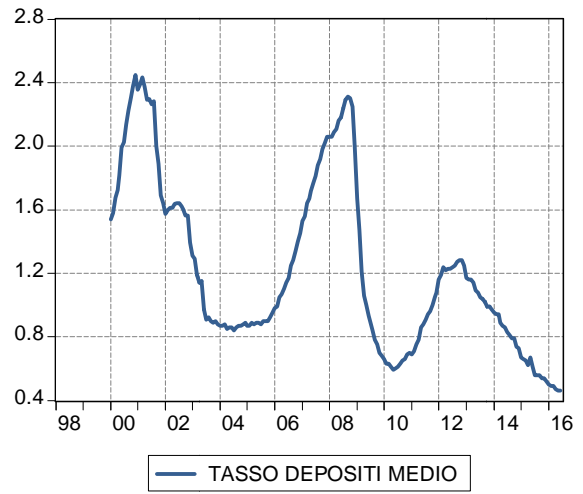
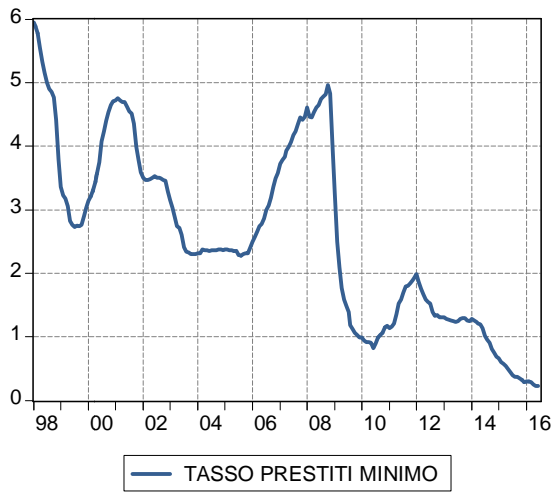
Dati mensili



TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



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

