

MEFIM

MODELLO
ECONOMETRICO
FINANZIARIO
INTERNAZIONALE
MENSILE

Ottobre 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 settembre 2016.

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

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

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

Questa nota ha finalità puramente informative e riflette le opinioni di GRETA. Essa non intende sollecitare posizioni di rischio di alcun tipo. I dati sono derivati da fonti ritenute affidabili, ma nel merito delle quali GRETA non ha responsabilità diretta.

IL QUADRO GENERALE

L'economia americana sta crescendo a un passo moderato e via via decrescente. Non vi sono, inoltre, segnali di surriscaldamento né dal mercato del lavoro né dalla dinamica dei prezzi e i dati macroeconomici dell'ultimo mese, con la sola eccezione degli indici di fiducia, non appaiono particolarmente brillanti. Salvo che, negli ultimi mesi dell'anno, non vi sia un improvviso cambio di tendenza, non sussistono, quindi, al momento le condizioni per un imminente rialzo dei tassi di riferimento. **Nell'ultima riunione di settembre, Yellen ha lasciato aperta la strada a qualche aggiustamento graduale sui tassi, tuttavia, a nostro avviso, rimane più probabile lo scenario che non prevede alcun rialzo entro il 2016.** Anche se la FED decidesse di intervenire prima della fine dell'anno, con l'obiettivo di normalizzare il livello dei tassi

d'interesse, a questo punto avrebbe a disposizione la sola riunione di dicembre, visto che storicamente non è mai intervenuta in prossimità delle elezioni presidenziali, previste per l'8 novembre. L'effetto sulla curva dei rendimenti a lungo termine (sia statunitense sia di altre aree) di questo rialzo sarebbe, di conseguenza, limitato, sia perché in parte già scontato dai mercati sia perché, non trattandosi di una serie ravvicinata d'interventi, non rappresenterebbe un vero ritorno alla politica restrittiva. Questo dovrebbe anche limitare l'apprezzamento del dollaro statunitense, in seguito all'intervento. In ogni caso, a nostro parere, le probabilità di un rialzo a dicembre sono diminuite, poiché la FED preferirà correre il rischio di iniziare l'inversione della politica monetaria in ritardo piuttosto che di intervenire con troppo anticipo, frenando una ripresa, che stando alle ultime rilevazioni, non è poi così brillante. **Le elezioni presidenziali rimangono un fattore d'incertezza per il quadro macroeconomico.** Nonostante, dall'ultimo dibattito, ne sia uscito sconfitto, la vittoria del candidato repubblicano Trump è un esito ancora possibile. È difficile fare supposizioni circa l'impatto sulla crescita se questo dovesse succedere, tuttavia, stando alle dichiarazioni del candidato, si dovrebbe avere un maggior protezionismo, ma anche una politica fiscale espansiva: le due azioni potrebbero compensarsi. Ci si potrà probabilmente attendere, invece, una maggior volatilità e rendimenti più elevati, per l'aumento della quantità di titoli sovrani emessi per finanziare la politica fiscale espansiva.

Sul fronte europeo, come osservato da alcuni mesi e come evidenziato sia dal FMI sia dalle autorità statunitensi, le banche tedesche e in particolare la *Deutsche Bank* rappresentano il maggiore rischio potenziale di crisi sistemica del settore per tutta l'area. Quando il dipartimento di Giustizia degli Stati Uniti ha imposto alla principale banca tedesca una multa da 14 miliardi di dollari per irregolarità sui titoli garantiti da ipoteca, 10 *hedge fund* statunitensi hanno ridotto pesantemente le loro esposizioni nei confronti dell'istituto, facendone crollare il titolo in borsa. In seguito, quando è iniziata a trapelare la notizia che si sarebbe raggiunto un accordo per la riduzione della sanzione a 5,4 miliardi, il titolo ha recuperato terreno. A sostenere il titolo, c'è stato anche il comunicato del governo tedesco con il quale dichiarava la sua disponibilità a intervenire a sostegno della banca in caso di difficoltà. Questo dimostra la sensibilità e la reattività attuale dei mercati rispetto a qualsiasi notizia concernente il settore. **Anche semplici rumor possono potenzialmente generare tensioni sui mercati in grado di autoalimentare il crollo della banca tedesca e del sistema bancario europeo.** Oltre al rischio rappresentato dal sistema bancario, l'altro fattore critico per lo scenario europeo è ancora legato all'intensa stagione politica che si aprirà in Europa con il referendum costituzionale in Italia, per poi proseguire nel 2017 in molti paesi membri, tra i quali Francia, Olanda, Germania e probabilmente Spagna. Se in questi stati la preoccupazione è che si rafforzino i movimenti antieuropeisti, in Italia un esito referendario negativo, ormai disgiunto dalla sopravvivenza del governo, potrebbe essere interpretato dai grandi investitori internazionali come una battuta d'arresto nel processo di riforme e potrebbe determinare turbolenze nei mercati. Per quel che riguarda la *Brexit*, finora non sembra aver portato effetti reali se non un calo della fiducia durante l'estate nei paesi membri, non in Gran Bretagna, dovuto anche, se non soprattutto, alla diminuzione della domanda mondiale. L'impatto dell'uscita dell'UK dall'Unione Europea dipenderà dai tempi e dai modi con i quali il governo britannico deciderà di gestire la partita. **In tema di politica monetaria, al momento non si ravvisano motivi per i quali vi dovrebbe essere un nuovo incremento dello stimolo,** tuttavia la BCE si dichiara pronta a intervenire in caso di necessità. I margini di azione sono comunque molto limitati e a nostro

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

parere, l'unica mossa possibile attualmente è l'estensione temporale del Programma di Acquisto d'Attività oltre marzo 2017.

Nel quadro internazionale, l'imponente iniezione di liquidità da parte delle principali banche centrali, pur sostenendo la crescita, **non riesce a influenzare adeguatamente la domanda aggregata e a riportarla a livelli accettabili**. Queste difficoltà nel meccanismo di trasmissione dello stimolo monetario hanno spinto la BoJ a introdurre importanti interventi innovativi. **La banca centrale ha introdotto il QQE con controllo della curva dei tassi**. In particolare si è stabilito che l'istituto continuerà ad acquistare titoli fino a quando i rendimenti del decennale non si saranno stabilizzati su valori prossimi allo 0. La BoJ, inoltre, aumenterà la base monetaria fino a quando l'inflazione non si sarà portata saldamente oltre il target del 2%. Queste mosse innovative, colte positivamente dai mercati, potrebbero essere anche rischiose, essendo gli obiettivi posti più stringenti dei precedenti. Il loro mancato raggiungimento, infatti, potrebbe essere visto come una sconfitta e portare instabilità nei mercati. A nostro avviso, tuttavia, i rischi non sono così elevati, poiché gli obiettivi sono definiti in termini ampi (rendimenti attorno allo 0%, inflazione oltre il target). Se dovesse portare a risultati incoraggianti questo *modus operandi* potrebbe essere ripreso anche da altre banche centrali.

Per quel che riguarda il petrolio, nonostante i paesi OPEC siano riusciti ad accordarsi per il taglio della produzione, nei prossimi mesi non si attendono forti oscillazioni del prezzo, che dovrebbe mantenersi tra 45 e i 50 dollari al barile. In primo luogo è da considerare la fragilità dell'accordo che potrebbe saltare già a novembre quando saranno decise le quote produttive di ciascun paese, inclusi i non OPEC. Inoltre, va ricordato che la Russia, pur offrendo collaborazione all'OPEC, continua ad aumentare la produzione grazie all'apertura di nuovi giacimenti. La domanda globale di petrolio in ribasso, come testimoniano anche le nuove stime dell'Agenzia Internazionale per l'Energia (-100 000 barili per il 2016 e di -200 000 per il 2017) riduce ulteriormente il rischio di pressioni inflazionistiche attraverso questo canale.

GLI ULTIMI DATI

I dati definitivi del PIL del secondo trimestre 2016 (+1,4% t/t ann. e +1,3% a/a) sono stati migliori rispetto alle precedenti stime (+1,1% t/t ann. e +1,2% a/a). L'economia statunitense conferma un ritmo moderato, anche se, a livello tendenziale, la crescita continua a rallentare (+0,8% t/t ann. e +1,6% a/a nel 1° trim.). Questa correzione al rialzo è stata determinata soprattutto dalla revisione degli investimenti fissi (-1,1% t/t ann. e +0,8% a/a da -2,5% t/t ann. e +0,5% a/a) e più in particolare della componente non residenziale (+1% t/t ann. e -0,5% a/a da -0,9% t/t ann. e -1% a/a della stima precedente). L'ultima lettura ha invece confermato la debolezza degli investimenti residenziali (-7,8% t/t ann. e +5,7% a/a da -7,7% t/t ann. la lettura precedente). In termini di contributi, gli investimenti fissi hanno sottratto lo 0,18% t/t (anziché lo 0,42% t/t) grazie all'apporto positivo dello 0,12% t/t della componente non residenziale, mentre i residenziali hanno sottratto lo 0,3% t/t. **La revisione non ha modificato la struttura dell'economia statunitense confermando lo sbilanciamento a favore dei consumi.** La crescita è stata, infatti, ancora spinta principalmente dai consumi (+4,3% t/t ann. e +2,7% a/a da +4,4% t/t ann. della precedente stima) che hanno partecipato per il 2,88% t/t (da +2,94% t/t). A frenare la dinamica del PIL hanno contribuito, oltre agli investimenti, anche la spesa pubblica (-0,3% t/t il contributo) diminuita dell'1,7% t/t ann. (+0,7% a/a) ma soprattutto il ciclo negativo delle scorte che hanno sottratto l'1,16% t/t alla crescita (-1,26% t/t la stima precedente). **Come già rilevato, le dinamiche negative delle scorte e degli investimenti potrebbero essere determinate da un atteggiamento attendista da parte del settore produttivo rispetto all'esito delle elezioni presidenziali.** Se si affermasse il candidato repubblicano, infatti, potrebbe aprirsi una stagione di elevata incertezza e instabilità. Le esportazioni, secondo l'ultima lettura, sono aumentate dell'1,8% t/t ann. e -1,1% a/a (da +1,2% t/t ann. e -1,3% a/a) mentre le importazioni hanno registrato un lieve incremento dello 0,2% t/t ann. e +0,3% a/a (da +0,3% t/t ann. e +0,4% a/a). Questo ha portato a un contributo complessivo del canale estero dello 0,18% t/t, migliore della stima precedente (+0,1% t/t) ma ancora modesto. I dati riguardanti il commercio estero di luglio suggeriscono che questa tendenza potrebbe essere proseguita anche nel secondo trimestre. Le esportazioni sono, infatti, aumentate dell'1,86% m/m (+0,85% m/m in giugno) mentre le importazioni sono diminuite dello 0,78% m/m (+1,88% m/m il precedente) riducendo il deficit commerciale a 39,47 miliardi di dollari (da 44,66). Per quanto riguarda il mercato del lavoro, i dati sull'occupazione di agosto hanno deluso le attese. Dopo le brillanti 275 mila unità di luglio, i *non farm payroll* hanno registrato un aumento di 151 mila unità in agosto, dato buono ma ben sotto le 178 mila previste e debole rispetto alla soglia delle 200 mila unità. Anche considerando il solo settore privato, l'occupazione sembra essere cresciuta di 126 mila unità, meno delle 173 mila attese e delle 225 mila di luglio. Il tasso di disoccupazione è rimasto stabile al 4,9%, a fronte di un'attesa di 4,8%. Con riferimento ai salari medi orari, in agosto hanno registrato un incremento del 2,51% a/a (da +2,61% a/a) mantenendo il trend degli ultimi mesi e senza implicare al momento tensioni inflazionistiche. Anche osservando il mercato dei beni, non si evidenziano rischi inflazionistici. Il *CPI* ad agosto ha registrato una variazione dell'1,1% a/a, lievemente superiore alle attese di consenso (+1% a/a) e al dato di luglio (+0,9% a/a). Anche l'inflazione *core*, alla quale la FED dedica maggiore attenzione, fornisce indicazioni di stabilità (+2,3% a/a dal 2,2% a/a di luglio) senza destare preoccupazioni per il surriscaldamento dell'economia. Nonostante l'accordo tra i paesi OPEC circa il taglio della produzione, ci si attende che nei prossimi mesi il prezzo del petrolio rimanga stabile tra i 45 e i 50 dollari al barile, anche a causa della debolezza della domanda globale. Non s'intravedono quindi pressioni inflazionistiche nemmeno dal lato delle materie prime. Osservando l'andamento del mercato del lavoro e dei prezzi, per inferire le prossime mosse della FED, non si ravvisano dinamiche tali da giustificare un rialzo dei

USA

Diminuisce la probabilità di un rialzo dei tassi entro fine anno

tassi entro la fine dell'anno. Tale scenario è sostenuto anche dagli altri dati mensili, quasi tutti all'insegna della stabilità o debolezza. Dal lato dell'offerta la produzione industriale in agosto si è contratta dello 0,5% m/m (+0,6% m/m in luglio) e dell'1,1% a/a (-0,5% a/a il precedente). Nello stesso mese gli ordini di beni durevoli sono rimasti stabili ai livelli di luglio (+3,6% m/m la variazione precedente) e si sono contratti, al netto dei trasporti, dello 0,4% m/m (dopo il +1,1% m/m di luglio). Per quel che concerne il comparto edilizio, si è registrato in agosto un forte calo dell'avvio di nuovi cantieri (-5,8% m/m da +1,4% m/m) e delle vendite di nuove case (-7,6% m/m da +13,8% m/m). Rimane negativa anche la variazione della vendita di case esistenti (-0,9% m/m da -3,4% m/m). Nonostante i dati concernenti il settore edilizio siano notoriamente molto volatili, la dinamica evidenziata in agosto suggerisce la possibilità che anche nel terzo trimestre il contributo degli investimenti residenziali sia stato negativo, diminuendo la probabilità del rialzo dei tassi a dicembre. Gli unici dati positivi dal lato dell'offerta riguardano la fiducia delle imprese che in settembre sembra notevolmente migliorata, come testimonia l'indice *NAPM* Chicago, balzato da 51,5 a 54,2. Segnali di debolezza arrivano dal lato della domanda, dove i consumi privati, il reddito personale e le vendite al dettaglio hanno registrato delle variazioni negative rispettivamente dello 0,1% m/m (da +0,3% di luglio) dello 0,1% m/m (+0,4% m/m il precedente) e dello 0,3% m/m (da +0,1% m/m). Al contrario, la fiducia dei consumatori in settembre sembra aver subito un significativo aumento, passando da 101,8 a 104,1. In sintesi, l'economia americana sta crescendo a un passo moderato e meno sostenuto rispetto ai periodi precedenti. **L'analisi dei dati statunitensi e del contesto internazionale, con la domanda globale in affanno nonostante le politiche monetarie ultra espansive delle principali banche centrali, rendono, a nostro avviso, lo scenario che non prevede alcun rialzo da parte della FED per il 2016, ancora il più probabile.**

La lettura finale del PIL del secondo trimestre 2016 vede al rialzo sia la stima congiunturale (+0,2% t/t, dal precedente 0% t/t) sia quella tendenziale (+0,8% a/a da +0,6% a/a). La revisione è da attribuire agli investimenti fissi (+1,1% t/t e +1% a/a da +0,9% t/t e +0,6% a/a) e alle importazioni (0% t/t e -0,4% a/a da -0,1% t/t e -0,5% a/a). La spesa pubblica invece è stata corretta al ribasso in termini congiunturali (+0,1% t/t da +0,2% t/t) mentre è stata confermata in termini tendenziali (+2% a/a). Le altre componenti non hanno subito rivisitazioni. Quanto ai contributi, l'ultima lettura conferma gli apporti positivi di consumi privati (+0,1% t/t) investimenti fissi (+0,2% t/t) e spesa pubblica (+0,1% t/t) mentre hanno sottratto punti alla variazione del PIL le esportazioni nette (-0,3% t/t) per effetto dell'apprezzamento dello yen. Stando ai dati mensili, il commercio estero in agosto si è lievemente ripreso. Le esportazioni, dopo il calo dell'1,67% m/m di luglio, sono rimaste pressoché invariate (-0,01% m/m) mentre le importazioni sono diminuite dell'1,3% m/m (-1,67% m/m a luglio) portando il saldo della bilancia commerciale a 408,39 miliardi di yen da 340,15 miliardi. Per quel che riguarda il mercato del lavoro, in agosto il tasso di disoccupazione si è attestato al 3,1%, superiore alle attese e al dato precedente (+3% entrambi). Sul fronte dei prezzi, in agosto l'indice globale ha registrato una lieve flessione portandosi a -0,5% a/a da -0,4% a/a. La variazione del CPI *core* invece è stata pari a -0,4% a/a (-0,5% a/a in luglio). Dal lato dell'offerta i segnali sono incoraggianti. La produzione industriale in agosto è aumentata dell'1,5% m/m (+1,2% a/a) dopo il calo dello 0,4 m/m (-0,9% a/a) di luglio, mentre le attese erano meno ottimistiche (+0,7% m/m). Anche la fiducia delle imprese in settembre è aumentata, con l'indice PMI manifatturiero di settembre che ha superato la soglia del 50, passando da 49,5 a 50,3. Negativi sono, invece, i segnali provenienti dal lato della domanda. In agosto sono scesi sia i consumi privati (-0,6% m/m da +1,8% m/m) sia il reddito disponibile (-2,1% m/m da +1,7% m/m) sia le vendite al dettaglio

GIAPPONE

La BoJ introduce misure innovative.

(-5,8 m/m e -2,1% a/a da +6 m/m e -0,2% a/a in luglio). In risalita, seppur debole, sembra invece la fiducia dei consumatori, con l'indice che in agosto è salito a 42 a 41,3, rimanendo tuttavia sotto la soglia del 50. **Con l'ultima riunione del 21 settembre, la BoJ ha sorpreso i mercati lanciando il "QQE con controllo della curva dei tassi".** Il Governatore Kuroda ha confermato il tasso di riferimento a -0,1% e le misure espansive volte a portare l'inflazione al 2%, ma ha cambiato i target di azione. Da un obiettivo di ampliamento della quantità degli acquisti, si è mosso verso un obiettivo di controllo della curva degli interessi con lo scopo di assicurare rendimenti attorno allo 0% per i titoli di stato decennali. È stato presentato inoltre un *inflation overshooting-commitment* secondo il quale la Banca Centrale del Giappone continuerà con la politica espansiva fino a quando i prezzi non supereranno il target del 2% in modo stabile. **Il nuovo atteggiamento della BoJ, seppur non privo di rischi, insiti nell'aver stabilito obiettivi più stringenti dei precedenti, potrebbe indurre altre banche a seguirne l'esempio.**

L'ultima lettura dei dati di contabilità trimestrale ha confermato una crescita congiunturale dello 0,3% t/t e tendenziale dell'1,6% a/a, lievemente inferiore a quella attribuita al primo trimestre (+0,5% t/t e +1,7% a/a). La dinamica del PIL nel secondo trimestre è stata sostenuta prevalentemente dalle esportazioni, le quali, aumentate dell'1,1% t/t e del 2,2% a/a (0% t/t e +2,3% a/a nel primo trimestre) hanno contribuito per lo 0,51% t/t. Gli altri apporti positivi sono arrivati dai consumi privati (+0,12% t/t) incrementati dello 0,2% t/t e dell'1,6% a/a (da +0,6% t/t e +1,9% a/a) e dalla spesa pubblica (+0,03% t/t) aumentata dello 0,1% t/t e dell'1,8% a/a (+0,6% t/t e +2% a/a nel I° trim.). Gli investimenti fissi, con una crescita congiunturale nulla e tendenziale del 2,4% a/a (da +0,4% t/t e +2,5% a/a) non hanno contribuito. Hanno sottratto punti alla variazione del PIL le scorte (-0,2% t/t da +0,1% t/t) e le importazioni (-0,15% t/t da +0,08% t/t). Per quanto riguarda i dati mensili relativi al commercio estero, in luglio, si è rilevata una contrazione delle esportazioni (-1,07% m/m, +1,03% m/m a giugno) e un incremento delle importazioni (+1,38% m/m, +1,4% m/m il precedente). Di conseguenza il saldo della bilancia commerciale in luglio è diminuito, passando a 20,04 miliardi di euro dai 23,81 di giugno. Sul fronte del mercato del lavoro, il tasso di disoccupazione, in agosto, è rimasto fermo al 10,1%, come da attese, mentre gli occupati sono aumentati di 594 mila unità nel secondo trimestre (538 mila il precedente). **Sul fronte dei prezzi si è registrato qualche tenue miglioramento.** La stima *flash* relativa a settembre vede l'HCPI in lieve aumento (+0,4% a/a da +0,2% a/a) mentre l'inflazione *core* in agosto è lievemente calata (+0,8% a/a, da +0,9% a/a di luglio). Dal lato dell'offerta, la produzione industriale di luglio è diminuita dell'1,1% m/m (-0,6% a/a) dal precedente +0,9% m/m (+0,8% a/a) mentre il comparto edilizio ha registrato un aumento dell'1,8% m/m (+0,3% m/m a luglio). I segnali provenienti dagli indici di fiducia delle imprese, relativi a settembre sono contrastanti. L'indice PMI del settore manifatturiero è salito a 52,6 da 51,7, mentre quello dei servizi è sceso a 52,1 da 52,8. Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio in luglio hanno registrato una crescita dell'1,1% m/m e del 2,4% a/a (-0,1% m/m e +1,6% a/a in giugno). Come si aspettavano i mercati, dall'ultima riunione di settembre non è emersa nessuna novità sui tassi. **Il presidente Draghi ha ribadito la solidità dell'economia dell'Eurozona sottolineando che lo scenario base rimane comunque soggetto a rischi al ribasso.** Inoltre, i governi europei sono stati sollecitati a provvedere alle riforme strutturali per aumentare la produttività. La BCE ha rivisto leggermente al rialzo le stime sulla crescita del PIL per il 2016 (+1,7% dalla precedente previsione di +1,6%). Al contrario, l'aumento del PIL previsto per il 2017 e il 2018 è dell'1,6% dalla precedente stima di 1,7%. Le previsioni sull'inflazione sono rimaste invece invariate: +0,2% nel 2016, +1,2% nel 2017, +1,6% in 2018 e +2% nel medio termine.

AREA EURO

La ripresa prosegue anche se lentamente

Germania

La Germania ha continuato a sostenere la crescita dell'intera AE anche nel secondo trimestre quando il PIL è aumentato dello 0,4% t/t e dell'1,7% a/a (+0,7% t/t e +1,8% a/a nel primo trimestre). **I dati non hanno subito revisioni rispetto alla lettura di agosto, si è passati quindi all'analisi dei mensili che fornisce qualche segnale di debolezza.** Relativamente al commercio estero, in luglio si è registrato un calo sia delle esportazioni (-2,63% m/m da +0,18% m/m) sia delle importazioni, seppur di entità minore (-0,74% m/m da +1,11% m/m). Il saldo della bilancia commerciale è quindi risultato pari a 19,39 milioni di euro dai 21,43 di giugno. Per quanto riguarda il mercato del lavoro, a settembre si è registrato un lieve miglioramento del tasso di disoccupazione (5,9% dal 6,1%). L'inflazione in agosto è rimasta contenuta e in calo sia rispetto all'indice armonizzato globale (+0,3% a/a da +0,4% a/a) sia rispetto al *core* (+1% a/a da +1,3% a/a). Dal lato dell'offerta, la produzione industriale di luglio è diminuita sia su base congiunturale (-1,5% m/m da +1,1% m/m il precedente) sia su base tendenziale (-1,2% a/a da +0,7% a/a). Positivo invece è stato l'andamento, nello stesso mese, del settore delle costruzioni che, in luglio, è aumentato dell'1,8% m/m, dopo il modesto +0,2% m/m di giugno. Anche gli ordini all'industria sono aumentati dello 0,2% m/m, dopo il calo dello 0,3% m/m di giugno, invece, rispetto a luglio 2015, si sono contratti dello 0,5% a/a (da -2,8% a/a). Segnali abbastanza confortanti arrivano dagli indici di fiducia di settembre. L'*Ifo* è balzato a 109,5 da 106,3 e il PMI manifatturiero è passato a 54,3 da 53,6. Lo *Zew* è rimasto invece stabile allo 0,5, invece il PMI servizi ha subito un lieve calo portandosi a 50,6 da 51,7. Dal lato della domanda, in agosto, le vendite al dettaglio sono cresciute su base tendenziale dell'1% a/a (+1,5% a/a in precedenza) ma hanno subito un calo dello 0,4% su base congiunturale (+0,5% m/m a luglio).

Francia

La stima finale del PIL del secondo trimestre ha indicato una contrazione congiunturale dello 0,1% t/t (dato rivisto da 0% t/t) dopo una crescita dello 0,7% t/t nel primo periodo. A livello tendenziale, la variazione è stata pari a +1,3% a/a, corretta dalla prima lettura che la vedeva stabile sul ritmo del primo trimestre (+1,4% a/a). Le attese degli analisti erano per una conferma della stima preliminare. Il PIL francese è stato sostenuto totalmente dalle esportazioni nette che hanno fornito un contributo dello 0,6% t/t derivante da una crescita delle esportazioni dello 0,2% sia t/t sia a/a (rivisto da -0,1% t/t e 0% a/a) e da una diminuzione delle importazioni dell'1,8% t/t e del 2,4% a/a (rivista da -2% t/t e +2,6% a/a). Questo contributo è stato però più che bilanciato dalle scorte che hanno sottratto lo 0,7% t/t alla crescita. I consumi privati si sono contratti dello 0,1% t/t in termini congiunturali (+1,5% a/a; 0% t/t e a/a la prima lettura) e gli investimenti fissi dello 0,2% t/t (+3% a/a) non contribuendo alla variazione del PIL del trimestre. Per quanto riguarda i dati mensili sul commercio estero, a luglio le esportazioni sono calate dello 0,19% m/m (-1,62% m/m in giugno) mentre le importazioni sono aumentate del 2,44% m/m (+0,11% m/m il precedente). Per quanto riguarda il mercato del lavoro, il tasso di disoccupazione è salito al 10,5% in agosto, dal 10,3% di luglio. L'inflazione totale di agosto è rimasta stabile allo +0,4% a/a mentre quella *core* è leggermente diminuita (+0,5% a/a da +0,6% a/a). Dal lato dell'offerta, la produzione industriale in luglio è rimasta in territorio negativo sia a livello congiunturale (-0,6% m/m da -0,7% m/m) sia tendenziale (-0,1% a/a da -1,1% a/a). **Segnali di tenue miglioramento arrivano dagli indici di fiducia delle imprese.** L'indice PMI manifatturiero ha segnato, infatti, un rialzo a settembre a 49,5 da 48,3: anche se rimane sotto la soglia del 50 che determina il passaggio da contrazione a espansione, il livello è il più alto da sei mesi. Il PMI servizi, inoltre, si è attestato a 54,1 dal 52,3 di luglio e l'indice *Insee* a 103 da 101. Dal lato della domanda, i consumi delle famiglie in agosto sono aumentati dell'1% m/m (0% m/m a luglio) e l'indice di fiducia dei consumatori di settembre è rimasto stabile a 97.

Italia

La seconda lettura dei dati di contabilità nazionale ha confermato una crescita congiunturale nulla del PIL italiano nel secondo trimestre (+0,3% t/t nel periodo precedente). Rispetto allo stesso periodo del 2015, il PIL è aumentato dello 0,8% a/a, rivisto al rialzo da 0,7% a/a (+0,3% t/t e +1% a/a nel primo trimestre). Nel dettaglio, i consumi privati (+0,1% t/t e +1,2% a/a da +0,4% t/t e +1,7% a/a) e gli investimenti fissi (-0,3% t/t e +2,1% a/a da +0,8% t/t e +2,3% a/a) non hanno dato alcun contributo alla crescita. Hanno invece sottratto lo 0,1% t/t alla variazione del PIL sia la spesa pubblica, in flessione (-0,3% t/t e +0,7% a/a da +0,2% t/t e +0,9% a/a) sia le scorte. Hanno contribuito positivamente solo le esportazioni nette (+0,2% t/t) grazie a un aumento delle esportazioni (+1,9% t/t e +0,8% a/a da -1,2% t/t e +0,1% a/a nel trimestre precedente) maggiore di quello delle importazioni (+1,5% t/t e il +2,1% a/a da -0,3% t/t e +2,1% a/a). Le rilevazioni mensili per il commercio verso i paesi UE in luglio evidenziano una diminuzione delle esportazioni (-1,12% m/m, -1,02% m/m il precedente) e delle importazioni (-0,21% m/m, +0,43% m/m in giugno). Il commercio verso i paesi extra UE di agosto, invece, vede in aumento sia le esportazioni, dello 0,87% m/m (+0,37% m/m in luglio) sia le importazioni, del 2,5% m/m (+2,28% m/m il precedente). **Le rilevazioni concernenti il mercato del lavoro evidenziano una situazione in lieve miglioramento.** Il tasso di disoccupazione in agosto, come da attese, è rimasto stabile all'11,4%, ma nel secondo trimestre, l'occupazione è aumentata di 189,02 mila unità, quando nel periodo precedente la variazione era stata solo di 32,53 mila. In calo, sempre nel secondo trimestre, è risultato anche il costo del lavoro (-1,1% a/a da -1,5% a/a) segno che, forse, le riforme stanno influenzando positivamente la competitività delle imprese. Indicazioni incoraggianti provengono anche dai principali indici di prezzo. **La variazione positiva di settembre dell'HCPI (+0,1% a/a) decreta, infatti, per ora la fine del periodo di deflazione,** mentre l'inflazione *core* è rimasta invariata allo +0,5% a/a. Dal lato dell'offerta arrivano segnali di debolezza dell'attività industriale. Sebbene la produzione sia aumentata in luglio dello 0,4% m/m, superando anche le attese (+0,2% m/m) su base tendenziale il dato ha registrato una contrazione dello 0,4% a/a. Negativo è stato anche l'andamento del comparto delle costruzioni (-0,4% m/m da +1,2% m/m). Sempre in luglio il calo degli ordini all'industria è stato ancora più accentuato, con una flessione del 10,8% m/m (dal precedente balzo di +14,3% m/m) e del 6,6% a/a (da +6,9% a/a). Anche in Italia, in settembre si è incrementata la fiducia delle imprese (settore manifatturiero a 101,9 da 101,1 e servizi a 103,7 da 102,5) mentre è scesa quella dei consumatori (a 108,7 da 109,1). Le vendite al dettaglio hanno subito una contrazione dello 0,3% m/m e dello 0,1% a/a in luglio (da +0,3% m/m e +0,7% a/a). Per il paese, come nei mesi passati, **uno dei maggiori rischi al ribasso è rappresentato dalla fragilità del settore bancario.** Nonostante, al momento, la situazione interna sia relativamente calma, gli istituti nazionali sono esposti al rischio sistemico potenziale che caratterizza le banche tedesche, in particolare la Deutsche Bank. **L'altro fattore destabilizzante è ancora legato al referendum costituzionale** fissato per il 4 dicembre. Sebbene la sopravvivenza del governo sia ormai sganciata dall'esito referendario, l'evento rappresenta comunque un appuntamento fondamentale per i mercati. L'eventuale sconfitta del fronte favorevole alla riforma costituzionale potrebbe, infatti, minare la fiducia accordata al paese dai grandi investitori internazionali, ponendo dubbi sul progredire del processo di riorganizzazione strutturale intrapreso.

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

GLI SCENARI

A (15%)

Usa: La necessità di normalizzare il livello dei tassi di riferimento e un'economia più tonica nella parte finale dell'anno, dopo un secondo trimestre di crescita debole, induce la FED a intervenire entro la fine dell'anno, aspettando comunque l'esito delle elezioni presidenziali. Il processo di ritorno alla politica monetaria restrittiva sarà molto cauto ed equilibrato.

Area Euro: La BCE, attraverso un'attenta politica di comunicazione, mantiene vive le speranze di un suo nuovo possibile intervento in caso di shock economici. I reali canali d'intervento sono, tuttavia, molto limitati e il più praticabile sembra essere l'estensione temporale del Programma di Acquisto di Attività. Permangono rischi di contagio a causa della fragilità del sistema bancario, in particolare tedesco. La *Brexit* genera la percezione di una minore crescita futura in Area Euro e a livello internazionale. La minor crescita attesa e l'abbondante liquidità in circolazione mantengono il rendimento del BTP decennale intorno all'1,30% e lo *spread* a 130 punti base. L'attesa del rialzo dei tassi statunitensi favorisce l'apprezzamento del dollaro, portandolo intorno a quota 1,10.

B (20%)

Usa: L'economia mostra una debolezza dal lato degli investimenti, soprattutto nel settore edilizio. Per quel che riguarda i prezzi, il petrolio si mantiene intorno a 50 dollari al barile e non genera tensioni inflazionistiche. Anche gli incrementi dei salari rimangono abbastanza contenuti. Tutto ciò, insieme alle incertezze sul piano politico dovute alle elezioni di novembre, all'impossibilità di quantificare l'effetto della *Brexit* sulla crescita internazionale e al permanere della debolezza del ciclo globale, fa ritenere che non ci siano rialzi nel 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. I reali canali d'intervento sono, tuttavia, molto limitati e il più praticabile sembra essere l'estensione temporale del Programma di Acquisto di Attività. Le maggiori fonti di tensione sono il rischio sistemico, generato in particolare dalla Deutsche Bank e dal sistema bancario tedesco, e il rischio politico, con il referendum costituzionale in Italia e un'intensa stagione elettorale, nel 2017, in tutta l'area. Il sistema è instabile e i maggiori rischi sfociano in effettive turbolenze finanziarie. Tutto questo, insieme alla debolezza del ciclo internazionale, determina 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%.

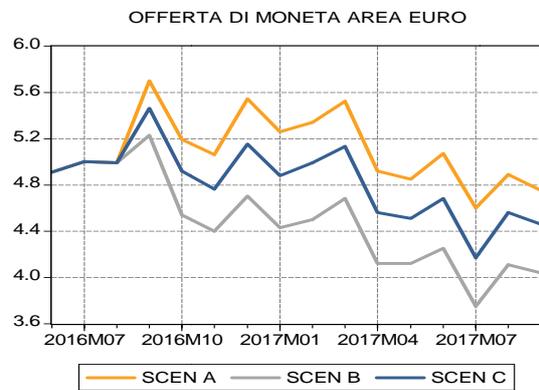
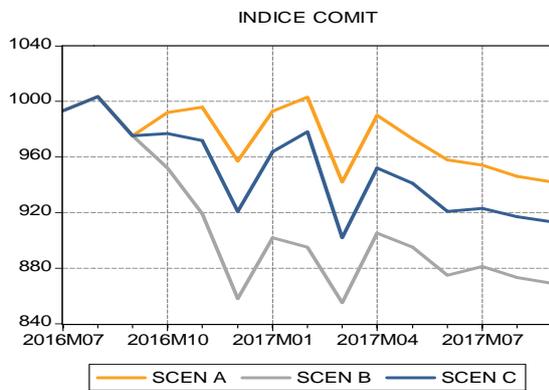
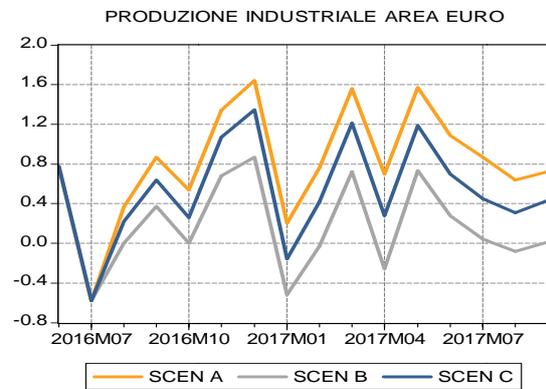
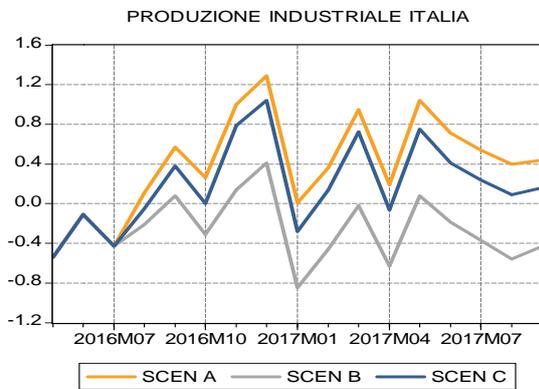
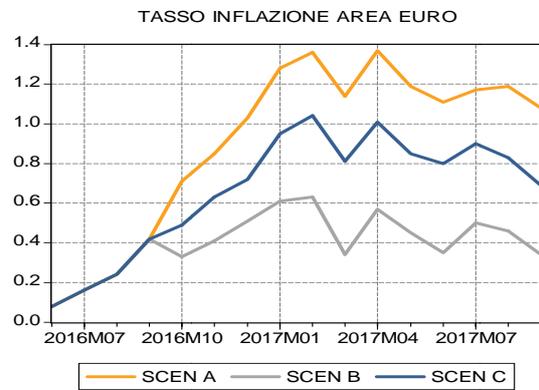
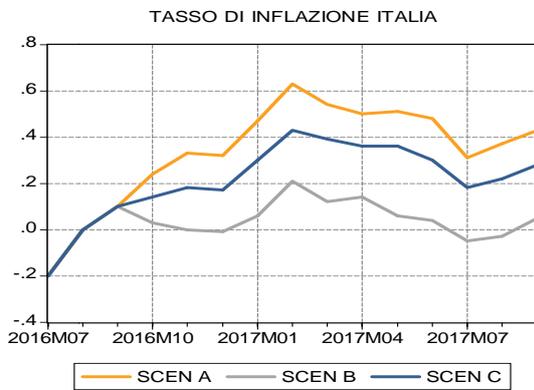
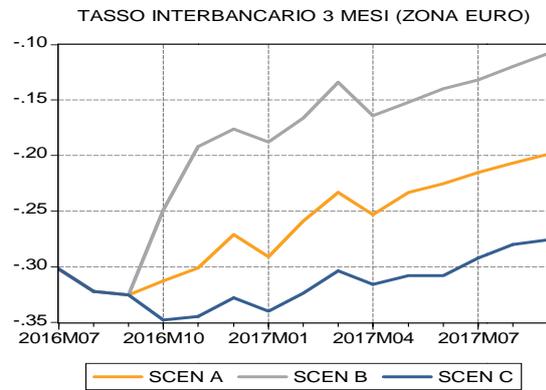
C (65%)

Usa: L'economia mostra una debolezza dal lato degli investimenti, soprattutto nel settore edilizio. Per quel che riguarda i prezzi, il petrolio si mantiene intorno a 50 dollari al barile e non genera tensioni inflazionistiche. Anche gli incrementi dei salari rimangono abbastanza contenuti. Tutto ciò, insieme alle incertezze sul piano politico dovute alle elezioni di novembre, all'impossibilità di quantificare l'effetto della *Brexit* sulla crescita internazionale e al permanere della debolezza del ciclo globale, fa ritenere che non ci siano rialzi nel 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. I reali canali d'intervento sono, tuttavia, molto limitati e il più praticabile sembra essere l'estensione temporale del Programma di Acquisto di Attività. Permangono rischi di contagio a causa della fragilità del sistema bancario, in particolare tedesco. La *Brexit* genera la percezione di una minore crescita futura in Area Euro e a livello internazionale. La minor crescita attesa e l'abbondante liquidità in circolazione mantengono il rendimento del BTP decennale all'1,20% e lo *spread* intorno ai 130 punti base. Il tasso di cambio EUR/USD si muove lateralmente, rimanendo sopra quota 1,10.

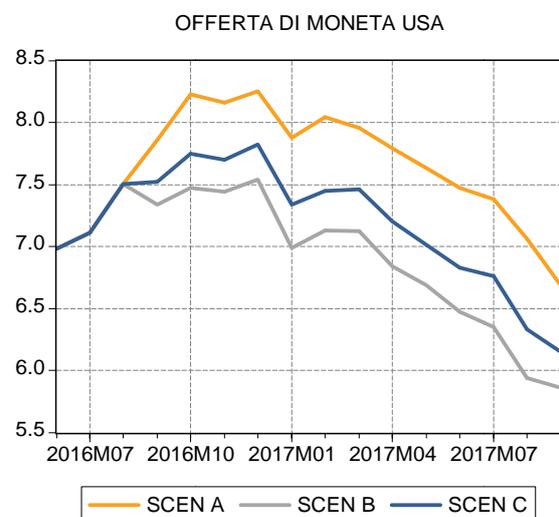
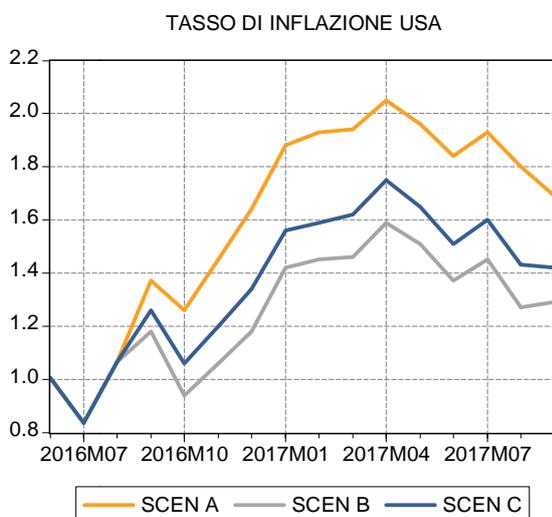
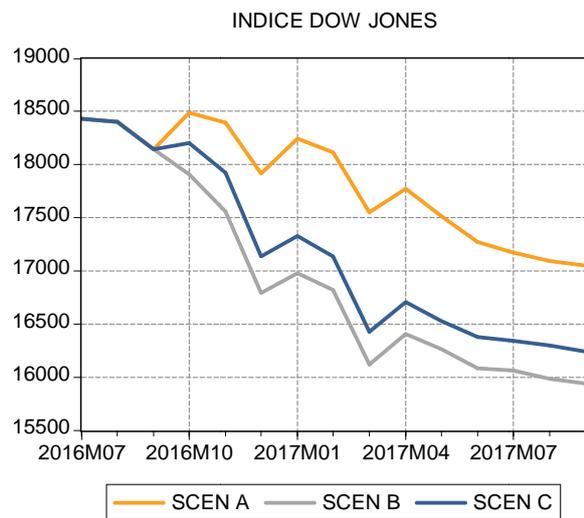
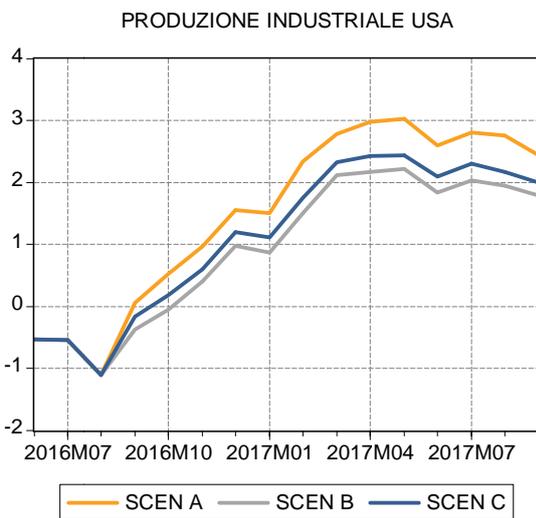
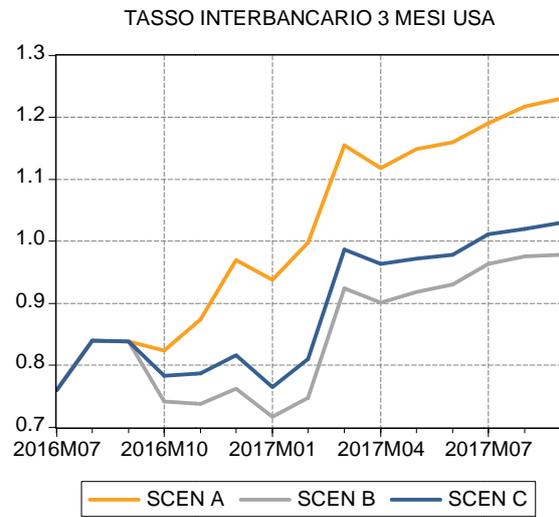
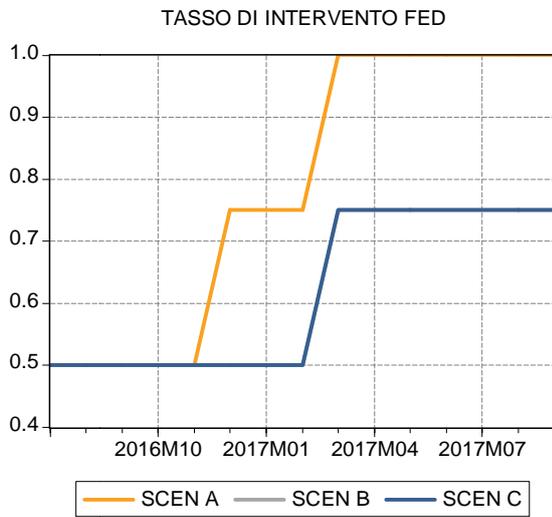
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

Anche in settembre i saggi interbancari europei sono rimasti stabili sui livelli precedenti: il tasso a 1 mese è stato pari a -0,37%, il 3 mesi a -0,32%, entrambi invariati, e il 6 mesi a -0,21% (da -0,20%). **Nello scenario C, che ipotizza l'assenza di nuovi interventi da parte della FED nel 2016 e al massimo il prolungamento del Programma di Acquisti da parte della BCE, i tassi dovrebbero rimanere sui livelli attuali** (-0,36%, -0,29% e -0,18% l'1, il 3 e il 6 mesi a settembre 2017). Nello scenario A, che vede un rialzo da parte della FED a dicembre 2016, i tassi interbancari sono visti in aumento lieve e alla fine dell'orizzonte predittivo potrebbero attestarsi a -0,31% 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 (-0,25%, -0,13% e -0,07% rispettivamente, a settembre 2017).

In settembre, come in agosto, le variazioni dei tassi della struttura a termine italiana sono state minime rispetto al mese precedente. Il tasso sui BTP a 3 anni si è portato allo 0,02% (da 0,01%) il 5 anni allo 0,34% (da 0,31%) il 7 anni allo 0,79% (da 0,74%) e il decennale all'1,28% (da 1,20%). **Nello scenario C, nel quale la FED decide di attendere il nuovo anno per intervenire, mentre la BCE mantiene la rotta attuale, o al massimo prolunga il Programma di Acquisti, la minor crescita attesa continua a contenere i rendimenti in Italia** (+0,06% il 3 anni, +0,32% il 5 anni, +0,77% il 7 anni e +1,24% 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 settembre 2016 allo 0,19% il 3 anni, allo 0,44% il 5 anni, allo 0,90% il 7 anni e all'1,37% 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 la fragilità del sistema bancario, in particolare tedesco, sia per il rischio politico, i rendimenti subirebbero un incremento a causa dell'aumentato premio al rischio (rispettivamente +0,47%, +0,80%, +1,21% e 1,68% alla fine dell'orizzonte predittivo).

In luglio i tassi medi sui depositi (+0,43%) e sui prestiti (+2,99%) sono rimasti stabili rispetto al mese precedente (+0,45% e +3,05% rispettivamente in giugno). **In tutti e tre gli scenari delineati, i tassi bancari sono visti pressoché invariati o in debole crescita durante il periodo predittivo:** nello scenario C il saggio medio sui depositi a settembre 2017 potrebbe toccare lo 0,50% e quello sui prestiti il 2,93%; nello scenario A +0,55% per i depositi e +2,97% per gli impieghi; in B +0,57% e +3,01% rispettivamente.

In luglio il ritmo di crescita dei depositi totali è aumentato rispetto al mese precedente (+3,52% a/a da +3,19% a/a) mentre i prestiti totali sono tornati in territorio negativo (-0,37% a/a da +0,11% a/a). **In base ai risultati delle simulazioni, nello scenario più probabile (C) la dinamica dei depositi potrebbe essere in linea con l'attuale nel periodo predittivo** (+3,04% a/a a settembre 2017) **mentre i prestiti dovrebbero ricominciare ad aumentare già da settembre 2016** (+0,68% a/a a fine periodo). Nello scenario A, il passo potrebbe essere superiore per entrambi i volumi (+3,47% a/a la raccolta e +0,98% a/a gli impieghi a settembre 2017). Se si dovesse invece verificare lo scenario più sfavorevole (B) i depositi rimarrebbero positivi durante l'intero arco predittivo, seppur su livelli inferiori rispetto alle alternative A e C (+2,29% a/a). Per quel che riguarda i prestiti totali, potrebbero tornare a crescere debolmente da dicembre 2016 e registrare un incremento dello 0,34% a/a a fine periodo.

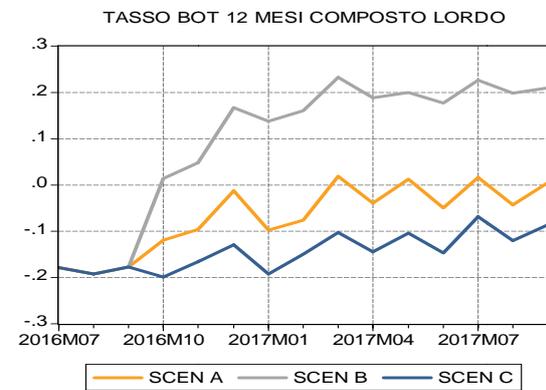
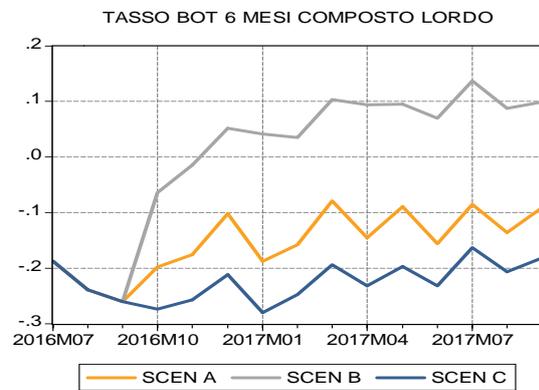
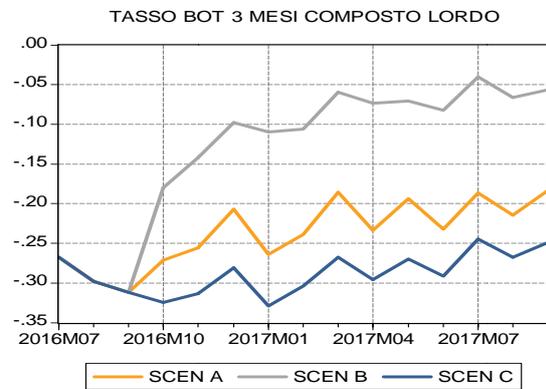
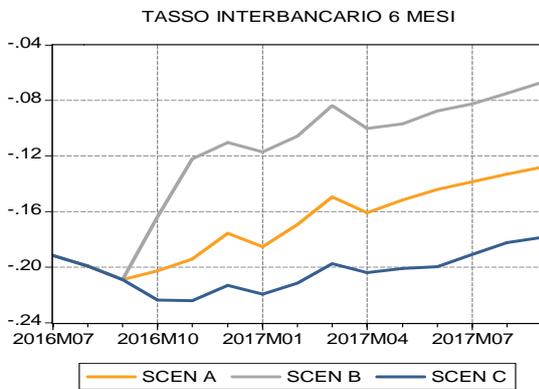
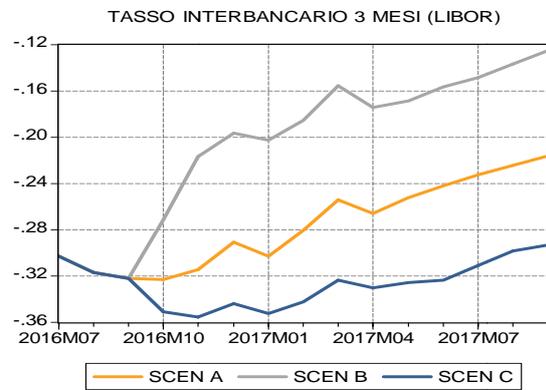
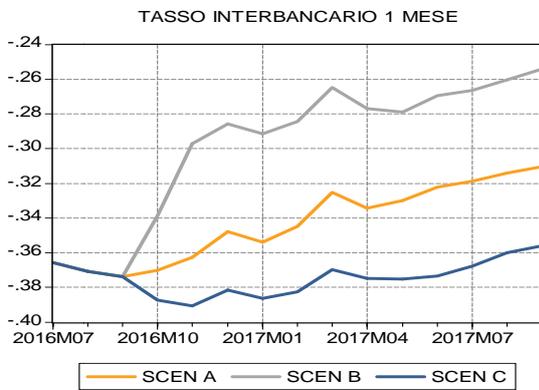
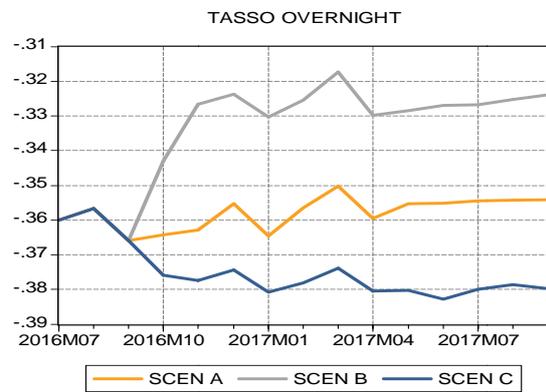
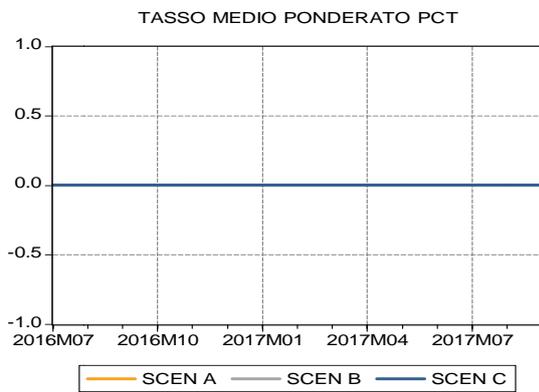
TASSI INTERBANCARI

STRUTTURA A TERMINE

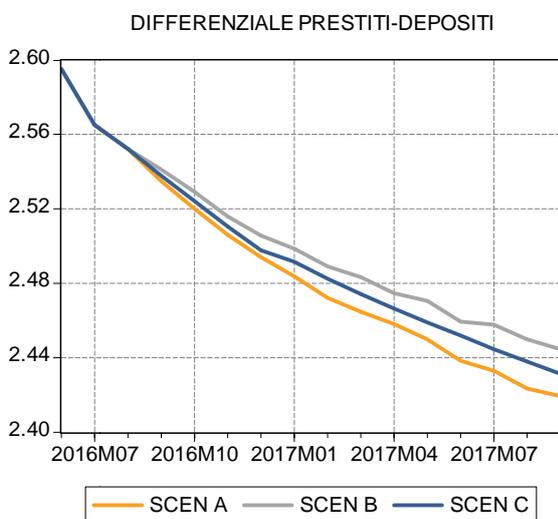
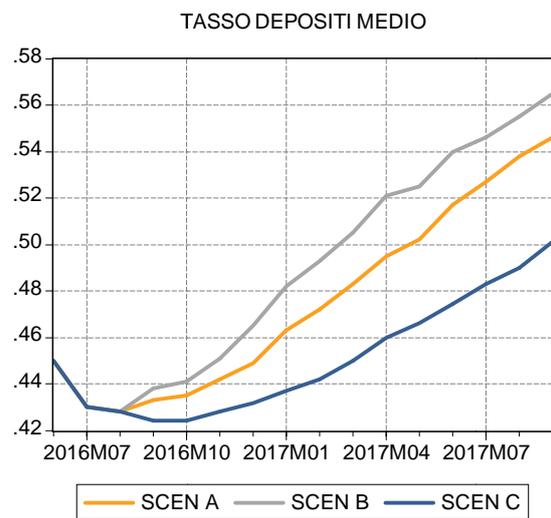
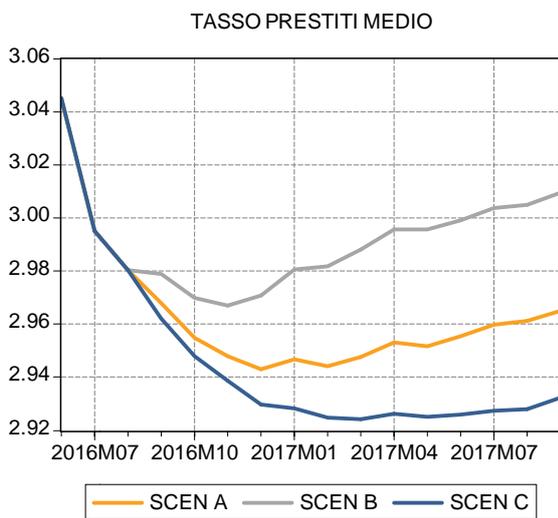
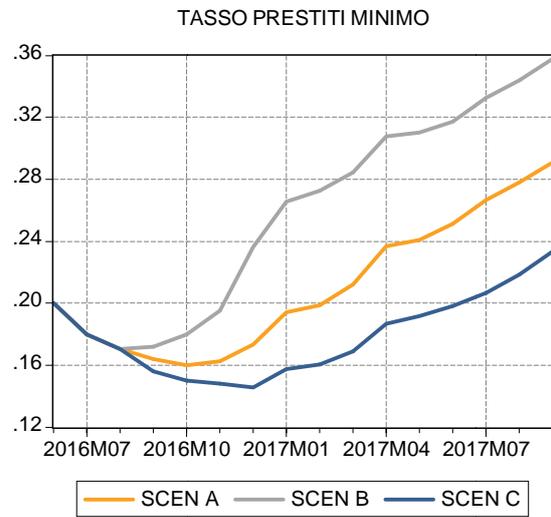
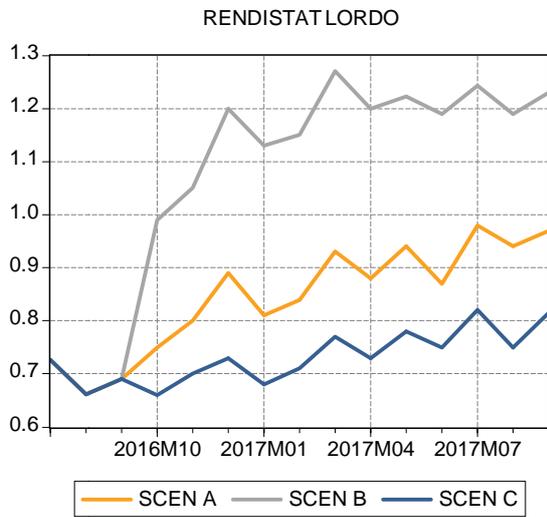
TASSI BANCARI

VOLUMI

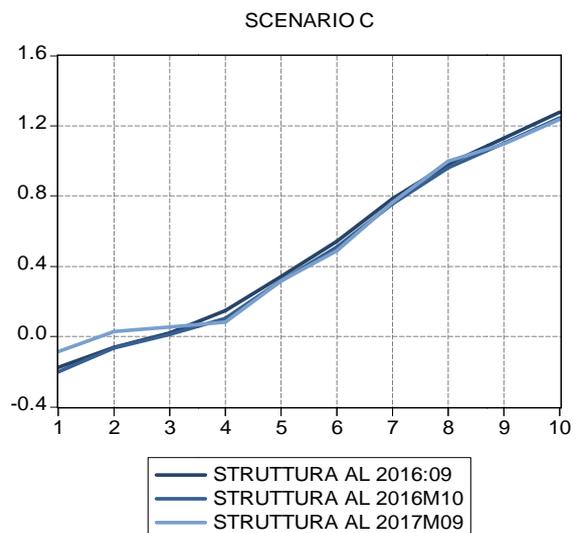
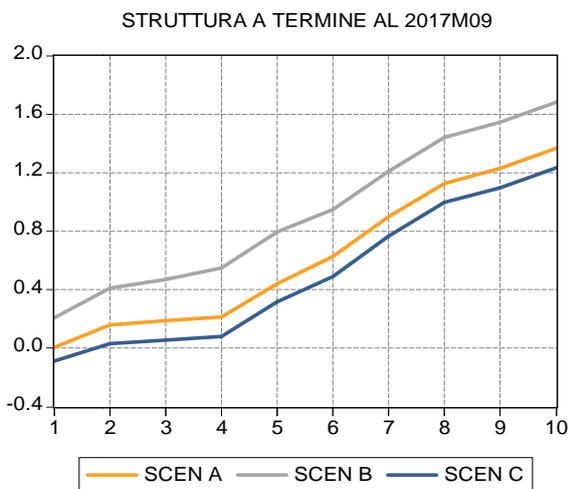
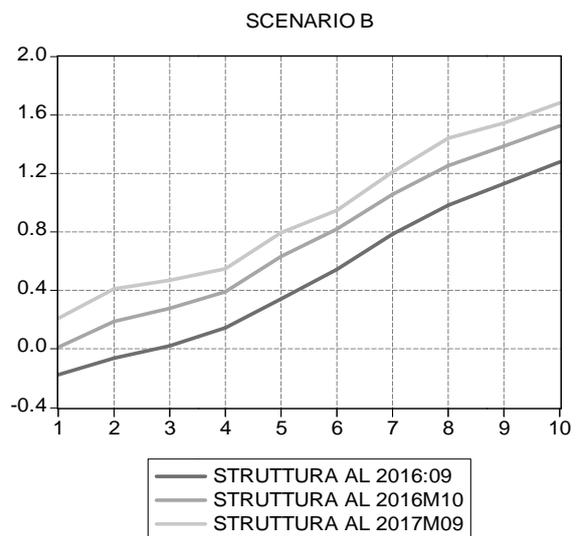
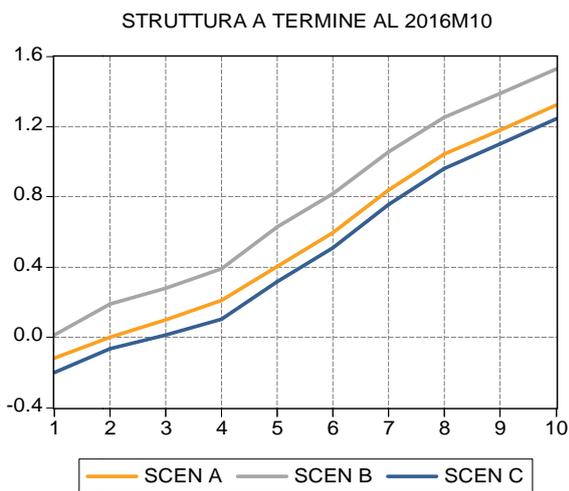
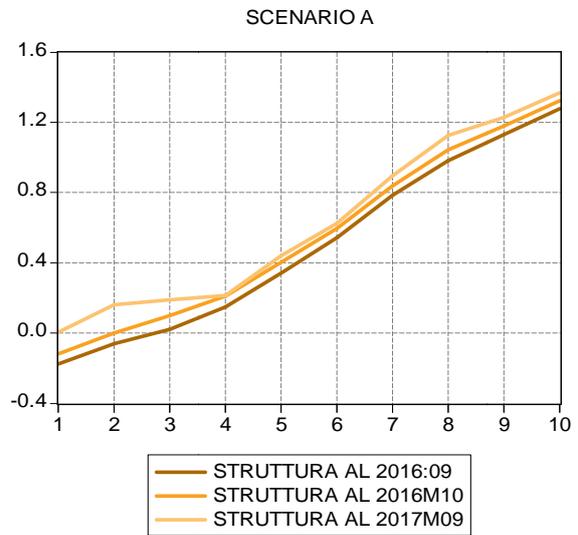
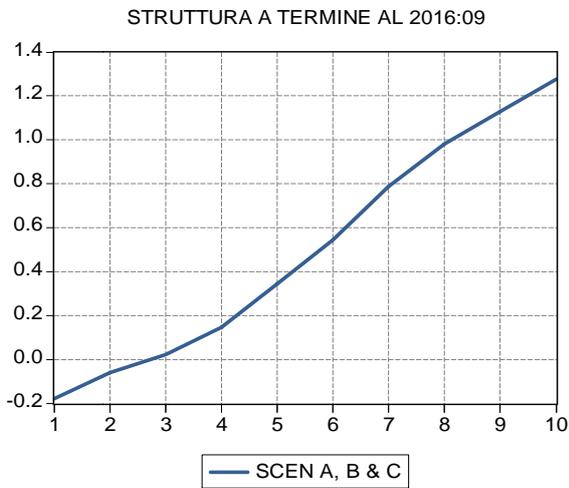
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



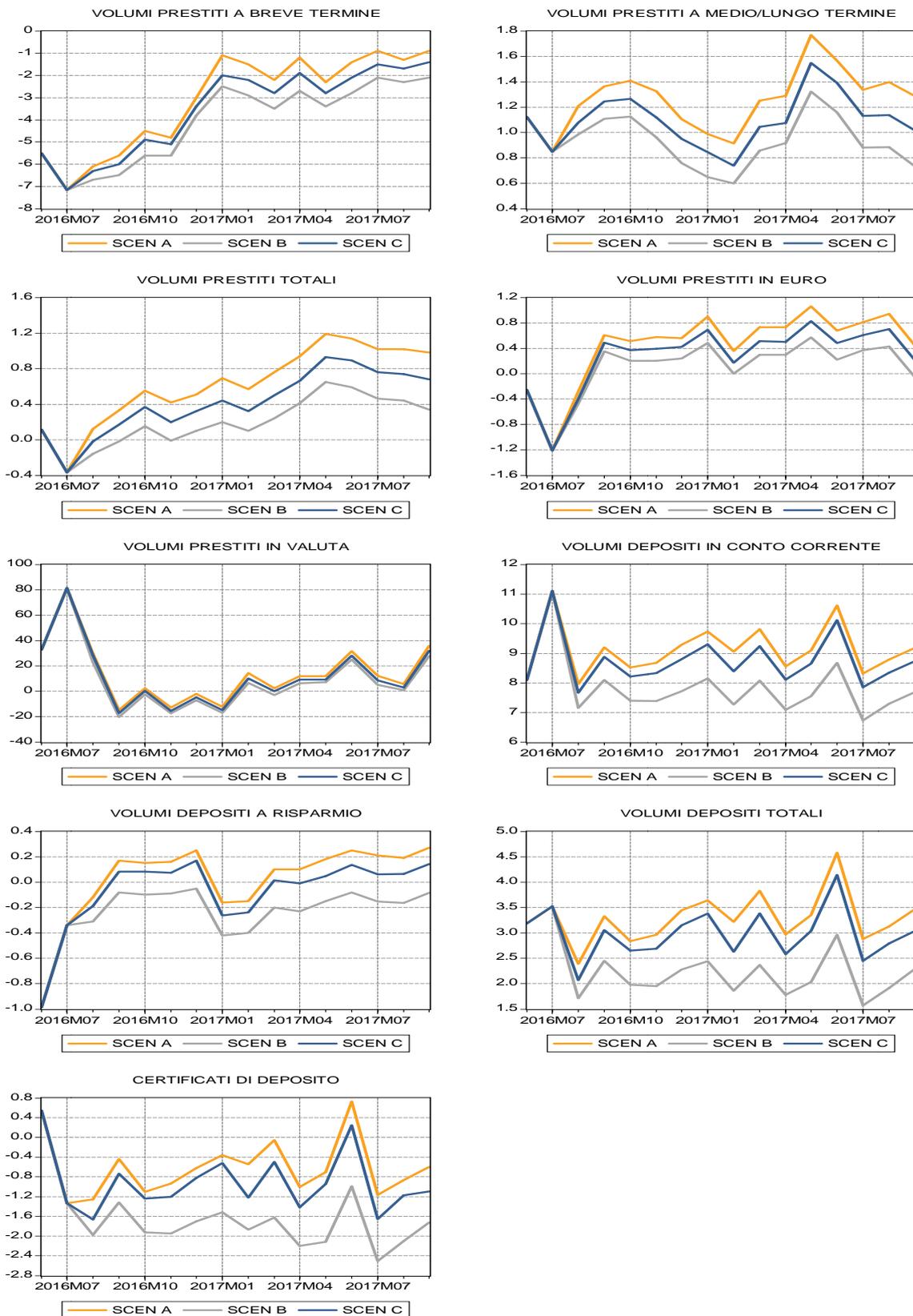
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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

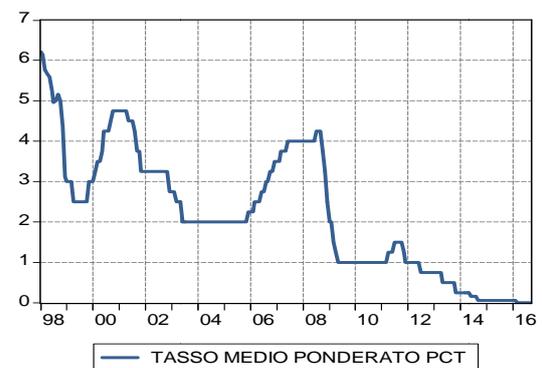
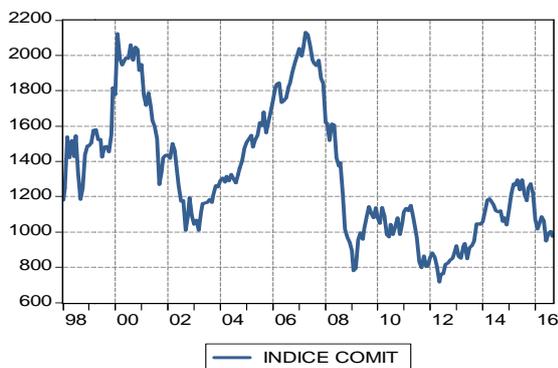
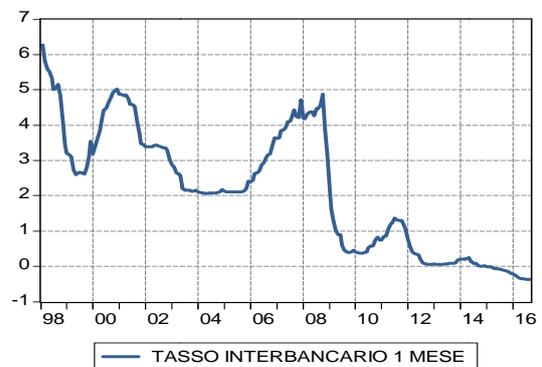
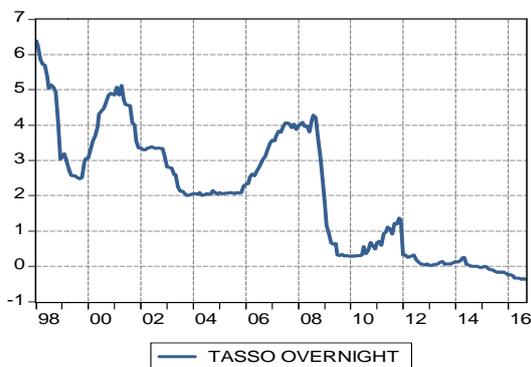


SCENARIO A	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1056	1087	1063	949	993	1003	975	992	996	957	993	1003	942	990	973	958	954	946	942	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	0.3	1.4	-0.5	-0.1	-0.4	0.1	0.6	0.3	1.0	1.3	0.0	0.4	1.0	0.2	1.0	0.7	0.5	0.4	0.4	
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.2	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.3	0.4	0.4	
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	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	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.27	-0.34	-0.34	-0.34	-0.36	-0.36	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35
T. Interb. 1m lett.	-0.31	-0.34	-0.35	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.35	-0.35	-0.34	-0.33	-0.33	-0.33	-0.32	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31
T. Interb. 3m lett.	-0.24	-0.26	-0.28	-0.28	-0.30	-0.32	-0.32	-0.32	-0.31	-0.29	-0.30	-0.28	-0.25	-0.27	-0.25	-0.24	-0.23	-0.22	-0.22	-0.22
T. Interb. 6m lett.	-0.13	-0.15	-0.16	-0.17	-0.19	-0.20	-0.21	-0.20	-0.19	-0.18	-0.19	-0.17	-0.15	-0.16	-0.15	-0.14	-0.14	-0.13	-0.13	-0.13
T. Depositi medio	0.49	0.47	0.46	0.45	0.43	0.43	0.43	0.44	0.44	0.45	0.46	0.47	0.48	0.50	0.50	0.52	0.53	0.54	0.55	0.55
T. Prestiti medio	3.16	3.11	3.09	3.05	2.99	2.98	2.97	2.96	2.95	2.94	2.95	2.94	2.95	2.95	2.95	2.96	2.96	2.96	2.96	2.97
T.prest. medio - T.dep. medio	2.67	2.64	2.63	2.60	2.56	2.55	2.54	2.52	2.51	2.49	2.48	2.47	2.46	2.46	2.45	2.44	2.43	2.42	2.42	2.42
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.18	-0.25	-0.31	-0.24	-0.27	-0.30	-0.31	-0.27	-0.26	-0.21	-0.26	-0.24	-0.19	-0.23	-0.19	-0.23	-0.19	-0.21	-0.18	-0.18
T. BOT comp. lordo 6m	-0.05	-0.17	-0.26	-0.15	-0.19	-0.24	-0.26	-0.20	-0.18	-0.10	-0.19	-0.16	-0.08	-0.15	-0.09	-0.16	-0.09	-0.14	-0.09	-0.09
T. BOT comp. lordo 12m	-0.07	-0.08	-0.14	-0.12	-0.18	-0.19	-0.18	-0.12	-0.10	-0.01	-0.10	-0.08	0.02	-0.04	0.01	-0.05	0.02	-0.04	0.01	0.01
Rendistat lordo	0.84	0.87	0.92	0.89	0.73	0.66	0.69	0.75	0.80	0.89	0.81	0.84	0.93	0.88	0.94	0.87	0.98	0.94	0.97	0.97
Rendistat netto	0.74	0.76	0.81	0.78	0.64	0.58	0.60	0.66	0.70	0.78	0.71	0.74	0.81	0.77	0.82	0.76	0.86	0.82	0.85	0.85
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.06	0.10	0.05	-0.02	0.03	0.01	0.02	0.10	0.14	0.22	0.12	0.15	0.22	0.16	0.20	0.15	0.21	0.16	0.19	0.19
Rend. BTP a 5 anni	0.36	0.52	0.43	0.31	0.32	0.31	0.34	0.40	0.44	0.50	0.39	0.43	0.49	0.42	0.46	0.40	0.45	0.40	0.44	0.44
Rend. BTP a 7 anni	0.76	1.01	0.90	0.76	0.73	0.74	0.79	0.84	0.87	0.93	0.82	0.86	0.93	0.86	0.90	0.85	0.91	0.86	0.90	0.90
Rend. BTP a 10 anni	1.30	1.59	1.46	1.31	1.22	1.20	1.28	1.32	1.35	1.40	1.30	1.33	1.40	1.34	1.37	1.32	1.38	1.33	1.37	1.37
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2354.003	2343.048	2327.019	2341.875	2318.879	2321.461	2335.521	2334.755	2346.038	2345.484	2361.57	2368.77	2371.89	2365.07	2354.71	2368.57	2342.53	2345.14	2358.41	2358.41
Prestiti in euro	2311.462	2299.742	2299.530	2307.148	2275.936	2281.587	2299.964	2287.909	2321.637	2301.056	2328.350	2328.20	2328.336	2316.53	2323.90	2322.84	2294.37	2303.03	2310.08	2310.08
Prestiti in valuta	42.541	43.306	27.489	34.727	42.943	39.874	35.557	46.846	24.401	44.429	33.223	40.570	43.557	48.542	30.806	45.735	48.161	42.106	48.325	48.325
Prestiti a breve	334.065	327.554	331.567	336.123	327.998	324.268	325.940	321.666	328.977	327.631	331.468	329.964	326.716	323.623	323.941	331.417	325.046	320.052	323.006	323.006
Prestiti a m / l	2019.938	2015.494	1995.452	2005.752	1990.881	1997.194	2009.581	2013.089	2017.061	2017.853	2030.105	2038.805	2045.178	2041.449	2030.770	2037.155	2017.486	2025.088	2035.403	2035.403
Depositi totali	2255.821	2272.500	2240.100	2274.704	2264.876	2247.849	2276.931	2267.550	2246.555	2275.474	2302.375	2324.395	2342.219	2339.993	2315.143	2378.809	2330.104	2318.206	2355.941	2355.941
Depositi in c / c	883.585	909.166	899.207	900.489	922.608	897.182	919.591	938.636	924.783	958.479	959.524	948.731	970.265	986.991	981.035	996.031	999.369	976.044	1004.101	1004.101
Depositi a risparmio	303.895	302.950	301.603	300.411	299.938	300.933	300.326	299.198	299.308	301.763	303.537	304.183	304.199	303.253	302.146	301.162	300.568	301.505	301.137	301.137
Certif. deposito	1068.341	1060.384	1039.290	1073.804	1042.330	1049.733	1057.015	1029.716	1022.464	1015.232	1039.314	1071.480	1067.755	1049.750	1031.963	1081.616	1030.168	1040.657	1050.703	1050.703
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	0.91	0.96	0.39	0.11	-0.37	0.12	0.33	0.55	0.42	0.51	0.69	0.57	0.76	0.94	1.19	1.14	1.02	1.02	0.98	0.98
Prestiti in euro	0.40	0.96	1.28	-0.26	-1.21	-0.28	0.61	0.51	0.58	0.56	0.90	0.36	0.73	0.73	1.06	0.68	0.81	0.94	0.44	0.44
Prestiti in valuta	39.06	1.12	-42.20	32.94	81.51	29.95	-14.98	2.54	-12.78	-2.01	-12.13	14.29	2.39	12.09	12.06	31.70	12.15	5.60	35.91	35.91
Prestiti a breve	-6.53	-7.25	-4.29	-5.51	-7.16	-6.10	-5.60	-4.50	-4.80	-3.00	-1.10	-1.50	-2.20	-1.20	-2.30	-1.40	-0.90	-1.30	-0.90	-0.90
Prestiti a m / l	2.25	2.44	1.21	1.12	0.85	1.21	1.36	1.41	1.33	1.10	0.99	0.91	1.25	1.29	1.77	1.57	1.34	1.40	1.28	1.28
Depositi totali	2.45	4.07	2.06	3.19	3.52	2.39	3.33	2.84	2.96	3.45	3.64	3.22	3.83	2.97	3.35	4.58	2.88	3.13	3.47	3.47
Depositi in c / c	8.41	10.63	7.53	8.10	11.10	7.96	9.20	8.52	8.67	9.29	9.73	9.06	9.81	8.56	9.10	10.61	8.32	8.79	9.19	9.19
Depositi a risparmio	-0.17	-0.21	-0.52	-0.99	-0.34	-0.12	0.17	0.15	0.16	0.25	-0.16	-0.15	0.10	0.10	0.18	0.25	0.21	0.19	0.27	0.27
Certif. deposito	-1.30	0.20	-1.53	0.54	-1.34	-1.25	-0.43	-1.11	-0.94	-0.62	-0.36	-0.54	-0.05	-1.00	-0.71	0.73	-1.17	-0.86	-0.60	-0.60

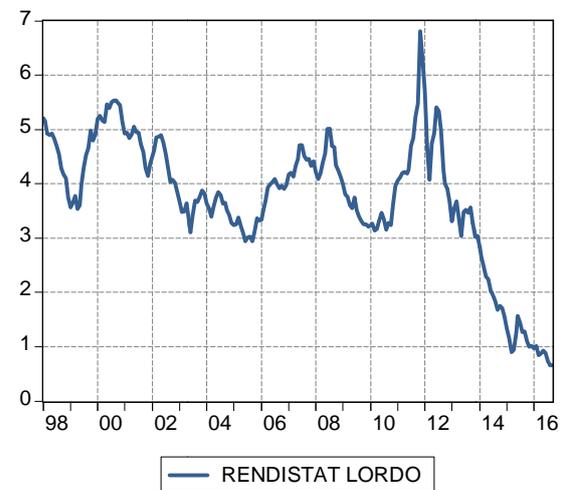
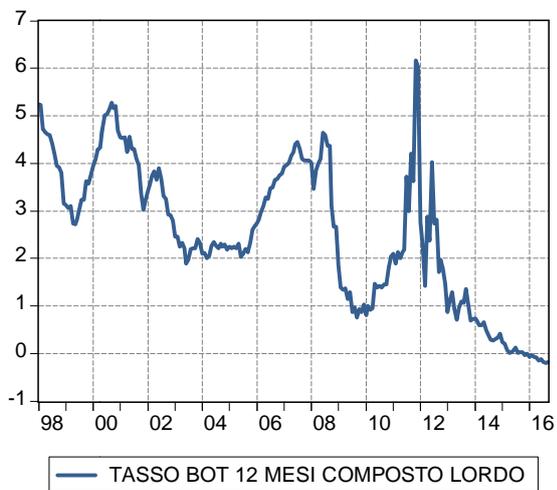
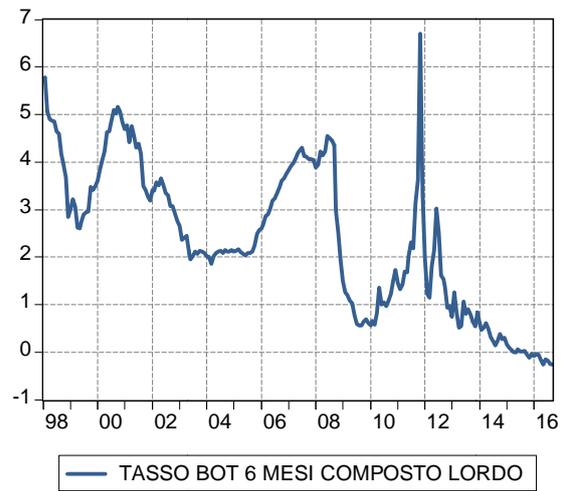
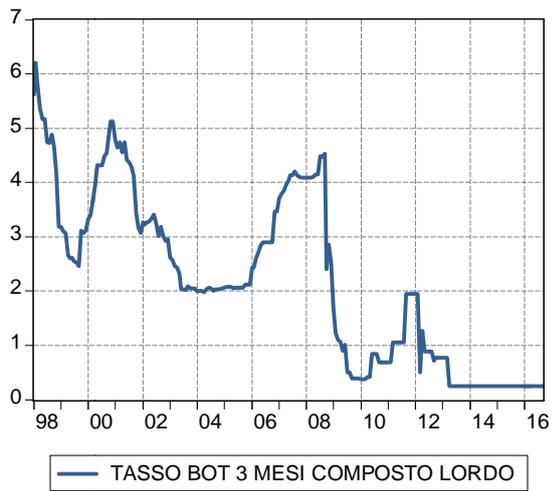
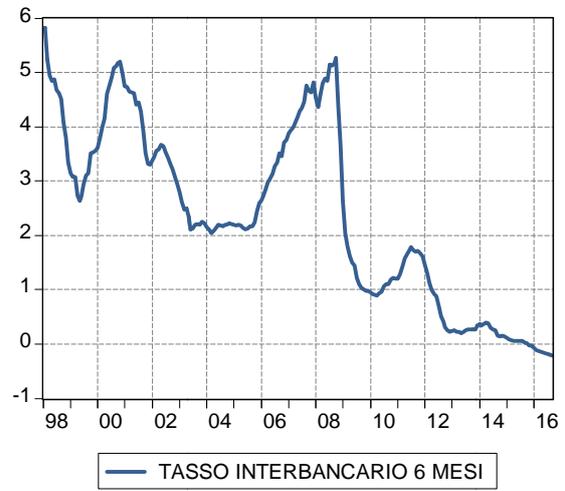
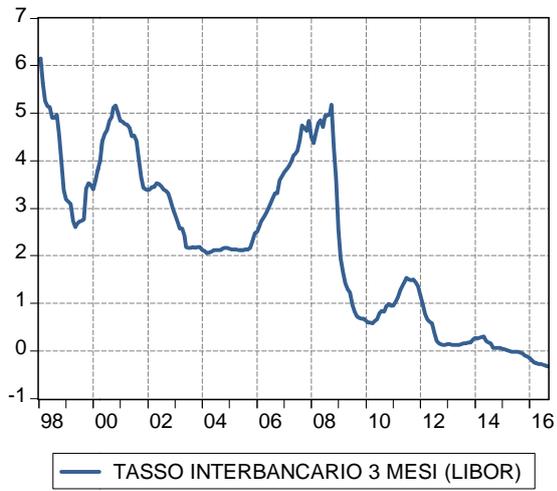
SCENARIO B	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8	17 9
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1056	1087	1063	949	993	1003	975	952	919	858	902	895	855	905	895	875	881	873	869
Produzione Industriale (Var. % a/a)	0.3	1.4	-0.5	-0.1	-0.4	-0.2	0.1	-0.3	0.1	0.4	-0.8	-0.5	0.0	-0.6	0.1	-0.2	-0.4	-0.6	-0.4
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.2	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	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	0.00
T. Overnight media d/l	-0.27	-0.34	-0.34	-0.34	-0.36	-0.36	-0.37	-0.34	-0.33	-0.32	-0.33	-0.33	-0.32	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.32
T. Interb. 1m lett.	-0.31	-0.34	-0.35	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.34	-0.30	-0.29	-0.29	-0.28	-0.26	-0.28	-0.28	-0.27	-0.27	-0.26	-0.25
T. Interb. 3m lett.	-0.24	-0.26	-0.28	-0.28	-0.30	-0.32	-0.32	-0.27	-0.22	-0.20	-0.20	-0.19	-0.16	-0.17	-0.17	-0.16	-0.15	-0.14	-0.13
T. Interb. 6m lett.	-0.13	-0.15	-0.16	-0.17	-0.19	-0.20	-0.21	-0.16	-0.12	-0.11	-0.12	-0.11	-0.08	-0.10	-0.10	-0.09	-0.08	-0.07	-0.07
T. Depositi medio	0.49	0.47	0.46	0.45	0.43	0.43	0.44	0.44	0.45	0.47	0.48	0.49	0.51	0.52	0.53	0.54	0.55	0.56	0.57
T. Prestiti medio	3.16	3.11	3.09	3.05	2.99	2.98	2.98	2.97	2.97	2.97	2.98	2.98	2.99	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.01
T.prest. medio - T.dep. medio	2.67	2.64	2.63	2.60	2.56	2.55	2.54	2.53	2.52	2.51	2.50	2.49	2.48	2.47	2.47	2.46	2.46	2.45	2.44
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.18	-0.25	-0.31	-0.24	-0.27	-0.30	-0.31	-0.18	-0.14	-0.10	-0.11	-0.11	-0.06	-0.07	-0.07	-0.08	-0.04	-0.07	-0.06
T. BOT comp. lordo 6m	-0.05	-0.17	-0.26	-0.15	-0.19	-0.24	-0.26	-0.06	-0.02	0.05	0.04	0.04	0.10	0.09	0.10	0.07	0.14	0.09	0.10
T. BOT comp. lordo 12m	-0.07	-0.08	-0.14	-0.12	-0.18	-0.19	-0.18	0.01	0.05	0.17	0.14	0.16	0.23	0.19	0.20	0.18	0.23	0.20	0.21
Rendistat lordo	0.84	0.87	0.92	0.89	0.73	0.66	0.69	0.99	1.05	1.20	1.13	1.15	1.27	1.20	1.22	1.19	1.24	1.19	1.23
Rendistat netto	0.74	0.76	0.81	0.78	0.64	0.58	0.60	0.87	0.92	1.05	0.99	1.01	1.11	1.05	1.07	1.04	1.09	1.04	1.08
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.06	0.10	0.05	-0.02	0.03	0.01	0.02	0.28	0.35	0.49	0.44	0.45	0.52	0.48	0.50	0.46	0.51	0.45	0.47
Rend. BTP a 5 anni	0.36	0.52	0.43	0.31	0.32	0.31	0.34	0.63	0.69	0.82	0.76	0.78	0.86	0.79	0.83	0.79	0.84	0.78	0.80
Rend. BTP a 7 anni	0.76	1.01	0.90	0.76	0.73	0.74	0.79	1.06	1.11	1.23	1.17	1.19	1.26	1.21	1.24	1.20	1.25	1.19	1.21
Rend. BTP a 10 anni	1.30	1.59	1.46	1.31	1.22	1.20	1.28	1.53	1.58	1.69	1.64	1.66	1.73	1.68	1.71	1.67	1.72	1.67	1.68
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2354.003	2343.048	2327.019	2341.875	2318.879	2314.969	2327.373	2325.467	2335.992	2335.917	2350.08	2357.70	2359.65	2352.65	2342.14	2355.69	2329.55	2325.15	2335.29
Prestiti in euro	2311.462	2299.742	2299.530	2307.148	2275.936	2277.240	2294.021	2280.852	2312.866	2293.733	2318.658	2319.85	2318.397	2306.64	2312.64	2312.22	2284.36	2287.03	2292.64
Prestiti in valuta	42.541	43.306	27.489	34.727	42.943	37.729	33.353	44.615	23.126	42.183	31.423	37.851	41.256	46.013	29.507	43.468	45.189	38.123	42.642
Prestiti a breve	334.065	327.554	331.567	336.123	327.998	322.196	322.832	317.961	326.212	324.929	326.776	325.274	322.373	318.710	320.294	326.712	321.110	314.785	316.053
Prestiti a m / l	2019.938	2015.494	1995.452	2005.752	1990.881	1992.773	2004.541	2007.506	2009.780	2010.988	2023.305	2032.425	2037.280	2033.944	2021.851	2028.981	2008.436	2010.370	2019.234
Depositi totali	2255.821	2272.500	2240.100	2274.704	2264.876	2232.920	2257.540	2248.588	2224.517	2249.739	2275.717	2293.769	2309.284	2312.951	2285.574	2342.035	2300.435	2275.569	2309.238
Depositi in c / c	883.585	909.166	899.207	900.489	922.608	890.534	910.327	928.949	913.890	944.710	945.708	933.160	954.979	973.626	967.097	978.651	984.700	955.543	980.332
Depositi a risparmio	303.895	302.950	301.603	300.411	299.938	300.361	299.576	298.451	298.561	300.859	302.746	303.421	303.287	302.253	301.153	300.171	299.481	299.867	299.321
Certif. deposito	1068.341	1060.384	1039.290	1073.804	1042.330	1042.025	1047.637	1021.188	1012.066	1004.169	1027.263	1057.188	1051.018	1037.071	1017.324	1063.213	1016.254	1020.159	1029.585
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	0.91	0.96	0.39	0.11	-0.37	-0.16	-0.02	0.15	-0.01	0.10	0.20	0.10	0.24	0.41	0.65	0.59	0.46	0.44	0.34
Prestiti in euro	0.40	0.96	1.28	-0.26	-1.21	-0.47	0.35	0.20	0.20	0.24	0.48	0.00	0.30	0.30	0.57	0.22	0.37	0.43	-0.06
Prestiti in valuta	39.06	1.12	-42.20	32.94	81.51	22.95	-20.25	-2.34	-17.34	-6.97	-16.89	6.64	-3.02	6.25	7.34	25.17	5.23	1.04	27.85
Prestiti a breve	-6.53	-7.25	-4.29	-5.51	-7.16	-6.70	-6.50	-5.60	-5.60	-3.80	-2.50	-2.90	-3.50	-2.70	-3.40	-2.80	-2.10	-2.30	-2.10
Prestiti a m / l	2.25	2.44	1.21	1.12	0.85	0.98	1.11	1.13	0.96	0.76	0.65	0.60	0.86	0.92	1.32	1.16	0.88	0.88	0.73
Depositi totali	2.45	4.07	2.06	3.19	3.52	1.71	2.45	1.98	1.95	2.28	2.44	1.86	2.37	1.78	2.03	2.96	1.57	1.91	2.29
Depositi in c / c	8.41	10.63	7.53	8.10	11.10	7.16	8.10	7.40	7.39	7.72	8.15	7.27	8.08	7.09	7.55	8.68	6.73	7.30	7.69
Depositi a risparmio	-0.17	-0.21	-0.52	-0.99	-0.34	-0.31	-0.08	-0.10	-0.09	-0.05	-0.42	-0.40	-0.20	-0.23	-0.15	-0.08	-0.15	-0.16	-0.09
Certif. deposito	-1.30	0.20	-1.53	0.54	-1.34	-1.98	-1.32	-1.93	-1.94	-1.70	-1.51	-1.87	-1.62	-2.20	-2.11	-0.99	-2.50	-2.10	-1.72

SCENARIO C	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	17 8	17 9	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	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	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1056	1087	1063	949	993	1003	975	977	972	921	964	978	902	952	941	921	923	917	913	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	0.3	1.4	-0.5	-0.1	-0.4	0.0	0.4	0.0	0.8	1.0	-0.3	0.1	0.7	-0.1	0.8	0.4	0.2	0.1	0.2	
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.2	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3	
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	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	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.27	-0.34	-0.34	-0.34	-0.36	-0.36	-0.37	-0.38	-0.38	-0.37	-0.38	-0.38	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38	-0.38
T. Interb. 1m lett.	-0.31	-0.34	-0.35	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.39	-0.39	-0.38	-0.39	-0.38	-0.37	-0.37	-0.38	-0.37	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36
T. Interb. 3m lett.	-0.24	-0.26	-0.28	-0.28	-0.30	-0.32	-0.32	-0.35	-0.36	-0.34	-0.35	-0.34	-0.32	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.30	-0.29	-0.29
T. Interb. 6m lett.	-0.13	-0.15	-0.16	-0.17	-0.19	-0.20	-0.21	-0.22	-0.22	-0.21	-0.22	-0.21	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20	-0.19	-0.18	-0.18	-0.18
T. Depositi medio	0.49	0.47	0.46	0.45	0.43	0.43	0.42	0.42	0.43	0.43	0.44	0.44	0.45	0.46	0.47	0.47	0.48	0.49	0.50	0.50
T. Prestiti medio	3.16	3.11	3.09	3.05	2.99	2.98	2.96	2.95	2.94	2.93	2.93	2.92	2.92	2.93	2.93	2.93	2.93	2.93	2.93	2.93
T.prest. medio - T.dep. medio	2.67	2.64	2.63	2.60	2.56	2.55	2.54	2.52	2.51	2.50	2.49	2.48	2.47	2.47	2.46	2.45	2.44	2.44	2.44	2.43
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.18	-0.25	-0.31	-0.24	-0.27	-0.30	-0.31	-0.32	-0.31	-0.28	-0.33	-0.30	-0.27	-0.30	-0.27	-0.29	-0.24	-0.27	-0.25	-0.25
T. BOT comp. lordo 6m	-0.05	-0.17	-0.26	-0.15	-0.19	-0.24	-0.26	-0.27	-0.26	-0.21	-0.28	-0.25	-0.19	-0.23	-0.20	-0.23	-0.16	-0.21	-0.18	-0.18
T. BOT comp. lordo 12m	-0.07	-0.08	-0.14	-0.12	-0.18	-0.19	-0.18	-0.20	-0.17	-0.13	-0.19	-0.15	-0.10	-0.15	-0.10	-0.15	-0.07	-0.12	-0.09	-0.09
Rendistat lordo	0.84	0.87	0.92	0.89	0.73	0.66	0.69	0.66	0.70	0.73	0.68	0.71	0.77	0.73	0.78	0.75	0.82	0.75	0.81	0.81
Rendistat netto	0.74	0.76	0.81	0.78	0.64	0.58	0.60	0.58	0.61	0.64	0.60	0.62	0.67	0.64	0.68	0.66	0.72	0.66	0.71	0.71
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.06	0.10	0.05	-0.02	0.03	0.01	0.02	0.01	0.04	0.07	0.01	0.03	0.09	0.03	0.08	0.02	0.07	0.02	0.06	0.06
Rend. BTP a 5 anni	0.36	0.52	0.43	0.31	0.32	0.31	0.34	0.32	0.33	0.35	0.28	0.30	0.35	0.29	0.34	0.28	0.35	0.27	0.32	0.32
Rend. BTP a 7 anni	0.76	1.01	0.90	0.76	0.73	0.74	0.79	0.76	0.77	0.79	0.71	0.74	0.79	0.74	0.78	0.73	0.79	0.72	0.77	0.77
Rend. BTP a 10 anni	1.30	1.59	1.46	1.31	1.22	1.20	1.28	1.24	1.25	1.26	1.19	1.21	1.26	1.21	1.25	1.20	1.26	1.19	1.24	1.24
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2354.003	2343.048	2327.019	2341.875	2318.879	2318.215	2331.796	2330.575	2340.898	2341.050	2355.71	2362.88	2365.77	2358.51	2348.66	2362.72	2336.50	2335.37	2347.65	2347.65
Prestiti in euro	2311.462	2299.742	2299.530	2307.148	2275.936	2278.842	2297.221	2284.722	2317.252	2297.852	2323.504	2323.79	2323.251	2311.24	2318.62	2318.22	2289.82	2294.79	2302.05	2302.05
Prestiti in valuta	42.541	43.306	27.489	34.727	42.943	39.374	34.575	45.854	23.647	43.198	32.206	39.089	42.522	47.271	30.044	44.495	46.684	40.577	45.607	45.607
Prestiti a breve	334.065	327.554	331.567	336.123	327.998	323.577	324.559	320.319	327.940	326.280	328.452	327.619	324.711	321.330	322.283	329.064	323.078	318.076	320.015	320.015
Prestiti a m / l	2019.938	2015.494	1995.452	2005.752	1990.881	1994.638	2007.238	2010.257	2012.958	2014.770	2027.258	2035.262	2041.062	2037.182	2026.377	2033.653	2013.424	2017.294	2027.638	2027.638
Depositi totali	2255.821	2272.500	2240.100	2274.704	2264.876	2240.823	2270.761	2263.361	2240.664	2268.875	2296.599	2311.109	2332.068	2331.131	2308.199	2368.877	2320.365	2303.342	2339.793	2339.793
Depositi in c / c	883.585	909.166	899.207	900.489	922.608	894.689	916.896	936.041	921.889	954.181	955.764	942.990	965.140	982.899	976.988	991.618	995.125	969.306	997.033	997.033
Depositi a risparmio	303.895	302.950	301.603	300.411	299.938	300.726	300.064	298.999	299.052	301.519	303.224	303.908	303.939	302.917	301.749	300.819	300.126	300.922	300.489	300.489
Certif. deposito	1068.341	1060.384	1039.290	1073.804	1042.330	1045.408	1053.801	1028.320	1019.723	1013.175	1037.611	1064.210	1062.989	1045.314	1029.462	1076.439	1025.115	1033.114	1042.271	1042.271
VOLUMI (Var. % a/a)																				
Prestiti totali	0.91	0.96	0.39	0.11	-0.37	-0.02	0.17	0.37	0.20	0.32	0.44	0.32	0.50	0.66	0.93	0.89	0.76	0.74	0.68	0.68
Prestiti in euro	0.40	0.96	1.28	-0.26	-1.21	-0.40	0.49	0.37	0.39	0.42	0.69	0.17	0.51	0.50	0.83	0.48	0.61	0.70	0.21	0.21
Prestiti in valuta	39.06	1.12	-42.20	32.94	81.51	28.31	-17.32	0.37	-15.48	-4.73	-14.82	10.12	-0.04	9.16	9.30	28.13	8.71	3.06	31.91	31.91
Prestiti a breve	-6.53	-7.25	-4.29	-5.51	-7.16	-6.30	-6.00	-4.90	-5.10	-3.40	-2.00	-2.20	-2.80	-1.90	-2.80	-2.10	-1.50	-1.70	-1.40	-1.40
Prestiti a m / l	2.25	2.44	1.21	1.12	0.85	1.08	1.24	1.26	1.12	0.95	0.85	0.74	1.05	1.08	1.55	1.39	1.13	1.14	1.02	1.02
Depositi totali	2.45	4.07	2.06	3.19	3.52	2.07	3.05	2.65	2.69	3.15	3.38	2.63	3.38	2.58	3.04	4.14	2.45	2.79	3.04	3.04
Depositi in c / c	8.41	10.63	7.53	8.10	11.10	7.66	8.88	8.22	8.33	8.80	9.30	8.40	9.23	8.11	8.65	10.12	7.86	8.34	8.74	8.74
Depositi a risparmio	-0.17	-0.21	-0.52	-0.99	-0.34	-0.19	0.08	0.08	0.07	0.17	-0.26	-0.24	0.01	-0.01	0.05	0.14	0.06	0.07	0.14	0.14
Certif. deposito	-1.30	0.20	-1.53	0.54	-1.34	-1.66	-0.74	-1.24	-1.20	-0.82	-0.52	-1.22	-0.50	-1.42	-0.95	0.25	-1.65	-1.18	-1.09	-1.09

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili

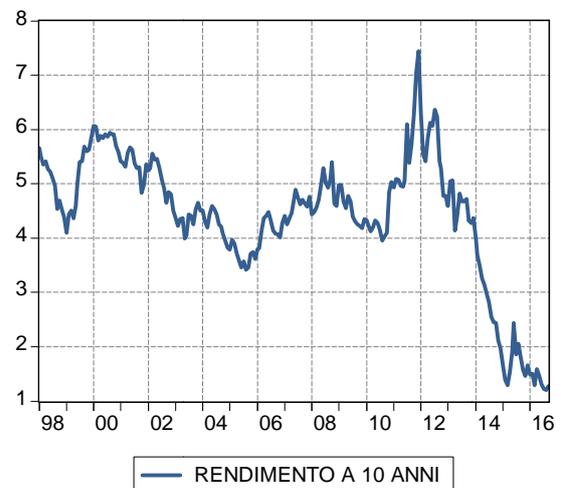
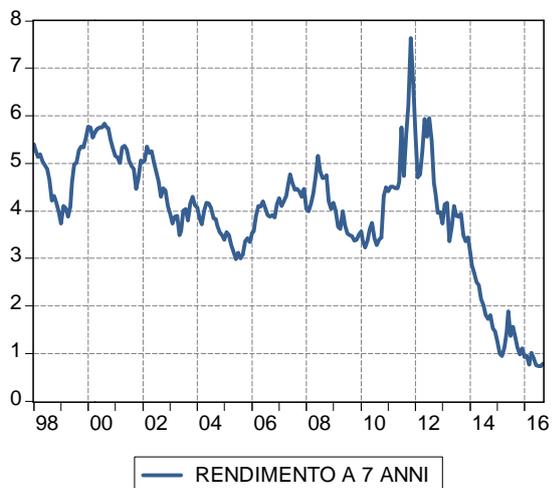
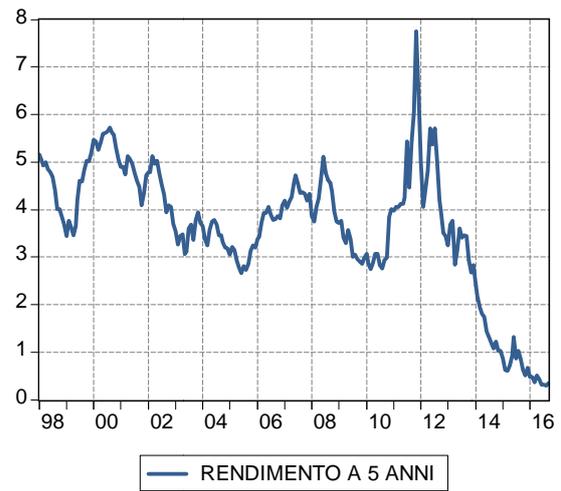
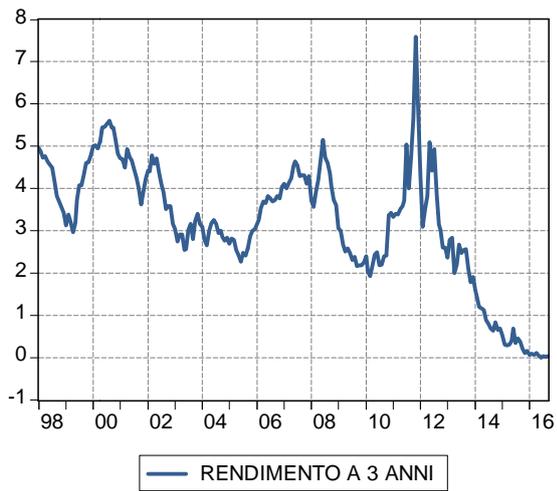
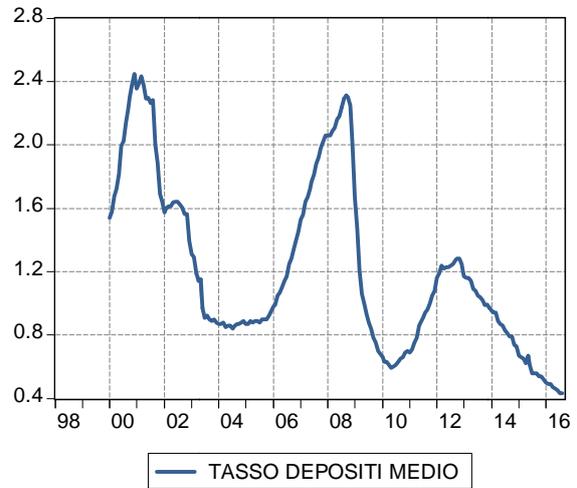
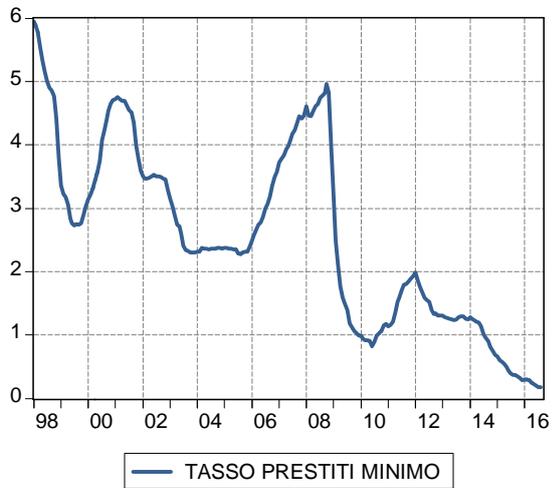


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



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

