



# MEFIM

## MODELLO ECONOMETRICO FINANZIARIO INTERNAZIONALE MENSILE

SCENARI MACROECONOMICI .....	3
DELINEAZIONE DEGLI SCENARI .....	7
COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO .....	10
GRAFICI SU VARIABILI ENDOGENE .....	11
TASSI .....	12
STRUTTURA A TERMINE .....	13
VOLUMI .....	14
TABELLE .....	15
SCENARIO A .....	15
SCENARIO B .....	16
SCENARIO C .....	17
STORICI .....	18

*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 ad 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 ed 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 di 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 di 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 viene stimato con dati che vanno da Maggio del 1986 a Maggio 2014.*

*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, vengono 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.*

## SCENARI MACROECONOMICI

Nell'Eurozona il risultato elettorale del 23 e 24 maggio ha confermato l'avanzata di partiti euroscettici, anche se in misura minore rispetto alle attese: non si teme, quindi, uno stravolgimento delle istituzioni europee, tuttavia, dovrebbe derivarne una maggior flessibilità interpretativa del patto di stabilità. Dovrebbe aprirsi, quindi, una nuova stagione, nella quale la priorità sia lo stimolo alla crescita, concedendo agli Stati membri maggior tempo per aggiustare i conti pubblici, senza abbandonare il rigore. In Italia, il risultato elettorale ha portato al rafforzamento dell'attuale governo, il quale, forte della legittimazione dell'elettorato, dovrebbe avere gli strumenti per attuare le riforme necessarie. Il dissolvimento dell'incertezza relativa al risultato delle elezioni europee ha portato, quindi, all'annullamento, per ora, della probabilità del verificarsi di uno scenario particolarmente negativo, caratterizzato dal blocco dell'afflusso di capitali verso l'Area Euro e dal conseguente probabile ritorno a tassi di interesse sui titoli di stato insostenibili per i membri con maggior debito pubblico. Tale scenario potrebbe riproporsi qualora in Francia, dove la vittoria di Marine Le Pen è stata schiacciante, si arrivasse a elezioni anticipate, tuttavia la probabilità che questo accada è minima. Il risultato elettorale dovrebbe, inoltre, dare più spazio di manovra alla BCE, che molto probabilmente, alla riunione del 5 giugno, attuerà misure convenzionali e non, come più volte dichiarato in maggio. Ci attendiamo che, per contrastare il rischio di deflazione, si annunci, oltre alla riduzione del tasso di riferimento di 10-15 punti base, il passaggio a tassi sui depositi delle banche presso la BCE negativi, in modo da disincentivarne l'utilizzo e favorire la concessione di prestiti. I mercati, tuttavia, come provato dall'andamento del tasso di cambio US\$/Euro – passato, dopo la comunicazione di maggio di Draghi, sotto quota 1,38 da 1,40 – hanno già scontato un intervento su più fronti da parte della BCE. Per non deludere le attese, con il probabile ritorno del cambio oltre l'1,40, e stimolare la concessione di credito alle piccole medie imprese, la BCE potrebbe sospendere la sterilizzazione del *Securities Markets Programme (SMP)*, attuare una nuova *LTRO*, condizionata all'erogazione di prestiti alle PMI, e infine, spingere a favore di modifiche alla regolamentazione del mercato delle *Asset Backed Security (ABS)*. In generale, nei prossimi mesi, essendo venuto meno il fattore critico delle elezioni europee, si darà maggior attenzione ai dati macroeconomici, in particolare statunitensi. Una crescita maggiore delle attese, potrebbe, infatti, indurre la Fed ad attuare un *tapering* più incisivo e ad anticipare il timing dell'inversione di politica monetaria, con un rialzo dei tassi di riferimento prima della primavera del 2015, come attualmente scontato dai mercati. Lo scorso 29 maggio la BEA ha comunicato il dato relativo al PIL del primo trimestre 2014 degli Stati Uniti. Si tratta della seconda lettura del dato, inizialmente rilevato in lievissima crescita, e ora rivisto in forte contrazione, molto maggiore rispetto alle attese degli economisti. Malgrado si tratti di un calo sensibile, non si ravvisano preoccupazioni, in primo luogo perché le avverse condizioni atmosferiche dei primi mesi dell'anno hanno sia bloccato la produzione sia reso difficile la stima e l'interpretazione dati; in secondo luogo, perché la revisione è stata quasi completamente imputata al contributo delle scorte, ampiamente utilizzate durante i primi mesi dell'anno. Le aspettative per il secondo trimestre del 2014 sono per una crescita sensibilmente positiva sia perché, essendo tornate alla normalità le condizioni atmosferiche, le imprese avranno provveduto alla ricostituzione dei magazzini, sia perché i segnali dal mercato del lavoro sono estremamente confortanti. Lo scenario relativo alle economie d'oriente risulta invariato rispetto ai mesi precedenti: la crescita dell'economia cinese è moderata e il Giappone continua a giovare dei benefici della politica monetaria espansiva della BoJ. Nessuna sorpresa è emersa dalla riunione del 21 maggio della banca centrale giapponese, la quale ha deciso di non modificare le misure di stimolo.

### USA

*In generale, nei prossimi mesi, essendo venuto meno il fattore critico delle elezioni europee, si darà maggior attenzione ai dati macroeconomici, in particolare statunitensi. Una crescita maggiore delle attese, potrebbe, infatti, indurre la Fed ad attuare un tapering più incisivo e ad anticipare il timing dell'inversione di politica monetaria, con un rialzo dei tassi di riferimento prima della primavera del 2015, come attualmente scontato dai mercati.*

L'ultima lettura del PIL relativa al primo trimestre 2014 segnala una variazione pari a -1% t/t (+2% a/a), ben al sotto sia delle attese degli economisti, -0,6% t/t, sia della prima lettura, +0,1% t/t (+2,3% a/a). Sono stati rivisti anche i contributi alla crescita: la revisione al ribasso del PIL è spiegata dalle scorte e dal canale estero. I consumi privati sono passati da +2,04% t/t (prima lettura I trimestre 2014) a +2,09% t/t (seconda lettura I trimestre 2014), gli investimenti fissi da -0,44% t/t a -0,36% t/t, la spesa pubblica da -0,09% t/t a -0,15% t/t. Più consistente la revisione riguardante le scorte, passate da -0,57% t/t a -1,62% t/t. Ci si aspetta, pertanto, che nel secondo trimestre la crescita tendenziale si riporti al +2,6% a/a, se non oltre, proprio per la ricostituzione dei magazzini da parte delle imprese. Per quel che riguarda il canale estero, la correzione è stata al rialzo sia per le esportazioni (in calo del 6% t/t, +3,7% a/a da -7,6% t/t e +3,2% a/a della prima

revisione) e sia per le importazioni (in aumento dello 0,8% t/t, +2,9% a/a da -1,4% t/t e +2,3% a/a). Ne è derivato un contributo alla crescita da parte delle esportazioni nette pari a -0,95% t/t da -0,83% t/t della prima revisione. Le rilevazioni mensili relative al commercio con l'estero si riferiscono a marzo ed evidenziano un'espansione delle esportazioni pari a +2,08% m/m (-1,3% m/m la precedente rilevazione) e un contestuale incremento delle importazioni (+1,06% m/m da +0,04% m/m): il saldo della bilancia commerciale è pari a -40,38 mld \$ contro -41,87 mld \$ del mese precedente, grazie al solido rimbalzo dell'export. Segnali positivi, e in linea con attese di una crescita moderata nel secondo trimestre, provengono dal mercato del lavoro, in quale, stando ai dati relativi ad aprile, è in ulteriore miglioramento per quanto riguarda sia l'occupazione sia il tasso di disoccupazione. L'occupazione (settore non agricolo) è aumentata di 288 mila unità (203 mila il precedente) più delle attese già ottimistiche (+224 mila) e quella del settore privato ha registrato un rialzo di 273 mila unità rispetto alle 202 mila del mese precedente. Il tasso di disoccupazione è in ulteriore calo (6,3% da 6,7% di marzo) mentre è aumentato il tasso di partecipazione (dal 62,8% al 62,8%). Dal lato dell'offerta, in aprile la produzione industriale è diminuita (-0,6% m/m, +3,5% a/a) dopo il dato positivo di marzo (+0,9% m/m e +3,9% a/a). Nello stesso mese, gli ordini di beni durevoli registrano un +0,8% m/m (+0,1% m/m esclusi i trasporti) variazione superiore alle previsioni (-0,7% m/m) e inferiore al +3,6% m/m del mese precedente. Segnali confortanti anche per il settore dell'edilizia, dopo il tracollo di marzo, con variazioni positive in aprile per l'avvio di nuovi cantieri (+26,4% a/a, -4,7% a/a il precedente) così come per la vendita di nuove case (+6,4% m/m rispetto a -6,9% m/m di aprile) e non (+1,3% m/m, -0,2% m/m il precedente). Per quanto riguarda la vendita di case esistenti si segnala che risulta essere il primo dato positivo dopo quattro mesi. Gli indici di fiducia delle imprese sono per lo più in aumento, sia quelli riferiti ad aprile (ISM manifatturiero a 54,9 da 53,7, non manifatturiero a 55,2 da 53,1) sia quelli di maggio (NAPM a 65,5 da 63, ben al di sopra delle attese) e ci sono indicazioni di trend in rialzo per ordini e investimenti. Dal lato della domanda, l'andamento dalla principale indagine concernente la fiducia dei consumatori è in lieve aumento rispetto al mese precedente (83 da 81,7 di aprile). I consumi privati reali in aprile hanno subito una lieve contrazione pari a -0,3% m/m (+0,8% m/m in marzo), contrariamente alle attese (+0,2% m/m), mentre rimane positiva la variazione congiunturale del reddito personale (+0,2% m/m dal precedente +0,3% m/m). L'inflazione, in lieve aumento, non desta ancora preoccupazione: CPI +2% a/a e CPI core +1,8% a/a ad aprile, rispettivamente +1,5% a/a e +1,6% a/a a marzo. Ci si avvicina, quindi, all'obiettivo d'inflazione della Fed e ciò avvalorava le attese dei mercati rispetto alla futura politica monetaria: l'esaurimento del QE è previsto per la fine dell'anno in corso e il primo rialzo dei tassi non dovrebbe avvenire prima di marzo-giugno 2015. L'attenzione dei mercati ora sarà maggiormente rivolta ai dati macroeconomici. Una crescita dell'economia statunitense più brillante delle attese potrebbe, infatti, implicare un *tapering* più incisivo e l'anticipazione del passaggio a una politica monetaria restrittiva prima della prossima primavera.

## GIAPPONE

Il Giappone continua a registrare dati positivi anche nel primo trimestre del 2014: la crescita del PIL è in forte aumento rispetto al trimestre precedente (+1,5% t/t da +0,1 t/t) con un trend tendenziale passato da +2,5% a/a del quarto trimestre 2013 a +2,7% a/a. La variazione dei consumi privati è sensibilmente migliorata sia rispetto al periodo precedente (+2,1% t/t da +0,4% t/t) sia rispetto allo stesso trimestre del 2013 (+3,4% a/a da +2,4% a/a). Il contributo alla crescita da parte dei consumi privati è stato di +1,3% t/t, grazie, da un lato alle politiche particolarmente accomodanti assunte dalla BoJ e confermate anche nell'ultima riunione del 21 maggio, dall'altro dallo spostamento della spesa al primo trimestre, prima dell'attuazione del rialzo dell'imposta sui consumi avvenuta ad aprile. Gli investimenti fissi, anch'essi in rialzo (+2,9% t/t, +9,6% a/a) dopo la variazione positiva del trimestre precedente (+1,8% t/t, +6,5% a/a) hanno contribuito alla crescita per +0,6% t/t. Il canale estero nel primo trimestre del 2014 ha sottratto punti alla crescita (-0,3% t/t). Per quanto riguarda i dati mensili, in aprile, le esportazioni sono lievemente aumentate (+0,62% m/m da -2,71% m/m di marzo) per contro le importazioni si sono contratte fortemente rispetto al mese precedente (-9,93% m/m) dopo l'aumento di marzo (+4,29% m/m). Sul fronte della disoccupazione la situazione resta stabile anche ad aprile, con il tasso fermo al 3,6%, come nei mesi precedenti. Grazie alle politiche accomodanti della BoJ, l'inflazione continua a crescere: ad aprile il CPI ha registrato un +3,4% a/a (+1,6% a/a a marzo) mentre il core è passato da +1,3% a/a a +3,2% a/a. Dal lato dell'offerta, secondo la stima preliminare del Ministero del Commercio Internazionale e dell'Industria giapponese (METI), l'attività industriale è stimata in calo ad aprile. L'indice di produzione industriale è sceso di -2,5% m/m (+4,1% a/a) dopo l'incremento del mese precedente (+0,7% m/m e +7,5% a/a). L'indice di fiducia delle imprese manifatturiere a maggio resta pressoché stabile (49,9 da 49,4). Dal lato della domanda i dati di aprile sono i primi dopo il rialzo dell'imposta sui consumi: le vendite al dettaglio hanno registrato un brusco calo (-19,8% m/m, -4,4% a/a) dopo un marzo particolarmente brillante (+25,8% m/m e +11% a/a) e il reddito disponibile reale una

sensibile contrazione (da -0,3% m/m a -3,7% m/m). La fiducia dei consumatori è scesa ancora ad aprile da 37,5 di marzo a 37, segnando il quinto calo consecutivo dovuto, ancora una volta, al rialzo dell'imposta sui consumi. Per quel che riguarda la politica monetaria, nessuna sorpresa è emersa dalla riunione del 21 maggio della banca centrale giapponese, la quale ha deciso di non modificare le misure di stimolo.

## AREA EURO

*Nell'Eurozona il risultato elettorale del 23 e 24 maggio ha confermato l'avanzata di partiti euroscettici, anche se in misura minore rispetto alle attese: non si teme, quindi, uno stravolgimento delle istituzioni europee, tuttavia, dovrebbe derivarne una maggior flessibilità interpretativa del patto di stabilità.*

I segnali di un lento recupero sono confermati dal dato sulla crescita del primo trimestre 2014, sia congiunturale (+0,2% t/t, stesso ritmo di fine 2013) sia tendenziale (+0,9% a/a da +0,5% a/a del periodo precedente). Secondo le nuove rilevazioni, a questa variazione positiva del PIL ha concorso per lo più la Germania (+0,8% t/t, +2,3% a/a), mentre l'Italia ha registrato un dato negativo (-0,1% t/t, -0,5% a/a) dopo il lieve incremento del trimestre precedente (+0,1% t/t, -0,9% a/a). La Francia invece non ha contribuito (0% t/t, +0,8% a/a) dopo aver il leggero aumento nel trimestre precedente (+0,2% t/t rivisto da +0,3% t/t, costante il tendenziale). I dati relativi alle componenti del PIL sono ancora riferiti al quarto trimestre del 2013 e non sono stati rivisti. I dati mensili sul commercio estero, relativi a marzo, si riportano in territorio negativo: le esportazioni registrano un -0,5% m/m (+1,04% m/m la precedente rilevazione) e le importazioni un -0,65% m/m dopo l'incremento di febbraio (+0,19% m/m). La bilancia commerciale si porta a +15,18 mld € in aumento rispetto ai 15,04 mld € di febbraio. Nel mercato del lavoro la situazione è stazionaria, con il tasso di disoccupazione, che, seppur ancora molto elevato, non ha subito nuovi rialzi ed è pari a 11,8%. Dal lato dell'offerta, in maggio, l'indice PMI manifatturiero è calato leggermente (52,5) rispetto ad aprile (53,4). L'indice PMI dei servizi si attesta a 53,5, in lieve aumento rispetto al precedente 53,1. La produzione industriale in marzo è diminuita di -0,3% rispetto a febbraio (+0,2% m/m la precedente rilevazione) ed è aumentata di +0,5% rispetto allo stesso mese del 2013 (+1,7% a/a di febbraio). Il settore delle costruzioni ha rallentato (-0,5% m/m) dopo il +0,4% di febbraio e il confortante +1,6% m/m di gennaio. Dal lato della domanda, contrariamente alle attese, le vendite al dettaglio hanno visto un incremento dello 0,3% m/m, dopo il precedente +0,1% m/m; il dato tendenziale è positivo con un +1,3% a/a (+0,9% a/a a febbraio). L'inflazione continua a destare preoccupazione, anche se in aprile sia l'HCPI globale sia il core hanno leggermente corretto al rialzo rispetto a marzo: +0,7% a/a (da +0,5% a/a) il primo e +1% a/a (da +0,7% a/a) il secondo. L'economia si conferma, quindi, in lenta ripresa in Area Euro, trainata, tuttavia, solo dalla Germania, mentre gli altri principali paesi rimangono in difficoltà. L'inflazione è ai minimi, la stessa Germania esibisce un tasso contenuto (+1,1% a/a). Il Presidente Draghi ha ribadito anche a Sintra, in Portogallo, in occasione della conferenza di banchieri ed economisti, che il pericolo della deflazione non è più tollerabile, sottolineando anche il rischio che, a seguito della seppur debole ripresa in atto, aumenti la domanda di credito da parte di imprese e famiglie, ma che non vi sia una adeguata risposta da parte dell'offerta. Draghi, inoltre, nella riunione di maggio della BCE, ha dichiarato di essere pronto ad adottare misure convenzionali e non, rimandandole tuttavia a giugno, dopo l'emissione delle nuove previsioni. In tal modo si sono alimentate nei mercati, così come dimostrato dall'andamento del tasso di cambio (sceso da 1,40, sotto 1,38), aspettative di una politica monetaria innovativa e molto aggressiva a partire da giugno. Per non deludere le attese la BCE dovrà dare un forte segnale, attuando più di una manovra, tra quelle possibili. Diversi gli strumenti a disposizione: il taglio dei tassi (sia del *refi* sia del tasso sui depositi banche presso la BCE) una nuova *LTRO* (a condizione che la liquidità finanzi i prestiti alle aziende e non resti confinata nei mercati finanziari) la sospensione della sterilizzazione dell'*SMP*. La BCE potrebbe anche spingere per una modifica alla regolamentazione del mercato delle *ABS*, in vista di un possibile programma di acquisti (il mercato al momento è però molto limitato).

## **Germania**

Sono stati pubblicati i dati riguardanti la lettura del PIL del primo trimestre del 2014 e, in linea con le aspettative, si registra un +0,8% t/t (+2,3% a/a) in sensibile aumento rispetto all'ultima lettura del quarto trimestre 2013 (+0,4% t/t, +1,4% a/a): ancora una volta, la Germania si conferma l'economia trainante dell'Eurozona. Nel dettaglio il contributo positivo principale proviene dagli investimenti fissi (+1,3% t/t) con una variazione di +3,2% t/t, +6,6% a/a (+0,7% t/t e +1,8% a/a il precedente). Positivi anche gli apporti dei consumi privati (+0,4% t/t) aumentati dello 0,7% rispetto al quarto trimestre 2013 (-0,3% t/t il precedente) e dell'1,4% rispetto al primo trimestre 2013 (1% a/a il precedente), e delle scorte (+0,6% t/t). Le esportazioni nette hanno dato un contributo negativo, -0,9% t/t, a causa di una forte crescita delle importazioni (+2,2% t/t e +5,9% a/a, +1,3% t/t e +3,9% a/a la precedente rilevazione) in un contesto di export in rallentamento (+0,2% t/t, +5,1% a/a, dopo il +2,5% t/t, +4,2% a/a del terzo trimestre). Passando ai dati mensili di marzo

relativi al commercio estero, le esportazioni sono diminuite dell'1,81% m/m dopo il -1,32% m/m di febbraio e anche le importazioni, contrariamente all'aumento di febbraio (+0,36% m/m) hanno registrato un calo pari a -1,12% m/m. Positivi i segnali dal mercato del lavoro: il tasso di disoccupazione a maggio è sceso a 6,6% da 6,8% di aprile e l'occupazione nel primo trimestre è aumentata di 132 mila unità rispetto al periodo precedente. Dal lato dell'offerta, la produzione industriale a marzo è in lieve contrazione, -0,5% m/m (+3% a/a) da +0,6% m/m in febbraio (+4,7% a/a). La dinamica della produzione nelle costruzioni in febbraio è stata rivista al rialzo (+1,6% m/m) e si è contratta in marzo (-2,2% m/m). Segnali non confortanti arrivano dagli indicatori di fiducia di maggio, la maggior parte in diminuzione: lo *Zew* passa da 43,2 a 33,1; l'*Ifo* da 111,2 a 110,4 e il PMI (manifatturiero) da 54,1 a 52,9. In aumento invece il PMI relativo al settore dei servizi, salito a 56,4 da 54,7. In Germania, seppur in misura minore rispetto agli altri stati membri, l'inflazione rimane contenuta, anche se in lieve aumento in aprile: da +0,9% a/a a +1% a/a la variazione dell'HCPI e da +0,9% a +1,4% a/a quella del *core*. Se la BCE decidesse di adottare una politica fortemente espansiva, non si ravvisano, al momento, rischi di pressioni inflazionistiche.

### Francia

Nel primo trimestre dell'anno il PIL francese non è cresciuto in termini congiunturali (+0,2% t/t il precedente) mentre il tendenziale è rimasto costante a quota +0,8% a/a. Rispetto al trimestre precedente, caratterizzato da una crescita abbastanza bilanciata, l'unico contributo positivo deriva dalle scorte (+0,6% t/t). Sottraggono punti alla variazione del PIL i consumi privati (-0,3% t/t) gli investimenti fissi (-0,2 t/t) e le esportazioni nette (-0,2% t/t). In marzo sono tornate in terreno positivo le esportazioni con un +0,58% m/m, dopo il -0,03% m/m di febbraio, e le importazioni (+3,44% m/m) dopo il crollo precedente (-4,63% m/m). A marzo la disoccupazione è rimasta in linea con la precedente rilevazione: 10,4%. L'inflazione in aprile è lievemente aumentata, da +0,7% a/a a +0,8% a/a, così come l'inflazione *core* che, nello stesso mese ha segnato un +1,2% a/a dopo il +1,1% a/a di marzo. Dal lato dell'offerta, gli indici di fiducia più recenti indicano una sostanziale stabilità (l'*Insee* è a quota 99 in maggio da 100 di aprile). Dal lato della domanda si segnala un miglioramento nelle vendite al dettaglio in aprile, con un +1,4% m/m (+3,1% a/a) dopo la variazione, rivista al ribasso, di marzo (+0,6% m/m e +1,8% a/a), costante l'indice di fiducia dei consumatori, a quota 85 in maggio. Il voto europeo ha dato alla scena politica francese una forte scossa, solo in parte preannunciata dai sondaggi, con la vittoria dell'estrema destra populista guidata da Marine Le Pen. Decisive saranno le elezioni del 2017: se la tendenza non sarà rovesciata, lo scenario caratterizzato da un elevato rischio *default* per i paesi più indebitati, al momento eliminato perché altamente improbabile, tornerebbe plausibile.

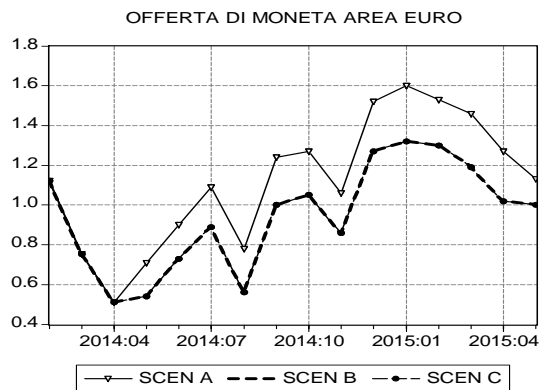
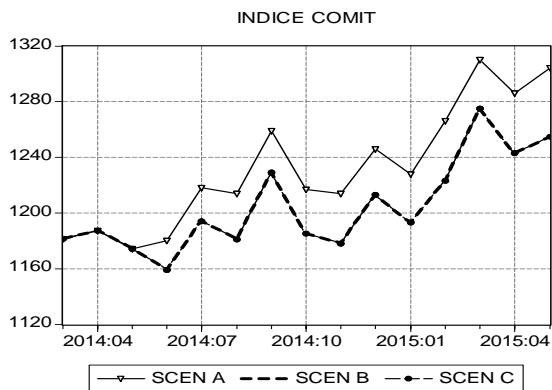
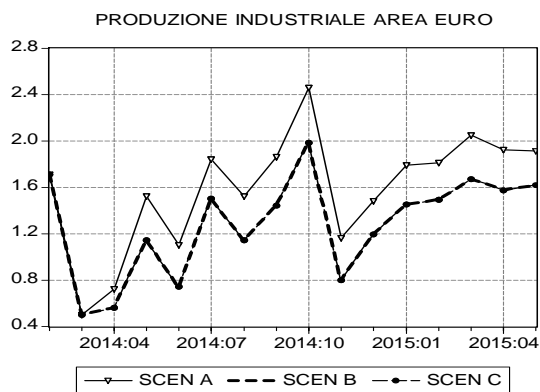
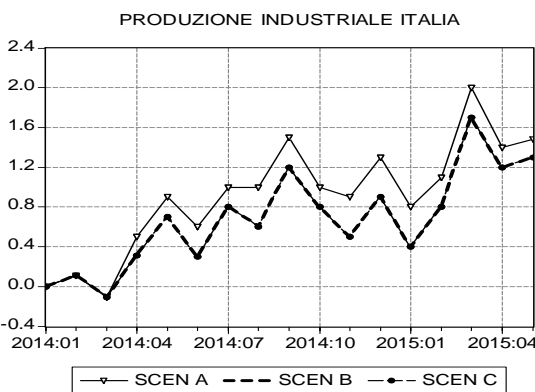
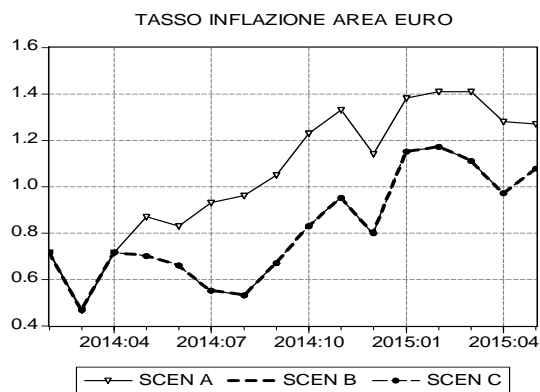
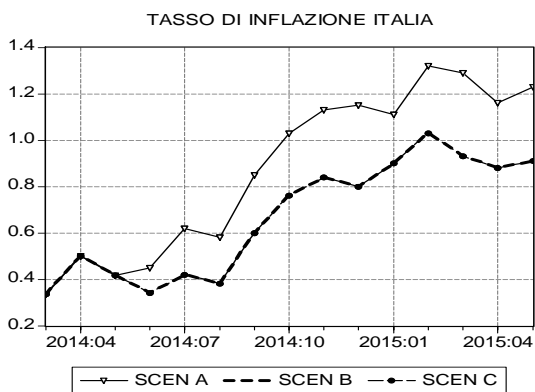
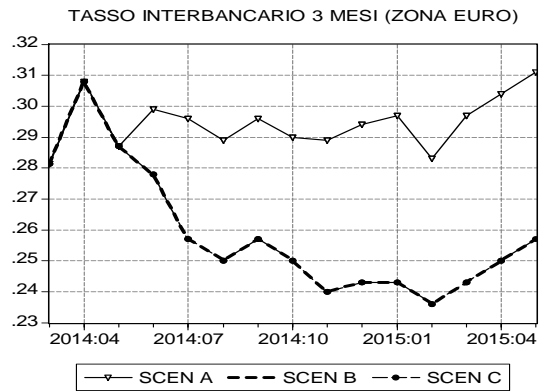
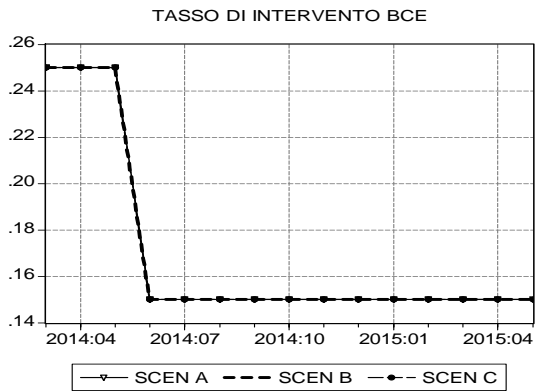
### Italia

Il PIL nel primo trimestre 2014 torna a preoccupare. Si è registrato, infatti, un andamento negativo, -0,1% t/t dopo la lieve ripresa del trimestre precedente (+0,1% t/t). Il tendenziale, tuttavia, è in lieve miglioramento (-0,5% a/a da -0,9% a/a). Restano ancora da capire le ragioni della nuova contrazione: i dati relativi alle componenti del PIL non sono ancora disponibili. Le rilevazioni mensili per il commercio verso i paesi UE in marzo, contrariamente al mese precedente, evidenziano una diminuzione delle esportazioni (-0,47% m/m, +0,27% m/m il precedente) e un incremento delle importazioni (+0,61% m/m, -1,7% m/m in febbraio). In miglioramento, rispetto al mese precedente, il commercio verso i paesi extra UE: in aprile le esportazioni sono diminuite dello 0,22% m/m (erano a -1,19%) e le importazioni sono tornate in terreno positivo, +0,38 m/m (-2,99% m/m il dato precedente). Il tasso di disoccupazione è fermo al 12,7% a marzo, dato preoccupante ma almeno stabile. Dal lato dell'offerta, in marzo la produzione industriale si è nuovamente contratta (-0,5% m/m; -0,4% m/m in febbraio) e anche il tendenziale ha corretto al ribasso (-0,1% a/a da +0,1% a/a). Segnali positivi dal fronte delle costruzioni (+1,9% m/m in marzo contro il precedente -3,7% m/m) e da alcuni indici di fiducia di aprile, in particolare il PMI manifatturiero (a 54 da 52,4) e il PMI dei servizi (a 51,1 da 49,5). Dal lato della domanda, vi è stato un ulteriore passo avanti per l'indice di fiducia dei consumatori in maggio, passato a 106,3 da 105,5. Le vendite al dettaglio in marzo sono lievemente diminuite (-0,2% m/m da 0% m/m della precedente rilevazione). Per quel che riguarda i prezzi, le preoccupazioni aumentano, visto che, in maggio, le rilevazioni provvisorie indicano un nuovo, debole, calo dell'inflazione globale (+0,4% a/a, +0,5% a/a in aprile) così come del *core* (+0,8% a/a da 1% a/a). Positivo il risultato delle ultime elezioni europee per il partito al governo. La legittimazione derivante dal voto potrebbe permettere al Primo Ministro Renzi di portare avanti il suo programma di riforme.

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

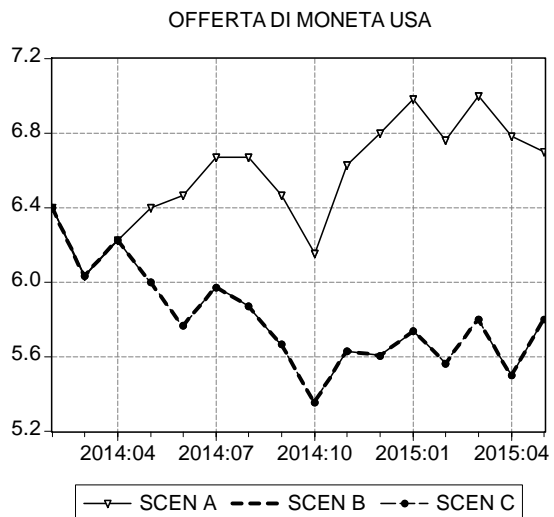
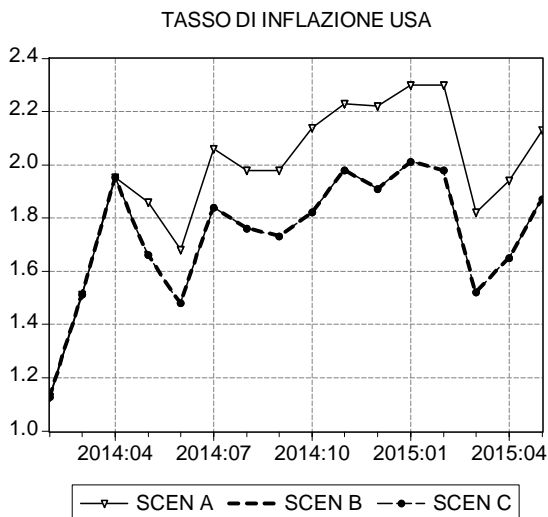
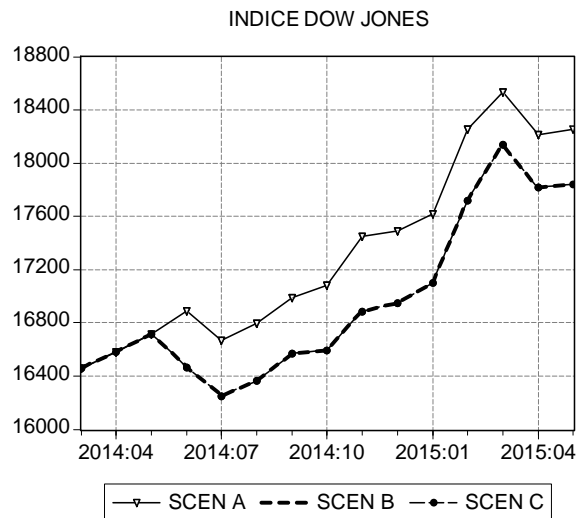
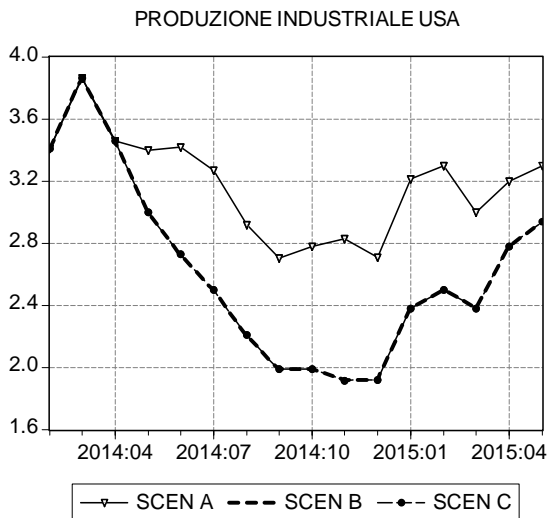
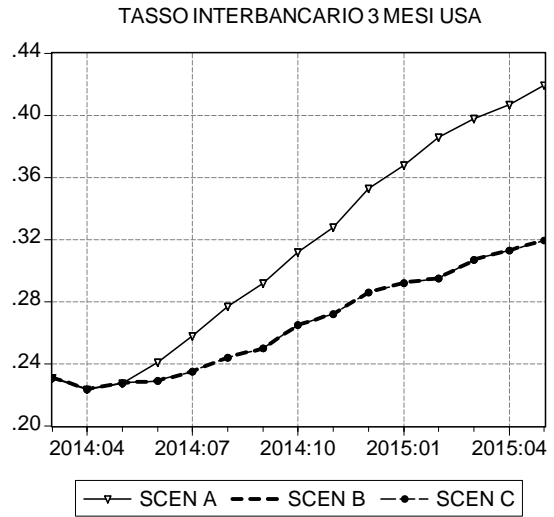
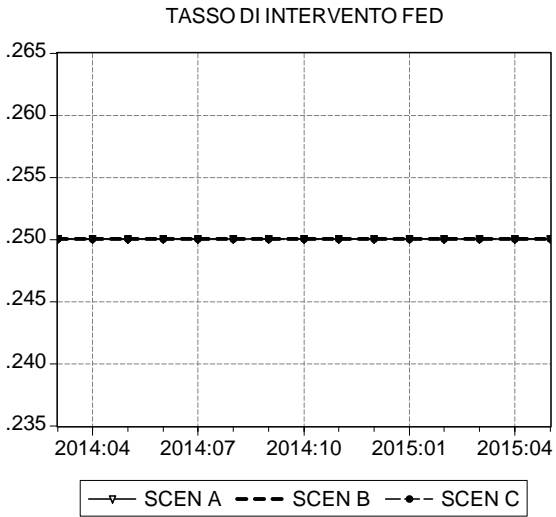
A (25%)	B = C	C (75%)
<p><b>Usa:</b> La <i>Fed</i> adotta un <i>tapering</i> più incisivo e anticipa il <i>timing</i> dell'inversione della politica monetaria da fine 2014, a seguito di un duraturo miglioramento del mercato del lavoro e di una crescita brillante dell'economia, attorno al 3%. I rendimenti dei titoli a medio-lungo termine sono in rialzo e si attende, grazie al ciclo economico positivo, un incremento dell'inflazione. Tale incremento è alimentato ulteriormente dalle turbolenze nei paesi emergenti e dalla crisi politica in Ucraina, che comportano un aumento dei prezzi delle materie prime.</p> <p><b>Area Euro:</b> la BCE adotta una politica monetaria particolarmente espansiva e innovativa, intervenendo con più strumenti, convenzionali e non convenzionali (<i>Refi</i> in calo di 10 p.b., riduzione del tasso sui depositi presso la BCE, nuova <i>LTRO</i>, sospensione della sterilizzazione dell'<i>SMP</i> e intervento sul mercato dei titoli <i>ABS</i>). La minor liquidità in circolazione, come effetto del <i>tapering</i> più incisivo in USA, e la maggior crescita statunitense contribuiscono a rallentare il deprezzamento del dollaro, con un tasso di cambio EUR/USD che si porta sotto l'1,36. Per gli stessi motivi, i rendimenti del decennale italiano si portano tra il 3,3% e 3,7% e lo <i>spread</i> BTP-<i>Bund</i> tra i 170 e i 190 punti base. Diminuiscono le preoccupazioni legate all'inflazione grazie all'aumento dei prezzi delle materie prime. I Governi dei paesi periferici continuano con le riforme per la riduzione della spesa pubblica. In Italia il governo, grazie a una maggior stabilità, inizia a varare misure a favore della crescita.</p>		<p><b>Usa:</b> La crescita è intorno al 2,5% e l'inflazione rimane sotto controllo. La <i>Fed</i> prosegue con l'allentamento del <i>QE</i> con un <i>tapering</i> di 10 miliardi di dollari a riunione fino alla fine dell'anno. Un eventuale rialzo dei tassi è previsto non prima di marzo-giugno 2015.</p> <p><b>Area Euro:</b> la BCE adotta una politica monetaria particolarmente espansiva e innovativa, intervenendo con più strumenti, convenzionali e non convenzionali (<i>Refi</i> in calo di 10 p.b., riduzione del tasso sui depositi presso la BCE, nuova <i>LTRO</i>, sospensione della sterilizzazione dell'<i>SMP</i> e intervento sul mercato dei titoli <i>ABS</i>). La liquidità in circolazione è molto elevata per effetto delle politiche monetarie espansive congiunte delle principali banche centrali. Vi è un aumento della fiducia dei mercati e un proseguimento dell'afflusso di capitali dai paesi emergenti verso l'Area Euro, che da un lato sostiene il cambio EUR/USD, previsto tra l'1,36 e 1,38 e, dall'altro, contiene i rendimenti dei titoli decennali. Lo <i>spread</i> tra i BTP a 10 anni e il <i>Bund</i> si porta sotto i 170 punti base e il rendimento intorno al 3%. I Governi dei paesi periferici continuano con le riforme per la riduzione della spesa pubblica. In Italia il governo, grazie a una maggior stabilità, inizia a varare misure a favore della crescita.</p>

**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE**  
*Dati mensili*





**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE**  
*Dati mensili*



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

### TASSI INTERBANCARI

Il mercato interbancario europeo in maggio non ha subito variazioni di rilievo. Il tasso a 1 mese si è portato a +0,24% da +0,22%, il 3 è rimasto stabile a +0,30% e il 6 mesi è sceso a +0,38% da +0,39%. Nel periodo predittivo le misure adottate dalla BCE, convenzionali e non, non dovrebbero influenzare particolarmente l'andamento del mercato interbancario. Nello scenario più probabile (C, coincidente con B) i tassi dovrebbero mantenersi poco al di sotto dei livelli attuali. A maggio 2015, per le scadenze a 1, 3, 6 mesi, si potrebbero rispettivamente raggiungere le seguenti quote: +0,20%, +0,26% e +0,31%. Nello scenario A i tassi dovrebbero mantenersi sui livelli attuali: +0,25% (1 mese) +0,31% (3 mesi) e +0,38% (6 mesi).

### STRUTTURA A TERMINE

I rendimenti dei titoli di stato a tutte le scadenze continuano a scendere per effetto dell'afflusso di capitali dalla Russia e dai paesi emergenti. In maggio il 3 anni si è portato a +1,12% da +1,16% di aprile, il 5 anni a +1,74% da +1,81%, il 7 anni a +2,44% da +2,50% e, infine, il 10 anni a +3,15% da +3,26%. Se negli Stati Uniti la crescita, nel 2014, fosse attorno al 2,5% a/a (scenario C) i rendimenti a maggio 2015 potrebbero essere lievemente superiori agli attuali (+1,40% il 3 anni, +1,99% il 5 anni, +2,64% il 7 anni e +3,17% il 10 anni). Qualora la crescita negli USA fosse più marcata, attorno al 3% a/a (scenario A) la struttura a termine al termine dell'orizzonte predittivo potrebbe essere su livelli superiori: +2,17%, +2,67%, +3,26%, +3,76% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni.

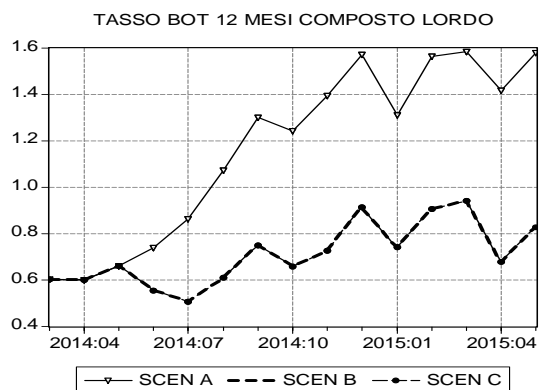
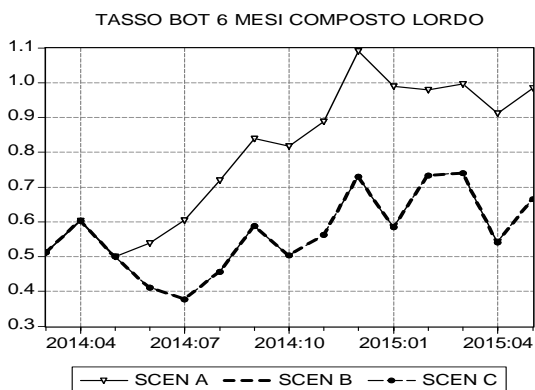
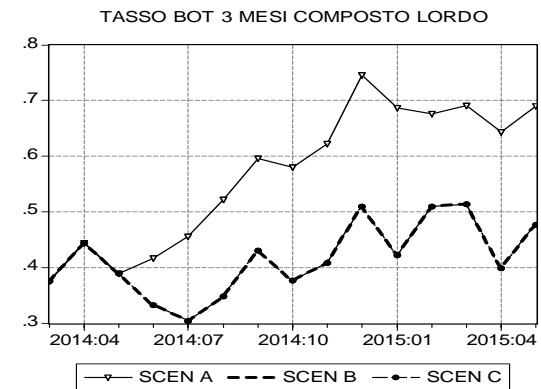
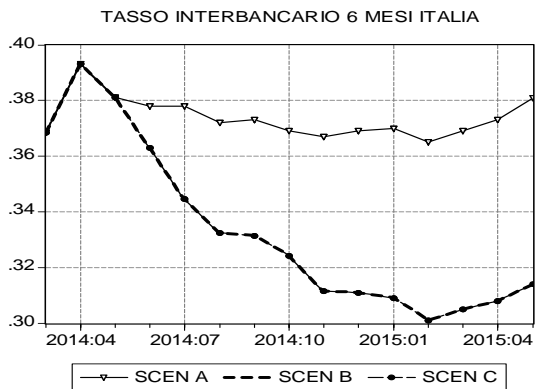
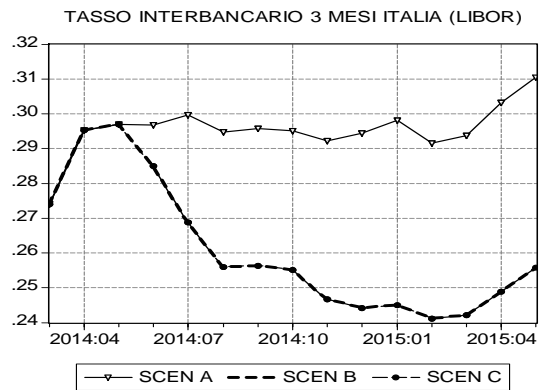
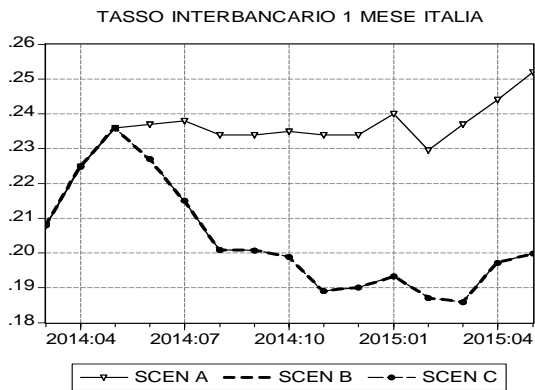
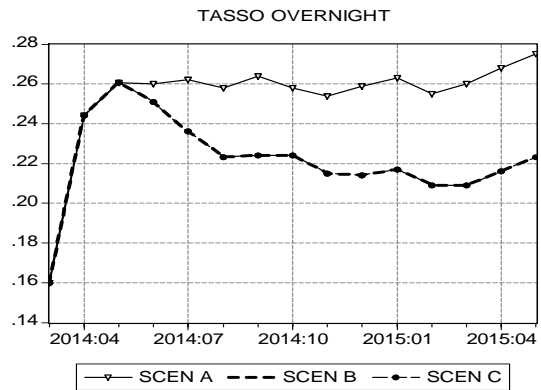
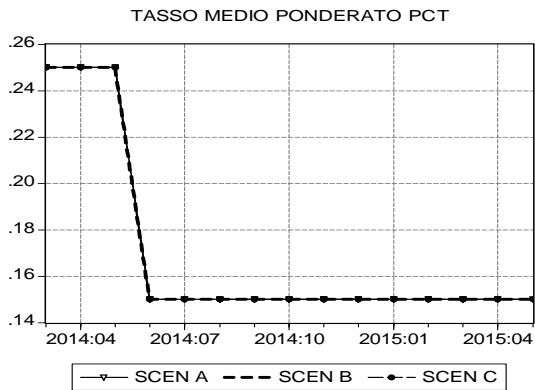
### TASSI BANCARI

In marzo i tassi medi sia sui depositi (+0,94%), sia sui prestiti (+3,88%) sono rimasti invariati rispetto al mese precedente. Nei prossimi mesi, nello scenario C si prevede un tasso medio sui depositi attorno ai livelli attuali (+0,93 a maggio 2015) e un tasso medio sui prestiti lievemente superiore (3,93%). Nello scenario A, meno probabile, i due tassi potrebbero attestarsi, alla fine dell'orizzonte predittivo, su livelli lievemente superiori: +1,02% per i depositi e +3,98 per gli impieghi.

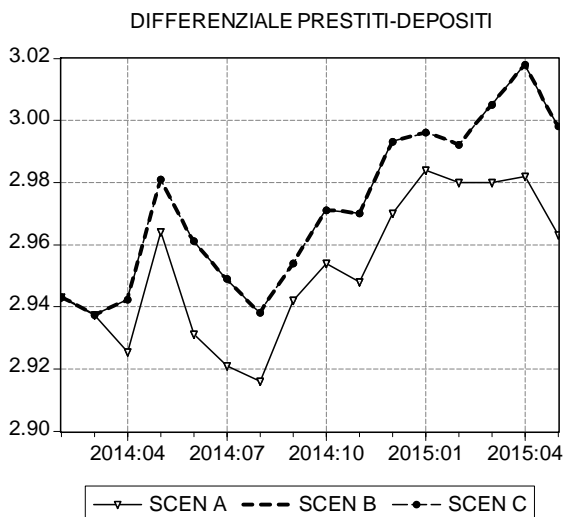
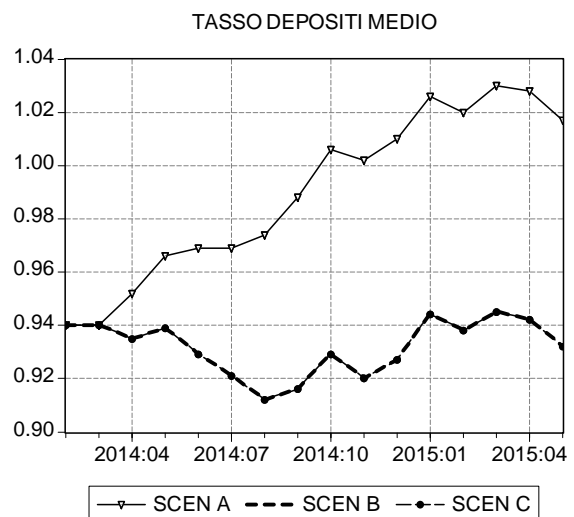
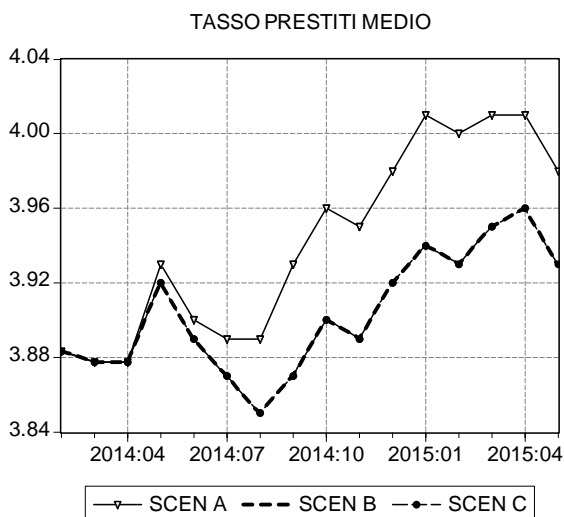
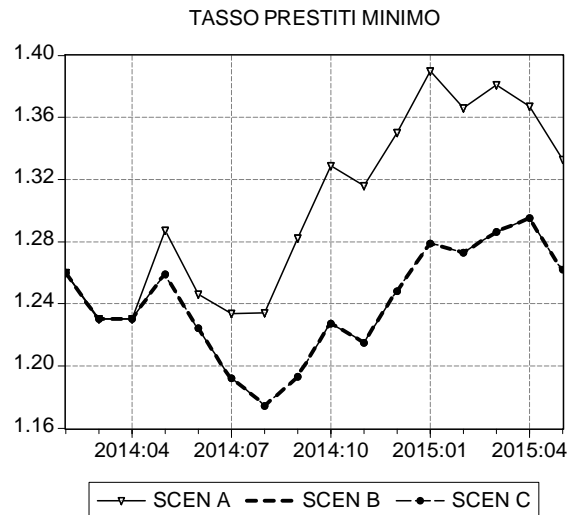
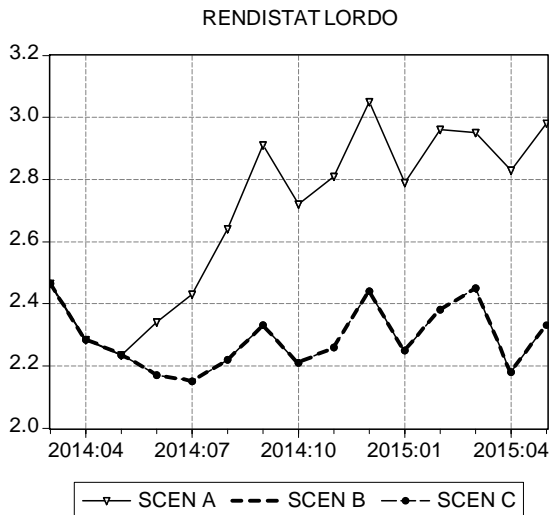
### VOLUMI BANCARI

In marzo la raccolta è diminuita nuovamente (-0,78%) dopo la contrazione di febbraio (-0,46% a/a). In base ai risultati delle simulazioni, nello scenario più probabile (C) la raccolta potrebbe stentare a riprendersi anche nel periodo predittivo, attestandosi a -0,20% a/a a maggio 2015. Per quel che riguarda i prestiti, in febbraio si è registrata ancora una contrazione (-1,13% a/a) meno marcata rispetto al mese precedente (-2,05% a/a). Nel corso del 2014 la dinamica sarà ancora negativa, ma in miglioramento. Nello scenario C, la prima variazione positiva si attende già a settembre 2014 (+0,20%). A maggio 2015 la variazione prevista è pari +0,70% a/a. Nello scenario A il tasso di variazione tendenziale dei depositi potrebbe essere +1,1% a/a al termine del periodo di previsione, mentre la variazione tendenziale del volume dei prestiti nello stesso periodo potrebbe essere +1,9% a/a.

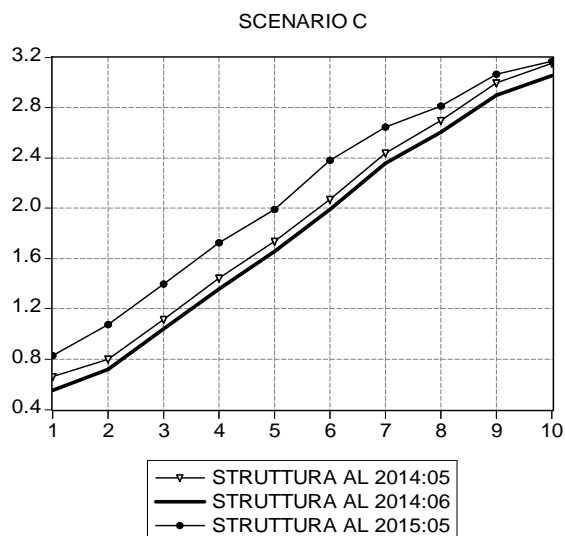
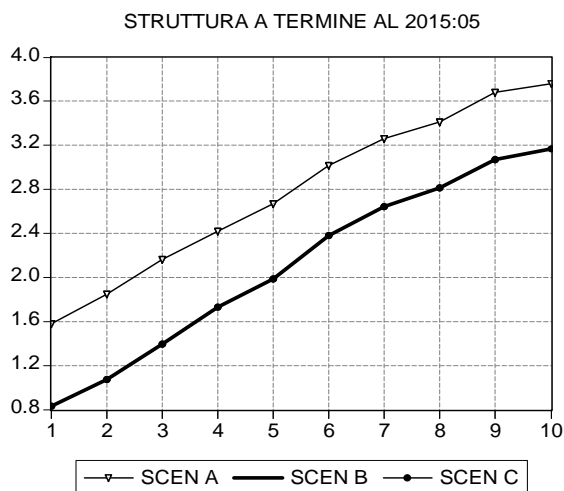
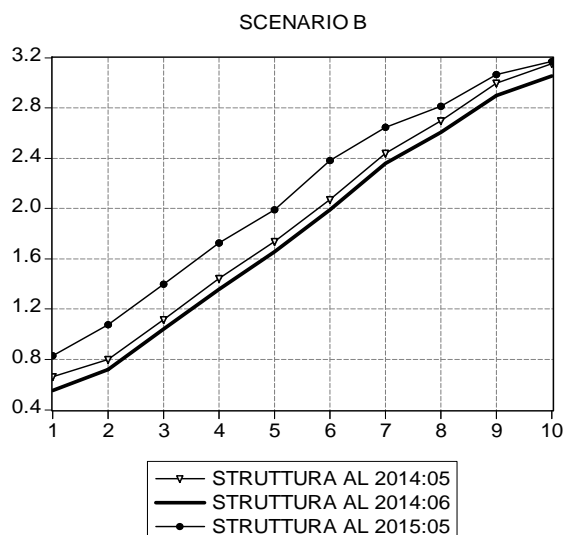
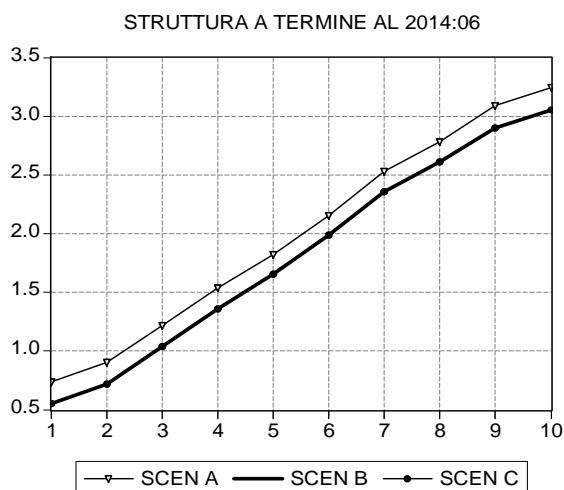
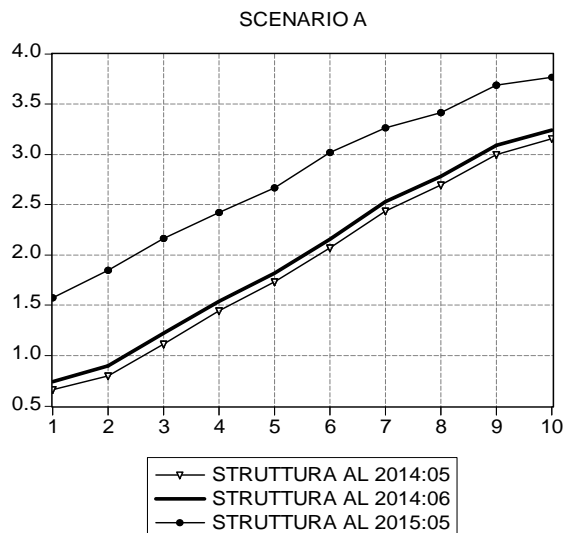
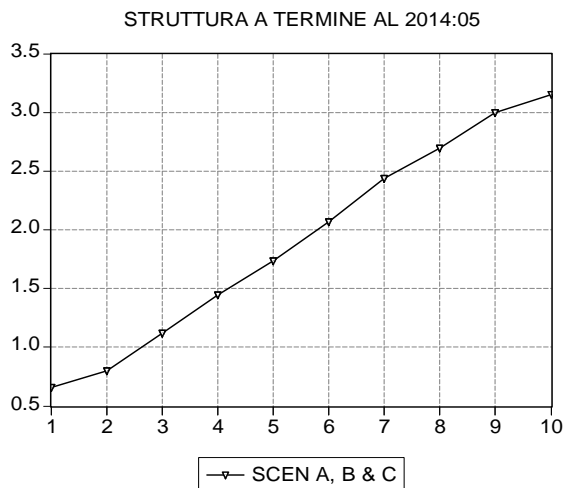
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**



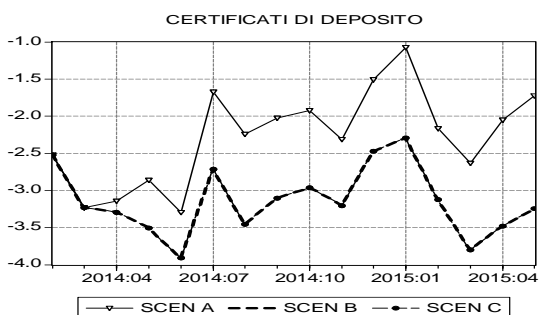
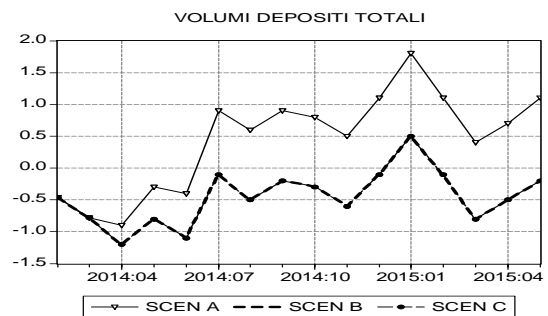
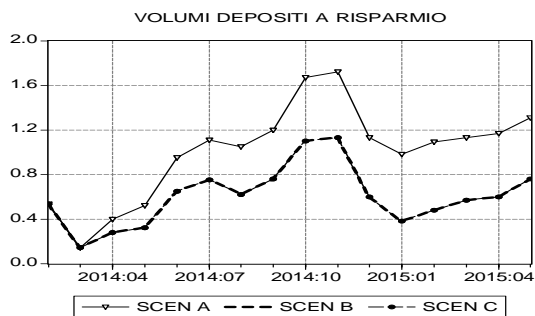
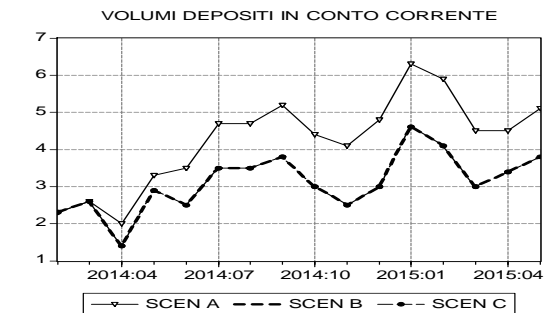
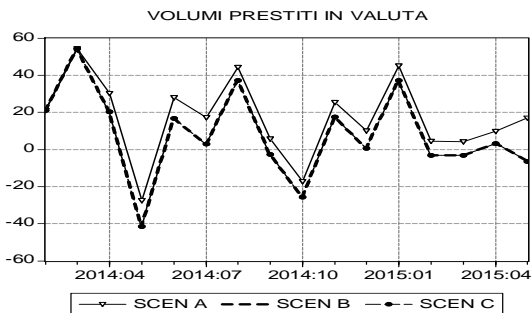
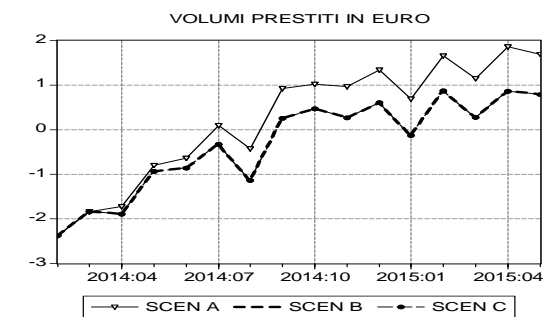
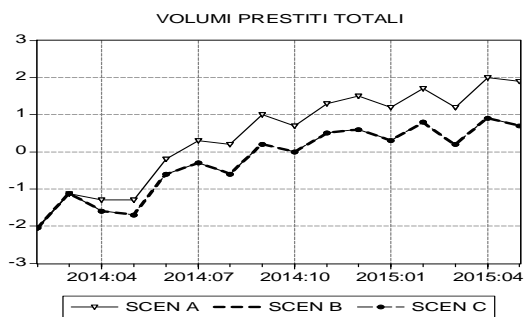
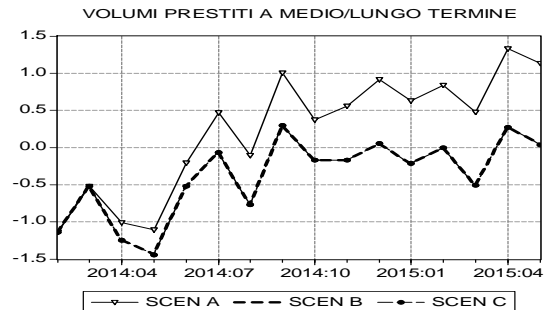
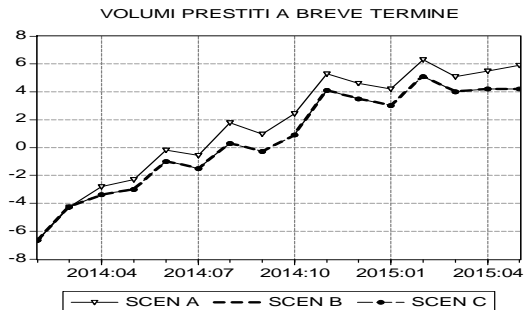
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**



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



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



SCENARIO A	13 11	13 12	14 1	14 2	14 3	14 4	14 5	14 6	14 7	14 8	14 9	14 10	14 11	14 12	15 1	15 2	15 3	15 4	15 5
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
Indice COMIT	1045	1041	1056	1115	1181	1187	1174	1180	1218	1214	1259	1217	1214	1246	1228	1266	1310	1286	1304
Produzione Industriale	0.4	-0.9	0.0	0.1	-0.1	0.5	0.9	0.6	1.0	1.0	1.5	1.0	0.9	1.3	0.8	1.1	2.0	1.4	1.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.7	0.7	0.6	0.4	0.3	0.5	0.4	0.4	0.6	0.6	0.8	1.0	1.1	1.2	1.1	1.3	1.3	1.2	1.2
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
T. Overnight media d/1	0.07	0.10	0.14	0.12	0.16	0.24	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26	0.25	0.26	0.26	0.26	0.26	0.27	0.28
T. Interb. 1m lett.	0.10	0.19	0.20	0.20	0.21	0.22	0.24	0.24	0.24	0.23	0.23	0.24	0.23	0.23	0.24	0.23	0.24	0.24	0.25
T. Interb. 3m lett.	0.18	0.25	0.27	0.26	0.27	0.30	0.30	0.30	0.30	0.29	0.30	0.30	0.29	0.29	0.30	0.29	0.29	0.30	0.31
T. Interb. 6m lett.	0.26	0.33	0.36	0.34	0.37	0.39	0.38	0.38	0.38	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37	0.37	0.38
T. Depositi medio	0.99	0.97	0.95	0.94	0.94	0.95	0.97	0.97	0.97	0.97	0.99	1.01	1.00	1.01	1.03	1.02	1.03	1.03	1.02
T. Prestiti medio	3.80	3.81	3.90	3.88	3.88	3.88	3.93	3.90	3.89	3.89	3.93	3.96	3.95	3.98	4.01	4.00	4.01	4.01	3.98
T.prest. medio - T.dep. medio	2.81	2.84	2.95	2.94	2.94	2.93	2.96	2.93	2.92	2.92	2.94	2.95	2.95	2.97	2.98	2.98	2.98	2.98	2.96
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(*)</sup>	0.37	0.57	0.42	0.34	0.37	0.44	0.39	0.42	0.46	0.52	0.60	0.58	0.62	0.75	0.69	0.68	0.69	0.64	0.69
T. BOT comp. lordo 6m	0.55	0.84	0.60	0.46	0.51	0.60	0.50	0.54	0.61	0.72	0.84	0.82	0.89	1.09	0.99	0.98	1.00	0.91	0.99
T. BOT comp. lordo 12m	0.70	0.72	0.75	0.69	0.60	0.60	0.66	0.74	0.86	1.07	1.30	1.24	1.39	1.57	1.31	1.56	1.58	1.42	1.58
Rendistat lordo	3.02	3.05	2.83	2.66	2.47	2.29	2.24	2.34	2.43	2.64	2.91	2.72	2.81	3.05	2.79	2.96	2.95	2.83	2.98
Rendistat netto	2.65	2.66	2.48	2.32	2.16	2.00	1.96	2.05	2.13	2.31	2.55	2.38	2.46	2.67	2.44	2.59	2.58	2.48	2.61
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	1.78	1.91	1.59	1.43	1.20	1.16	1.12	1.22	1.35	1.58	1.87	1.77	1.88	2.15	1.91	2.13	2.09	2.00	2.17
Rend. BTP a 5 anni	2.69	2.83	2.40	2.18	1.95	1.81	1.74	1.82	1.94	2.16	2.51	2.33	2.45	2.71	2.44	2.64	2.66	2.52	2.67
Rend. BTP a 7 anni	3.36	3.44	3.11	2.87	2.70	2.50	2.44	2.53	2.65	2.91	3.14	3.02	3.13	3.35	3.09	3.26	3.28	3.14	3.26
Rend. BTP a 10 anni	4.27	4.36	3.99	3.68	3.49	3.26	3.15	3.24	3.37	3.56	3.66	3.56	3.78	3.83	3.67	3.79	3.81	3.69	3.76
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2294.510	2288.306	2309.167	2311.496	2322.849	2316.197	2306.359	2313.588	2308.823	2304.271	2329.33	2316.21	2324.34	2322.63	2336.88	2350.79	2350.72	2362.52	2350.18
Prestiti in euro	2262.494	2246.227	2282.562	2272.228	2276.180	2275.008	2274.662	2267.914	2275.648	2257.506	2289.047	2282.69	2284.213	2276.33	2298.31	2309.72	2302.13	2317.32	2313.10
Prestiti in valuta	32.016	42.079	26.605	39.268	46.669	41.189	31.697	45.673	33.175	46.766	40.285	33.516	40.125	46.304	38.565	41.072	48.595	45.198	37.076
Prestiti a breve	358.331	362.705	370.404	364.631	364.507	371.080	370.827	373.330	376.420	372.182	373.765	373.585	377.323	379.389	385.961	387.603	383.097	391.490	392.706
Prestiti a m/1	1936.179	1925.601	1938.763	1946.865	1958.342	1945.116	1935.532	1940.258	1932.403	1932.090	1955.568	1942.624	1947.016	1943.241	1950.916	1963.189	1967.626	1971.031	1957.474
Depositi totali	2117.941	2098.127	2092.194	2113.493	2131.101	2134.996	2135.635	2135.875	2128.196	2139.971	2140.889	2124.467	2128.531	2121.206	2129.853	2136.741	2139.625	2149.941	2159.127
Depositi in c/c	741.739	741.728	731.396	734.238	747.098	747.959	749.953	752.873	755.281	763.112	763.592	771.440	772.150	777.331	777.474	777.558	780.717	781.617	788.200
Depositi a risparmio	297.257	299.520	300.556	300.674	300.579	300.843	300.911	301.327	301.269	301.607	301.759	301.858	302.370	302.905	303.501	303.951	303.976	304.362	304.853
Certif. deposito	1078.945	1056.879	1060.242	1078.581	1083.424	1086.194	1084.771	1081.675	1071.646	1075.252	1075.538	1051.169	1054.011	1040.971	1048.878	1055.232	1054.932	1063.961	1066.074
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	-3.73	-2.68	-1.39	-2.05	-1.13	-1.30	-1.30	-0.20	0.30	0.20	1.00	0.70	1.30	1.50	1.20	1.70	1.20	2.00	1.90
Prestiti in euro	-3.60	-2.93	-1.82	-2.38	-1.85	-1.73	-0.80	-0.64	0.09	-0.43	0.92	1.02	0.96	1.34	0.69	1.65	1.14	1.86	1.69
Prestiti in valuta	-12.26	12.64	58.42	21.19	54.34	30.16	-27.52	27.93	17.16	44.26	5.76	-17.17	25.33	10.04	44.96	4.59	4.13	9.73	16.97
Prestiti a breve	-8.92	-6.85	-6.00	-6.66	-4.26	-2.80	-2.30	-0.17	-0.55	1.80	0.98	2.44	5.30	4.60	4.20	6.30	5.10	5.50	5.90
Prestiti a m/1	-2.70	-1.86	-0.46	-1.14	-0.52	-1.01	-1.11	-0.21	0.47	-0.10	1.00	0.37	0.56	0.92	0.63	0.84	0.47	1.33	1.13
Depositi totali	1.26	-0.02	0.59	-0.46	-0.78	-0.90	-0.30	-0.40	0.90	0.60	0.90	0.80	0.50	1.10	1.80	1.10	0.40	0.70	1.10
Depositi in c/c	8.01	2.68	3.88	2.31	2.61	2.00	3.30	3.50	4.70	4.70	5.20	4.40	4.10	4.80	6.30	5.90	4.50	4.50	5.10
Depositi a risparmio	1.58	0.92	0.70	0.53	0.14	0.40	0.52	0.95	1.11	1.05	1.20	1.67	1.72	1.13	0.98	1.09	1.13	1.17	1.31
Certif. deposito	-2.98	-2.09	-1.60	-2.53	-3.23	-3.14	-2.86	-3.30	-1.67	-2.24	-2.02	-1.92	-2.31	-1.51	-1.07	-2.16	-2.63	-2.05	-1.72

(\*) Il rendimento dei BOT a 3 mesi, in assenza d'asta, è stimato. I dati storici sono in grigio scuro, gli stimati in grigio chiaro. I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 30/05/2014.

SCENARIO B	13 11	13 12	14 1	14 2	14 3	14 4	14 5	14 6	14 7	14 8	14 9	14 10	14 11	14 12	15 1	15 2	15 3	15 4	15 5
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
Indice COMIT	1045	1041	1056	1115	1181	1187	1174	1159	1194	1181	1229	1185	1178	1213	1193	1223	1275	1243	1255
Produzione Industriale	0.4	-0.9	0.0	0.1	-0.1	0.3	0.7	0.3	0.8	0.6	1.2	0.8	0.5	0.9	0.4	0.8	1.7	1.2	1.3
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.7	0.7	0.6	0.4	0.3	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	0.6	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
T. Overnight media d/1	0.07	0.10	0.14	0.12	0.16	0.24	0.26	0.25	0.24	0.22	0.22	0.22	0.22	0.21	0.22	0.21	0.21	0.22	0.22
T. Interb. 1m lett.	0.10	0.19	0.20	0.20	0.21	0.22	0.24	0.23	0.21	0.20	0.20	0.20	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	0.20	0.20
T. Interb. 3m lett.	0.18	0.25	0.27	0.26	0.27	0.30	0.30	0.29	0.27	0.26	0.26	0.26	0.25	0.24	0.25	0.24	0.24	0.25	0.26
T. Interb. 6m lett.	0.26	0.33	0.36	0.34	0.37	0.39	0.38	0.36	0.34	0.33	0.33	0.32	0.31	0.31	0.31	0.30	0.31	0.31	0.31
T. Depositi medio	0.99	0.97	0.95	0.94	0.94	0.94	0.94	0.93	0.92	0.91	0.92	0.93	0.92	0.93	0.94	0.94	0.95	0.94	0.93
T. Prestiti medio	3.80	3.81	3.90	3.88	3.88	3.88	3.92	3.89	3.87	3.85	3.87	3.90	3.89	3.92	3.94	3.93	3.95	3.96	3.93
T.prest.medio - T.dep.medio	2.81	2.84	2.95	2.94	2.94	2.94	2.98	2.96	2.95	2.94	2.95	2.97	2.97	2.99	3.00	2.99	3.01	3.02	3.00
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(*)</sup>	0.37	0.57	0.42	0.34	0.37	0.44	0.39	0.33	0.30	0.35	0.43	0.38	0.41	0.51	0.42	0.51	0.51	0.40	0.48
T. BOT comp. lordo 6m	0.55	0.84	0.60	0.46	0.51	0.60	0.50	0.41	0.38	0.46	0.59	0.50	0.56	0.73	0.59	0.73	0.74	0.54	0.67
T. BOT comp. lordo 12m	0.70	0.72	0.75	0.69	0.60	0.60	0.66	0.55	0.51	0.61	0.75	0.66	0.73	0.91	0.74	0.91	0.94	0.68	0.83
Rendistat lordo	3.02	3.05	2.83	2.66	2.47	2.29	2.24	2.17	2.15	2.22	2.33	2.21	2.26	2.44	2.25	2.38	2.45	2.18	2.33
Rendistat netto	2.65	2.66	2.48	2.32	2.16	2.00	1.96	1.90	1.88	1.94	2.04	1.93	1.98	2.14	1.97	2.08	2.14	1.91	2.04
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	1.78	1.91	1.59	1.43	1.20	1.16	1.12	1.04	1.02	1.12	1.27	1.20	1.27	1.45	1.29	1.45	1.49	1.24	1.40
Rend. BTP a 5 anni	2.69	2.83	2.40	2.18	1.95	1.81	1.74	1.65	1.63	1.73	1.86	1.80	1.86	2.03	1.88	2.04	2.10	1.84	1.99
Rend. BTP a 7 anni	3.36	3.44	3.11	2.87	2.70	2.50	2.44	2.36	2.33	2.43	2.56	2.48	2.54	2.71	2.56	2.71	2.75	2.50	2.64
Rend. BTP a 10 anni	4.27	4.36	3.99	3.68	3.49	3.26	3.15	3.05	3.00	3.06	3.14	3.08	3.11	3.23	3.11	3.22	3.25	3.06	3.17
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2294.510	2288.306	2309.167	2311.496	2322.849	2309.157	2297.012	2304.315	2295.011	2285.874	2310.88	2300.11	2305.98	2302.04	2316.09	2329.99	2327.49	2329.94	2313.09
Prestiti in euro	2262.494	2246.227	2282.562	2272.228	2276.180	2271.072	2271.452	2262.664	2265.872	2241.408	2273.851	2270.04	2268.376	2259.70	2279.59	2292.00	2282.33	2290.60	2289.17
Prestiti in valuta	32.016	42.079	26.605	39.268	46.669	38.084	25.560	41.650	29.140	44.466	37.032	30.069	37.607	42.332	36.500	37.992	45.169	39.336	23.922
Prestiti a breve	358.331	362.705	370.404	364.631	364.507	368.790	368.091	370.232	372.806	366.683	369.039	367.982	373.023	375.400	381.516	383.227	379.087	384.279	383.550
Prestiti a m/1	1936.179	1925.601	1938.763	1946.865	1958.342	1940.367	1928.922	1934.082	1922.205	1919.191	1941.844	1932.127	1932.960	1926.636	1934.578	1946.761	1948.407	1945.660	1929.541
Depositi totali	2117.941	2098.127	2092.194	2113.493	2131.101	2128.532	2124.925	2120.864	2107.104	2116.572	2117.549	2101.283	2105.233	2096.029	2102.655	2111.380	2114.052	2117.890	2120.675
Depositi in c/c	741.739	741.728	731.396	734.238	747.098	743.559	747.049	745.599	746.624	754.366	753.430	761.095	760.282	763.980	765.040	764.342	769.511	768.840	775.437
Depositi a risparmio	297.257	299.520	300.556	300.674	300.579	300.483	300.312	300.431	300.197	300.324	300.447	300.166	300.616	301.317	301.698	302.117	302.292	302.286	302.594
Certif. deposito	1078.945	1056.879	1060.242	1078.581	1083.424	1084.490	1077.564	1074.833	1060.283	1061.882	1063.672	1040.022	1044.335	1030.732	1035.917	1044.921	1042.249	1046.764	1042.644
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	-3.73	-2.68	-1.39	-2.05	-1.13	-1.60	-1.70	-0.60	-0.30	-0.60	0.20	0.00	0.50	0.60	0.30	0.80	0.20	0.90	0.70
Prestiti in euro	-3.60	-2.93	-1.82	-2.38	-1.85	-1.90	-0.94	-0.87	-0.34	-1.14	0.25	0.46	0.26	0.60	-0.13	0.87	0.27	0.86	0.78
Prestiti in valuta	-12.26	12.64	58.42	21.19	54.34	20.35	-41.55	16.66	2.91	37.17	-2.78	-25.69	17.46	0.60	37.19	-3.25	-3.21	3.29	-6.41
Prestiti a breve	-8.92	-6.85	-6.00	-6.66	-4.26	-3.40	-3.02	-1.00	-1.50	0.30	-0.30	0.90	4.10	3.50	3.00	5.10	4.00	4.20	4.20
Prestiti a m/1	-2.70	-1.86	-0.46	-1.14	-0.52	-1.25	-1.44	-0.52	-0.06	-0.77	0.30	-0.17	-0.17	0.05	-0.22	-0.01	-0.51	0.27	0.03
Depositi totali	1.26	-0.02	0.59	-0.46	-0.78	-1.20	-0.80	-1.10	-0.10	-0.50	-0.20	-0.30	-0.60	-0.10	0.50	-0.10	-0.80	-0.50	-0.20
Depositi in c/c	8.01	2.68	3.88	2.31	2.61	1.40	2.90	2.50	3.50	3.50	3.80	3.00	2.50	3.00	4.60	4.10	3.00	3.40	3.80
Depositi a risparmio	1.58	0.92	0.70	0.53	0.14	0.28	0.32	0.65	0.75	0.62	0.76	1.10	1.13	0.60	0.38	0.48	0.57	0.60	0.76
Certif. deposito	-2.98	-2.09	-1.60	-2.53	-3.23	-3.30	-3.51	-3.91	-2.72	-3.45	-3.11	-2.96	-3.21	-2.47	-2.29	-3.12	-3.80	-3.48	-3.24

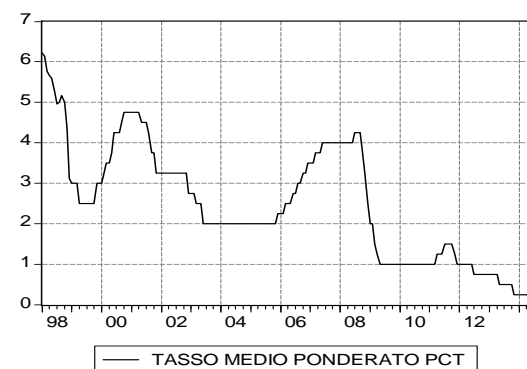
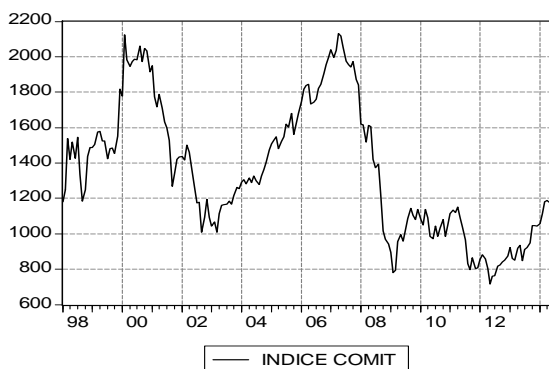
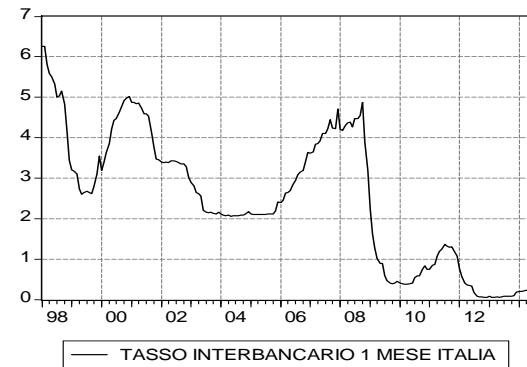
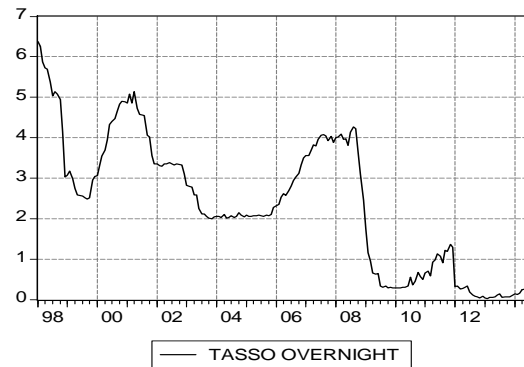
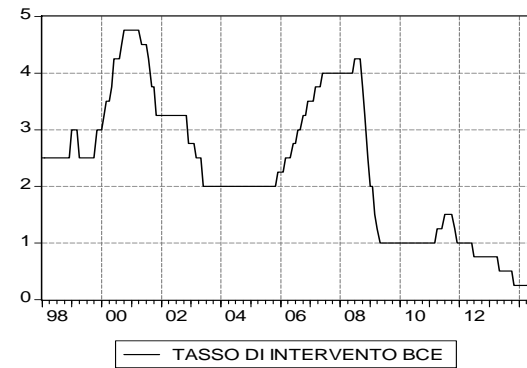
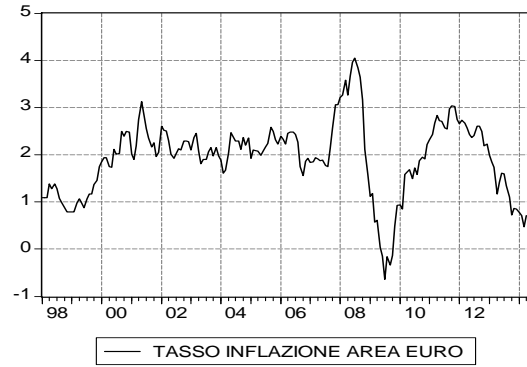
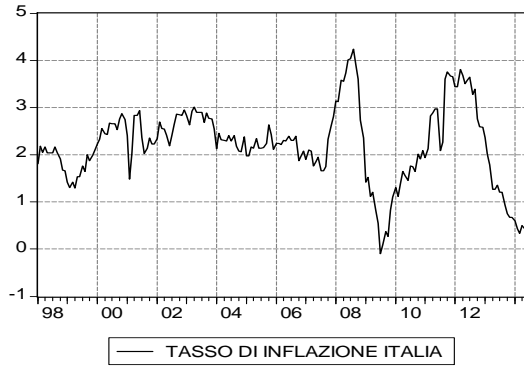
(\*) Il rendimento dei BOT a 3 mesi, in assenza d'asta, è stimato. I dati storici sono in grigio scuro, gli stimati in grigio chiaro. I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 30/05/2014.



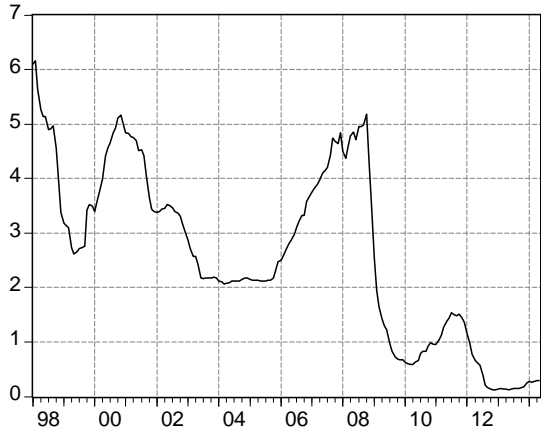
SCENARIO C	13 11	13 12	14 1	14 2	14 3	14 4	14 5	14 6	14 7	14 8	14 9	14 10	14 11	14 12	15 1	15 2	15 3	15 4	15 5
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
Indice COMIT	1045	1041	1056	1115	1181	1187	1174	1159	1194	1181	1229	1185	1178	1213	1193	1223	1275	1243	1255
Produzione Industriale	0.4	-0.9	0.0	0.1	-0.1	0.3	0.7	0.3	0.8	0.6	1.2	0.8	0.5	0.9	0.4	0.8	1.7	1.2	1.3
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.7	0.7	0.6	0.4	0.3	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	0.6	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
T. Overnight media d/1	0.07	0.10	0.14	0.12	0.16	0.24	0.26	0.25	0.24	0.22	0.22	0.22	0.22	0.21	0.22	0.21	0.21	0.22	0.22
T. Interb. 1m lett.	0.10	0.19	0.20	0.20	0.21	0.22	0.24	0.23	0.21	0.20	0.20	0.20	0.19	0.19	0.19	0.19	0.19	0.20	0.20
T. Interb. 3m lett.	0.18	0.25	0.27	0.26	0.27	0.30	0.30	0.29	0.27	0.26	0.26	0.26	0.25	0.24	0.25	0.24	0.24	0.25	0.26
T. Interb. 6m lett.	0.26	0.33	0.36	0.34	0.37	0.39	0.38	0.36	0.34	0.33	0.33	0.32	0.31	0.31	0.31	0.30	0.31	0.31	0.31
T. Depositi medio	0.99	0.97	0.95	0.94	0.94	0.94	0.94	0.93	0.92	0.91	0.92	0.93	0.92	0.93	0.94	0.94	0.95	0.94	0.93
T. Prestiti medio	3.80	3.81	3.90	3.88	3.88	3.88	3.92	3.89	3.87	3.85	3.87	3.90	3.89	3.92	3.94	3.93	3.95	3.96	3.93
T.prest.medio - T.dep.medio	2.81	2.84	2.95	2.94	2.94	2.94	2.98	2.96	2.95	2.94	2.95	2.97	2.97	2.99	3.00	2.99	3.01	3.02	3.00
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(*)</sup>	0.37	0.57	0.42	0.34	0.37	0.44	0.39	0.33	0.30	0.35	0.43	0.38	0.41	0.51	0.42	0.51	0.51	0.40	0.48
T. BOT comp. lordo 6m	0.55	0.84	0.60	0.46	0.51	0.60	0.50	0.41	0.38	0.46	0.59	0.50	0.56	0.73	0.59	0.73	0.74	0.54	0.67
T. BOT comp. lordo 12m	0.70	0.72	0.75	0.69	0.60	0.60	0.66	0.55	0.51	0.61	0.75	0.66	0.73	0.91	0.74	0.91	0.94	0.68	0.83
Rendistat lordo	3.02	3.05	2.83	2.66	2.47	2.29	2.24	2.17	2.15	2.22	2.33	2.21	2.26	2.44	2.25	2.38	2.45	2.18	2.33
Rendistat netto	2.65	2.66	2.48	2.32	2.16	2.00	1.96	1.90	1.88	1.94	2.04	1.93	1.98	2.14	1.97	2.08	2.14	1.91	2.04
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	1.78	1.91	1.59	1.43	1.20	1.16	1.12	1.04	1.02	1.12	1.27	1.20	1.27	1.45	1.29	1.45	1.49	1.24	1.40
Rend. BTP a 5 anni	2.69	2.83	2.40	2.18	1.95	1.81	1.74	1.65	1.63	1.73	1.86	1.80	1.86	2.03	1.88	2.04	2.10	1.84	1.99
Rend. BTP a 7 anni	3.36	3.44	3.11	2.87	2.70	2.50	2.44	2.36	2.33	2.43	2.56	2.48	2.54	2.71	2.56	2.71	2.75	2.50	2.64
Rend. BTP a 10 anni	4.27	4.36	3.99	3.68	3.49	3.26	3.15	3.05	3.00	3.06	3.14	3.08	3.11	3.23	3.11	3.22	3.25	3.06	3.17
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2294.510	2288.306	2309.167	2311.496	2322.849	2309.157	2297.012	2304.315	2295.011	2285.874	2310.88	2300.11	2305.98	2302.04	2316.09	2329.99	2327.49	2329.94	2313.09
Prestiti in euro	2262.494	2246.227	2282.562	2272.228	2276.180	2271.072	2271.452	2262.664	2265.872	2241.408	2273.851	2270.04	2268.376	2259.70	2279.59	2292.00	2282.33	2290.60	2289.17
Prestiti in valuta	32.016	42.079	26.605	39.268	46.669	38.084	25.560	41.650	29.140	44.466	37.032	30.069	37.607	42.332	36.500	37.992	45.169	39.336	23.922
Prestiti a breve	358.331	362.705	370.404	364.631	364.507	368.790	368.091	370.232	372.806	366.683	369.039	367.982	373.023	375.400	381.516	383.227	379.087	384.279	383.550
Prestiti a m/1	1936.179	1925.601	1938.763	1946.865	1958.342	1940.367	1928.922	1934.082	1922.205	1919.191	1941.844	1932.127	1932.960	1926.636	1934.578	1946.761	1948.407	1945.660	1929.541
Depositi totali	2117.941	2098.127	2092.194	2113.493	2131.101	2128.532	2124.925	2120.864	2107.104	2116.572	2117.549	2101.283	2105.233	2096.029	2102.655	2111.380	2114.052	2117.890	2120.675
Depositi in c/c	741.739	741.728	731.396	734.238	747.098	743.559	747.049	745.599	746.624	754.366	753.430	761.095	760.282	763.980	765.040	764.342	769.511	768.840	775.437
Depositi a risparmio	297.257	299.520	300.556	300.674	300.579	300.483	300.312	300.431	300.197	300.324	300.447	300.166	300.616	301.317	301.698	302.117	302.292	302.286	302.594
Certif. deposito	1078.945	1056.879	1060.242	1078.581	1083.424	1084.490	1077.564	1074.833	1060.283	1061.882	1063.672	1040.022	1044.335	1030.732	1035.917	1044.921	1042.249	1046.764	1042.644
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	-3.73	-2.68	-1.39	-2.05	-1.13	-1.60	-1.70	-0.60	-0.30	-0.60	0.20	0.00	0.50	0.60	0.30	0.80	0.20	0.90	0.70
Prestiti in euro	-3.60	-2.93	-1.82	-2.38	-1.85	-1.90	-0.94	-0.87	-0.34	-1.14	0.25	0.46	0.26	0.60	-0.13	0.87	0.27	0.86	0.78
Prestiti in valuta	-12.26	12.64	58.42	21.19	54.34	20.35	-41.55	16.66	2.91	37.17	-2.78	-25.69	17.46	0.60	37.19	-3.25	-3.21	3.29	-6.41
Prestiti a breve	-8.92	-6.85	-6.00	-6.66	-4.26	-3.40	-3.02	-1.00	-1.50	0.30	-0.30	0.90	4.10	3.50	3.00	5.10	4.00	4.20	4.20
Prestiti a m/1	-2.70	-1.86	-0.46	-1.14	-0.52	-1.25	-1.44	-0.52	-0.06	-0.77	0.30	-0.17	-0.17	0.05	-0.22	-0.01	-0.51	0.27	0.03
Depositi totali	1.26	-0.02	0.59	-0.46	-0.78	-1.20	-0.80	-1.10	-0.10	-0.50	-0.20	-0.30	-0.60	-0.10	0.50	-0.10	-0.80	-0.50	-0.20
Depositi in c/c	8.01	2.68	3.88	2.31	2.61	1.40	2.90	2.50	3.50	3.50	3.80	3.00	2.50	3.00	4.60	4.10	3.00	3.40	3.80
Depositi a risparmio	1.58	0.92	0.70	0.53	0.14	0.28	0.32	0.65	0.75	0.62	0.76	1.10	1.13	0.60	0.38	0.48	0.57	0.60	0.76
Certif. deposito	-2.98	-2.09	-1.60	-2.53	-3.23	-3.30	-3.51	-3.91	-2.72	-3.45	-3.11	-2.96	-3.21	-2.47	-2.29	-3.12	-3.80	-3.48	-3.24

(\*) Il rendimento dei BOT a 3 mesi, in assenza d'asta, è stimato. I dati storici sono in grigio scuro, gli stimati in grigio chiaro.  
I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 30/05/2014.

**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



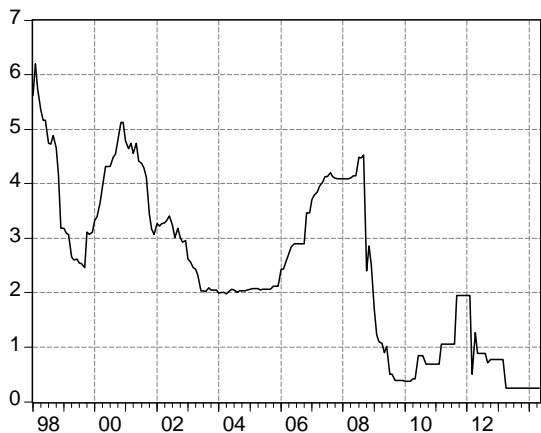
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



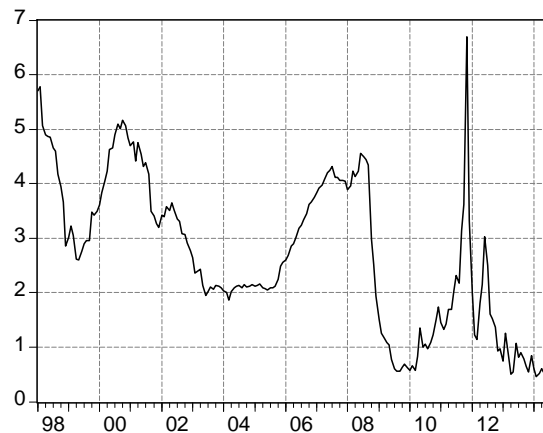
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI ITALIA (LIBOR)



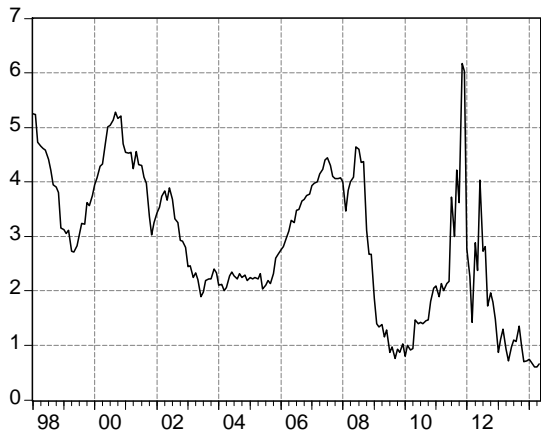
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI ITALIA



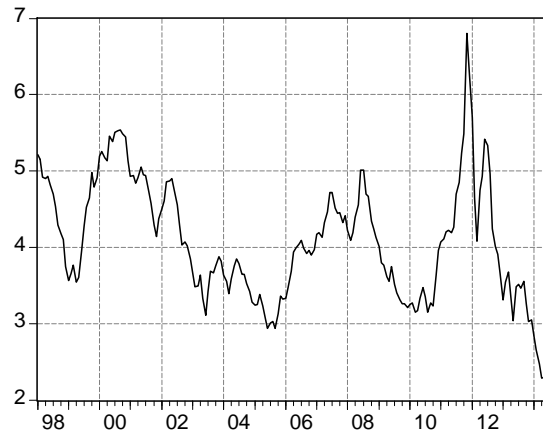
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO

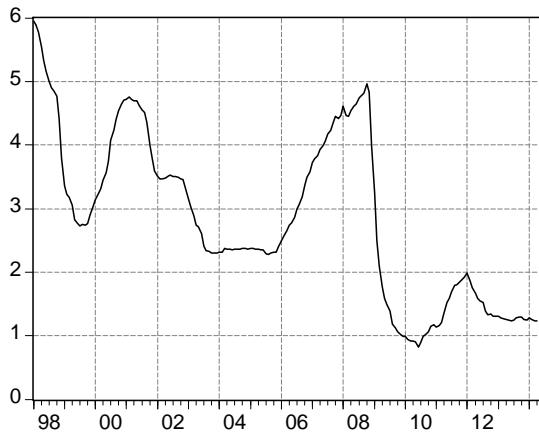


— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO

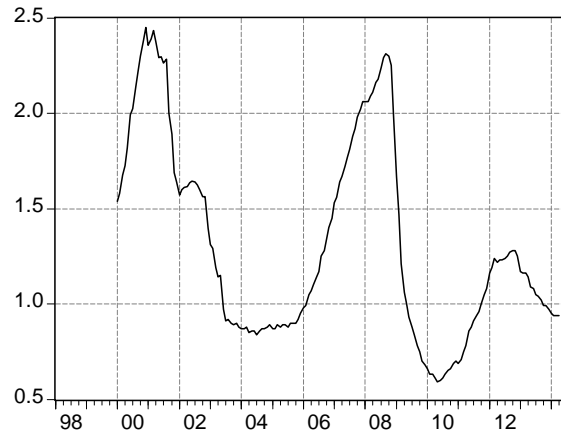


— RENDISTAT LORDO

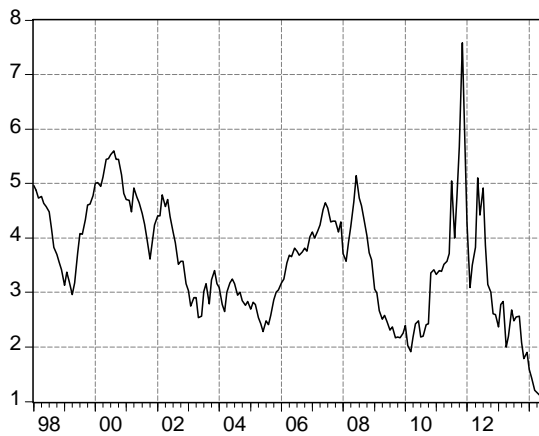
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



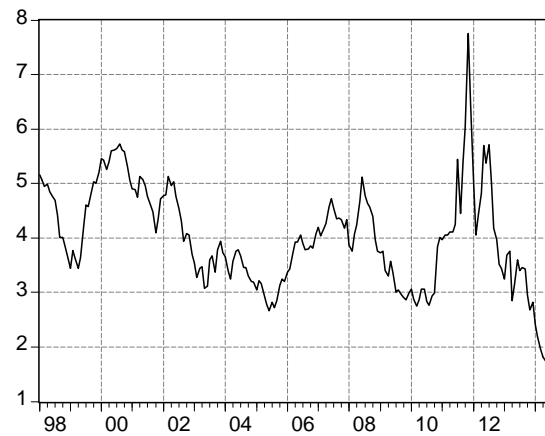
— TASSO PRESTITI MINIMO



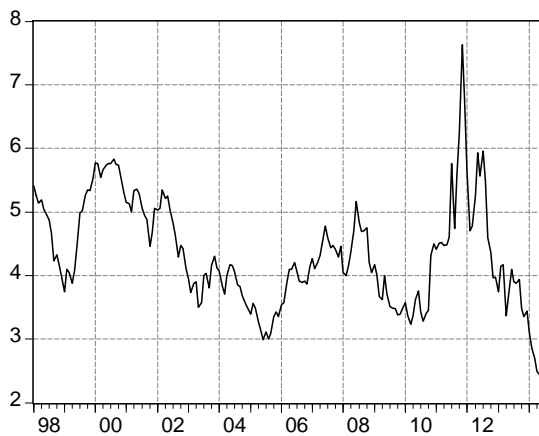
— TASSO DEPOSITI MEDIO



— RENDIMENTO A 3 ANNI



— RENDIMENTO A 5 ANNI

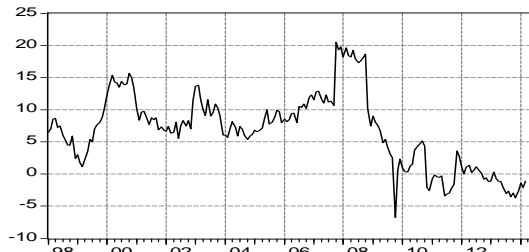


— RENDIMENTO A 7 ANNI

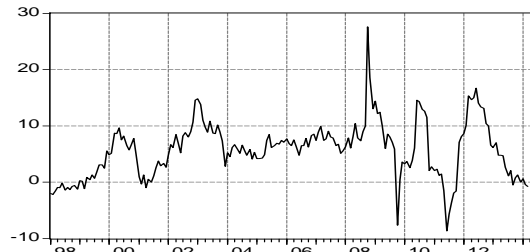


— RENDIMENTO A 10 ANNI

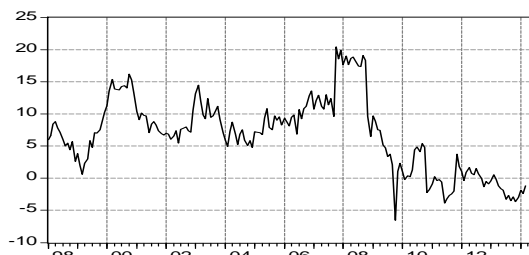
**VOLUMI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
(Dati mensili - Variazione % annua)



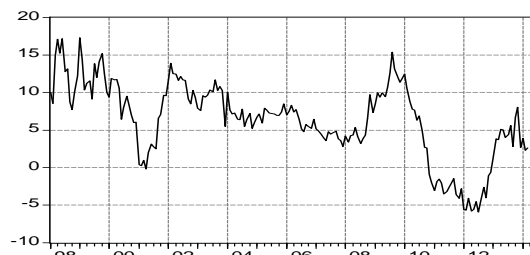
VOLUMI PRESTITI TOTALI



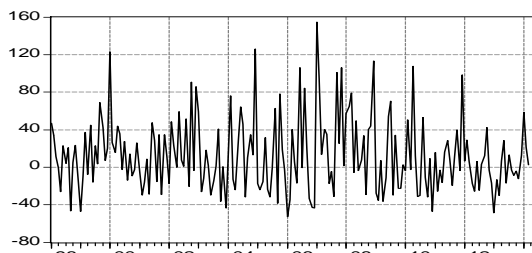
VOLUMI DEPOSITI TOTALI



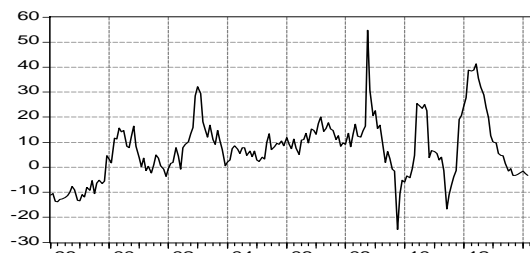
VOLUMI PRESTITI IN EURO



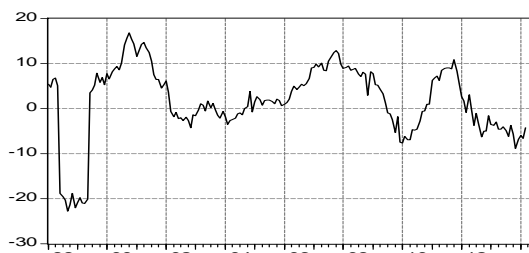
VOLUMI DEPOSITI IN CONTO CORRENTE



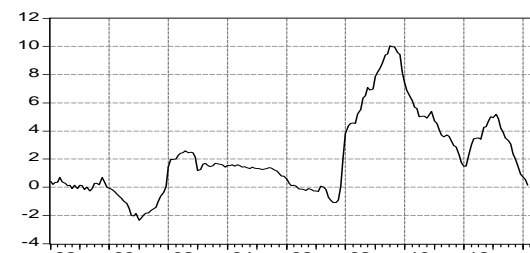
VOLUMI PRESTITI IN VALUTA



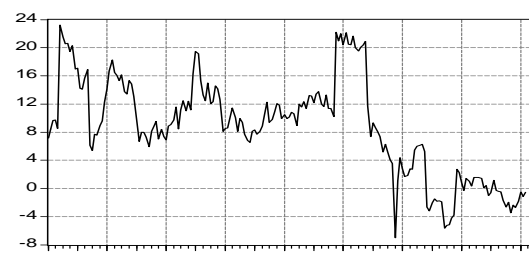
CERTIFICATI DI DEPOSITO



VOLUMI PRESTITI A BREVE TERMINE



VOLUMI DEPOSITI A RISPARMIO



VOLUMI PRESTITI A MEDIO/LUNGO TERMINE