

# MEFIM

MODELLO  
ECONOMETRICO  
FINANZIARIO  
INTERNAZIONALE  
MENSILE

Febbraio 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 gennaio 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'inizio del 2016 non è stato positivo per i mercati finanziari. I listini cinesi sono crollati già nella prima giornata di contrattazione dell'anno, seguiti dalle principali borse mondiali. Le turbolenze, innescate dai timori per il rallentamento della crescita cinese e per il crollo del petrolio, sono state enfatizzate anche dalle **speculazioni al ribasso**. La fase di sell-off generalizzato, in parte, è stata scatenata dalle dichiarazioni di George Soros circa la possibilità che, presto, ci si troverà in uno scenario simile a quello del 2008. Sebbene la previsione non sia condivisibile, molti operatori finanziari ne hanno approfittato per giocare al ribasso. Come anticipato, i **principali fattori critici** sono stati **la crisi del mercato finanziario cinese e il tracollo del prezzo del petrolio**. La Banca Centrale Cinese (PBoC) e il governo sono intervenuti con alcune disposizioni per arrestare la discesa della borsa, tuttavia, hanno dimostrato scarsa trasparenza e adottato misure contrarie alla logica del libero mercato, peggiorando, *de facto*, la situazione. Le autorità di controllo del mercato hanno, infatti, definito un limite secondo il quale i principali azionisti delle società quotate non potranno vendere più dell'1% del totale delle azioni detenute di un'azienda in tre mesi. È stato introdotto, inoltre, un meccanismo automatico di chiusura della borsa in caso di eccesso di ribasso con perdite superiori al 7%. La misura ha creato maggiore volatilità, destabilizzando i mercati e, nonostante le autorità l'abbiano sospesa dopo soli 4 giorni, le quotazioni ne hanno ampiamente risentito. Per quel che riguarda la PBoC, da un lato, ha iniettato abbondante liquidità assicurando di essere pronta a intervenire ancora per contrastare il rallentamento della crescita, dall'altro, ha utilizzato le proprie riserve internazionali per acquistare yuan. La PBoC sta cercando quindi di contrastare la fuoriuscita di capitali esteri, alimentata dalle restrizioni al mercato di cui sopra, ma anche dalla decisione di includere lo yuan nel paniere delle valute di riserva del FMI come componente di diritti speciali di prelievo, dando il via alla liberalizzazione del regime del tasso cambio. Gli operatori, infatti, attendendosi un incremento della volatilità e un maggiore futuro deprezzamento della moneta, preferiscono portare i capitali altrove. Allo stesso tempo, si è verificato un nuovo **calo del prezzo del petrolio sotto i 30 dollari al barile**. Il problema dell'eccesso di offerta è stato enfatizzato, in questo inizio 2016, dalle **tensioni geopolitiche tra Arabia Saudita e Iran**. Dopo l'accordo sul nucleare e la revoca delle sanzioni da parte di Stati Uniti e Unione Europea, l'Iran si prepara a tornare sul mercato del petrolio, aumentando ulteriormente l'offerta. L'Arabia Saudita, tuttavia, non è disposta a cedere quote di mercato e punta a mantenere i corsi petroliferi a livelli insostenibili per la concorrenza e per l'Iran in particolare, svantaggiato a livello tecnologico dopo anni di sanzioni e assenza d'investimenti. Secondo alcuni *rumors*, tuttavia, ci sarà una riunione straordinaria dei paesi OPEC tra febbraio e marzo e, sebbene non annunciata, i mercati attendono una riduzione dell'offerta. Tale aspettativa ha riportato il prezzo del barile sopra i 30 dollari. A nostro avviso l'accordo ci sarà e il greggio non dovrebbe rappresentare un rischio destabilizzante per l'economia ancora per lungo tempo, a meno che non vi siano nuove tensioni e i corsi scendano sotto i 20 dollari al barile. **Con le ultime turbolenze finanziarie, l'economia globale ha subito un rallentamento. In queste condizioni di ridimensionamento della crescita, le principali banche centrali stanno adottando politiche monetarie maggiormente espansive o neutrali.** La PBoC ha iniettato liquidità per 410 milioni di yuan, la BoJ ha tagliato i tassi sui depositi portandoli in terreno negativo (-0,1% da +0,1%), Draghi ha dichiarato possibili interventi a breve e **ci attendiamo che la FED rimanga neutrale nel 2016. In Area Euro, con l'attuazione della direttiva BRRD, è entrato in vigore il *bail-in* come uno degli strumenti a disposizione per la risoluzione delle crisi bancarie.** In caso di dissesto di una banca, il salvataggio non sarà più finanziato dallo Stato ma dall'istituto stesso, prima dagli azionisti, poi dagli obbligazionisti e, infine, dai correntisti con depositi superiori a 100 mila euro. **Si teme che questo strumento possa rendere il sistema bancario più fragile e vulnerabile rispetto a possibili shock esogeni, rappresentando il prossimo fattore critico per l'Area Euro e per l'Italia in particolare.** Qui, il sistema bancario, in difficoltà per l'ammontare ingente di sofferenze generate dalla lunga recessione, sta già sperimentando l'effetto destabilizzante del *bail-in* e ingenti perdite sul mercato azionario. Tale rischio al ribasso potrebbe essere parzialmente contrastato dall'introduzione, entro i prossimi due mesi, della *Bad Bank*. Attraverso i veicoli finanziari delle *Bad Bank*, le banche potranno cartolarizzare le sofferenze, ripulire i bilanci ed essere quindi in grado di offrire maggiore liquidità all'economia reale.

Il quadro generale	3
Gli ultimi dati	4
Gli scenari	9
Grafici variabili esogene	10
Commento ai risultati	12
Grafici variabili endogene	13
Grafici struttura a termine	15
Grafici volumi	16
Tabella scenario A	17
Tabella scenario B	18
Tabella scenario C	19
Grafici storici	20

## GLI ULTIMI DATI

I dati preliminare relativi al quarto trimestre sono indicativi di un ridimensionamento della crescita rispetto al terzo periodo su base sia congiunturale (+0,7% t/t dal precedente +2% t/t) sia tendenziale (+1,8% a/a da 2,1% a/a). Tutte le componenti del PIL hanno rallentato, ma determinante è stato il **ridimensionamento degli investimenti fissi** (+0,2% t/t e +3,1% a/a da +3,7% t/t e +3,6% a/a) in particolare **non residenziali** (-1,8% t/t e +1,6% a/a da +2,6% t/t e +2,2% a/a) e **il calo importante delle esportazioni** (-2,5% t/t e -0,8% a/a da +0,7% t/t e +1,2% a/a del III trim.). Hanno retto invece bene gli investimenti residenziali (+8,2% t/t come nel periodo precedente e +9% a/a da +9,4% a/a). Tra le componenti della domanda, i consumi privati, seppur a un ritmo inferiore rispetto al periodo precedente (+2,2% t/t e 2,6% a/a da +3% t/t e 3,1% a/a) hanno continuato solidamente a sostenere la crescita americana, mentre la spesa pubblica (+0,7% t/t e +1,3% a/a da +1,8% t/t e +0,7% a/a) e le importazioni (+1,1% t/t e +3,4% a/a da +2,3% t/t e +5,6% a/a) si sono ridimensionate in modo più marcato. Venendo ai contributi, il maggiore continua a essere quello dei consumi privati (+1,46% t/t) seguito dagli investimenti fissi residenziali (+0,27% t/t) e dalla spesa pubblica (+0,12% t/t). Hanno proseguito a sottrarre punti alla crescita, come nel terzo trimestre, le scorte (-0,45% t/t) e le importazioni (-1,6% t/t) mentre sono passati in territorio negativo gli investimenti fissi non residenziali (-0,24% t/t da +0,33% t/t) e le esportazioni (-0,31% t/t da +0,09% t/t). Con qualche eccezione, **tutti i dati mensili disponibili testimoniano che l'economia americana sta risentendo del rallentamento del ciclo globale**. I dati di novembre riguardanti il commercio con l'estero mostrano una diminuzione sia delle esportazioni (-0,85% m/m, -1,6% m/m di ottobre) sia delle importazioni (-1,65% m/m da -0,38% m/m). Dal lato dell'offerta i dati correnti e prospettici sono stati deboli: la produzione industriale in dicembre è calata nuovamente dello 0,4% m/m e dell'1,8% a/a (-0,9% m/m e -1,3% a/a in novembre) e significativa è stata la riduzione degli ordini di beni durevoli (-5,1% m/m da -0,5% m/m). Anche al netto della componente dei trasposti, il dato è stato negativo (-1,2% m/m da -0,5% m/m). A confermare il momento di debolezza contribuiscono gli indicatori di fiducia delle imprese relativi a dicembre, tutti in lieve riduzione: l'ISM manifatturiero ha registrato il secondo calo consecutivo, portandosi a 48 da 48,4 e deludendo le aspettative (49) mentre il non manifatturiero, pur rimanendo in territorio espansivo, è passato a 55,8 da 56,6. **A sorpresa, tuttavia, in gennaio l'NAPM Chicago è balzato a quota 55,6 (da 42,9) contro le attese di 45,2 e oltre la soglia di 50**. Dal settore edilizio proviene qualche segnale confortante: in dicembre è aumentata la vendita sia di nuove case (+10,8% m/m da +1,9% m/m in novembre) sia di case esistenti (+14,7% m/m da -10,5% m/m). È, tuttavia, diminuito l'avvio di nuovi cantieri (-2,5% m/m dal precedente +10,1% m/m). Incerte le indicazioni dal lato della domanda: le vendite al dettaglio in dicembre sono diminuite su base congiunturale dello 0,1% m/m (+0,4% m/m in novembre) restando positive su base tendenziale (+2,2% a/a, +1,6% a/a in precedenza) mentre la fiducia dei consumatori in gennaio è salita a 98,1 da 96,3, sorprendendo gli analisti (96,3). Continuano invece a essere molto positivi i segnali dal mercato del lavoro, anche se ci attendiamo delle ripercussioni, se il rallentamento globale dovesse proseguire. In dicembre, la dinamica occupazionale è migliorata ulteriormente: il tasso di disoccupazione è rimasto fermo al 5%, livello più basso da aprile 2008 e gli occupati sono aumentati di 292 mila unità nel settore non agricolo (+203 mila le attese) e di 275 mila in quello privato (+198 mila il consenso). I dati di novembre, inoltre, sono stati rivisti al rialzo: +252 mila da 211 mila per il settore non agricolo e +240 mila da +197 mila per quello privato. L'ultimo trimestre del 2015 è stato il migliore dell'anno in termini di creazione di posti di lavoro. La media mensile per l'intero 2015 è stata di 221 mila unità, un dato positivo e largamente superiore alla soglia di 200 mila.

## USA

*Un secondo intervento restrittivo da parte della FED nei prossimi mesi non sembra giustificato*

I salari orari, da monitorare per individuare segnali di surriscaldamento dell'economia, sono aumentati in dicembre del 2,41% a/a (+2,07% a/a il precedente) tuttavia, al momento, non vi sono preoccupazioni legate a possibili tensioni inflazionistiche, visto l'effetto al ribasso dei prezzi degli energetici. L'inflazione globale in dicembre è salita allo 0,7% a/a, dallo 0,4% a/a di novembre, comunque sotto il consenso (+0,8% a/a) mentre il CPI *core* ha superato la soglia del 2%, portandosi al 2,1% a/a, come da attese. **A nostro avviso, tenendo conto del rallentamento del ciclo globale, delle turbolenze finanziarie sui mercati asiatici, del calo del prezzo del petrolio, delle tensioni geopolitiche, della minor crescita del quarto trimestre e delle possibili ripercussioni sulla produzione industriale delle tempeste di neve di gennaio, i dati riguardanti l'occupazione e l'inflazione non sembrano tali da giustificare un secondo intervento restrittivo da parte della FED nel 2016.**

La crescita del PIL nel terzo trimestre del 2015 è stata dello 0,3% t/t e dell'1,7% a/a. I nuovi dati relativi al quarto trimestre saranno pubblicati il 15 febbraio. Le rilevazioni mensili di dicembre sul commercio estero indicano un calo importante sia delle esportazioni (-3,77% m/m da 0,87% m/m in novembre) sia delle importazioni (-4,01% m/m da -2,46% m/m). **Nonostante la crescita continui a non essere brillante, sul fronte occupazionale la situazione è invidiabile**, con la disoccupazione ferma, a dicembre, al 3,3% e gli occupati in aumento dello 0,7% m/m. Dal lato dei prezzi, tuttavia, la situazione rimane allarmante. In dicembre l'inflazione globale è stata dello 0,2% a/a, in calo rispetto allo 0,3% a/a del mese precedente, mentre l'indice *core*, allo 0,1% a/a, è lievemente migliorato (0% a/a in novembre). Dal lato dell'offerta la debolezza è manifesta: in dicembre la produzione industriale è scesa dell'1,4% m/m e dell'1,6% a/a (-0,9% m/m e +0,3% a/a in precedenza) ma soprattutto, in novembre, la contrazione degli ordinativi di macchinari è stata consistente (-14,4% m/m e -2,3% a/a dopo il +10,7% m/m e +14,2% a/a di ottobre). L'indice di fiducia delle imprese manifatturiere, tuttavia, a gennaio è rimasto pressoché stabile (52,4 da 52,6). Più confortanti i dati di dicembre sul fronte della domanda: i consumi privati sono cresciuti dell'1,4% m/m, dopo il -3% m/m di novembre, il reddito reale disponibile è aumentato dell'1,7% m/m, recuperando così il calo del 3,1% m/m precedente e le vendite al dettaglio sono balzate del 16% m/m (-0,5% m/m in novembre) con una variazione tendenziale stabile a -1,1% a/a. L'indice di fiducia dei consumatori è migliorato lievemente (42,7 da 42,6). **La politica monetaria condotta finora non sembra essere stata in grado di sostenere l'economia e la dinamica dei prezzi, tant'è che nel meeting di fine gennaio, la BoJ ha deciso, per la prima volta, di portare in tasso d'interesse sui depositi in territorio negativo**, come già fatto da altre banche centrali. Sono state, inoltre, presentate le nuove previsioni macroeconomiche: il PIL giapponese dovrebbe aumentare dell'1,5% a/a nel 2015 e nel 2016, per poi rallentare nel 2017 (+0,3% a/a); l'inflazione, allo 0,1% nel 2015, è vista allo 0,8% nel 2016 e oltre l'1% solo dal 2017.

Il dato disponibile sulla crescita riguarda ancora il terzo trimestre (+0,3% t/t e +1,6% a/a) e quello relativo al quarto periodo sarà pubblicato il 12 febbraio. **I vantaggi che dovrebbero derivare dal minor costo del petrolio e dalla debolezza della valuta, finora non hanno dato la spinta attesa, contrastati dalla debolezza del ciclo globale.** Alcuni lievi segnali positivi, tuttavia, ci sono. In novembre, il commercio con l'estero ha mostrato un incremento delle esportazioni (+1,59% m/m da +0,19% m/m in ottobre) mentre le importazioni sono diminuite (-0,1% m/m, +0,17% m/m il precedente). Il tasso di disoccupazione, sempre molto elevato, in novembre ha registrato il livello più basso da ottobre 2011, scendendo al 10,5% (da 10,6%) e sorprendendo gli analisti che lo vedevano in aumento (10,7%). Dal lato dell'offerta, i dati, invece, non sono tutti positivi. La produzione industriale in novembre ha subito un calo congiunturale dello 0,7% m/m

## GIAPPONE

*La BoJ sperimenta per la prima volta un tasso sui depositi negativo*

## AREA EURO

*La BCE è pronta a intervenire per sostenere nuovamente la ripresa economica e l'inflazione*

(+0,8% m/m in ottobre) superiore alle attese di consenso (-0,2% m/m). La variazione tendenziale, tuttavia, è rimasta positiva (+1,1% a/a da +2% a/a). Buono invece l'andamento del comparto delle costruzioni, che ha registrato un aumento dello 0,9% m/m, dopo il +0,6% m/m precedente. Dal lato della fiducia delle imprese, gli indicatori di gennaio, anche se debolmente, si sono tutti ridimensionati e sono stati sotto le attese: il PMI manifatturiero si è attestato a 52,3 da 53,2 (53 il consenso) e quello relativo ai servizi si è portato a 53,6 da 54,2 (54,2 le attese). Anche l'ESI ha corretto al ribasso a gennaio passando da 106,7 a 105, meno delle attese di 106,3. Dal lato della domanda le vendite al dettaglio a novembre hanno registrato una variazione negativa dello 0,3% m/m (-0,2% m/m in ottobre) deludendo le attese (+0,2% m/m). Su base tendenziale, tuttavia, si è rilevata una crescita dell'1,6% a/a (da +2,5% a/a). **L'inflazione, anche se in miglioramento, rimane la nota dolente.** Secondo l'ultima stima flash, l'*H CPI* di gennaio è salito, come da attese, dello 0,4% a/a (+0,2% a/a in dicembre) ma, nonostante la politica espansiva, rimane ben distante dal target del 2%. In dicembre, invece, l'inflazione *core* era rimasta stabile allo 0,9% a/a. Ad aggravare la situazione inflazionistica contribuisce anche il crollo del prezzo del petrolio sotto quota 30 dollari al barile, spingendo al ribasso anche le stime dell'inflazione per il 2016 e 2017: l'indagine della BCE sui *professional forecaster* del quarto trimestre indicava l'inflazione all'1% nel 2016 e all'1,5% nel 2017, mentre del primo trimestre le previsioni sono rispettivamente dello 0,7% e dell'1,4%. Data la situazione internazionale e dell'area, **Draghi si è detto pronto a intervenire a breve** per sostenere nuovamente la ripresa economica e l'inflazione, **riconoscendo che i rischi si sono nuovamente intensificati** con il rallentamento della crescita globale, le tensioni geopolitiche e il crollo del prezzo del petrolio. I mercati, a questo punto, si attendono un intervento sulla quantità del Programma di Acquisto di Attività e un nuovo taglio del tasso sui depositi presso la BCE.

La crescita del PIL relativa al terzo trimestre è stata dello 0,3% t/t e dell'1,7% a/a (+0,4% t/t e +1,6% a/a nel secondo trimestre). Il dato del quarto trimestre dell'anno uscirà il 12 febbraio. Le rilevazioni mensili riguardanti il commercio estero di novembre indicano un aumento lieve delle esportazioni (+0,5% m/m da -1,3% m/m di ottobre) e più marcato delle importazioni (+1,68% m/m da -3,21% m/m) con un incremento del saldo commerciale a 19,71 milioni di euro da 20,54. Nel mercato del lavoro, in dicembre, si è registrato un lieve incremento del tasso di disoccupazione (6,1% da 6% di novembre) inferiore comunque alle attese degli analisti (6,3%). **Anche la Germania, come il resto dell'Eurozona, presenta ancora una bassa inflazione** (+0,2% a/a in dicembre) minore anche rispetto al mese precedente (+0,3% a/a). Rimane più brillante la dinamica del CPI *core* (1% a/a) anche se in rallentamento (+1,2% a/a in novembre). Dal lato dell'offerta, in novembre, la produzione industriale è diminuita su base congiunturale dello 0,3% m/m (+0,5% m/m in ottobre) contro le attese di una crescita dello 0,4% m/m. La variazione su base annua è stata nulla, dopo il +0,5% a/a precedente. Stabile il comparto delle costruzioni, che ha fatto registrare, come nel mese precedente, un +1,6% m/m. Sempre in novembre, gli ordini all'industria manifatturiera hanno superato le attese (0,1% m/m) crescendo dell'1,5% m/m (+2,2% a/a) dall'1,7% m/m (-1,6% a/a) precedente. **Sul fronte della fiducia delle imprese, gli indici di gennaio segnalano che il nuovo anno è iniziato con qualche incertezza**, riflettendo la preoccupazione che il rallentamento della Cina e degli altri paesi emergenti possa avere un impatto negativo sulla crescita tedesca. Lo *Zew* è passato da 16,1 a 10,2 (8,6 il consenso) l'*Ifo* si è attestato a 107,3 da 108,6 (108,4 le attese) il PMI manifatturiero è stato pari a 52,3 (da 53,2 e attese di 53) e quello dei servizi a 55,4 (da 56 e attese di 55,5). Dal lato della domanda, in dicembre le vendite al dettaglio hanno subito una contrazione dello 0,2% m/m, deludendo le attese degli analisti che le vedevano in crescita dello 0,4% m/m. Su base annua il dato rimane comunque positivo: +1,4% a/a dal precedente +2,3% a/a.

## Germania

La speranza, qui come nel resto dell'Area, è che gli effetti positivi e negativi del basso prezzo del petrolio si compensino a favore della crescita nei prossimi mesi.

Nel quarto trimestre del 2015 l'economia francese è cresciuta dello 0,2% t/t e dell'1,3% a/a. La variazione è stata pressoché in linea con le attese degli analisti (+0,2% m/m e +1,2% a/a) ma in lieve rallentamento rispetto al terzo trimestre (+0,3% t/t e +1,1% a/a). I consumi privati hanno registrato una contrazione dello 0,4% t/t (+0,8% a/a) dopo l'aumento dello 0,4% t/t (+1,5% a/a) del terzo trimestre, contribuendo negativamente alla formazione del PIL (-0,2% t/t). **La frenata dei consumi privati è in parte attribuibile all'effetto degli attentati di Parigi che hanno scoraggiato i consumatori.** Sono invece aumentati gli investimenti fissi su base sia congiunturale (+0,8% t/t da +0,1% t/t) sia tendenziale (+1,1% a/a da -0,1% a/a) apportando lo 0,2% t/t alla crescita. Il maggior contributo è arrivato dalle scorte (+0,5% t/t) mentre le esportazioni nette hanno sottratto lo 0,3% t/t, per effetto del maggior incremento delle importazioni (+1,6% m/m e +6,2% a/a dal precedente +1,5% m/m e 6,1% a/a) rispetto alle esportazioni (+0,6% m/m e +3,8% a/a dal precedente -0,6% m/m e 6% a/a). In novembre l'andamento del commercio estero è stato positivo, con le esportazioni (+2,96% m/m, -0,22% m/m in ottobre) aumentate più delle importazioni (+2,05% m/m, +2,42% m/m precedente). Per quel che riguarda il mercato del lavoro, il tasso di disoccupazione in novembre è stato del 10,1%, in calo rispetto al precedente 10,3%, tuttavia, **la questione occupazionale rimane una priorità per il governo francese, insieme alla sicurezza.** Hollande ha, infatti, presentato un piano d'emergenza contro la disoccupazione. Per quel che riguarda l'offerta, la variazione congiunturale della produzione industriale in novembre è stata negativa (-0,9% m/m, +0,7% m/m il precedente) tuttavia il tendenziale è rimasto ampiamente positivo (+2,9% a/a) anche se in rallentamento rispetto a ottobre (+3,7% a/a). La fiducia delle imprese francesi sembra abbastanza stabile in gennaio: l'indice elaborato a partire dall'indagine *Insee* è rimasto stabile a 102, in linea con le attese (103) e il PMI dei servizi è salito a 50,6, tornando sopra la soglia dell'espansione dopo la contrazione di dicembre (49,8). Solo il settore manifatturiero, il più colpito dal rallentamento globale, è risultato in calo (50 da 51,4) e sotto le attese (51,3). Dal lato della domanda, l'indice di fiducia dei consumatori in gennaio è aumentato da 96 a 97 (96,3 il consenso). Le vendite al dettaglio in novembre hanno registrato un rallentamento (-1,2% m/m, +0,9% a/a, da -0,6% m/m e 3,1% a/a in ottobre) mentre i consumi delle famiglie in dicembre sono stati sostenuti dalle feste di fine anno e dai saldi (+1,7% m/m, da -0,4% m/m). Per quel che riguarda l'inflazione, vi è stato un lieve miglioramento in dicembre dell'indice misurato sul paniere armonizzato (+0,3% a/a dal precedente +0,1%) oltre le attese (0,2% a/a) e anche la componente *core* è cresciuta dello 0,8% a/a (+0,7% a/a in novembre) più del previsto (+0,1% a/a).

## Francia

La stima preliminare del PIL dell'ultimo trimestre del 2015 sarà resa nota il 12 febbraio. Nei due trimestri precedenti la crescita è stata debole, ma in costante miglioramento (nel terzo trimestre +0,2% t/t e +0,8% a/a, nel secondo +0,3% t/t e +0,6% a/a). Per quanto riguarda il commercio verso i paesi UE, in novembre si è registrato un aumento di entrambi i flussi: +3,38% m/m le esportazioni (+1,02% m/m il precedente) e +1,71% m/m per le importazioni (da +0,1% m/m). Verso i paesi extra UE, invece, in dicembre si è rilevato un incremento delle esportazioni (+1,03% m/m, da 3,92% m/m) e un calo sostanzioso delle importazioni (-3,47% m/m da +1,32% m/m). Segnali positivi arrivano dal mercato del lavoro con il tasso di disoccupazione in calo a novembre al 11,3%, dopo il precedente 11,5%, mentre sul fronte dei prezzi, lo spettro della deflazione rimane dietro l'angolo. Secondo i dati di dicembre, l'*HCPI* è aumentato solo dello 0,1% a/a, dopo il precedente +0,2% a/a e anche l'inflazione *core* è stata lievemente inferiore rispetto a novembre (+0,6% a/a dal +0,7% a/a).

## Italia

Per quel che riguarda l'attività d'impresa e industria, in novembre la produzione industriale, a sorpresa (+0,3% m/m le previsioni) è calata dello 0,5% m/m (+1,3% a/a) dopo la dinamica positiva di ottobre (+0,5% m/m e +2,8% a/a). Incoraggiante, invece, è stata la *performance* del comparto delle costruzioni (+2,9% m/m, -0,2% m/m il precedente). Le prospettive per dicembre sono positive, visto il buon risultato degli ordinativi in novembre (+1,6% m/m e +8,8% a/a da +4,6% m/m e +5,5% a/a) e come testimoniano gli indici di fiducia relativi. In dicembre, infatti, il PMI del settore manifatturiero è passato da 54,9 a 55,6 (attese 54,8) e quello dei servizi da 53,4 a 55,3 (attese 53,4). Il clima di fiducia delle imprese sembra invece peggiorato in gennaio, gli indici disponibili hanno, infatti, tutti corretto al ribasso: quello delle imprese manifatturiere si è portato da 104 a 103,2 (attese 103,8) e quello dei servizi è passato da 113,9 a 106,6. **Dal lato della domanda, i dati sembrano evidenziare una certa ripresa dei consumi:** le vendite al dettaglio in novembre hanno registrato un incremento dello 0,3% m/m (+0,8% a/a) dopo il calo di pari entità di ottobre (+0,8% a/a) e, in gennaio, anche la fiducia dei consumatori è migliorata (118,7 da 115,5) superando le attese (116,9). Oltre ai fattori di rischio internazionali che gravano su tutti i paesi industrializzati, **in Italia desta molte preoccupazioni l'entrata in vigore, a partire dal 2016, del *bail-in*. Si teme, infatti, che questo strumento, ideato per spingere le banche alla maggior prudenza, possa in realtà rendere il sistema bancario più fragile e vulnerabile rispetto ai possibili shock esogeni.** Già da inizio 2016, infatti, gli istituti bancari stanno sperimentando una maggiore volatilità delle proprie azioni e ribassi di entità forse superiore a quella giustificata dalla situazione dei bilanci. **Il *bail-in* potrebbe rappresentare il prossimo fattore critico per lo scenario macro-economico europeo e italiano.** Gli effetti destabilizzanti di tale meccanismo, potrebbero, ma solo in parte a nostro avviso, essere calmierati dalla costituzione, prevista entro due mesi, della *Bad Bank*. L'introduzione di un veicolo finanziario al quale le banche possano conferire i crediti in sofferenza, per poi cartolarizzarli creandone un mercato, potrebbe consentire alle banche di far confluire verso l'economia reale maggiore liquidità. **Un altro fattore che, in Italia, potrebbe creare instabilità politico-economica è il referendum confermativo sulla riforma costituzionale, previsto per ottobre 2016.**

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



## GLI SCENARI

## A (20%)

**Usa:** Nonostante l'effetto destabilizzante del basso prezzo del petrolio e le turbolenze finanziarie sulle borse asiatiche dovute alla fase di transizione dello yuan verso la liberalizzazione, **la crescita statunitense si mantiene moderata. I rischi al ribasso internazionali, la fiducia delle imprese che stenta a riprendersi e il calo dei corsi delle materie prime, tuttavia, spingono la FED, dopo il primo rialzo, a intraprendere una strategia di comunicazione volta a smorzare le attese di nuovi rialzi ravvicinati.** Il timing dei futuri interventi è dilazionato e graduale e il prossimo rialzo è previsto nella seconda parte dell'anno. Il processo di ritorno alla politica monetaria restrittiva è molto cauto ed equilibrato.

**Area Euro:** Il rallentamento del ciclo economico globale investe anche l'Europa e **potrebbe spingere il Consiglio direttivo della BCE, dopo gli interventi di dicembre 2015, ad aumentare l'entità mensile del Programma di Acquisto di Attività e ad abbassare nuovamente il tasso d'interesse sui depositi** presso la banca centrale. Tale strategia punta a mantenere debole l'euro e favorire il canale estero, a sostegno della ripresa dell'area. Il dollaro, favorito dalle attese di una politica monetaria restrittiva in USA, tende ad apprezzarsi, ma i suoi margini di rafforzamento sono limitati. Il tasso di cambio EUR/USD si porta quindi tra 1,06 e 1,07. Lo spread tra BTP a 10 anni e Bund rimane intorno ai 120 punti base e il rendimento dei primi intorno all'1,6%.

## B (5%)

**Usa:** L'economia stenta a riprendersi a causa dell'effetto destabilizzante del basso prezzo del petrolio e delle turbolenze finanziarie sulle borse asiatiche dovute alla fase di transizione dello yuan verso la liberalizzazione. Permangono, inoltre, le incertezze circa gli effetti che le tensioni geopolitiche e il rischio terrorismo potrebbero avere sul ciclo globale. **La minor crescita, i rischi al ribasso internazionali, la fiducia delle imprese che stenta a riprendersi e il calo dei corsi delle materie prime, fanno venir meno le aspettative di un rialzo entro il 2016.**

**Area Euro:** La debolezza a livello internazionale investe anche l'Europa. **La speculazione si concentra nei paesi membri, in particolare in Italia, a causa della debolezza del sistema bancario e dell'incertezza sull'esito del referendum costituzionale previsto in autunno. Il Consiglio direttivo della BCE interviene nuovamente, aumentando l'entità mensile del Programma di Acquisto di Attività e abbassando il tasso d'interesse sui depositi** presso la banca centrale. Il dollaro si rafforza e il cambio EUR/USD si porta verso quota 1,05. Lo *spread* tra BTP a 10 anni e Bund raggiunge i 130 punti base e il rendimento dei primi l'1,7%.

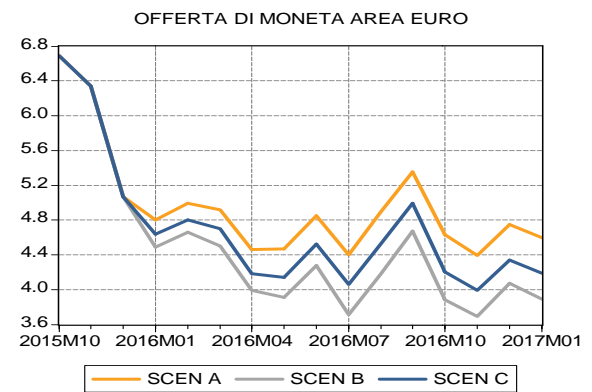
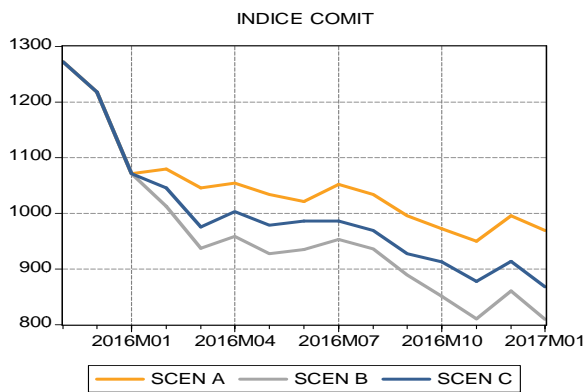
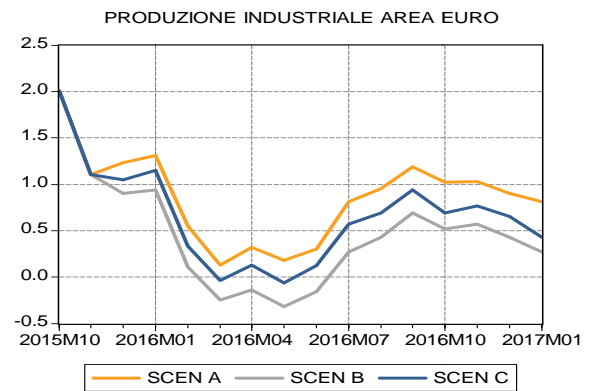
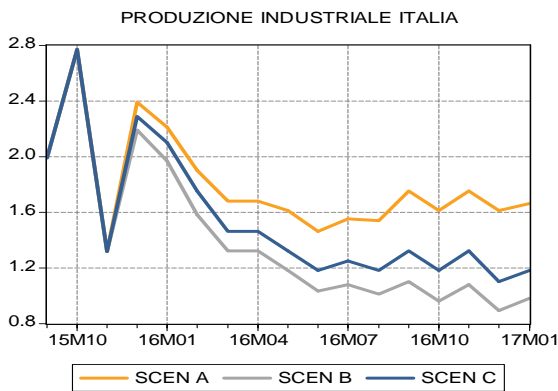
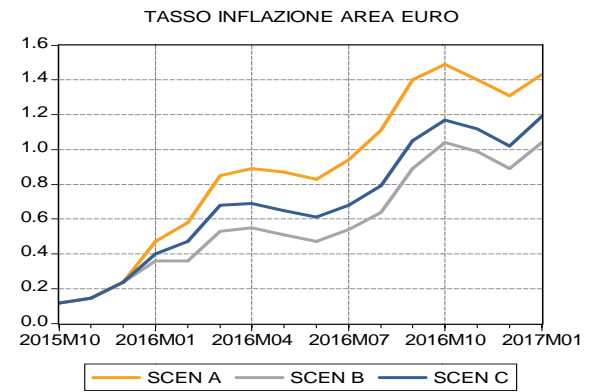
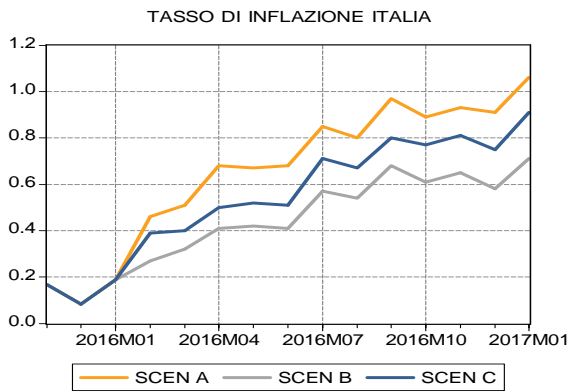
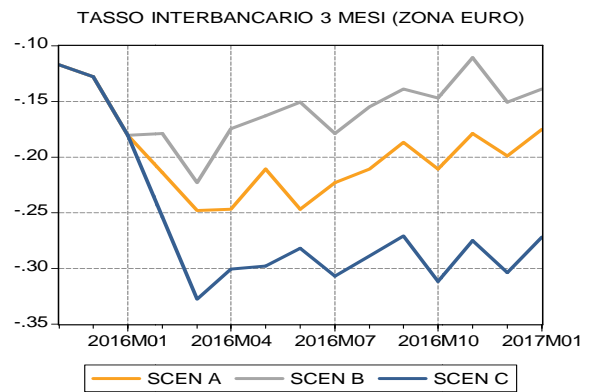
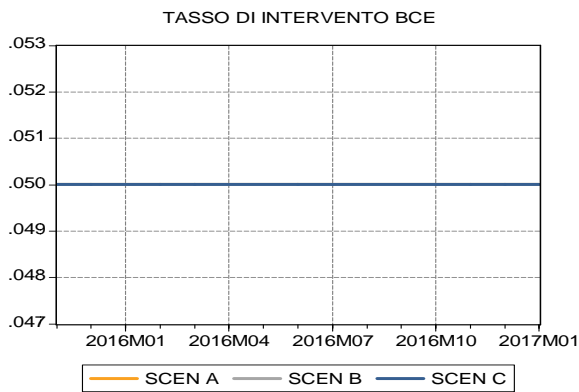
## C (75%)

**Usa:** L'economia stenta a riprendersi a causa dell'effetto destabilizzante del basso prezzo del petrolio e delle turbolenze finanziarie sulle borse asiatiche dovute alla fase di transizione dello yuan verso la liberalizzazione. Permangono, inoltre, le incertezze circa gli effetti che le tensioni geopolitiche e il rischio terrorismo potrebbero avere sul ciclo globale. **La minor crescita, i rischi al ribasso internazionali, la fiducia delle imprese che stenta a riprendersi e il calo dei corsi delle materie prime, fanno venir meno le aspettative di un rialzo entro il 2016.**

**Area Euro:** La debolezza a livello internazionale investe anche l'Europa e **spinge il Consiglio direttivo della BCE, dopo gli interventi di dicembre 2015, ad aumentare l'entità mensile del Programma di Acquisto di Attività e ad abbassare nuovamente il tasso d'interesse sui depositi** presso la banca centrale. Tale strategia punta a mantenere debole il cambio e favorire così il canale estero, a sostegno della ripresa dell'area. Il tasso di cambio EUR/USD si porta tra l'1,08 e l'1,10. Lo *spread* tra BTP a 10 anni e *Bund* rimane intorno ai 110 punti base e il rendimento dei primi intorno all'1,5%.

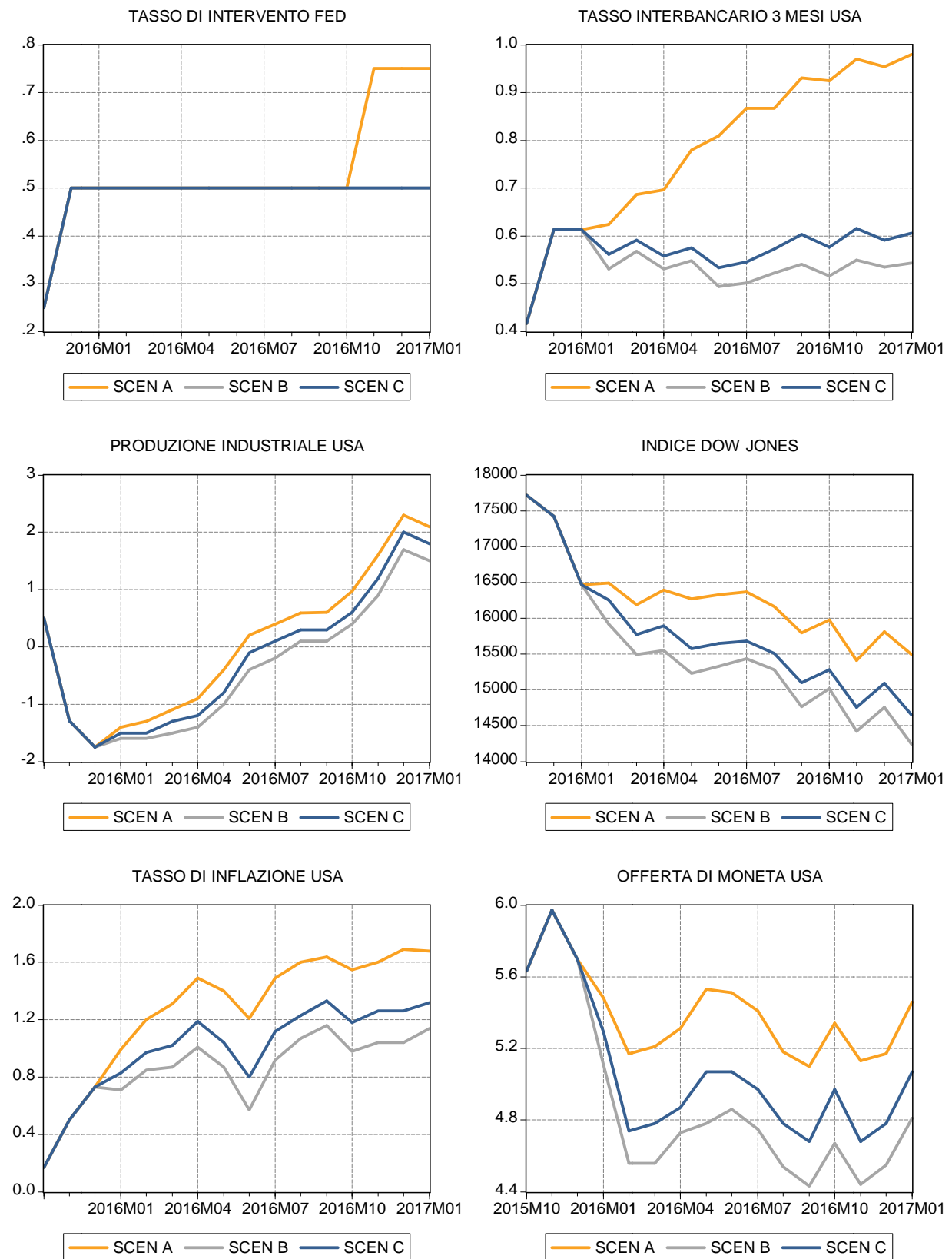
## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

### Dati mensili



## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

### Dati mensili



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

Dopo la riduzione del tasso sui depositi presso la BCE, i **saggi interbancari europei hanno proseguito su un trend discendente**: a gennaio l'1 mese è calato a -0,22% da -0,19%, il 3 mesi a -0,15% da -0,12% e il 6 mesi a -0,07% da -0,04%. Nello scenario più probabile (C) i tassi interbancari diminuiscono ulteriormente e a gennaio 2016 potrebbero attestarsi a -0,31% (1 mese) -0,27% (3 mesi) e -0,14% (6 mesi). Nello scenario A, i tassi si mantengono sui livelli attuali (-0,25%, -0,19% e -0,07% rispettivamente l'1, il 3 e il 6 mesi alla fine dell'orizzonte di previsione) mentre nello scenario B, il meno favorevole, potrebbero essere lievemente superiori, a causa dell'aumentata fragilità del sistema bancario (-0,21%, -0,15% e -0,04% rispettivamente).

### TASSI INTERBANCARI

In gennaio i tassi della struttura a termine sono tornati ai livelli di novembre, dopo l'incremento subito a dicembre, a seguito dell'incertezza politica in Spagna, del rialzo del tasso di sconto da parte della FED e della delusione dei mercati rispetto alla manovra della BCE. Il tasso sui BTP a 3 anni si è portato allo 0,07% dallo 0,15% precedente, il 5 anni allo 0,48% dallo 0,67%, il 7 anni allo 0,93% dall'1,11% e il decennale all'1,48% dall'1,66%. Nello scenario C, nel quale la FED rimane neutrale nel 2016, mentre la politica della BCE diviene ancora più accomodante, i rendimenti potrebbero aumentare debolmente (1,56% il 10 anni, 1,10% il 7 anni, 0,62% il 5 anni e 0,11% il 3 anni a gennaio 2017). Se, a parità di condizioni in Europa, la FED decidesse di compiere un rialzo nella seconda parte del 2016 (scenario A) i tassi subirebbero un incremento maggiore (0,25% il 3 anni, 0,75% il 5 anni, 1,22% il 7 anni e 1,68% il 10 anni alla fine dell'orizzonte di previsione). Nello scenario meno favorevole (B) nel quale le politiche monetarie delle due banche centrali sono identiche a quelle delineate in C, ma l'Area Euro, e soprattutto l'Italia, è oggetto di speculazione da parte degli investitori, i rendimenti subirebbero un incremento marcato a causa dell'aumentato premio al rischio (a gennaio 2017 rispettivamente 0,35%, 0,86%, 0,32% e 1,78%).

### STRUTTURA TERMINE A

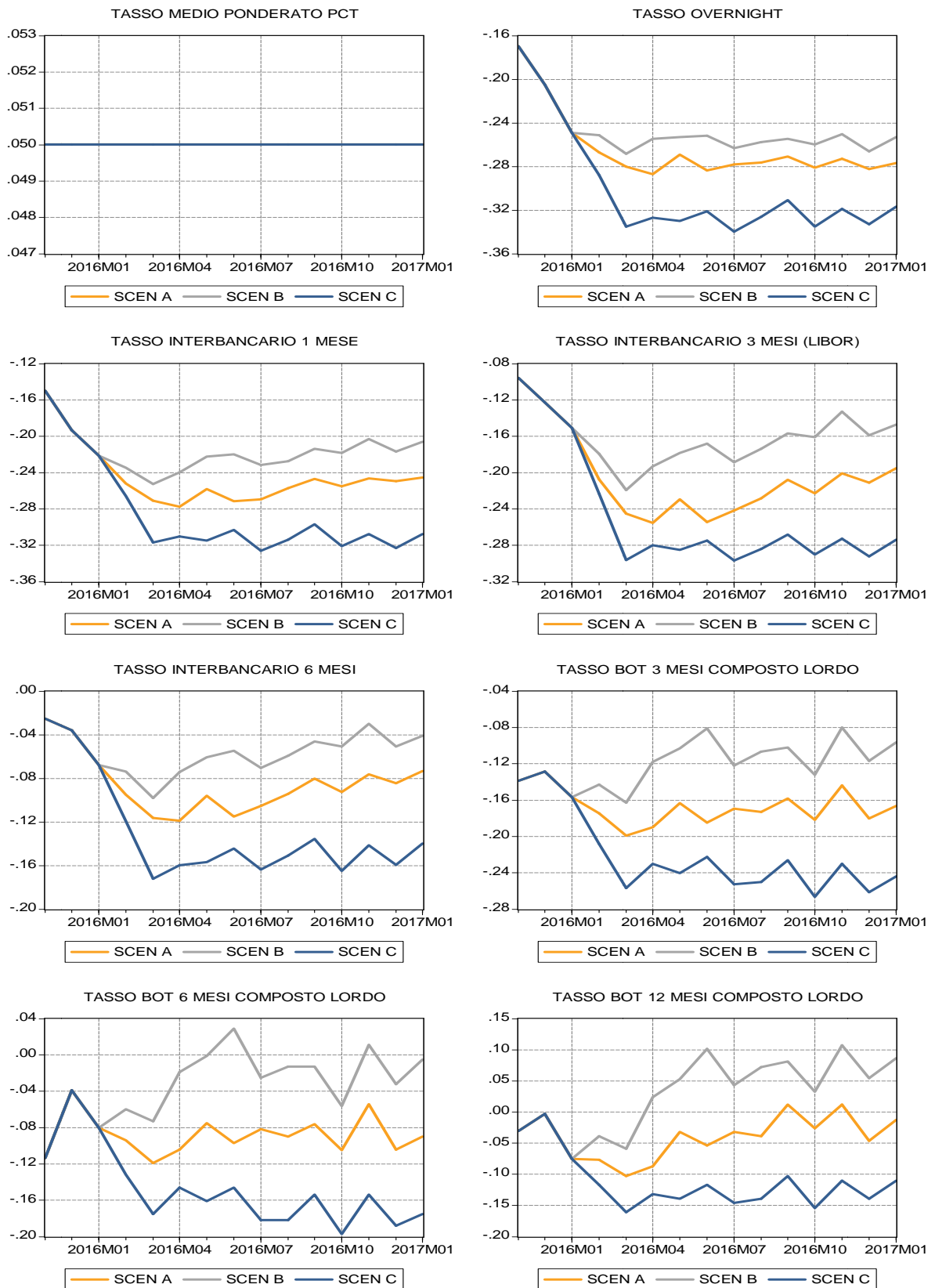
In novembre i tassi medi su depositi e prestiti non hanno subito variazioni di rilievo: il primo è rimasto stabile allo 0,54% e il secondo è sceso di 2 centesimi di punto percentuale, portandosi al 3,30%. Negli scenari C e A i due tassi sono visti in calo: +0,48% per la raccolta e +3,21% per gli impieghi a gennaio 2016 nel primo caso e +0,52% e +3,23% rispettivamente nel secondo. Nello scenario B, sia per la raccolta sia per i prestiti, i tassi dovrebbero rimanere in linea con gli attuali (rispettivamente +0,55% e +3,31% alla fine dell'orizzonte di previsione).

### TASSI BANCARI

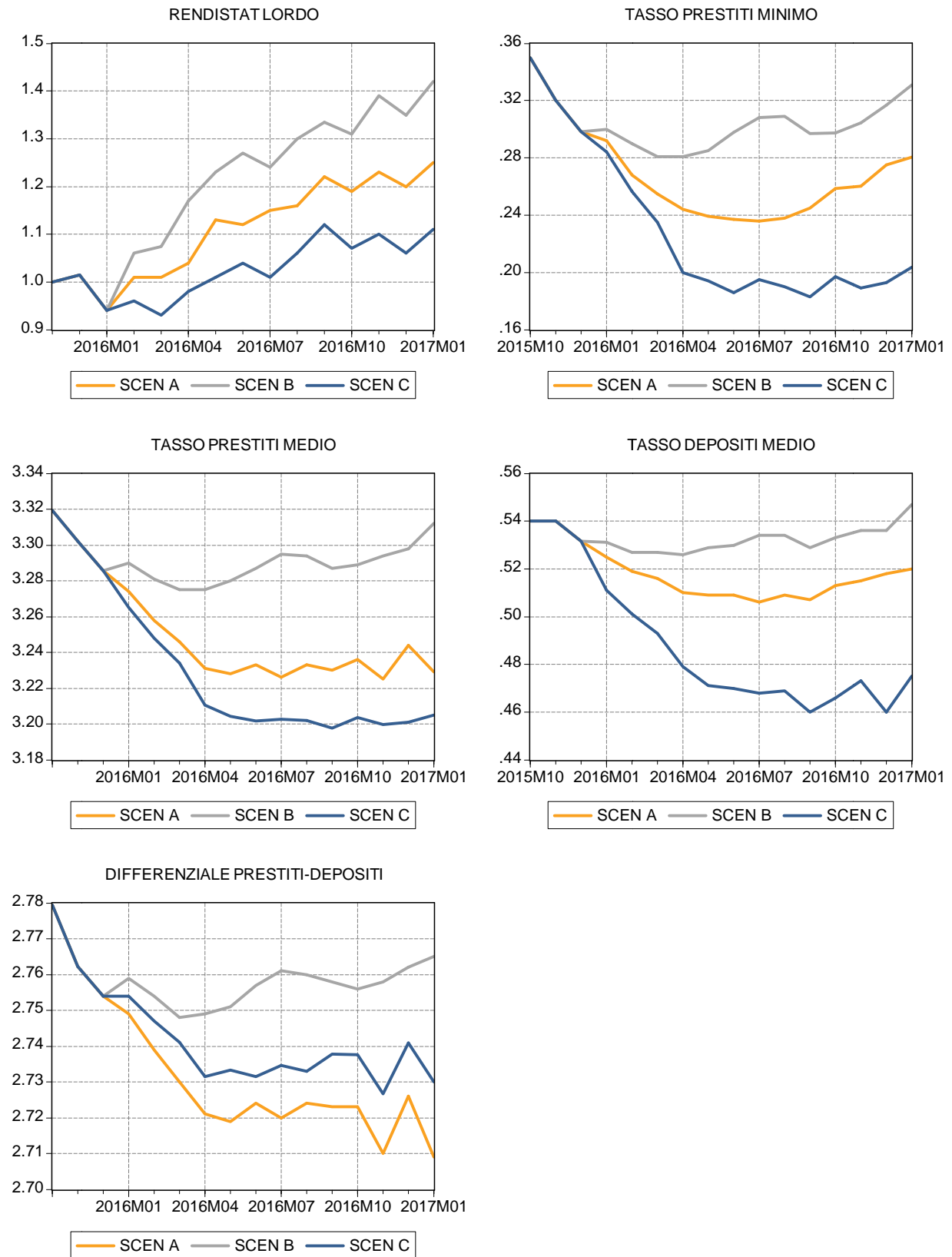
Anche a novembre 2015 è proseguito l'aumento dei volumi bancari, tuttavia, se i prestiti hanno registrato un incremento abbastanza in linea con i precedenti (+1,25% a/a, +1,80% a/a in ottobre) **la raccolta ha decisamente rallentato la corsa** (+1,12% a/a da +3,63% a/a). In base ai risultati delle simulazioni, nello scenario più probabile (C) la dinamica dei depositi dovrebbe riportarsi a un buon ritmo di crescita (+2,37% a/a a gennaio 2017). Anche i prestiti dovrebbero continuare ad aumentare, sostenuti dal miglioramento delle condizioni di accesso al credito e della domanda (+1,27% a/a alla fine del periodo predittivo). Nello scenario A, l'andamento potrebbe essere lievemente più favorevole, grazie alle condizioni macroeconomiche meno incerte (+2,93% a/a per la raccolta e +1,62% a/a per gli impieghi a gennaio 2017). Se si dovesse verificare lo scenario più sfavorevole (B) sia i depositi sia i prestiti rimarrebbero positivi durante l'intero arco predittivo, seppur su livelli inferiori rispetto alle alternative A e C. I depositi totali potrebbero registrare un incremento dell'1,77% a/a a gennaio 2017 e i prestiti totali dello 0,95% a/a.

### VOLUMI

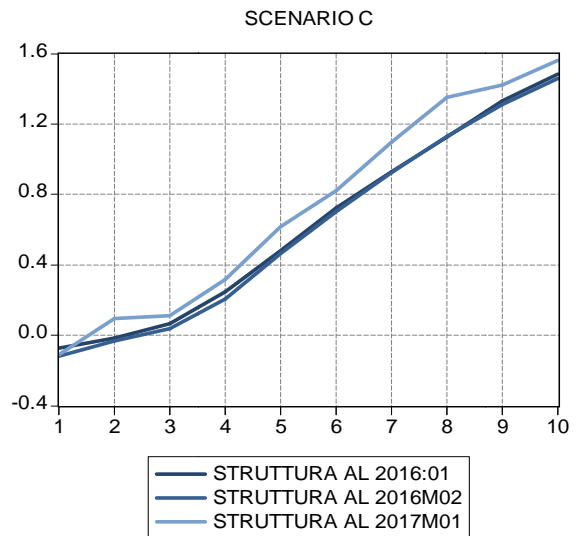
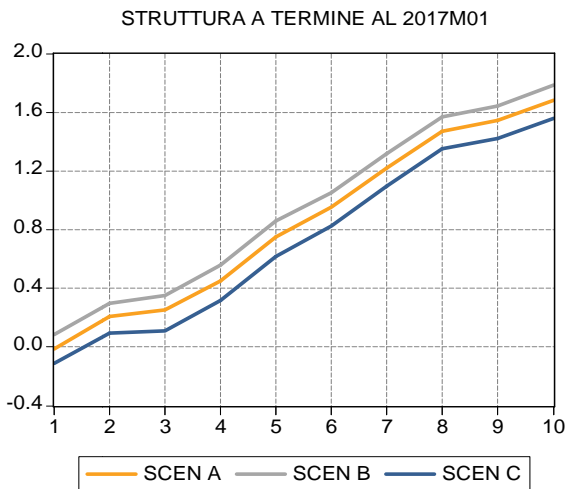
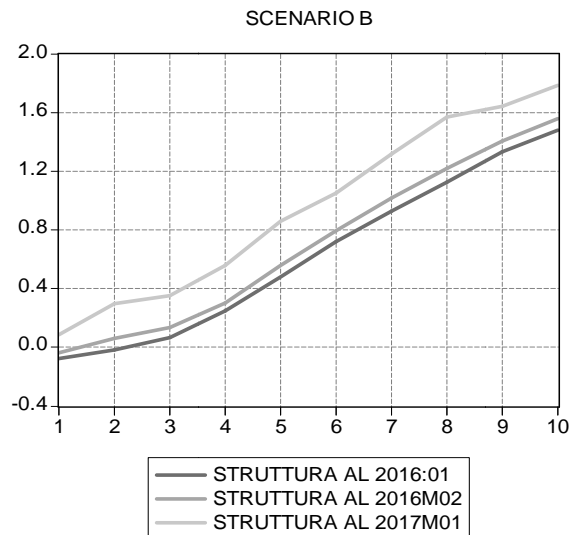
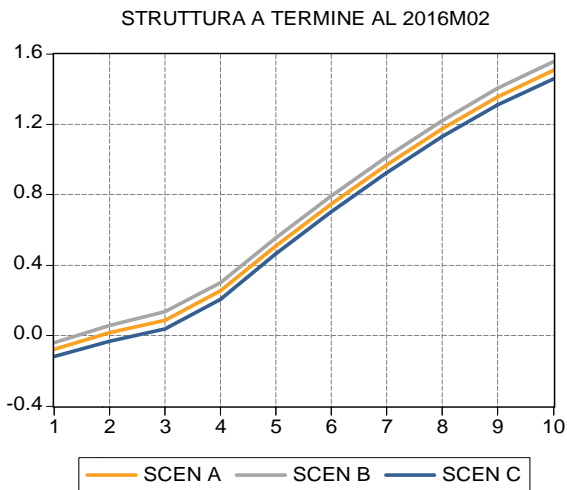
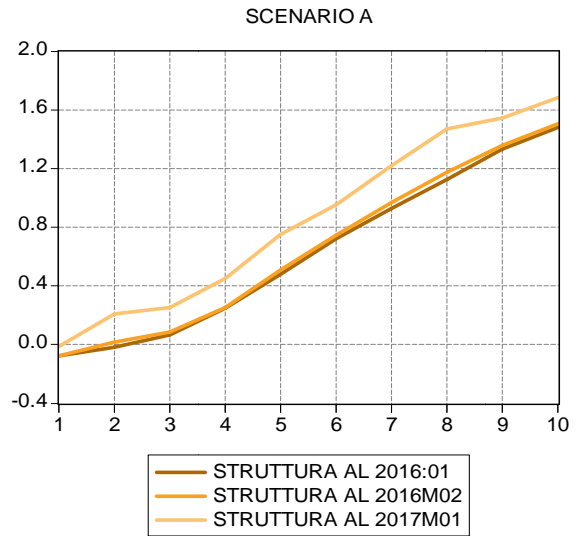
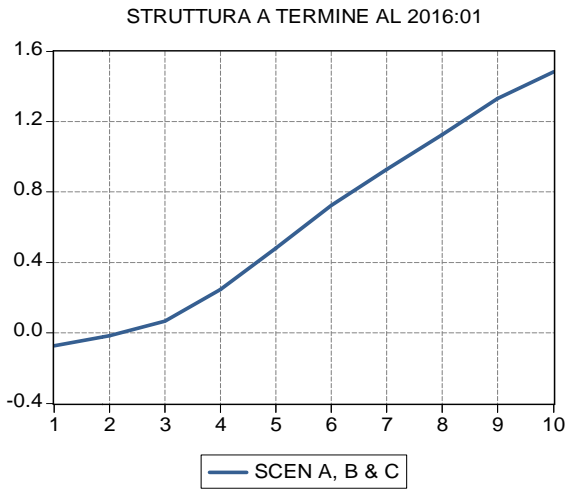
## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



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



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



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



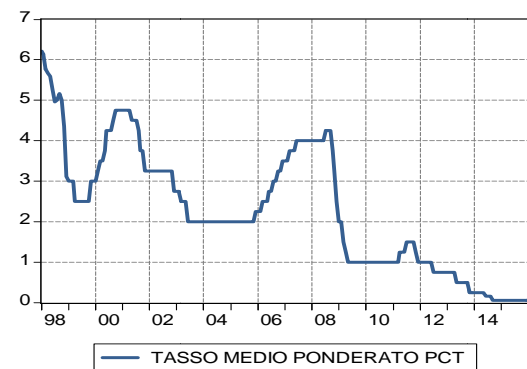
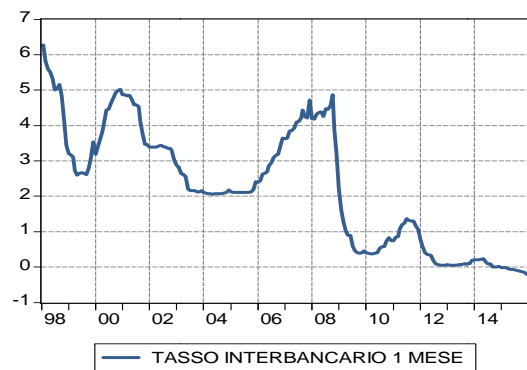
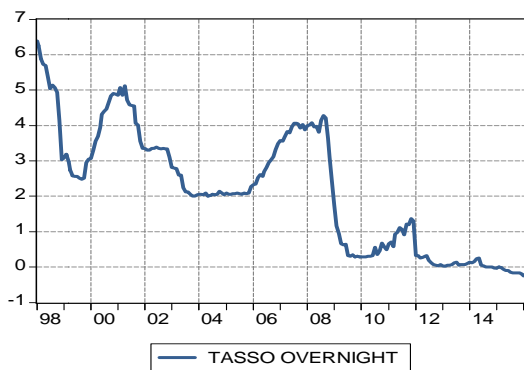
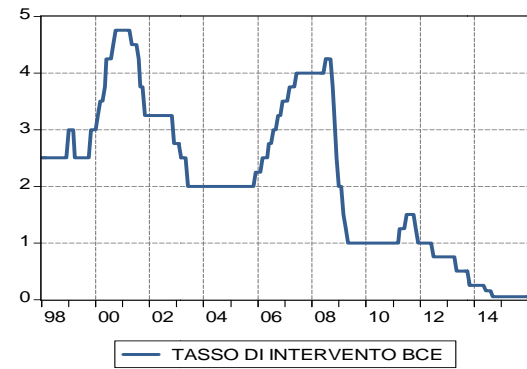


SCENARIO A	15 7	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT (livello)	1297	1216	1179	1249	1271	1218	1070	1079	1045	1054	1033	1021	1052	1033	995	972	949	995	969	969
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.3	1.0	2.0	2.8	1.3	2.4	2.2	1.9	1.7	1.7	1.6	1.5	1.6	1.5	1.8	1.6	1.8	1.6	1.6	1.7
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.3	0.4	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	1.1
<b>ENDOGENE</b>																				
<b>TASSI</b>																				
T. P/T medio	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
T. Overnight media d/l	-0.14	-0.16	-0.16	-0.17	-0.17	-0.20	-0.25	-0.27	-0.28	-0.29	-0.27	-0.28	-0.28	-0.28	-0.27	-0.28	-0.27	-0.28	-0.28	-0.28
T. Interb. 1m lett.	-0.08	-0.10	-0.11	-0.13	-0.15	-0.19	-0.22	-0.25	-0.27	-0.28	-0.26	-0.27	-0.27	-0.26	-0.25	-0.26	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25
T. Interb. 3m lett.	-0.02	-0.02	-0.04	-0.05	-0.10	-0.12	-0.15	-0.21	-0.25	-0.26	-0.23	-0.25	-0.24	-0.23	-0.21	-0.22	-0.20	-0.21	-0.21	-0.19
T. Interb. 6m lett.	0.06	0.05	0.03	0.02	-0.03	-0.04	-0.07	-0.09	-0.12	-0.12	-0.10	-0.12	-0.11	-0.09	-0.08	-0.09	-0.08	-0.08	-0.08	-0.07
T. Depositi medio	0.56	0.56	0.56	0.54	0.54	0.53	0.53	0.52	0.52	0.51	0.51	0.51	0.51	0.51	0.51	0.51	0.52	0.52	0.52	0.52
T. Prestiti medio	3.38	3.36	3.34	3.32	3.30	3.29	3.27	3.26	3.25	3.23	3.23	3.23	3.23	3.23	3.23	3.24	3.23	3.24	3.24	3.23
T.prest. medio - T.dep. medio	2.82	2.80	2.78	2.78	2.76	2.75	2.75	2.74	2.73	2.72	2.72	2.72	2.72	2.72	2.72	2.72	2.71	2.72	2.73	2.71
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.06	-0.06	-0.05	-0.10	-0.14	-0.13	-0.16	-0.17	-0.20	-0.19	-0.16	-0.19	-0.17	-0.17	-0.16	-0.18	-0.14	-0.18	-0.18	-0.17
T. BOT comp. lordo 6m	0.01	0.01	0.02	-0.06	-0.11	-0.04	-0.08	-0.09	-0.12	-0.10	-0.08	-0.10	-0.08	-0.09	-0.08	-0.11	-0.05	-0.10	-0.09	-0.09
T. BOT comp. lordo 12m	0.13	0.01	0.03	0.02	-0.03	0.00	-0.07	-0.08	-0.10	-0.09	-0.03	-0.05	-0.03	-0.04	0.01	-0.03	0.01	-0.05	-0.01	-0.01
Rendistat lordo	1.43	1.27	1.28	1.10	1.00	1.02	0.94	1.01	1.01	1.04	1.13	1.12	1.15	1.16	1.22	1.19	1.23	1.20	1.25	1.25
Rendistat netto	1.25	1.11	1.12	0.96	0.88	0.89	0.82	0.88	0.88	0.91	0.99	0.98	1.01	1.02	1.07	1.04	1.08	1.05	1.09	1.09
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	0.34	0.46	0.37	0.21	0.10	0.15	0.07	0.09	0.08	0.10	0.19	0.16	0.19	0.19	0.23	0.20	0.24	0.19	0.25	0.25
Rend. BTP a 5 anni	0.86	1.03	0.87	0.63	0.51	0.67	0.48	0.51	0.51	0.54	0.63	0.62	0.66	0.68	0.71	0.70	0.73	0.68	0.75	0.75
Rend. BTP a 7 anni	1.36	1.56	1.35	1.12	0.97	1.11	0.93	0.97	0.97	1.00	1.10	1.09	1.13	1.15	1.18	1.17	1.20	1.16	1.22	1.22
Rend. BTP a 10 anni	1.85	2.06	1.82	1.57	1.47	1.66	1.48	1.51	1.49	1.51	1.59	1.58	1.61	1.62	1.66	1.64	1.67	1.62	1.68	1.68
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2327.455	2318.679	2327.839	2321.984	2336.242	2348.793	2353.174	2351.129	2378.848	2368.073	2367.41	2382.96	2370.98	2363.20	2371.60	2369.35	2378.06	2390.84	2391.30	2391.30
Prestiti in euro	2303.796	2287.994	2286.020	2276.300	2308.265	2318.507	2327.001	2320.802	2348.805	2324.830	2319.971	2355.65	2346.646	2331.47	2329.45	2323.19	2350.74	2360.01	2365.16	2365.16
Prestiti in valuta	23.659	30.685	41.819	45.684	27.977	30.287	26.173	30.326	30.043	43.243	47.436	27.304	24.332	31.732	42.148	46.161	27.323	30.829	26.131	26.131
Prestiti a breve	353.297	345.333	345.275	336.823	345.657	350.324	352.384	350.899	347.736	344.672	344.689	351.800	351.177	346.714	349.073	344.570	351.188	354.528	359.079	359.079
Prestiti a m / l	1974.158	1973.346	1982.564	1985.161	1990.585	1998.469	2000.790	2000.229	2031.112	2023.400	2022.718	2031.158	2019.801	2016.483	2022.529	2024.783	2026.873	2036.308	2032.216	2032.216
Depositi totali	2187.862	2195.379	2203.553	2204.930	2181.730	2211.542	2223.523	2220.548	2250.543	2252.910	2246.031	2268.117	2262.687	2248.288	2264.371	2253.659	2242.164	2284.302	2288.672	2288.672
Depositi in c / c	830.446	831.032	842.116	864.943	851.000	877.837	877.390	872.894	879.784	896.392	900.859	902.049	902.446	894.190	907.127	922.289	912.017	944.026	940.299	940.299
Depositi a risparmio	300.965	301.295	299.816	298.750	298.830	301.582	302.770	303.152	303.505	302.563	302.154	301.975	301.176	301.717	301.105	299.885	299.756	302.456	303.587	303.587
Certif. deposito	1056.451	1063.052	1061.621	1041.237	1031.900	1032.123	1043.363	1044.502	1067.253	1053.955	1043.018	1064.093	1059.066	1052.380	1056.138	1031.485	1030.391	1037.819	1044.786	1044.786
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	0.97	1.48	1.29	1.80	1.25	1.51	1.66	1.90	1.97	2.04	2.13	1.87	1.87	1.92	1.88	2.04	1.79	1.79	1.62	1.62
Prestiti in euro	1.08	1.54	0.95	1.54	1.31	1.56	1.66	1.90	2.02	2.06	2.18	1.84	1.86	1.90	1.90	2.06	1.84	1.79	1.64	1.64
Prestiti in valuta	-8.44	-3.20	24.19	17.01	-3.34	-2.18	1.66	1.90	-1.79	0.98	-0.26	4.53	2.84	3.41	0.79	1.04	-2.34	1.79	-0.16	-0.16
Prestiti a breve	-2.89	-2.96	-5.86	-6.93	-2.91	-2.60	-2.10	-0.80	-2.70	-2.40	-0.50	-1.10	-0.60	0.40	1.10	2.30	1.60	1.20	1.90	1.90
Prestiti a m / l	1.70	2.30	2.65	3.45	2.01	2.27	2.35	2.39	2.81	2.84	2.59	2.40	2.31	2.19	2.02	2.00	1.82	1.89	1.57	1.57
Depositi totali	3.69	3.45	3.85	3.63	1.12	2.37	2.09	2.05	2.21	3.17	2.33	2.89	3.42	2.41	2.76	2.21	2.77	3.29	2.93	2.93
Depositi in c / c	8.99	7.29	8.11	11.11	6.33	8.51	7.94	7.93	7.94	9.08	7.73	8.29	8.67	7.60	7.72	6.63	7.17	7.54	7.17	7.17
Depositi a risparmio	1.24	1.02	0.39	0.10	-0.41	-0.32	-0.28	-0.28	-0.30	-0.34	-0.34	-0.47	0.07	0.14	0.43	0.38	0.31	0.29	0.27	0.27
Certif. deposito	0.55	1.31	1.66	-0.90	-2.39	-1.59	-1.71	-1.76	-1.40	-0.41	-1.18	-0.37	0.25	-1.00	-0.52	-0.94	-0.15	0.55	0.14	0.14

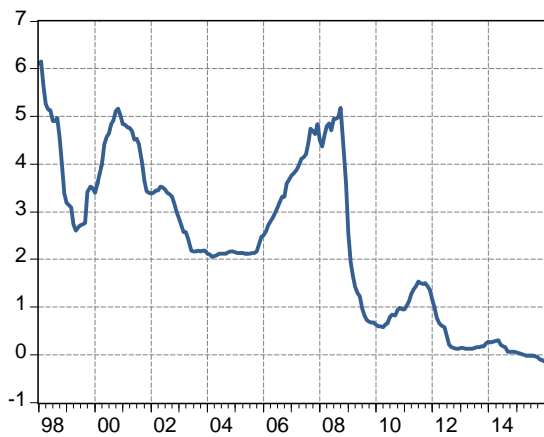
SCENARIO B	15 7	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT (livello)	1297	1216	1179	1249	1271	1218	1070	1012	937	958	927	935	953	936	889	851	810	860	809	809
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.3	1.0	2.0	2.8	1.3	2.2	2.0	1.6	1.3	1.3	1.2	1.0	1.1	1.0	1.1	1.0	1.1	0.9	1.0	1.0
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.3	0.4	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
<b>ENDOGENE</b>																				
<b>TASSI</b>																				
T. P/T medio	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
T. Overnight media d/l	-0.14	-0.16	-0.16	-0.17	-0.17	-0.20	-0.25	-0.25	-0.27	-0.25	-0.25	-0.25	-0.26	-0.26	-0.25	-0.26	-0.25	-0.25	-0.27	-0.25
T. Interb. 1m lett.	-0.08	-0.10	-0.11	-0.13	-0.15	-0.19	-0.22	-0.23	-0.25	-0.24	-0.22	-0.22	-0.23	-0.23	-0.21	-0.22	-0.20	-0.22	-0.21	-0.21
T. Interb. 3m lett.	-0.02	-0.02	-0.04	-0.05	-0.10	-0.12	-0.15	-0.18	-0.22	-0.19	-0.18	-0.17	-0.19	-0.17	-0.16	-0.16	-0.13	-0.16	-0.15	-0.15
T. Interb. 6m lett.	0.06	0.05	0.03	0.02	-0.03	-0.04	-0.07	-0.07	-0.10	-0.07	-0.06	-0.05	-0.07	-0.06	-0.05	-0.05	-0.03	-0.05	-0.04	-0.04
T. Depositi medio	0.56	0.56	0.56	0.54	0.54	0.53	0.53	0.53	0.53	0.53	0.53	0.53	0.53	0.53	0.53	0.53	0.54	0.54	0.54	0.55
T. Prestiti medio	3.38	3.36	3.34	3.32	3.30	3.29	3.29	3.28	3.28	3.28	3.28	3.29	3.30	3.29	3.29	3.29	3.29	3.29	3.30	3.31
T.prest. medio - T.dep. medio	2.82	2.80	2.78	2.78	2.76	2.75	2.76	2.75	2.75	2.75	2.75	2.76	2.76	2.76	2.76	2.76	2.76	2.76	2.76	2.77
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.06	-0.06	-0.05	-0.10	-0.14	-0.13	-0.16	-0.14	-0.16	-0.12	-0.10	-0.08	-0.12	-0.11	-0.10	-0.13	-0.08	-0.12	-0.10	-0.10
T. BOT comp. lordo 6m	0.01	0.01	0.02	-0.06	-0.11	-0.04	-0.08	-0.06	-0.07	-0.02	0.00	0.03	-0.03	-0.01	-0.01	-0.06	0.01	-0.03	-0.01	-0.01
T. BOT comp. lordo 12m	0.13	0.01	0.03	0.02	-0.03	0.00	-0.07	-0.04	-0.06	0.02	0.05	0.10	0.04	0.07	0.08	0.03	0.11	0.05	0.09	0.09
Rendistat lordo	1.43	1.27	1.28	1.10	1.00	1.02	0.94	1.06	1.07	1.17	1.23	1.27	1.24	1.30	1.33	1.31	1.39	1.35	1.42	1.42
Rendistat netto	1.25	1.11	1.12	0.96	0.88	0.89	0.82	0.93	0.94	1.02	1.08	1.11	1.09	1.14	1.17	1.15	1.22	1.18	1.24	1.24
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	0.34	0.46	0.37	0.21	0.10	0.15	0.07	0.14	0.13	0.23	0.26	0.30	0.27	0.31	0.33	0.29	0.39	0.30	0.35	0.35
Rend. BTP a 5 anni	0.86	1.03	0.87	0.63	0.51	0.67	0.48	0.56	0.56	0.65	0.71	0.76	0.74	0.79	0.81	0.79	0.88	0.80	0.86	0.86
Rend. BTP a 7 anni	1.36	1.56	1.35	1.12	0.97	1.11	0.93	1.02	1.03	1.11	1.17	1.23	1.20	1.26	1.27	1.25	1.34	1.27	1.32	1.32
Rend. BTP a 10 anni	1.85	2.06	1.82	1.57	1.47	1.66	1.48	1.56	1.55	1.61	1.66	1.71	1.69	1.73	1.75	1.72	1.81	1.74	1.78	1.78
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2327.455	2318.679	2327.839	2321.984	2336.242	2341.852	2341.600	2338.669	2364.617	2353.220	2351.18	2368.46	2356.55	2349.29	2357.64	2353.80	2365.21	2369.95	2363.85	2363.85
Prestiti in euro	2303.796	2287.994	2286.020	2276.300	2308.265	2312.799	2316.929	2309.870	2336.143	2312.985	2306.803	2342.93	2334.436	2320.03	2317.80	2310.90	2339.66	2341.94	2340.79	2340.79
Prestiti in valuta	23.659	30.685	41.819	45.684	27.977	29.052	24.671	28.799	28.475	40.235	44.378	25.523	22.112	29.260	39.840	42.896	25.554	28.013	23.052	23.052
Prestiti a breve	353.297	345.333	345.275	336.823	345.657	348.166	348.425	347.716	344.162	341.141	340.878	348.243	347.291	342.225	344.930	339.518	347.731	348.515	350.864	350.864
Prestiti a m / l	1974.158	1973.346	1982.564	1985.161	1990.585	1993.685	1993.175	1990.954	2020.456	2012.079	2010.303	2020.212	2009.257	2007.061	2012.706	2014.278	2017.480	2021.439	2012.981	2012.981
Depositi totali	2187.862	2195.379	2203.553	2204.930	2181.730	2195.124	2203.268	2199.441	2225.661	2223.212	2214.644	2238.137	2232.932	2221.504	2237.047	2227.861	2215.110	2239.245	2242.266	2242.266
Depositi in c / c	830.446	831.032	842.116	864.943	851.000	869.747	869.587	865.372	872.123	885.956	887.312	889.721	888.577	879.149	891.885	908.709	898.145	922.280	917.153	917.153
Depositi a risparmio	300.965	301.295	299.816	298.750	298.830	301.068	301.950	302.179	302.348	301.348	300.820	300.519	299.641	300.180	299.636	298.481	298.412	300.556	301.407	301.407
Certif. deposito	1056.451	1063.052	1061.621	1041.237	1031.900	1024.309	1031.731	1031.890	1051.191	1035.908	1026.512	1047.898	1044.714	1042.175	1045.526	1020.671	1018.553	1016.410	1023.706	1023.706
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	0.97	1.48	1.29	1.80	1.25	1.21	1.16	1.36	1.36	1.40	1.43	1.25	1.25	1.32	1.28	1.37	1.24	1.20	0.95	0.95
Prestiti in euro	1.08	1.54	0.95	1.54	1.31	1.31	1.22	1.42	1.47	1.54	1.60	1.29	1.33	1.40	1.39	1.52	1.36	1.26	1.03	1.03
Prestiti in valuta	-8.44	-3.20	24.19	17.01	-3.34	-6.16	-4.17	-3.23	-6.92	-6.05	-6.69	-2.29	-6.54	-4.65	-4.73	-6.10	-8.66	-3.58	-6.56	-6.56
Prestiti a breve	-2.89	-2.96	-5.86	-6.93	-2.91	-3.20	-3.20	-1.70	-3.70	-3.40	-1.60	-2.10	-1.70	-0.90	-0.10	0.80	0.60	0.10	0.70	0.70
Prestiti a m / l	1.70	2.30	2.65	3.45	2.01	2.02	1.96	1.91	2.28	2.26	1.96	1.85	1.78	1.71	1.52	1.47	1.35	1.39	0.99	0.99
Depositi totali	3.69	3.45	3.85	3.63	1.12	1.61	1.16	1.08	1.08	1.81	0.90	1.53	2.06	1.19	1.52	1.04	1.53	2.01	1.77	1.77
Depositi in c / c	8.99	7.29	8.11	11.11	6.33	7.51	6.98	7.00	7.00	7.81	6.11	6.81	7.00	5.79	5.91	5.06	5.54	6.04	5.47	5.47
Depositi a risparmio	1.24	1.02	0.39	0.10	-0.41	-0.49	-0.55	-0.60	-0.68	-0.74	-0.78	-0.95	-0.44	-0.37	-0.06	-0.09	-0.14	-0.17	-0.18	-0.18
Certif. deposito	0.55	1.31	1.66	-0.90	-2.39	-2.34	-2.81	-2.94	-2.88	-2.12	-2.75	-1.88	-1.11	-1.96	-1.52	-1.98	-1.29	-0.77	-0.78	-0.78

SCENARIO C	15 7	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT (livello)	1297	1216	1179	1249	1271	1218	1070	1045	975	1003	978	986	986	969	927	912	877	913	868	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.3	1.0	2.0	2.8	1.3	2.3	2.1	1.8	1.5	1.5	1.3	1.2	1.3	1.2	1.3	1.2	1.3	1.1	1.2	
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.3	0.4	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
<b>ENDOGENE</b>																				
<b>TASSI</b>																				
T. P/T medio	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
T. Overnight media d/l	-0.14	-0.16	-0.16	-0.17	-0.17	-0.20	-0.25	-0.29	-0.34	-0.33	-0.33	-0.32	-0.34	-0.33	-0.31	-0.34	-0.32	-0.33	-0.32	-0.32
T. Interb. 1m lett.	-0.08	-0.10	-0.11	-0.13	-0.15	-0.19	-0.22	-0.27	-0.32	-0.31	-0.32	-0.30	-0.33	-0.31	-0.30	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.31
T. Interb. 3m lett.	-0.02	-0.02	-0.04	-0.05	-0.10	-0.12	-0.15	-0.22	-0.30	-0.28	-0.29	-0.28	-0.30	-0.28	-0.27	-0.29	-0.27	-0.29	-0.29	-0.27
T. Interb. 6m lett.	0.06	0.05	0.03	0.02	-0.03	-0.04	-0.07	-0.12	-0.17	-0.16	-0.16	-0.14	-0.16	-0.15	-0.14	-0.16	-0.14	-0.16	-0.14	-0.14
T. Depositi medio	0.56	0.56	0.56	0.54	0.54	0.53	0.51	0.50	0.49	0.48	0.47	0.47	0.47	0.47	0.46	0.47	0.47	0.46	0.48	0.48
T. Prestiti medio	3.38	3.36	3.34	3.32	3.30	3.29	3.27	3.25	3.23	3.21	3.20	3.20	3.20	3.20	3.20	3.20	3.20	3.20	3.20	3.21
T.prest. medio - T.dep. medio	2.82	2.80	2.78	2.78	2.76	2.75	2.75	2.75	2.74	2.73	2.73	2.73	2.73	2.73	2.74	2.74	2.73	2.74	2.74	2.73
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	-0.06	-0.06	-0.05	-0.10	-0.14	-0.13	-0.16	-0.21	-0.26	-0.23	-0.24	-0.22	-0.25	-0.25	-0.23	-0.27	-0.23	-0.26	-0.24	-0.24
T. BOT comp. lordo 6m	0.01	0.01	0.02	-0.06	-0.11	-0.04	-0.08	-0.13	-0.18	-0.15	-0.16	-0.15	-0.18	-0.18	-0.15	-0.20	-0.15	-0.19	-0.18	-0.18
T. BOT comp. lordo 12m	0.13	0.01	0.03	0.02	-0.03	0.00	-0.07	-0.12	-0.16	-0.13	-0.14	-0.12	-0.15	-0.14	-0.10	-0.15	-0.11	-0.14	-0.11	-0.11
Rendistat lordo	1.43	1.27	1.28	1.10	1.00	1.02	0.94	0.96	0.93	0.98	1.01	1.04	1.01	1.06	1.12	1.07	1.10	1.06	1.11	1.11
Rendistat netto	1.25	1.11	1.12	0.96	0.88	0.89	0.82	0.84	0.81	0.86	0.88	0.91	0.88	0.93	0.98	0.94	0.96	0.93	0.97	0.97
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	0.34	0.46	0.37	0.21	0.10	0.15	0.07	0.04	0.00	0.05	0.05	0.07	0.04	0.08	0.14	0.07	0.12	0.06	0.11	0.11
Rend. BTP a 5 anni	0.86	1.03	0.87	0.63	0.51	0.67	0.48	0.47	0.44	0.49	0.51	0.53	0.51	0.57	0.62	0.57	0.61	0.56	0.62	0.62
Rend. BTP a 7 anni	1.36	1.56	1.35	1.12	0.97	1.11	0.93	0.92	0.91	0.96	0.98	1.01	0.99	1.05	1.10	1.04	1.09	1.04	1.10	1.10
Rend. BTP a 10 anni	1.85	2.06	1.82	1.57	1.47	1.66	1.48	1.46	1.43	1.47	1.48	1.50	1.48	1.52	1.57	1.52	1.56	1.51	1.56	1.56
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2327.455	2318.679	2327.839	2321.984	2336.242	2344.860	2347.618	2344.207	2371.383	2360.647	2359.53	2375.24	2363.30	2356.24	2363.69	2361.69	2371.52	2379.56	2377.43	2377.43
Prestiti in euro	2303.796	2287.994	2286.020	2276.300	2308.265	2315.310	2322.194	2314.653	2341.898	2318.680	2313.387	2348.71	2340.196	2325.97	2322.60	2317.05	2344.97	2350.04	2352.61	2352.61
Prestiti in valuta	23.659	30.685	41.819	45.684	27.977	29.549	25.424	29.554	29.484	41.967	46.139	26.524	23.102	30.267	41.092	44.645	26.552	29.523	24.818	24.818
Prestiti a breve	353.297	345.333	345.275	336.823	345.657	349.029	350.921	349.323	346.182	343.102	342.850	350.344	349.447	344.791	347.172	342.652	349.193	351.056	355.516	355.516
Prestiti a m / l	1974.158	1973.346	1982.564	1985.161	1990.585	1995.830	1996.697	1994.884	2025.201	2017.545	2016.676	2024.895	2013.851	2011.451	2016.516	2019.038	2022.327	2028.508	2021.918	2021.918
Depositi totali	2187.862	2195.379	2203.553	2204.930	2181.730	2203.765	2213.940	2210.974	2238.212	2240.681	2231.106	2254.891	2248.028	2235.554	2253.133	2241.311	2229.946	2263.928	2266.410	2266.410
Depositi in c / c	830.446	831.032	842.116	864.943	851.000	873.610	873.477	868.892	875.884	892.178	893.452	896.104	896.417	886.132	899.136	915.972	905.567	933.221	929.187	929.187
Depositi a risparmio	300.965	301.295	299.816	298.750	298.830	301.306	302.350	302.669	302.966	301.990	301.468	301.203	300.382	300.928	300.286	299.158	299.088	301.564	302.537	302.537
Certif. deposito	1056.451	1063.052	1061.621	1041.237	1031.900	1028.849	1038.113	1039.412	1059.362	1046.513	1036.186	1057.584	1051.229	1048.494	1053.712	1026.182	1025.291	1029.142	1034.687	1034.687
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	0.97	1.48	1.29	1.80	1.25	1.34	1.42	1.60	1.65	1.72	1.79	1.54	1.54	1.62	1.54	1.71	1.51	1.48	1.27	1.27
Prestiti in euro	1.08	1.54	0.95	1.54	1.31	1.42	1.45	1.63	1.72	1.79	1.89	1.54	1.58	1.66	1.60	1.79	1.59	1.50	1.31	1.31
Prestiti in valuta	-8.44	-3.20	24.19	17.01	-3.34	-4.56	-1.25	-0.70	-3.62	-2.00	-2.98	1.54	-2.35	-1.36	-1.74	-2.28	-5.09	-0.09	-2.38	-2.38
Prestiti a breve	-2.89	-2.96	-5.86	-6.93	-2.91	-2.96	-2.51	-1.25	-3.13	-2.84	-1.03	-1.51	-1.09	-0.16	0.55	1.73	1.02	0.58	1.31	1.31
Prestiti a m / l	1.70	2.30	2.65	3.45	2.01	2.13	2.14	2.12	2.52	2.54	2.29	2.09	2.01	1.93	1.71	1.71	1.59	1.64	1.26	1.26
Depositi totali	3.69	3.45	3.85	3.63	1.12	2.01	1.65	1.61	1.65	2.61	1.65	2.29	2.75	1.83	2.25	1.65	2.21	2.73	2.37	2.37
Depositi in c / c	8.99	7.29	8.11	11.11	6.33	7.99	7.46	7.44	7.46	8.57	6.84	7.58	7.94	6.63	6.77	5.90	6.41	6.82	6.38	6.38
Depositi a risparmio	1.24	1.02	0.39	0.10	-0.41	-0.41	-0.42	-0.44	-0.48	-0.53	-0.57	-0.72	-0.19	-0.12	0.16	0.14	0.09	0.09	0.06	0.06
Certif. deposito	0.55	1.31	1.66	-0.90	-2.39	-1.90	-2.21	-2.24	-2.13	-1.12	-1.83	-0.98	-0.49	-1.37	-0.75	-1.45	-0.64	0.03	-0.33	-0.33

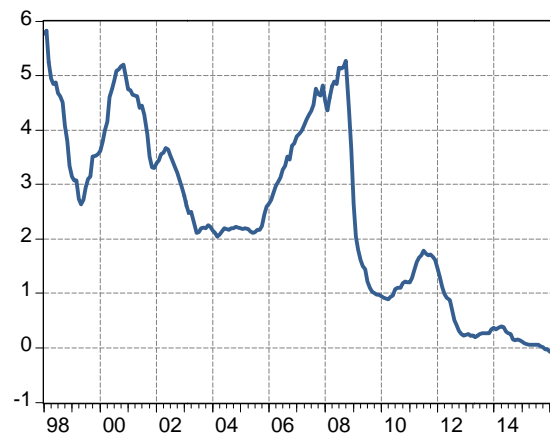
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI  
 Dati mensili



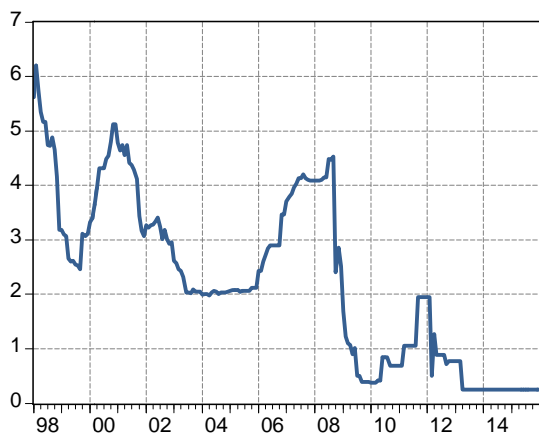
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI  
Dati mensili



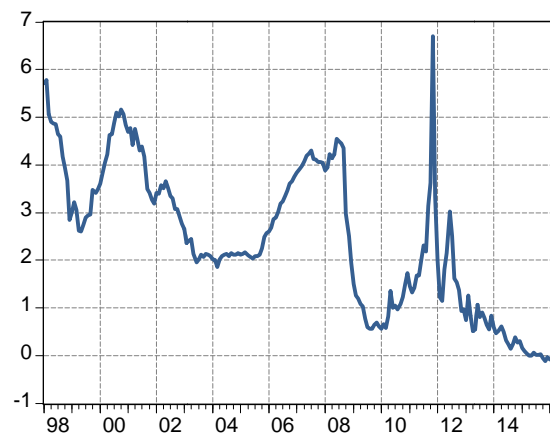
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI (LIBOR)



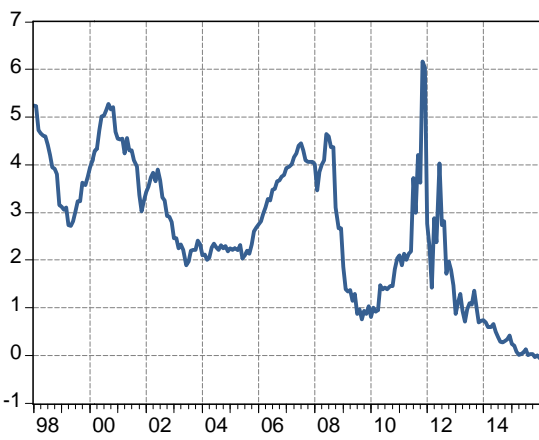
TASSO INTERBANCARIO 6 MESI



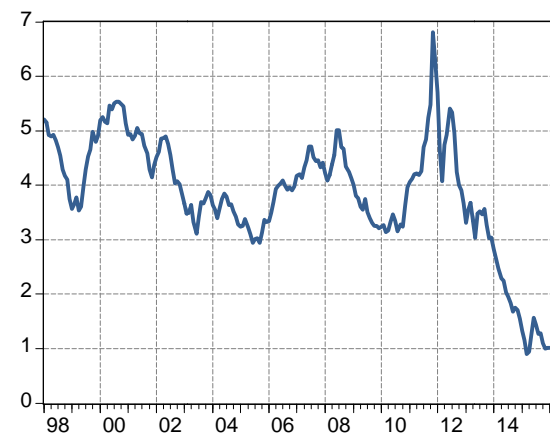
TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO

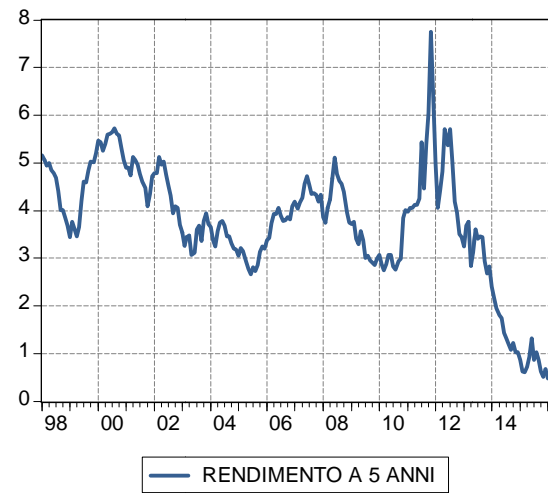
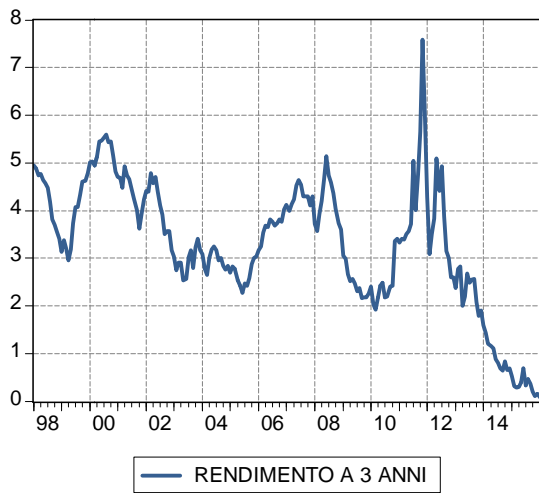
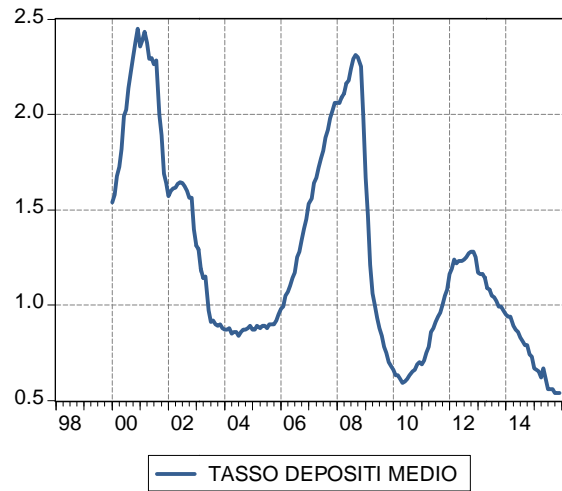
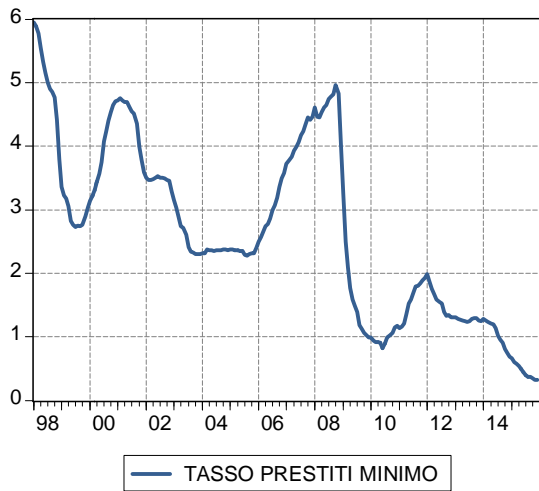


TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO



RENDISTAT LORDO

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI  
 Dati mensili



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

