

MEFIM

MODELLO
ECONOMETRICO
FINANZIARIO
INTERNAZIONALE
MENSILE

Luglio 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 giugno 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'esito del referendum sulla *Brexit*, con la vittoria del fronte *Leave*, ha sorpreso i mercati finanziari e ha portato all'aumento dell'avversione al rischio. Gli investitori, quindi, preferiscono *asset* sicuri come i bond americani, tedeschi, giapponesi e l'oro, ritenuti beni rifugio. Il rendimento del *treasury* statunitense ha raggiunto il livello più basso degli ultimi tre anni, il titolo tedesco a 10 anni è entrato per la prima volta in territorio negativo, mentre quello giapponese già lo era da marzo. Lo spostamento dei capitali dall'Europa verso gli Stati Uniti, il Giappone e la Svizzera ha portato anche al rafforzamento delle rispettive valute. Anche i rendimenti degli altri titoli europei hanno corretto al ribasso, per l'attesa sia di una **minor crescita futura** sia d'interventi accomodanti da parte delle banche centrali. **Le maggiori turbolenze, dopo il referendum, si sono comunque avute nel mercato azionario** con tutte le borse in violento ribasso, e meno sull'obbligazionario. Dopo l'avvio del Programma di Acquisto di Attività da parte della BCE, infatti, i mercati obbligazionari, pur reagendo alle notizie che determinano un calo dei rendimenti, sono più vischiosi verso l'alto e le tensioni negative si scaricano maggiormente sull'azionario e sulle valute, che rimangono le più veloci a recepire le *news*.

Al momento è difficile valutare gli effetti della *Brexit*, considerando che non si conoscono le tempistiche, il percorso e le condizioni dell'uscita, ma una situazione d'instabilità e di minore crescita è molto plausibile. Per delineare lo scenario futuro, bisogna depurare il quadro dall'effetto panico e novità. Si tratta di un grande cambiamento strutturale che ha portato a forti oscillazioni. **L'unica certezza è che l'uscita dall'Unione avrà un impatto negativo sull'andamento dell'economia britannica**, che, oltre alla rinegoziazione di tutti i trattati commerciali, dovrà affrontare anche problemi di unità interna con la Scozia e l'Irlanda del Nord. Il finanziere Soros ha invece tracciato uno scenario particolarmente disastroso per l'intera Area Euro. Secondo Soros, infatti, anche prima dell'esito del referendum in UK, l'area era a rischio deflazione/recessione e la *Brexit* amplificherà semplicemente una situazione già irreversibile, nonostante le politiche della BCE. Il finanziere prevede una crisi finanziaria simile, se non peggiore a quella del 2007-2008. **A nostro avviso, lo scenario è più ottimistico. Ci si attende un rallentamento della ripresa economica europea, comunque in atto, nei prossimi mesi, ma parlare di recessione e deflazione per ora è eccessivo.**

Ciò che preoccupa maggiormente in Europa ora è il potenziale effetto contagio sulle scelte politiche di altri stati membri. D'altro canto il caso Gran Bretagna sta rendendo effettivamente tangibili le conseguenze dell'uscita dall'UE e questo potrebbe scoraggiare le forze antieuropeiste. La *Brexit* sta potenziando il rallentamento dell'economia europea, facendo risaltare alcuni dei punti deboli e problematici che hanno caratterizzato lo scenario europeo negli ultimi tempi. Gli effetti più considerevoli dopo il voto in UK si sono verificati, infatti, nel mercato azionario italiano, settore bancario. Dietro il brusco calo registratosi il giorno dopo il referendum, tuttavia, non vi è solo il forte legame strutturale tra la borsa londinese e quella italiana, quanto piuttosto le problematiche legate alle sofferenze bancarie in scadenza e lo spettro del *Bail-in*. Il risultato referendario non ha fatto altro che alimentare ulteriormente il panico, poiché la minor crescita attesa significherà maggior fragilità del sistema bancario e maggiore probabilità che aumentino i *non performing loan* e che i 120 miliardi di obbligazioni in scadenza non trovino collocazione sul mercato. A causa di questi timori, infatti, la Commissione Europea ha autorizzato l'Italia a costituire un fondo di garanzia pubblica di 150 miliardi di euro a sostegno della liquidità delle banche in caso di necessità fino a dicembre 2016. **Le difficoltà del sistema bancario italiano sono ormai note, la novità tuttavia è che ormai la fragilità del settore non riguarda più solo i paesi periferici, ma anche le banche tedesche. Secondo uno studio del FMI, infatti, la Deutsche Bank è da ritenersi la maggior fonte di rischio sistemico per il sistema finanziario globale e l'intero settore bancario tedesco, particolarmente vulnerabile ai bassi tassi d'interesse in atto da qualche tempo, rappresenta il più importante veicolo di contagio.** Questo fattore è certamente critico e non andrà sottovalutato, tuttavia, a nostro avviso, potrebbe avere risvolti positivi per le banche italiane. Il coinvolgimento della Germania nella crisi del settore potrebbe, infatti, aprire la strada all'approvazione da parte della Commissione europea, di alcune richieste fatte dal nostro paese per rendere il sistema bancario più solido, a partire dalla finalizzazione dell'unione bancaria europea.

Il quadro generale	3
Gli ultimi dati	5
Gli scenari	10
Grafici variabili esogene	11
Commento ai risultati	13
Grafici variabili endogene	14
Grafici struttura a termine	16
Grafici volumi	17
Tabella scenario A	18
Tabella scenario B	19
Tabella scenario C	20
Grafici storici	21

Da ora fino a quando si completerà il processo di armonizzazione delle regole, tuttavia, lo scenario europeo sarà soggetto a forti turbolenze finanziarie.

La nostra visione è in sintonia con l'attuale politica monetaria della BCE. Per ora, infatti, non vi sono state variazioni e il presidente Draghi ha evidenziato l'importanza di un allineamento delle politiche monetarie a livello mondiale e ha affermato che le banche centrali devono tenere sempre in maggior conto, nella definizione della propria politica, dei fattori internazionali.

Per quanto riguarda gli Stati Uniti, la FED ha lasciato i tassi invariati. A incidere sulla decisione, oltre ai dati deludenti dal mercato del lavoro, è stato soprattutto il referendum in Gran Bretagna, considerato come un importante fattore d'incertezza anche da Yellen. La FED ha ridimensionato le previsioni sul futuro dei tassi, aumentando maggiormente le probabilità di un unico rialzo alla fine dell'anno. Attualmente 6 componenti del *Board* su 10 ritengono probabile un unico intervento entro dicembre, rafforzando la probabilità del nostro scenario di base.

A inizio mese la Banca Mondiale ha tagliato le stime sulla crescita globale. Secondo l'ultima stima, il PIL mondiale aumenterà nel 2016 del 2,4% a/a e nel 2017 del 2,8% a/a. Le precedenti stime di gennaio indicavano una crescita del 2,9% a/a per il 2016 e del 3,1% a/a per il 2017. Con queste prospettive riteniamo che il prezzo del petrolio continuerà a oscillare attorno ai 50 dollari al barile e non salirà ulteriormente.

GLI ULTIMI DATI

La revisione al rialzo del PIL del primo trimestre 2016 da +0,8% t/t ann. (+2% a/a) a +1,1% t/t ann. (+2,1% a/a) è superiore alle attese (+1% t/t ann.). Gran parte della correzione è da attribuire al canale estero, che ha dato un contributo positivo (+0,12% t/t) anziché negativo, come nella precedente lettura (-0,21% t/t). Le esportazioni, infatti, sono state pressoché stabili in termini congiunturali (+0,3% t/t ann. e 1% a/a) invece che in calo del 2% t/t ann. (+0,4% a/a) mentre le importazioni sono diminuite di più (-0,5% t/t ann. e +1,1% a/a) rispetto alla stima precedente (-0,2% t/t ann. e +1% a/a). Gli investimenti fissi sono scesi meno (-0,4% t/t ann. e +2,2% a/a da -1,5% t/t ann. e +1,9% a/a) e la revisione ha riguardato entrambe le componenti: i non residenziali sono calati del 4,5% t/t ann. (+0% a/a) da -6,2% t/t ann. (-0,5% a/a) e i residenziali sono aumentati del 15,6% t/t ann. (+10,8% a/a) da +17,2% t/t ann. (+11,1% a/a). Con il dato non residenziale meno negativo del precedente e quello residenziale leggermente inferiore, le due componenti si sono riequilibrare e, nel complesso, hanno dato un apporto quasi nullo alla variazione del PIL (-0,06% t/t). È stato rivisto al ribasso l'apporto dei consumi privati (da +1,29% t/t a +1,02% t/t) aumentati dell'1,5% t/t ann. (+2,6% a/a) anziché dell'1,9% t/t ann. (+2,7% a/a) e sono stati invece confermati i contributi delle scorte (-0,23% t/t) e della spesa pubblica (+0,23% t/t). Sul fronte dei dati mensili, il commercio con l'estero di aprile ha registrato un aumento sia delle esportazioni (+1,46% m/m da -1,09% m/m) sia delle importazioni (+2,1% m/m da -4,63% m/m). Il deficit commerciale è quindi aumentato da 35,54 miliardi di dollari a 37,44. **L'andamento del mercato del lavoro in maggio ha sorpreso in negativo.** Se il tasso di disoccupazione è sceso sensibilmente e sorprendentemente dal 5% al 4,7%, ai minimi da dicembre 2007, la creazione di posti di lavoro è stata ben sotto le attese. Il settore non agricolo ha registrato un aumento di sole 38 mila unità, contro le 161 mila attese dagli analisti, il peggior risultato da sei anni. Anche il dato di aprile è stato rivisto fortemente al ribasso, da 160 mila a 123 mila unità. Delude anche il settore privato con sole 25 mila unità in più, contro le attese di 152 mila e il dato precedente rivisto a 130 mila da 171 mila. **Il dato concernente i non farm payroll rimane al centro dell'attenzione degli investitori ed è stato uno dei motivi che ha spinto la FED a tornare da falco a colomba,** dichiarando che il percorso di aggiustamento dei tassi sarà più lungo del previsto. La partecipazione alla forza lavoro è scesa per il secondo mese consecutivo, al 62,6% da 62,8%. Anche la crescita dei salari orari si è ridimensionata (+0,14% m/m e +2,38% a/a da +0,28% m/m e +2,53% a/a) facendo in parte rientrare il *warning* dato il mese scorso sulla generazione d'inflazione attraverso il mercato del lavoro. Come da attese, l'inflazione in maggio è rimasta stabile all'1,1% a/a, mentre l'indice *core* ha registrato un lieve aumento, comunque previsto, al 2,2% a/a (dal precedente +2,1% a/a). **Alcuni segnali di fragilità della ripresa statunitense arrivano anche dagli indicatori dell'attività d'impresa e industria.** A maggio la produzione industriale è tornata in territorio negativo (-0,4% m/m e -1,4% a/a dopo il +0,6% m/m e -1,2% a/a di aprile) così come gli ordini di beni durevoli (-2,2% m/m da 3,3% m/m). A pesare maggiormente sono stati i trasporti, tuttavia, anche escludendoli, la variazione rimane negativa (-0,3% m/m da +0,5% m/m). Anche il settore dell'edilizia ha registrato una lieve contrazione in maggio, con un calo dell'avvio di nuovi cantieri (+0,3% m/m e +9,5% a/a da +4,9% m/m e -2,1% a/a) e della vendita di nuove case (-6% m/m dal precedente +12,3% m/m). **Dagli indici di fiducia giunge invece qualche segnale incoraggiante.** Per quel che riguarda le imprese, in giugno l'*NAPM* è aumentato da 49,3 a 56,8, sopra le attese (50,8) così come l'indice di fiducia di Philadelphia e il *NY Empire State Manufacturing Index*, rispettivamente arrivati a 4,7 (da -1,8 e attese 1) e a 6 (da -9 e previsioni di -3,7). Anche la fiducia dei consumatori è aumentata sensibilmente in giugno rispetto al mese precedente, attestandosi a quota 98 da 92,4, contro le attese di 93,5. **Dal lato della domanda, gli indicatori di maggio sono stati positivi.** I consumi privati reali sono cresciuti dello 0,3%

USA

Il mercato del lavoro delude e la Brexit aumenta l'incertezza

m/m (da +0,8% m/m) e in debole aumento è stato anche il reddito personale reale (+0,1% m/m dal precedente +0,2% m/m) anche se sotto le attese (+0,3% m/m). Le vendite al dettaglio sono salite dello 0,5% m/m e del 2,5% a/a (da 1,3% m/m e 3% a/a di aprile) superando il consenso (+0,3% m/m). Come accennato, la FED ha lasciato nuovamente invariati i tassi tra lo 0,25% e lo 0,50%. A incidere sulla decisione, oltre ai deludenti dati del mercato del lavoro, è stato anche l'esito del referendum in UK e i timori per le conseguenze della *Brexit*. **La FED ha ridimensionato le previsioni sul futuro sentiero dei tassi, aumentando maggiormente la probabilità di un unico rialzo alla fine dell'anno, e ha inoltre rivisto leggermente al ribasso le previsioni di crescita per il 2016 (+2% a/a da +2,2% a/a di marzo) e per il 2017 (sempre +2% a/a da +2,1% a/a).** L'inflazione è invece prevista in miglioramento all'1,4% a/a anziché all'1,2% a/a, mentre le previsioni sul tasso di disoccupazione per il 2016 e il 2017 sono rimaste invariate.

La seconda lettura del PIL del primo trimestre 2016 ha corretto lievemente verso l'alto il dato congiunturale (+0,5% t/t da +0,4% t/t). Il tendenziale invece si è confermato stabile allo 0% a/a. La revisione è dovuta in parte ai consumi privati, cresciuti dello 0,6% t/t (-0,5% a/a) invece che dello 0,5 t/t (-0,7% a/a) inizialmente stimato: ne è derivato un contributo dello 0,4% t/t. Anche gli investimenti fissi hanno subito una correzione verso l'alto, pur rimanendo negativi: -0,7% t/t e -0,5% a/a, da -0,9% t/t e -1% a/a della prima lettura (contributo pari a -0,1% t/t). Sono rimaste invariate la spesa pubblica (+0,7% t/t e +2,1% a/a) e le esportazioni (+0,6% t/t e -2,5% a/a) mentre sono state leggermente riviste al rialzo le importazioni (-0,4% t/t e -2,4% a/a, da -0,5% t/t e -2,5% a/a) con un conseguente contributo del canale estero dello 0,2% t/t. Le rilevazioni mensili relative al commercio estero di maggio evidenziano una contrazione delle esportazioni (-1,31% m/m da -1,34% m/m di aprile) e un aumento delle importazioni (+0,97% m/m dopo il -3,78% m/m di aprile). Il mercato del lavoro rimane solido, con la domanda che mantiene il tasso di disoccupazione stabile, a maggio, al 3,2%. Per quanto riguarda l'inflazione, i dati di maggio registrano un lieve miglioramento di entrambi gli indici, nonostante siano ancora negativi: l'*headline* si attesta a -0,1% a/a (da -0,3% a/a) e il *core* a -0,2% a/a (da -0,4% a/a). **Ormai il raggiungimento del target d'inflazione del 2% è atteso nell'anno fiscale 2017 e questo lascia pensare a un nuovo imminente allentamento monetario da parte della BoJ.** Per non ostacolare la timida ripresa giapponese, il premier Shinzo Abe ha deciso di posticipare di almeno due anni l'aumento della **tassa sui consumi**, inizialmente previsto per aprile 2017. I segnali derivanti dal lato dell'offerta sono abbastanza negativi. La produzione industriale in maggio ha subito una contrazione sia su base congiunturale (-2,3% m/m da +0,5% m/m) sia tendenziale (-1,8% a/a da -1,7% a/a). A testimoniare la debolezza dell'attività d'impresa, e soprattutto del manifatturiero giapponese, c'è anche il PMI che rimane a 47,8 (47,7 il precedente) sotto la soglia del 50 anche in giugno. Dal lato della domanda, la situazione è lievemente più ottimistica, con tutti gli indicatori di maggio in crescita: consumi reali a +0,4% m/m (da +1,1% m/m) reddito disponibile a +0,2% m/m (da +0,5% m/m) vendite al dettaglio a +0,8% m/m (da -6,8% m/m) e fiducia dei consumatori a 40,9 (da 40,8). Nell'ultima riunione di giugno, la BoJ ha lasciato invariata la politica monetaria. Uno dei motivi di questa decisione era l'incertezza sull'esito del referendum britannico, l'altro era l'intenzione di monitorare l'impatto dei tassi negativi adottati a fine gennaio per stimolare l'economia. **Il Giappone non è rimasto immune alla *Brexit*, con un forte calo degli indici di borsa e una diminuzione dei rendimenti dei titoli governativi, considerati beni rifugio.** L'esito del referendum ha alimentato il rafforzamento dello yen, che da inizio anno si è apprezzato del 17%, contribuendo al calo delle esportazioni, negative da febbraio.

GIAPPONE

Ancora invariata la politica monetaria.

L'ultima stima ha rivisto al rialzo il PIL del primo trimestre 2016 sia a livello congiunturale (+0,6% t/t da +0,5% t/t) sia tendenziale (+1,7% a/a da +1,5% a/a) superando anche le attese (+0,5% t/t e +1,5% a/a). **I dati macroeconomici confermano la crescita molto lenta dell'area, ma, per ora, non sembrano esserci segnali d'inversione verso lo scenario di recessione delineato da Soros.** A trainare la crescita sono stati i consumi privati (+0,6% t/t e +1,7% a/a da +0,3% t/t e +1,6% a/a) seguiti dalle esportazioni (+0,4% t/t e +3,1% a/a da +0,7% t/t e +4,2% a/a) dagli investimenti fissi (+0,8% t/t e +2,9% a/a da +1,4% t/t e +3,6% a/a) e dalla spesa pubblica (+0,4% e +1,5% a/a da +0,5% t/t e +1,6% a/a). I contributi di queste componenti sono stati rispettivamente dello 0,3% t/t, dello 0,19% t/t, dello 0,16% t/t e dello 0,08% t/t. Positivamente hanno partecipato anche le scorte (+0,1% t/t) mentre l'unico contributo negativo è stato quello delle importazioni (-0,29% t/t) aumentate dello 0,7% t/t e del 4,3% a/a (da +1,4% t/t e +5,9% a/a). Per quanto riguarda i dati mensili sul commercio estero di aprile, si evidenzia una crescita sia delle esportazioni (+4,86% m/m da -0,77% m/m di marzo) sia delle importazioni (+2,63% m/m da -3,01% m/m). La bilancia commerciale si è portata a 28,04 miliardi di euro, in aumento rispetto ai 23,7 di marzo. **Anche dai dati disponibili per il mercato del lavoro si trae qualche segnale positivo:** l'occupazione nel primo trimestre del 2016 è aumentata di 521 mila unità (+489 mila nel IV trim. 2015) e il tasso di disoccupazione in aprile è rimasto stabile al 10,2%. **Il rischio di deflazione, a giugno, rimane comunque presente, nonostante, secondo la stima *flash*, l'HCPI sia tornato a crescere dello 0,1% a/a** (da -0,1% a/a di maggio). Anche l'indice *core* in maggio aveva registrato un lieve aumento, arrivando allo 0,8% a/a (da +0,7% a/a). Dal lato dell'offerta, la produzione industriale in aprile è cresciuta dell'1,1% m/m (-0,7% m/m la precedente rilevazione) oltre le attese (+0,7% m/m) e del 2% a/a (+0,1% a/a in marzo). **Gli indici PMI in giugno sono rimasti sopra la soglia del 50, confermando lo stato di espansione dell'economia europea, anche se si evidenzia che la rilevazione è precedente al referendum britannico.** Il manifatturiero si è attestato a 52,6 (da 51,5) e quello dei servizi a 52,4 (da 53,3). Dal lato della domanda, in aprile, contrariamente alle attese di aumento (+0,3% m/m e +2,1% a/a) le vendite al dettaglio sono rimaste stabili sui livelli di marzo (0% m/m e +1,5% a/a da -0,6% m/m e +1,9% a/a). Come previsto, la BCE non ha effettuato nessun intervento di politica monetaria durante la riunione di giugno. L'economia europea continua il suo percorso di crescita e sembra beneficiare degli effetti del *QE*. Nonostante questo, **dopo la vittoria del fronte *Leave* al referendum in Gran Bretagna, nei prossimi mesi ci si attende uno scenario di minore crescita e di forte avversione al rischio.** La Banca Mondiale ha, infatti, visto al ribasso le stime per l'Eurozona. Sia per quest'anno sia per il prossimo si prevede una crescita dell'1,6% a/a, contro l'1,7% a/a atteso in precedenza per entrambi gli anni. **La fragilità del sistema bancario dei paesi sia periferici sia *core*, con la Germania in testa come evidenziato dal Fondo Monetario Internazionale, rafforzata dall'effetto *Brexit*, continuerà a essere al centro dell'attenzione degli analisti e dei mercati e potrà essere il maggior veicolo di contagio di rischio sistemico.** Nonostante questo, il fatto che ora sia chiamato in causa sia anche il sistema bancario tedesco potrebbe rappresentare, in qualche modo, un vantaggio, spianando la strada finalmente alle riforme necessarie a rendere il comparto solido.

Non ci sono nuovi dati riguardanti il PIL e le sue componenti nel primo trimestre del 2016: +0,7% t/t (+1,6% a/a) dopo il +0,3% t/t (+1,3% a/a) del periodo precedente. I dati mensili del commercio estero, relativi ad aprile, segnano un lieve aumento delle esportazioni (+0,08% m/m da +1,94% m/m) e una riduzione delle importazioni (-0,3% m/m da -2,34% m/m). Ne è risultato un saldo della bilancia commerciale in aumento a

AREA EURO

*Dopo la vittoria del fronte *Leave* si apre uno scenario di forte avversione al rischio*

Germania

24,07 milioni di euro dai 23,76 di marzo. Buoni i segnali dal mercato del lavoro, con l'occupazione del primo trimestre che è cresciuta di 181 mila unità (+116 mila la precedente) e il tasso di disoccupazione che a giugno è calato al 5,9% dal 6% di maggio. In Germania, in maggio, l'inflazione calcolata sull'indice armonizzato è rimasta stabile (da -0,3% a/a di aprile) mentre l'indice *core* è aumentato all'1,1% (da +0,7% a/a). Dal lato dell'offerta, la produzione industriale ad aprile è aumentata dello 0,8% m/m e dell'1,2% a/a, superando le attese (+0,7% m/m) e recuperando il calo del mese precedente (-1,1% m/m, 0,4% a/a). Sempre in aprile, gli ordini all'industria manifatturiera e le costruzioni sono risultati in discesa. I primi sono diminuiti (-2% m/m e -0,6% a/a) dopo una variazione positiva (+2,6% m/m e a/a) mentre le seconde (-1,7% m/m) si sono contratte nuovamente (-3% m/m il precedente). I segnali dagli indicatori di fiducia delle imprese in giugno sono incoraggianti: lo *Zew* è passato a 19,2 da 6,4, l'*Ifo* a 108,7 da 107,8 e il PMI manifatturiero a 54,4 da 52,1. L'unico a registrare un calo è stato il PMI servizi, passato da 55,2 a 53,2, rimanendo comunque superiore alla soglia del 50. Dopo due contrazioni congiunturali consecutive (-0,3% m/m e 0% a/a in aprile) le vendite al dettaglio in maggio sono tornate a crescere (+0,9% m/m e +0,7% a/a) superando le attese (+0,7% m/m). **La novità importante dell'ultimo mese è rappresentata dai riflettori accesi sulla fragilità del sistema bancario tedesco.** Secondo l'ultima analisi del Fondo Monetario Internazionale, infatti, le banche tedesche sono particolarmente vulnerabili ai bassi tassi d'interesse ormai in vigore da tempo in Europa. Sempre secondo la stessa analisi, inoltre, **la Deutsche Bank è l'istituto che rappresenta la maggior fonte di rischio sistemico per l'intero sistema finanziario globale.** Le stime del FMI per la crescita economica tedesca saranno probabilmente riviste al ribasso nei prossimi mesi per incorporare gli effetti negativi della *Brexit*. La Gran Bretagna, infatti, è uno tra i principali partner commerciali della Germania e un cambiamento dei rapporti con l'Unione Europea potrebbe avere forti ripercussioni sull'economia tedesca.

L'ultima lettura ha confermato la crescita congiunturale del PIL del primo trimestre 2016 allo 0,6% t/t (da +0,4% t/t del trimestre precedente) mentre ha corretto leggermente al ribasso il tendenziale, portandolo all'1,3% a/a dall'1,4% a/a (+1,3% a/a nel IV trim.). Si segnalano, inoltre, lievi revisioni al ribasso per i consumi privati (+1,1% t/t e +1,8% a/a da +1% t/t e +1,5% a/a) e per gli investimenti fissi (+1,4% t/t e +2,8% a/a da +1,6% t/t e +3,1% a/a). Sono invece state corrette al rialzo le importazioni (+0,8% t/t e +5,6% a/a da +0,6% t/t e +5% a/a) e la spesa pubblica (+0,5% t/t e +1,6% a/a da +0,4% t/t e +1,4% a/a). Stabili sono state le esportazioni (+0% t/t e +2,1% a/a). Per quanto riguarda i contributi, l'apporto principale rimane quello dei consumi privati (+0,6% t/t) seguito dagli investimenti fissi (+0,3% t/t). Scorte ed esportazioni nette hanno invece sottratto entrambe lo 0,2% t/t alla variazione del PIL. Per quel che riguarda il commercio estero, in aprile entrambe le componenti hanno recuperato in parte la forte flessione del mese precedente (esportazioni +1,78% m/m da -3,48% m/m e importazioni +4,09% m/m da -5,53% m/m) tuttavia, il minor aumento del flusso in uscita ha portato all'incremento del deficit commerciale da 4,2 miliardi di euro a 5,22. L'inflazione in maggio è tornata in territorio positivo registrando un +0,1% a/a per il dato *global* (da -0,1% a/a) e un +0,6% a/a, costante, per il *core*. **Dal lato dell'offerta, gli indici di fiducia più recenti, relativi a giugno, hanno subito dei cali rispetto al mese precedente.** L'*Insee* si è attestato a 102 da 104 di maggio, mentre gli indici PMI, inferiori al 50, **segnalano una contrazione sia per il settore manifatturiero (47,9 da 48,4) sia per i servizi (49,9 da 51,6).** La produzione industriale in aprile è aumentata (+1,2% m/m e +1,9% a/a) dopo la contrazione del mese precedente (da -0,4% m/m e -0,8% a/a). Anche il settore edilizio ha registrato una crescita dello 0,6% m/m (da +1,4% m/m).

Francia

Dal lato della domanda, i dati indicano miglioramenti sia per quanto riguarda le vendite al dettaglio di aprile (+0,3% m/m da -0,3% m/m) sia per i consumi di maggio (+0,2% m/m da -0,4% m/m). La fiducia dei consumatori in giugno ha invece registrato un lieve calo, attestandosi a 97 dal precedente 98, deludendo anche il consenso (97,2).

Sebbene la crescita in Area Euro nel primo trimestre sia stata trainata principalmente da Germania e Francia, anche l'Italia ha fatto la sua parte, con una variazione positiva del PIL nel primo trimestre sia congiunturale (+0,3% t/t da +0,2% t/t del IV trim. 2015) sia tendenziale (+1% a/a da +1,1% a/a). Le rilevazioni mensili per il commercio verso i paesi UE in aprile, contrariamente al mese precedente, evidenziano un aumento sia delle esportazioni (+1,83% m/m, -2,21% m/m il precedente) sia delle importazioni (+3,41% m/m, -2,18% m/m in marzo). Per quanto riguarda il commercio verso i paesi extra UE, invece, i dati di maggio, influenzati dal rallentamento del ciclo globale, segnalano una contrazione di entrambe le componenti: esportazioni -2,82% m/m (da +4,18% m/m) e importazioni -0,96% m/m (da 4,88% m/m). Per quel che riguarda il mercato del lavoro, i nuovi dati sugli occupati mensili di maggio sono in uscita il primo luglio, quindi al di fuori del periodo di rilevazione del presente rapporto, tuttavia si anticipa che il tasso di disoccupazione in questo mese è calato nuovamente all'11,5%, come in marzo, dopo l'11,7% registrato in aprile. Per quel che riguarda i prezzi, le preoccupazioni continuano, vista la permanenza dell'inflazione misurata sull'*H CPI* in territorio negativo (-0,3% a/a) anche nel mese di giugno. L'indice *core* è rimasto stabile allo 0,5% a/a. Positivi, invece, i segnali dal lato dell'offerta per il mese di aprile: la produzione industriale è aumentata dello 0,5% m/m e dell'1,7% a/a (0% m/m e +0,5% a/a in marzo) le costruzioni del 2,5% m/m (da -0,9% m/m) e gli ordini all'industria dell'1% m/m (da -3,4% m/m). Per quanto riguarda la fiducia, in giugno l'indice delle imprese manifatturiere è salito lievemente (102,8 da 102,1) mentre quello dei servizi è calato (105 da 107,3). Dal lato della domanda, contrariamente alle attese (112,5) l'indice di fiducia dei consumatori in giugno è passato a 110,2 da 112,5. Le vendite al dettaglio di aprile sono rimaste stabili rispetto a marzo e hanno registrato un calo dello 0,6% a/a (-0,6% m/m e -0,1% a/a in marzo). **L'Italia, al momento, è stata la più colpita dall'esito del referendum, per quel che riguarda i mercati azionari.** In particolare, il bersaglio delle vendite è stato il settore bancario. L'effetto è stato determinato, a nostro avviso, più che dallo stretto legame tra le due borse, italiana e londinese, dalla situazione precaria del sistema bancario. **L'esito del referendum in UK, così la crisi economica del 2008, non è stato la causa, ma ha agito da volano nell'evidenziare criticità organizzative, strutturali e gestionali del sistema bancario.** Il *Bail-in*, inoltre, amplifica il rischio di contagio tra istituti, anche se alcuni strumenti, come la *Bad Bank* e il Fondo Atlante, stanno facendo la loro parte nella gestione del problema dei crediti deteriorati. **La speranza è che, nel più breve tempo possibile si giunga allo sblocco delle riforme del comparto e si arrivi al completamento dell'unione bancaria europea.** Rimane da sottolineare che un importante rischio al ribasso per l'Italia è rappresentato dall'esito del referendum costituzionale previsto in autunno. Se dovesse vincere il fronte del no, si aprirebbe un'inevitabile crisi di governo con conseguenze non solo politiche, ma anche economico-sociali.

Italia

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

GLI SCENARI

A (20%)

Usa: Il rallentamento segnalato dai deboli dati del primo trimestre si dimostra temporaneo. **La crescita si mantiene moderata, con un mercato del lavoro solido.** La FED, per non attenuare la fase di ciclo positivo, preferisce correre il rischio di un intervento ritardato piuttosto che anticipato e continua ad adottare una strategia di comunicazione volta a smorzare le attese di rialzi ravvicinati. **Il prossimo intervento sul tasso di riferimento è previsto a dicembre.** Il processo di ritorno alla politica monetaria restrittiva sarà molto cauto ed equilibrato. Permangono, inoltre, i rischi di ridimensionamento della crescita dopo l'esito del referendum in UK.

Area Euro: La BCE, attraverso un'attenta politica di comunicazione, mantiene vive le speranze di un suo nuovo possibile intervento in caso di shock economici. Dopo il referendum in UK, risolto a favore della *Brexit*, vi è la percezione di una minore crescita futura in Area Euro e a livello internazionale. Permangono, infatti, rischi di contagio, non solo a causa del diffondersi di scelte antieuropeiste, ma anche della fragilità del sistema bancario sia dei paesi periferici sia della Germania, come enfatizzato dal FMI. La minor crescita attesa mantiene il rendimento del BTP decennale sotto l'1,30% e lo *spread* tra i 135 e i 140 punti base. Lo scenario critico favorisce l'apprezzamento del dollaro, visto come valuta rifugio, mantenendolo intorno a quota 1.10.

B (15%)

Usa: L'economia stenta a riprendersi, come dimostrano i dati trimestrali deboli e gli utili più bassi del previsto. Permangono, inoltre, i rischi di ridimensionamento della crescita dopo l'esito del referendum in UK. I **bassi rischi inflazionistici** derivanti dal mercato del lavoro insieme alla **minor crescita interna** e alla **debolezza del ciclo internazionale** fanno venir meno le attese di un rialzo entro il 2016.

Area Euro: L'Area Euro rimane il focolaio di maggiori tensioni, che potrebbero venire non solo dal rischio di scelte anti europeiste, ma anche dalla fragilità del sistema bancario sia dei paesi periferici sia tedesco, come rilevato dal FMI. Il sistema è instabile e i maggiori rischi sfociano in effettive turbolenze finanziarie. In Italia rimane l'incertezza sull'esito del referendum costituzionale previsto in autunno. Tutto questo determina, in un'Europa già investita dalla debolezza del ciclo internazionale, un'importante fuga di capitali verso gli Stati Uniti, con il conseguente rafforzamento del dollaro. Il cambio EUR/USD va sotto quota 1,10. Lo *spread* tra BTP a 10 anni e *Bund* si porta anche oltre i 150 punti base e il rendimento dei primi oltre l'1,6%.

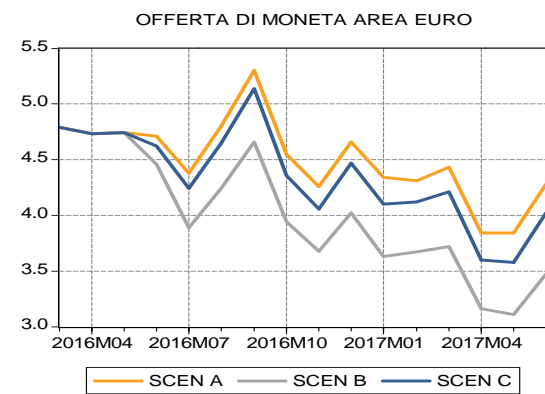
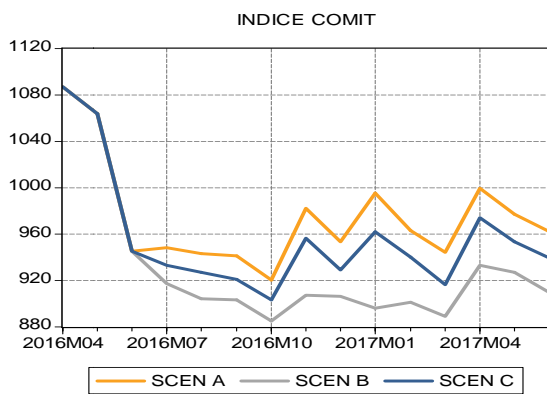
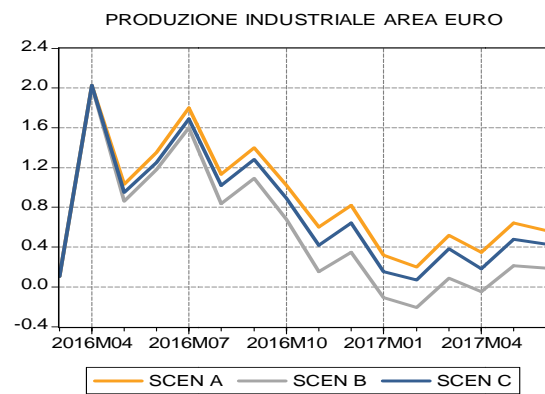
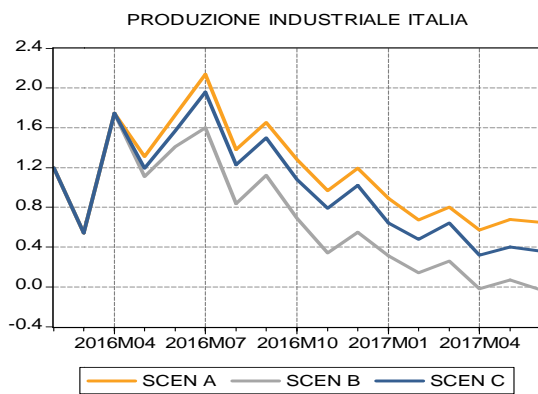
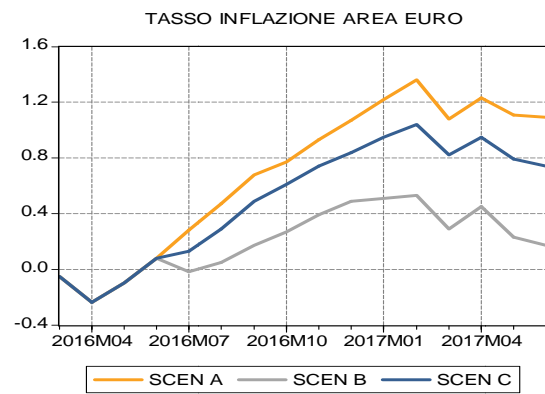
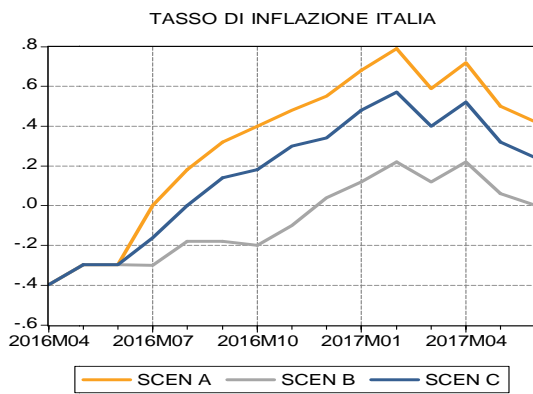
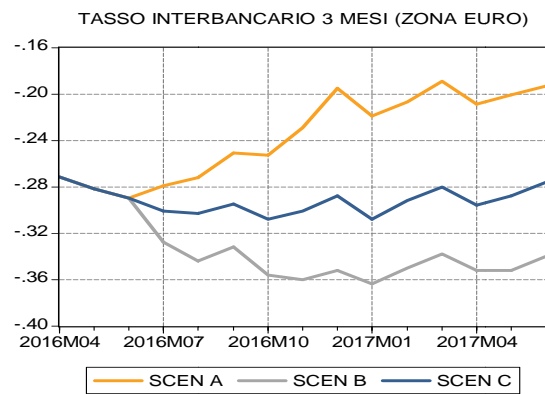
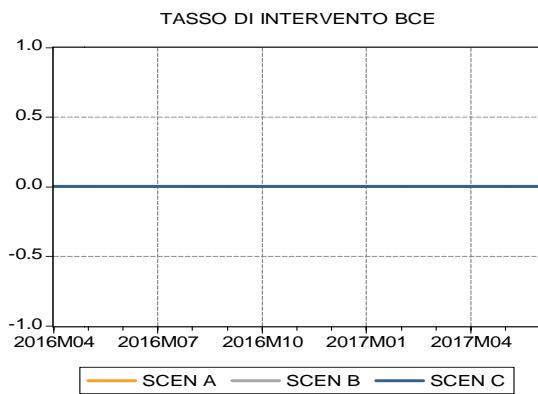
C (65%)

Usa: L'economia stenta a riprendersi, come dimostrano i dati trimestrali deboli e gli utili più bassi del previsto. Permangono, inoltre, i rischi di ridimensionamento della crescita dopo l'esito del referendum in UK. I **bassi rischi inflazionistici** derivanti dal mercato del lavoro insieme alla **minor crescita interna** e alla **debolezza del ciclo internazionale** fanno venir meno le attese di un rialzo entro il 2016.

Area Euro: La BCE, attraverso un'attenta politica di comunicazione, mantiene vive le speranze di un suo nuovo possibile intervento in caso di shock economici. Dopo il referendum in UK, risolto a favore della *Brexit*, vi è la percezione di una minore crescita futura in Area Euro e a livello internazionale. Permangono, infatti, rischi di contagio, non solo a causa del diffondersi di scelte antieuropeiste, ma anche della fragilità del sistema bancario sia dei paesi periferici sia della Germania, come enfatizzato dal FMI. La minor crescita attesa mantiene il rendimento del BTP decennale all'1,20% e lo *spread* intorno a 140 punti base. Il tasso di cambio EUR/USD si muove lateralmente, rimanendo sopra quota 1.10, perché, nonostante lo scenario sia particolarmente critico e favorisca l'apprezzamento del dollaro, le attese circa il rinvio del rialzo dei tassi negli USA sono già incorporate nel livello attuale.

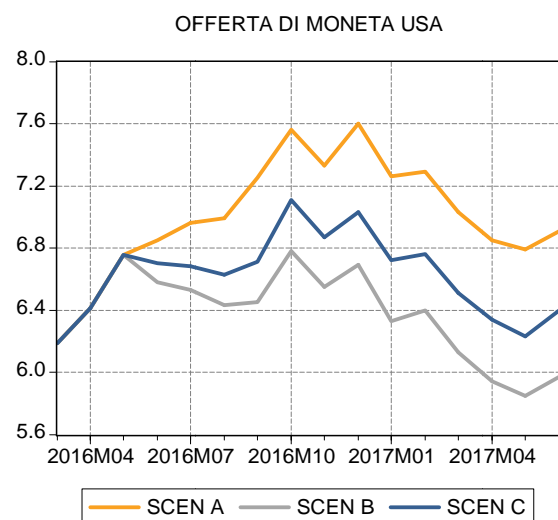
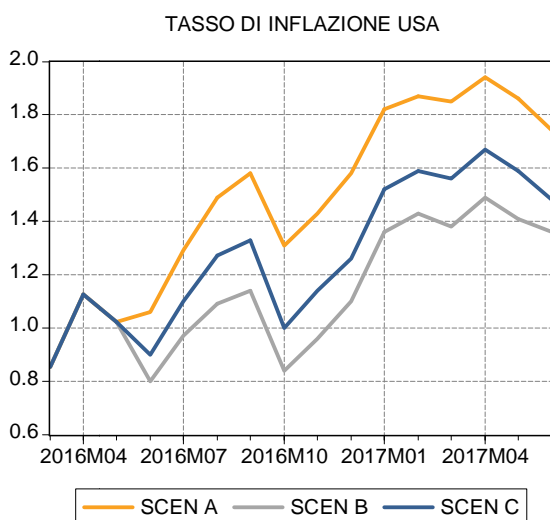
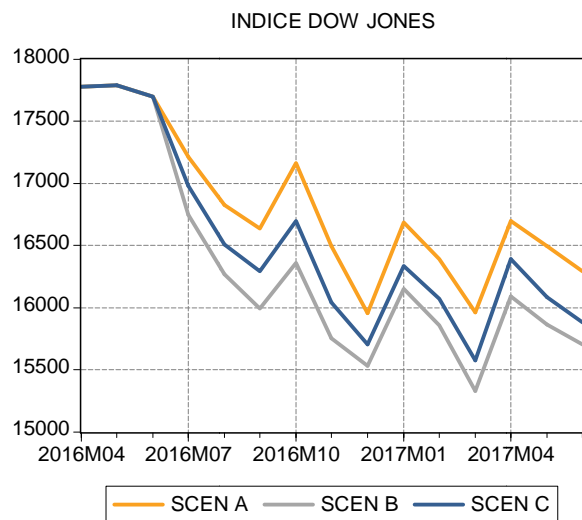
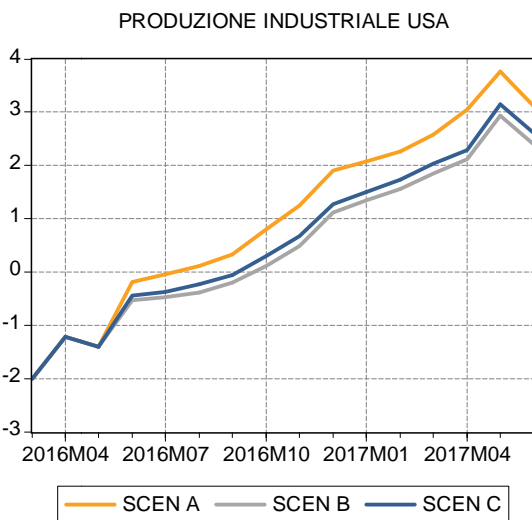
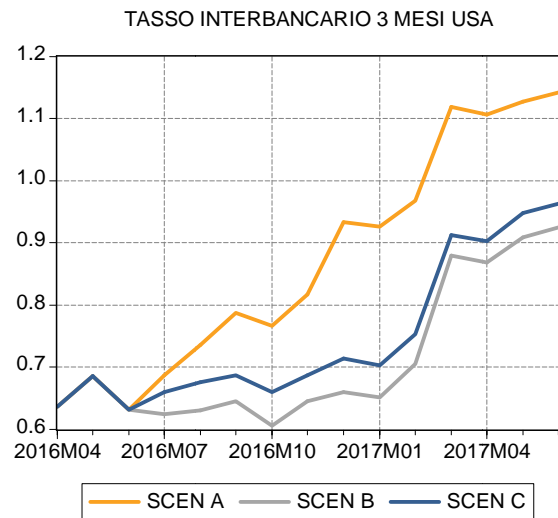
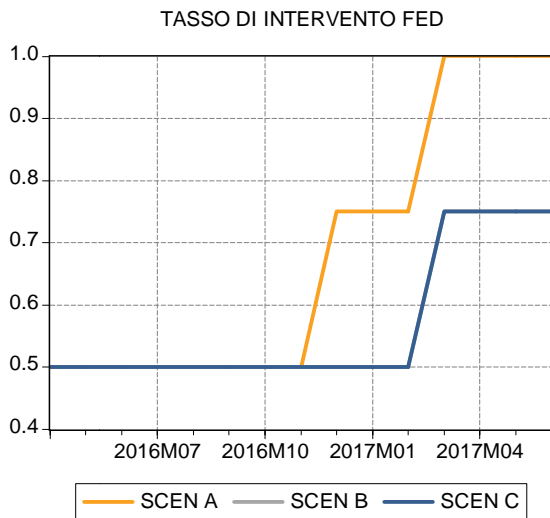
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

In giugno i saggi interbancari europei sono rimasti stabili ai livelli minimi raggiunti in seguito all'intervento dalla BCE a marzo: il tasso a 1 mese è stato pari a -0,36% (da -0,35%) il 3 mesi a -0,28% (stabile) e il 6 mesi a -0,17% (da -0,16%). Nello scenario C, che ipotizza assenza di nuovi interventi da parte sia della FED sia della BCE nel 2016, i tassi dovrebbero rimanere sui livelli attuali (-0,34%, -0,26% e -0,15% l'1, il 3 e il 6 mesi a giugno 2017). Nello scenario A, che vede un rialzo da parte della FED a dicembre 2016, i tassi interbancari sono visti in aumento lieve e a giugno 2017 potrebbero attestarsi a -0,28% l'1 mese, -0,18% il 3 mesi e -0,09% il 6 mesi. Nello scenario B, caratterizzato da importanti turbolenze finanziarie, i tassi sono visti nuovamente in calo (-0,38%, -0,33% e -0,19% rispettivamente, alla fine dell'orizzonte predittivo).

TASSI INTERBANCARI

In giugno, l'esito del referendum in UK ha spinto i tassi di fine periodo della struttura a termine verso il basso, per le attese sia di una minor crescita futura sia d'interventi da parte delle banche centrali. Il tasso sui BTP a 3 anni si è portato allo 0,06% dallo 0,05% precedente, il 5 anni allo 0,39% dallo 0,43%, il 7 anni allo 0,84% dallo 0,90% e il decennale all'1,43% dall'1,46%. Nello scenario C, negli USA la FED decide di attendere il nuovo anno per intervenire e la minor crescita attesa continua a contenere i rendimenti in Area Euro (-0,04% il 3 anni, +0,30% il 5 anni, +0,76% il 7 anni e +1,27% il 10 anni alla fine dell'orizzonte di previsione). Nello scenario A, a parità di condizioni in Europa, la FED decide di compiere un rialzo a dicembre 2016 e i rendimenti esibiscono un andamento laterale portandosi a giugno 2016 all'1,33% il 10 anni, allo 0,82% il 7 anni, allo 0,38% il 5 anni e allo 0,03% il 3 anni. Nello scenario meno favorevole (B) nel quale le politiche monetarie delle due banche centrali sono identiche a quelle delineate in C, ma in Europa la tensione rimane elevata sia per il rischio di scelte anti-europeiste da parte di altri paesi sia per la fragilità del sistema bancario dei paesi periferici e tedesco, i rendimenti subirebbero un incremento a causa dell'aumentato premio al rischio (a giugno 2017 rispettivamente +0,39%, +0,74%, +1,18% e 1,69%).

STRUTTURA A TERMINE

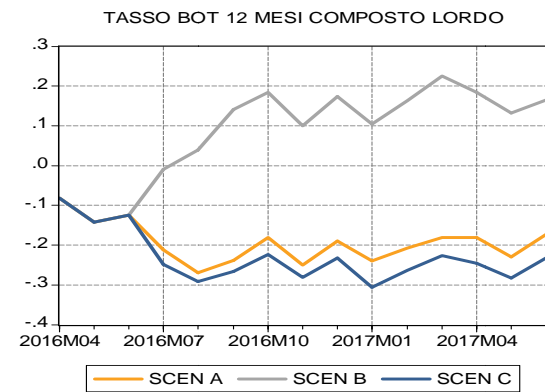
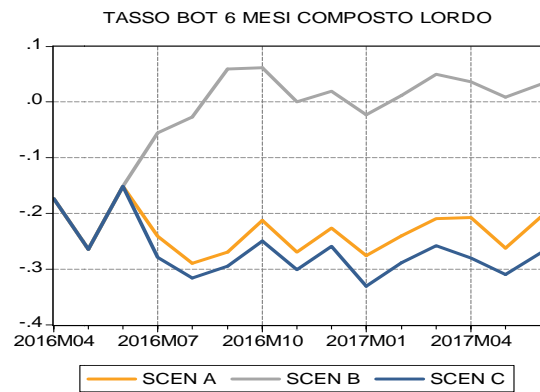
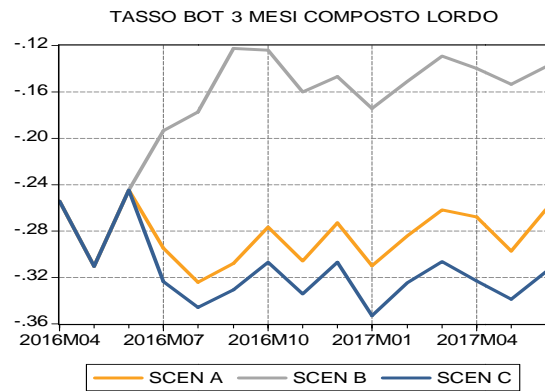
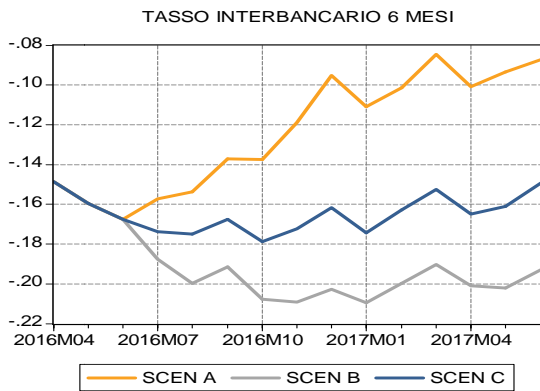
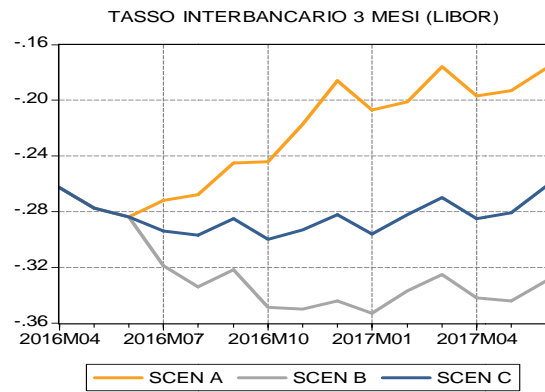
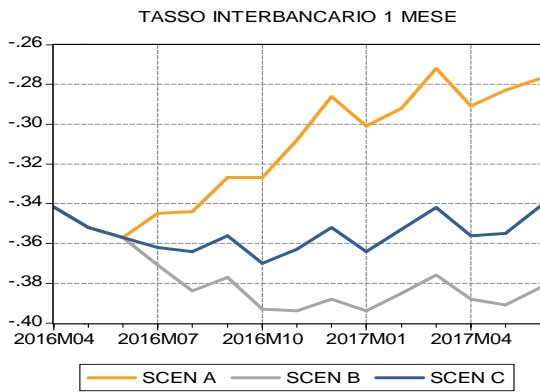
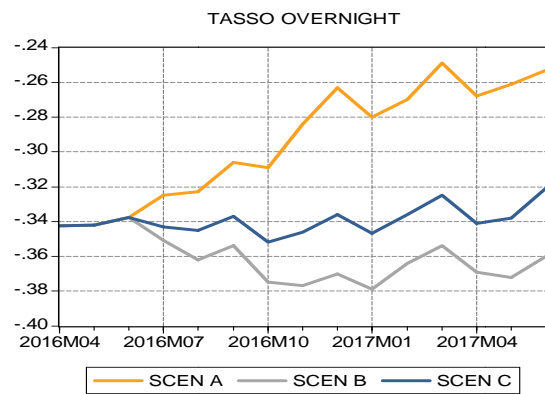
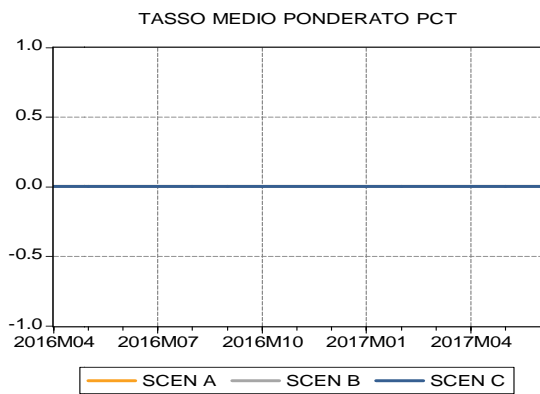
In aprile i tassi medi sui depositi (+0,47%) e sui prestiti (+3,11%) sono rimasti pressoché stabili (+0,49% e +3,16% rispettivamente in marzo). Nello scenario C, i tassi bancari sono visti ancora sui livelli attuali, con il saggio medio sui depositi che a giugno potrebbe toccare lo 0,50% e quello sui prestiti il 3,13%. Nello scenario A, i due tassi potrebbero essere leggermente superiori (+0,56% per i depositi e +3,20% per gli impieghi) mentre sarebbero lievemente inferiori in B (+0,44% e +3,09% rispettivamente).

TASSI BANCARI

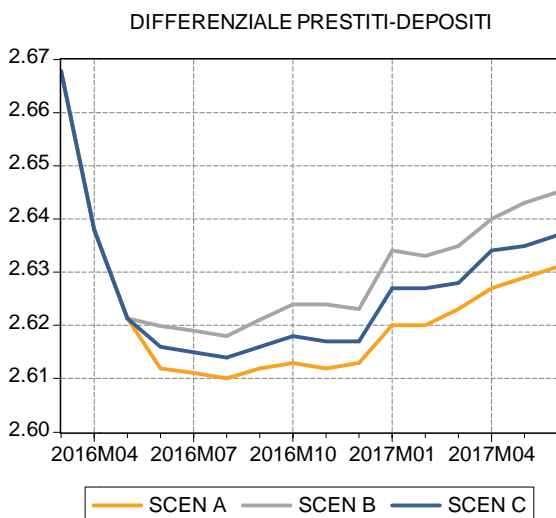
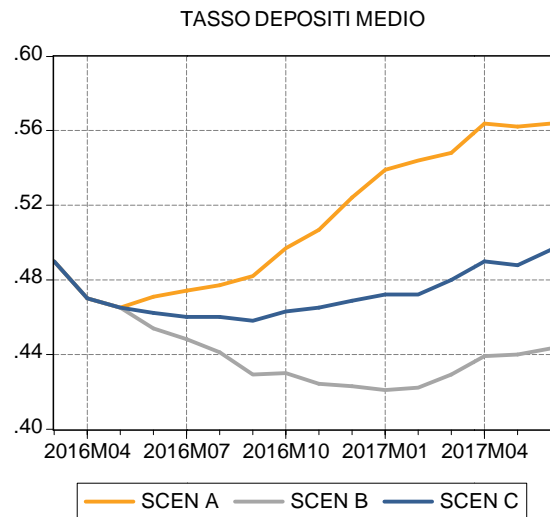
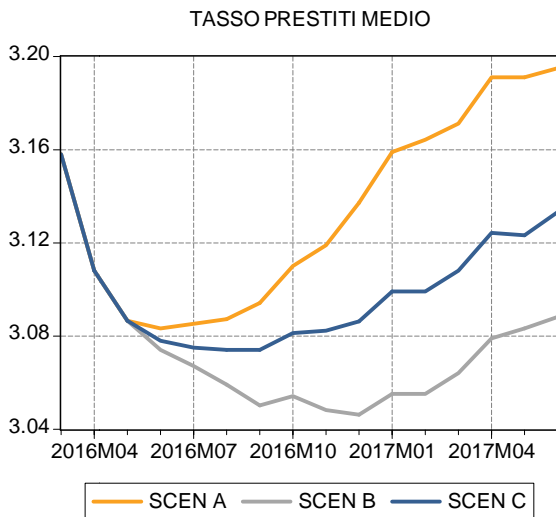
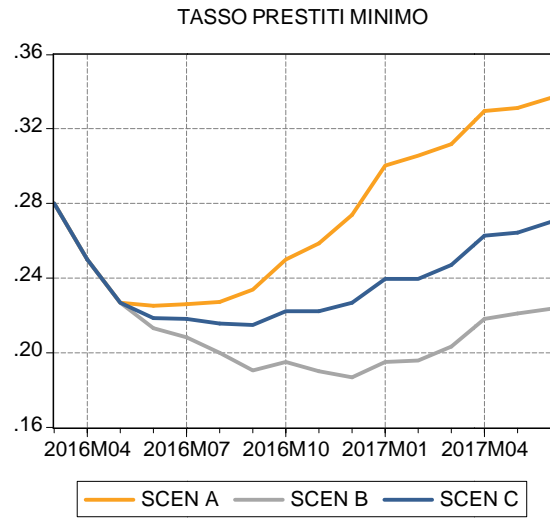
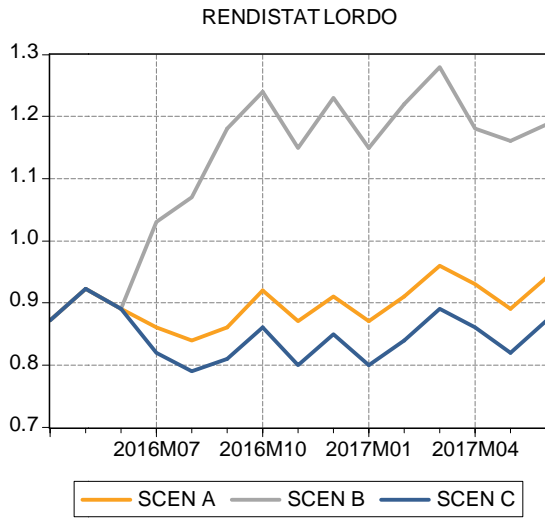
Ad aprile la crescita dei prestiti totali (+0,97% a/a) è continuata al ritmo del mese precedente (+0,91% a/a) mentre i depositi totali hanno fatto un balzo del 4,05% a/a, dopo il +2,45% a/a di marzo. In base ai risultati delle simulazioni, nello scenario più probabile (C) i volumi bancari potrebbero esibire una dinamica in linea con l'attuale per i depositi (+3,69% a/a a fine periodo) e più sostenuta per i prestiti (+1,74% a/a). Anche nello scenario A, il passo potrebbe essere simile (+1,90% a/a gli impieghi e +4,01% a/a la raccolta a giugno 2017). Se si dovesse invece verificare lo scenario più sfavorevole (B) sia i depositi sia i prestiti rimarrebbero positivi durante l'intero arco predittivo, seppur su livelli inferiori rispetto alle alternative A e C. I depositi totali potrebbero registrare un incremento del 3,29% a/a a giugno 2017 e i prestiti dell'1,51% a/a.

VOLUMI

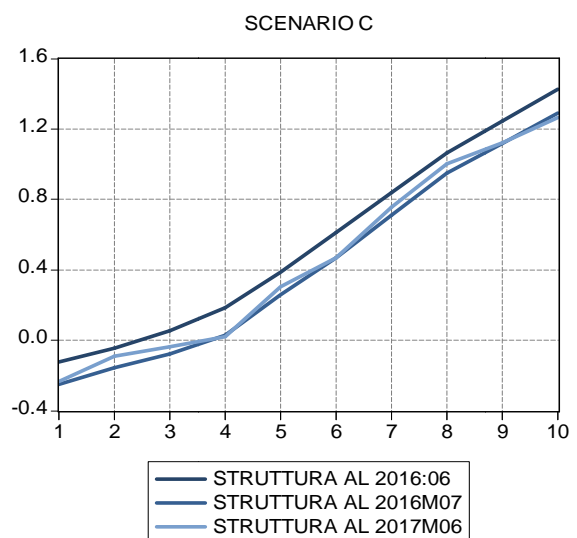
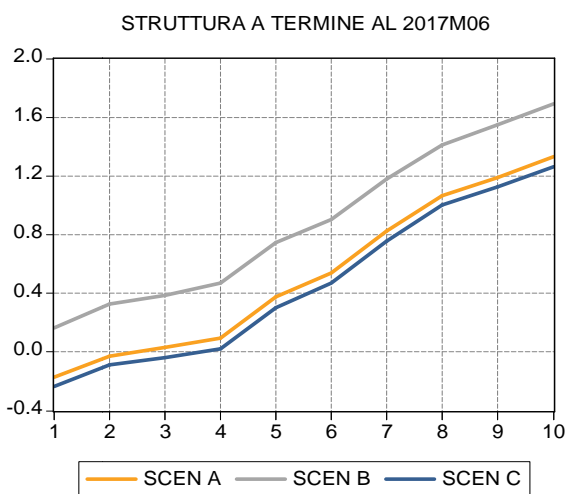
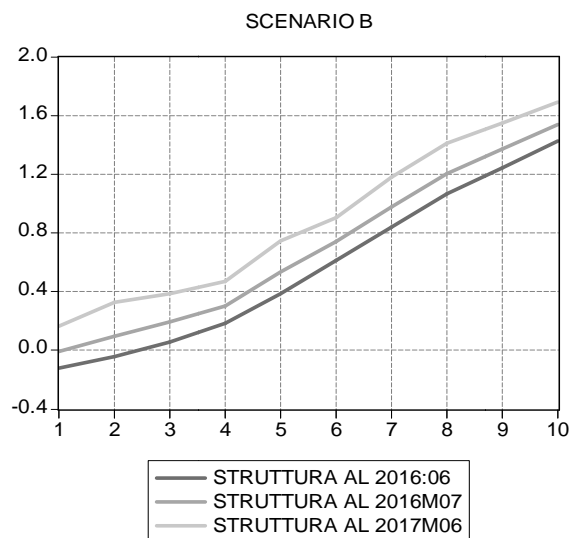
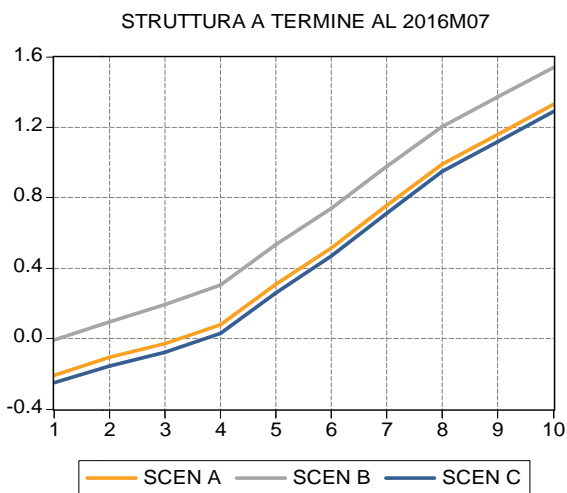
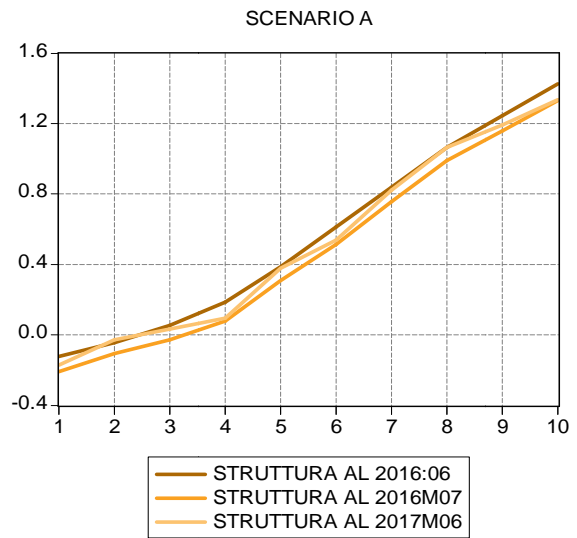
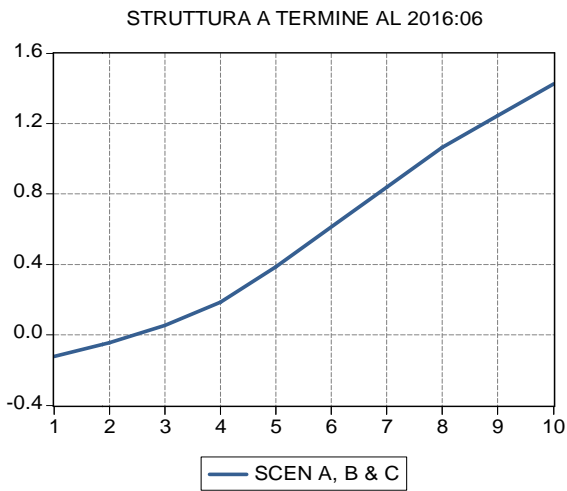
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



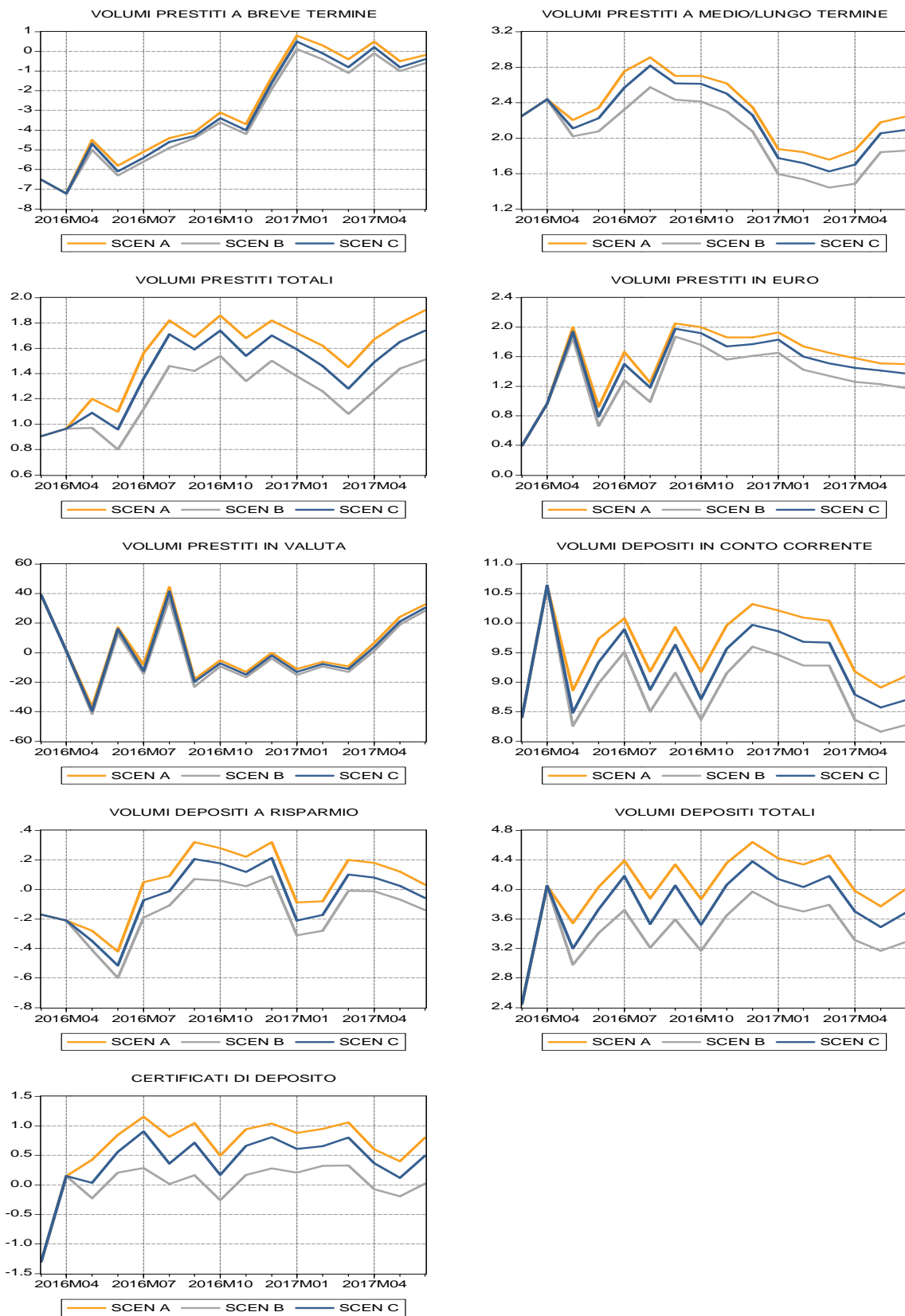
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



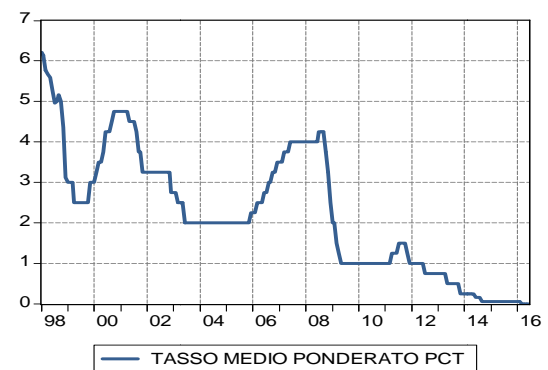
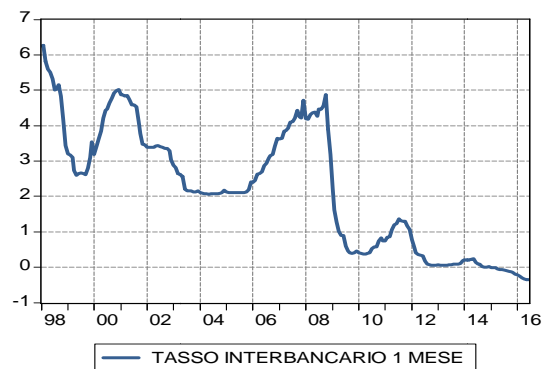
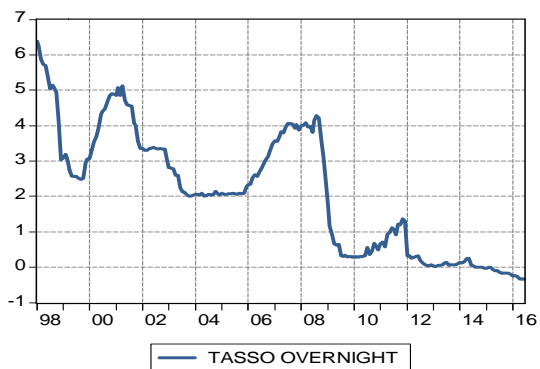
SCENARIO A	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1218	1070	1017	1056	1087	1063	945	948	943	941	920	982	953	995	963	944	999	977	962
Produzione Industriale (Var. % a/a)	-0.1	3.4	1.2	0.5	1.7	1.3	1.7	2.1	1.4	1.7	1.3	1.0	1.2	0.9	0.7	0.8	0.6	0.7	0.6
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.1	0.4	-0.2	-0.2	-0.4	-0.3	-0.3	0.0	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.6	0.7	0.5	0.4
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.05	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.20	-0.25	-0.24	-0.27	-0.34	-0.34	-0.34	-0.33	-0.32	-0.31	-0.31	-0.28	-0.26	-0.28	-0.27	-0.25	-0.27	-0.26	-0.25
T. Interb. 1m lett.	-0.19	-0.22	-0.25	-0.31	-0.34	-0.35	-0.36	-0.35	-0.34	-0.33	-0.33	-0.31	-0.29	-0.30	-0.29	-0.27	-0.29	-0.28	-0.28
T. Interb. 3m lett.	-0.12	-0.15	-0.20	-0.24	-0.26	-0.28	-0.28	-0.27	-0.27	-0.25	-0.24	-0.22	-0.19	-0.21	-0.20	-0.18	-0.20	-0.19	-0.18
T. Interb. 6m lett.	-0.04	-0.07	-0.12	-0.13	-0.15	-0.16	-0.17	-0.16	-0.15	-0.14	-0.14	-0.12	-0.10	-0.11	-0.10	-0.08	-0.10	-0.09	-0.09
T. Depositi medio	0.52	0.50	0.49	0.49	0.47	0.47	0.47	0.47	0.48	0.48	0.50	0.51	0.52	0.54	0.54	0.55	0.56	0.56	0.56
T. Prestiti medio	3.24	3.24	3.20	3.16	3.11	3.09	3.08	3.09	3.09	3.09	3.11	3.12	3.14	3.16	3.16	3.17	3.19	3.19	3.20
T.prest. medio - T.dep. medio	2.72	2.74	2.71	2.67	2.64	2.62	2.61	2.61	2.61	2.61	2.61	2.61	2.61	2.62	2.62	2.62	2.63	2.63	2.63
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.13	-0.16	-0.14	-0.18	-0.25	-0.31	-0.24	-0.30	-0.32	-0.31	-0.28	-0.31	-0.27	-0.31	-0.28	-0.26	-0.27	-0.30	-0.26
T. BOT comp. lordo 6m	-0.04	-0.08	-0.04	-0.05	-0.17	-0.26	-0.15	-0.24	-0.29	-0.27	-0.21	-0.27	-0.23	-0.28	-0.24	-0.21	-0.21	-0.26	-0.21
T. BOT comp. lordo 12m	0.00	-0.07	-0.03	-0.07	-0.08	-0.14	-0.12	-0.21	-0.27	-0.24	-0.18	-0.25	-0.19	-0.24	-0.21	-0.18	-0.18	-0.23	-0.17
Rendistat lordo	1.02	0.97	1.01	0.84	0.87	0.92	0.89	0.86	0.84	0.86	0.92	0.87	0.91	0.87	0.91	0.96	0.93	0.89	0.94
Rendistat netto	0.89	0.85	0.88	0.74	0.76	0.81	0.78	0.75	0.74	0.75	0.81	0.76	0.80	0.76	0.80	0.84	0.81	0.78	0.82
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.15	0.07	0.09	0.06	0.10	0.05	0.06	-0.03	-0.08	-0.03	0.02	-0.04	0.02	-0.04	0.00	0.03	0.02	-0.02	0.03
Rend. BTP a 5 anni	0.67	0.48	0.48	0.36	0.52	0.43	0.39	0.31	0.26	0.30	0.36	0.30	0.35	0.31	0.34	0.37	0.37	0.32	0.38
Rend. BTP a 7 anni	1.11	0.93	0.95	0.76	1.01	0.90	0.84	0.75	0.71	0.75	0.80	0.75	0.80	0.75	0.79	0.82	0.81	0.77	0.82
Rend. BTP a 10 anni	1.66	1.48	1.50	1.30	1.59	1.46	1.43	1.33	1.27	1.30	1.34	1.28	1.33	1.28	1.31	1.34	1.33	1.29	1.33
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2333.583	2345.390	2355.344	2354.003	2343.128	2345.849	2364.946	2363.763	2360.879	2367.179	2365.17	2375.47	2376.05	2385.73	2393.50	2388.14	2382.26	2388.07	2409.88
Prestiti in euro	2288.242	2307.582	2319.848	2311.462	2299.821	2315.884	2334.373	2342.039	2316.594	2332.883	2321.826	2351.18	2330.803	2352.12	2360.21	2349.60	2336.16	2350.85	2369.39
Prestiti in valuta	45.341	37.808	35.496	42.541	43.307	29.965	30.573	21.725	44.285	34.297	43.347	24.292	45.251	33.613	33.287	38.534	46.100	37.220	40.491
Prestiti a breve	337.764	335.155	334.989	334.065	327.641	330.832	335.082	335.279	330.138	331.119	326.381	332.778	333.373	337.836	335.994	332.729	329.279	329.178	334.411
Prestiti a m / l	1995.819	2010.235	2020.355	2019.938	2015.487	2015.017	2029.865	2028.484	2030.741	2036.061	2038.791	2042.696	2042.681	2047.894	2057.507	2055.407	2052.979	2058.897	2075.469
Depositi totali	2199.588	2221.512	2251.884	2255.821	2272.048	2272.589	2293.248	2283.909	2280.560	2299.187	2290.261	2277.103	2301.649	2319.703	2349.616	2356.431	2362.476	2358.266	2385.207
Depositi in c / c	877.005	874.441	869.917	883.585	909.171	910.308	914.044	914.155	907.321	925.738	944.258	935.761	967.512	963.721	957.692	972.297	992.633	991.416	997.314
Depositi a risparmio	301.010	304.023	304.640	303.895	302.950	302.336	302.127	301.115	301.566	300.775	299.587	299.487	301.973	303.749	304.396	304.503	303.495	302.699	302.217
Certif. deposito	1021.573	1043.048	1077.327	1068.341	1059.927	1059.945	1077.077	1068.639	1071.673	1072.674	1046.416	1041.855	1032.164	1052.232	1087.528	1079.631	1066.347	1064.150	1085.676
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	0.85	1.32	2.08	0.91	0.97	1.20	1.10	1.56	1.82	1.69	1.86	1.68	1.82	1.72	1.62	1.45	1.67	1.80	1.90
Prestiti in euro	0.23	0.81	1.86	0.40	0.96	2.00	0.92	1.66	1.25	2.05	2.00	1.86	1.86	1.93	1.74	1.65	1.58	1.51	1.50
Prestiti in valuta	46.45	46.85	19.27	39.06	1.13	-36.99	17.04	-8.18	44.32	-17.99	-5.12	-13.17	-0.20	-11.10	-6.22	-9.42	6.45	24.21	32.44
Prestiti a breve	-6.09	-6.89	-5.30	-6.53	-7.22	-4.50	-5.80	-5.10	-4.40	-4.10	-3.10	-3.70	-1.30	0.80	0.30	-0.40	0.50	-0.50	-0.20
Prestiti a m / l	2.13	2.84	3.42	2.25	2.43	2.20	2.34	2.75	2.91	2.70	2.70	2.61	2.35	1.87	1.84	1.76	1.86	2.18	2.25
Depositi totali	1.82	2.00	3.49	2.45	4.05	3.54	4.03	4.39	3.88	4.34	3.87	4.36	4.64	4.42	4.34	4.46	3.98	3.77	4.01
Depositi in c / c	8.41	7.58	7.56	8.41	10.64	8.86	9.73	10.08	9.18	9.93	9.17	9.96	10.32	10.21	10.09	10.04	9.18	8.91	9.11
Depositi a risparmio	-0.51	0.13	0.21	-0.17	-0.21	-0.28	-0.42	0.05	0.09	0.32	0.28	0.22	0.32	-0.09	-0.08	0.20	0.18	0.12	0.03
Certif. deposito	-2.60	-1.74	1.33	-1.30	0.15	0.42	0.85	1.15	0.81	1.04	0.50	0.94	1.04	0.88	0.95	1.06	0.61	0.40	0.80

SCENARIO B	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1218	1070	1017	1056	1087	1063	945	917	904	903	885	907	906	896	901	889	933	927	909
Produzione Industriale (Var. % a/a)	-0.1	3.4	1.2	0.5	1.7	1.1	1.4	1.6	0.8	1.1	0.7	0.3	0.6	0.3	0.1	0.3	0.0	0.1	0.0
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.1	0.4	-0.2	-0.2	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.0
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.05	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.20	-0.25	-0.24	-0.27	-0.34	-0.34	-0.34	-0.35	-0.36	-0.35	-0.38	-0.38	-0.37	-0.38	-0.36	-0.35	-0.37	-0.37	-0.36
T. Interb. 1m lett.	-0.19	-0.22	-0.25	-0.31	-0.34	-0.35	-0.36	-0.37	-0.38	-0.38	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.39	-0.38	-0.39	-0.39	-0.38
T. Interb. 3m lett.	-0.12	-0.15	-0.20	-0.24	-0.26	-0.28	-0.28	-0.32	-0.33	-0.32	-0.35	-0.35	-0.34	-0.35	-0.34	-0.33	-0.34	-0.34	-0.33
T. Interb. 6m lett.	-0.04	-0.07	-0.12	-0.13	-0.15	-0.16	-0.17	-0.19	-0.20	-0.19	-0.21	-0.21	-0.20	-0.21	-0.20	-0.19	-0.20	-0.20	-0.19
T. Depositi medio	0.52	0.50	0.49	0.49	0.47	0.47	0.45	0.45	0.44	0.43	0.43	0.42	0.42	0.42	0.42	0.43	0.44	0.44	0.44
T. Prestiti medio	3.24	3.24	3.20	3.16	3.11	3.09	3.07	3.07	3.06	3.05	3.05	3.05	3.05	3.06	3.06	3.06	3.08	3.08	3.09
T.prest. medio - T.dep. medio	2.72	2.74	2.71	2.67	2.64	2.62	2.62	2.62	2.62	2.62	2.62	2.62	2.62	2.63	2.63	2.64	2.64	2.64	2.65
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.13	-0.16	-0.14	-0.18	-0.25	-0.31	-0.24	-0.19	-0.18	-0.12	-0.12	-0.16	-0.15	-0.17	-0.15	-0.13	-0.14	-0.15	-0.14
T. BOT comp. lordo 6m	-0.04	-0.08	-0.04	-0.05	-0.17	-0.26	-0.15	-0.06	-0.03	0.06	0.06	0.00	0.02	-0.02	0.01	0.05	0.04	0.01	0.03
T. BOT comp. lordo 12m	0.00	-0.07	-0.03	-0.07	-0.08	-0.14	-0.12	-0.01	0.04	0.14	0.18	0.10	0.17	0.11	0.16	0.23	0.18	0.13	0.17
Rendistat lordo	1.02	0.97	1.01	0.84	0.87	0.92	0.89	1.03	1.07	1.18	1.24	1.15	1.23	1.15	1.22	1.28	1.18	1.16	1.19
Rendistat netto	0.89	0.85	0.88	0.74	0.76	0.81	0.78	0.90	0.94	1.03	1.09	1.01	1.08	1.01	1.07	1.12	1.03	1.02	1.04
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.15	0.07	0.09	0.06	0.10	0.05	0.06	0.19	0.26	0.36	0.42	0.33	0.40	0.34	0.39	0.46	0.41	0.36	0.39
Rend. BTP a 5 anni	0.67	0.48	0.48	0.36	0.52	0.43	0.39	0.54	0.60	0.71	0.77	0.68	0.76	0.69	0.74	0.81	0.77	0.72	0.74
Rend. BTP a 7 anni	1.11	0.93	0.95	0.76	1.01	0.90	0.84	0.98	1.03	1.14	1.20	1.11	1.19	1.13	1.17	1.24	1.20	1.16	1.18
Rend. BTP a 10 anni	1.66	1.48	1.50	1.30	1.59	1.46	1.43	1.54	1.58	1.67	1.73	1.64	1.71	1.65	1.69	1.76	1.72	1.68	1.69
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2333.583	2345.390	2355.344	2354.003	2343.128	2340.518	2357.929	2353.522	2352.532	2360.894	2357.74	2367.53	2368.59	2377.76	2385.02	2379.43	2372.65	2374.22	2393.53
Prestiti in euro	2288.242	2307.582	2319.848	2311.462	2299.821	2312.706	2328.359	2333.284	2310.645	2328.768	2316.362	2344.26	2325.082	2345.66	2352.79	2342.44	2328.80	2341.15	2355.60
Prestiti in valuta	45.341	37.808	35.496	42.541	43.307	27.812	29.569	20.238	41.887	32.126	41.380	23.273	43.504	32.100	32.231	36.990	43.853	33.069	37.932
Prestiti a breve	337.764	335.155	334.989	334.065	327.641	329.100	333.303	333.512	328.412	330.083	324.697	331.050	331.346	335.490	333.649	330.390	327.313	325.809	331.303
Prestiti a m / l	1995.819	2010.235	2020.355	2019.938	2015.487	2011.418	2024.626	2020.010	2024.120	2030.811	2033.045	2036.481	2037.240	2042.266	2051.372	2049.036	2045.338	2048.412	2062.230
Depositi totali	2199.588	2221.512	2251.884	2255.821	2272.048	2260.298	2279.580	2269.250	2265.851	2282.661	2274.826	2261.611	2286.912	2305.485	2335.204	2341.317	2347.253	2331.949	2354.579
Depositi in c / c	877.005	874.441	869.917	883.585	909.171	905.291	907.797	909.421	901.670	919.254	937.339	928.868	961.197	957.163	950.645	965.582	985.178	979.162	982.962
Depositi a risparmio	301.010	304.023	304.640	303.895	302.950	301.942	301.581	300.393	300.964	300.026	298.929	298.890	301.281	303.081	303.787	303.865	302.910	301.739	301.160
Certif. deposito	1021.573	1043.048	1077.327	1068.341	1059.927	1053.065	1070.203	1059.436	1063.217	1063.381	1038.558	1033.854	1024.433	1045.242	1080.771	1071.870	1059.165	1051.048	1070.456
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	0.85	1.32	2.08	0.91	0.97	0.97	0.80	1.12	1.46	1.42	1.54	1.34	1.50	1.38	1.26	1.08	1.26	1.44	1.51
Prestiti in euro	0.23	0.81	1.86	0.40	0.96	1.86	0.66	1.28	0.99	1.87	1.76	1.56	1.61	1.65	1.42	1.34	1.26	1.23	1.17
Prestiti in valuta	46.45	46.85	19.27	39.06	1.13	-41.52	13.20	-14.46	36.50	-23.18	-9.42	-16.81	-4.05	-15.10	-9.20	-13.05	1.26	18.90	28.28
Prestiti a breve	-6.09	-6.89	-5.30	-6.53	-7.22	-5.00	-6.30	-5.60	-4.90	-4.40	-3.60	-4.20	-1.90	0.10	-0.40	-1.10	-0.10	-1.00	-0.60
Prestiti a m / l	2.13	2.84	3.42	2.25	2.43	2.02	2.07	2.32	2.57	2.43	2.41	2.30	2.08	1.59	1.54	1.44	1.48	1.84	1.86
Depositi totali	1.82	2.00	3.49	2.45	4.05	2.98	3.41	3.72	3.21	3.59	3.17	3.65	3.97	3.78	3.70	3.79	3.31	3.17	3.29
Depositi in c / c	8.41	7.58	7.56	8.41	10.64	8.26	8.98	9.51	8.50	9.16	8.37	9.15	9.60	9.46	9.28	9.28	8.36	8.16	8.28
Depositi a risparmio	-0.51	0.13	0.21	-0.17	-0.21	-0.41	-0.60	-0.19	-0.11	0.07	0.06	0.02	0.09	-0.31	-0.28	-0.01	-0.01	-0.07	-0.14
Certif. deposito	-2.60	-1.74	1.33	-1.30	0.15	-0.23	0.20	0.28	0.02	0.17	-0.26	0.17	0.28	0.21	0.32	0.33	-0.07	-0.19	0.02

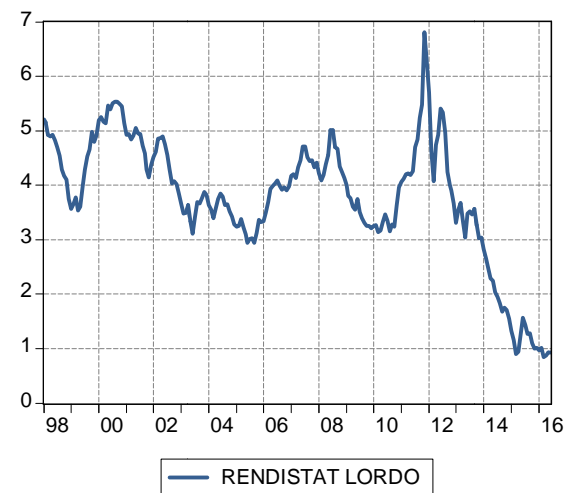
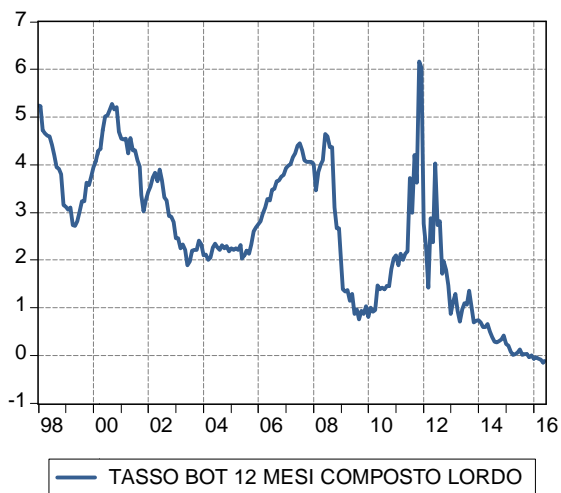
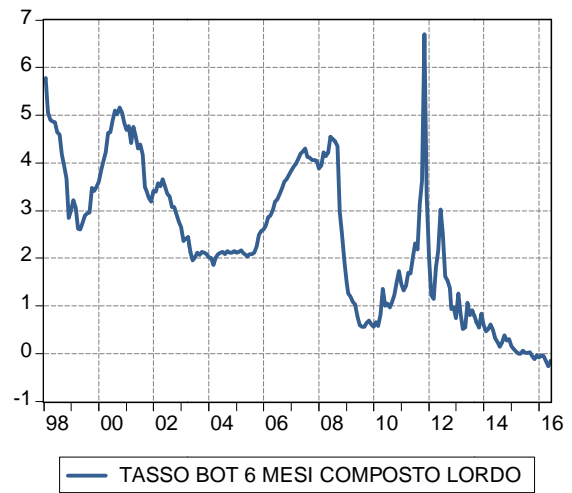
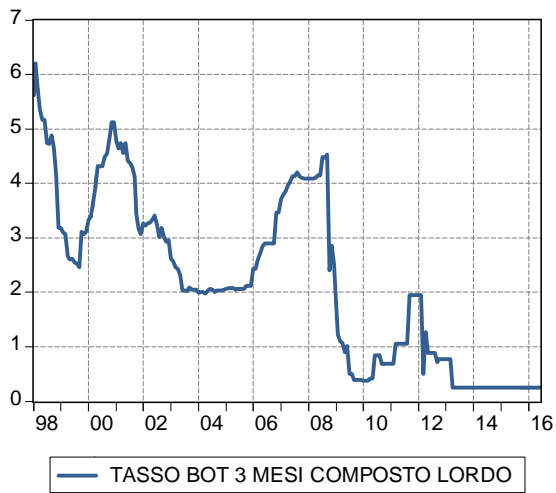
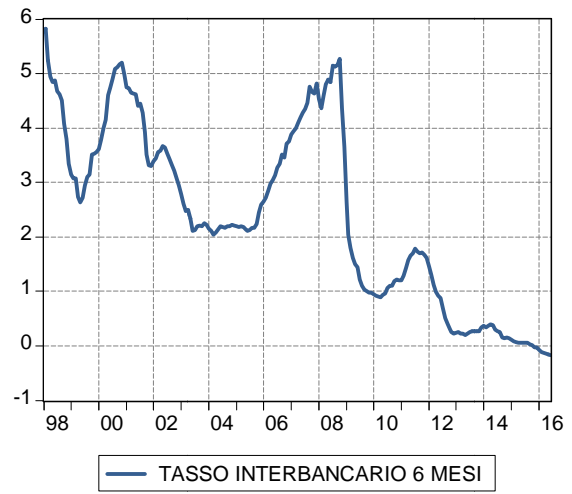
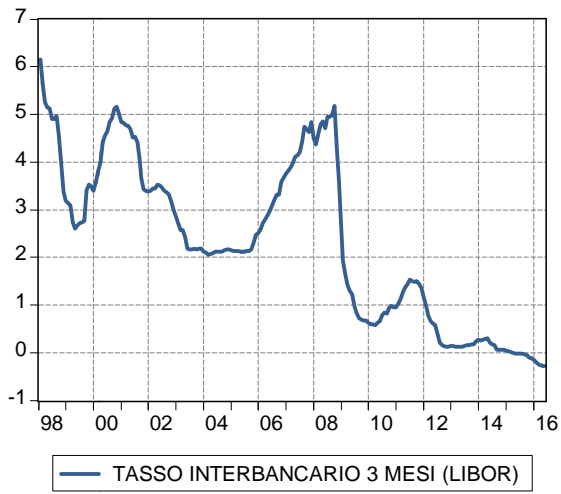
SCENARIO C	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1218	1070	1017	1056	1087	1063	945	933	927	921	903	956	929	962	940	916	974	953	939
Produzione Industriale (Var. % a/a)	-0.1	3.4	1.2	0.5	1.7	1.2	1.6	2.0	1.2	1.5	1.1	0.8	1.0	0.6	0.5	0.6	0.3	0.4	0.4
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.1	0.4	-0.2	-0.2	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.5	0.6	0.4	0.5	0.3	0.2
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.05	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.20	-0.25	-0.24	-0.27	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34	-0.35	-0.34	-0.35	-0.35	-0.34	-0.35	-0.34	-0.33	-0.34	-0.34	-0.32
T. Interb. 1m lett.	-0.19	-0.22	-0.25	-0.31	-0.34	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.37	-0.36	-0.35	-0.36	-0.35	-0.34	-0.36	-0.36	-0.34
T. Interb. 3m lett.	-0.12	-0.15	-0.20	-0.24	-0.26	-0.28	-0.28	-0.29	-0.30	-0.29	-0.30	-0.29	-0.28	-0.30	-0.28	-0.27	-0.29	-0.28	-0.26
T. Interb. 6m lett.	-0.04	-0.07	-0.12	-0.13	-0.15	-0.16	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.18	-0.17	-0.16	-0.17	-0.16	-0.15	-0.16	-0.16	-0.15
T. Depositi medio	0.52	0.50	0.49	0.49	0.47	0.47	0.46	0.46	0.46	0.46	0.46	0.47	0.47	0.47	0.47	0.48	0.49	0.49	0.50
T. Prestiti medio	3.24	3.24	3.20	3.16	3.11	3.09	3.08	3.08	3.07	3.07	3.08	3.08	3.09	3.10	3.10	3.11	3.12	3.12	3.13
T.prest. medio - T.dep. medio	2.72	2.74	2.71	2.67	2.64	2.62	2.62	2.62	2.61	2.62	2.62	2.62	2.62	2.63	2.63	2.63	2.63	2.63	2.64
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.13	-0.16	-0.14	-0.18	-0.25	-0.31	-0.24	-0.32	-0.35	-0.33	-0.31	-0.33	-0.31	-0.35	-0.32	-0.31	-0.32	-0.34	-0.32
T. BOT comp. lordo 6m	-0.04	-0.08	-0.04	-0.05	-0.17	-0.26	-0.15	-0.28	-0.32	-0.30	-0.25	-0.30	-0.26	-0.33	-0.29	-0.26	-0.28	-0.31	-0.27
T. BOT comp. lordo 12m	0.00	-0.07	-0.03	-0.07	-0.08	-0.14	-0.12	-0.25	-0.29	-0.27	-0.22	-0.28	-0.23	-0.31	-0.26	-0.23	-0.25	-0.28	-0.23
Rendistat lordo	1.02	0.97	1.01	0.84	0.87	0.92	0.89	0.82	0.79	0.81	0.86	0.80	0.85	0.80	0.84	0.89	0.86	0.82	0.87
Rendistat netto	0.89	0.85	0.88	0.74	0.76	0.81	0.78	0.72	0.69	0.71	0.75	0.70	0.74	0.70	0.74	0.78	0.75	0.72	0.76
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.15	0.07	0.09	0.06	0.10	0.05	0.06	-0.08	-0.12	-0.09	-0.04	-0.09	-0.04	-0.11	-0.07	-0.03	-0.05	-0.08	-0.04
Rend. BTP a 5 anni	0.67	0.48	0.48	0.36	0.52	0.43	0.39	0.26	0.22	0.25	0.30	0.25	0.30	0.23	0.27	0.31	0.29	0.26	0.30
Rend. BTP a 7 anni	1.11	0.93	0.95	0.76	1.01	0.90	0.84	0.71	0.67	0.70	0.75	0.70	0.75	0.68	0.72	0.76	0.74	0.71	0.76
Rend. BTP a 10 anni	1.66	1.48	1.50	1.30	1.59	1.46	1.43	1.29	1.23	1.25	1.29	1.24	1.27	1.21	1.24	1.28	1.26	1.23	1.27
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2333.583	2345.390	2355.344	2354.003	2343.128	2343.300	2361.671	2359.108	2358.328	2364.852	2362.39	2372.20	2373.25	2382.68	2389.73	2384.13	2378.04	2381.96	2402.76
Prestiti in euro	2288.242	2307.582	2319.848	2311.462	2299.821	2314.522	2331.366	2338.353	2314.992	2331.283	2320.004	2348.41	2328.743	2349.81	2356.97	2346.37	2333.17	2347.16	2363.31
Prestiti in valuta	45.341	37.808	35.496	42.541	43.307	28.777	30.305	20.756	43.337	33.569	42.382	23.791	44.510	32.871	32.766	37.769	44.872	34.807	39.458
Prestiti a breve	337.764	335.155	334.989	334.065	327.641	330.139	334.049	334.219	329.448	330.428	325.371	331.741	332.360	336.831	334.654	331.392	328.296	327.498	332.713
Prestiti a m / l	1995.819	2010.235	2020.355	2019.938	2015.487	2013.160	2027.623	2024.889	2028.881	2034.423	2037.016	2040.462	2040.894	2045.851	2055.078	2052.742	2049.744	2054.466	2070.052
Depositi totali	2199.588	2221.512	2251.884	2255.821	2272.048	2265.126	2286.634	2279.315	2272.876	2292.797	2282.544	2270.557	2295.930	2313.483	2342.635	2350.114	2356.114	2344.179	2371.011
Depositi in c / c	877.005	874.441	869.917	883.585	909.171	907.130	910.796	912.577	904.745	923.212	940.280	932.442	964.442	960.661	954.125	969.028	989.087	984.871	990.035
Depositi a risparmio	301.010	304.023	304.640	303.895	302.950	302.128	301.835	300.742	301.261	300.426	299.280	299.185	301.649	303.384	304.115	304.200	303.188	302.200	301.658
Certif. deposito	1021.573	1043.048	1077.327	1068.341	1059.927	1055.868	1074.004	1065.995	1066.871	1069.159	1042.984	1038.931	1029.838	1049.438	1084.395	1076.887	1063.839	1057.108	1079.318
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	0.85	1.32	2.08	0.91	0.97	1.09	0.96	1.36	1.71	1.59	1.74	1.54	1.70	1.59	1.46	1.28	1.49	1.65	1.74
Prestiti in euro	0.23	0.81	1.86	0.40	0.96	1.94	0.79	1.50	1.18	1.98	1.92	1.74	1.77	1.83	1.60	1.51	1.45	1.41	1.37
Prestiti in valuta	46.45	46.85	19.27	39.06	1.13	-39.49	16.01	-12.27	41.23	-19.73	-7.23	-14.96	-1.83	-13.06	-7.69	-11.22	3.61	20.95	30.20
Prestiti a breve	-6.09	-6.89	-5.30	-6.53	-7.22	-4.70	-6.09	-5.40	-4.60	-4.30	-3.40	-4.00	-1.60	0.50	-0.10	-0.80	0.20	-0.80	-0.40
Prestiti a m / l	2.13	2.84	3.42	2.25	2.43	2.11	2.22	2.57	2.81	2.62	2.61	2.50	2.26	1.77	1.72	1.62	1.70	2.05	2.09
Depositi totali	1.82	2.00	3.49	2.45	4.05	3.20	3.73	4.18	3.53	4.05	3.52	4.06	4.38	4.14	4.03	4.18	3.70	3.49	3.69
Depositi in c / c	8.41	7.58	7.56	8.41	10.64	8.48	9.34	9.89	8.87	9.63	8.71	9.57	9.97	9.86	9.68	9.67	8.79	8.57	8.70
Depositi a risparmio	-0.51	0.13	0.21	-0.17	-0.21	-0.35	-0.52	-0.07	-0.01	0.20	0.18	0.12	0.21	-0.21	-0.17	0.10	0.08	0.02	-0.06
Certif. deposito	-2.60	-1.74	1.33	-1.30	0.15	0.04	0.56	0.90	0.36	0.71	0.17	0.66	0.81	0.61	0.66	0.80	0.37	0.12	0.49

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

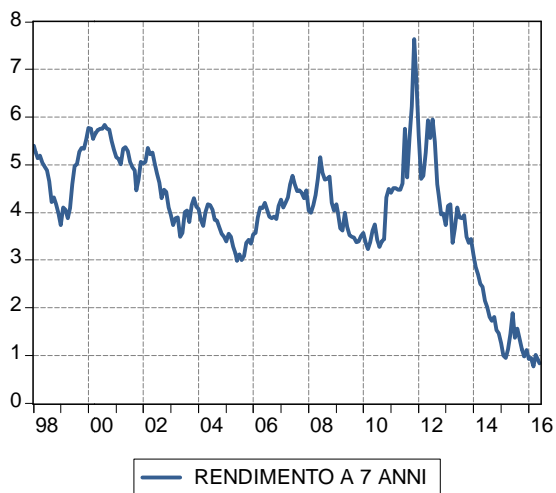
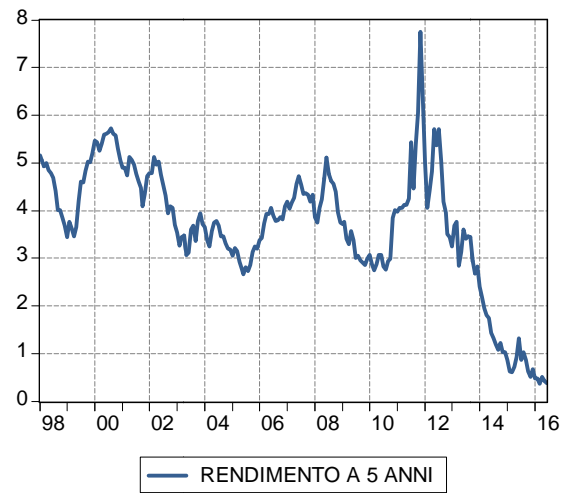
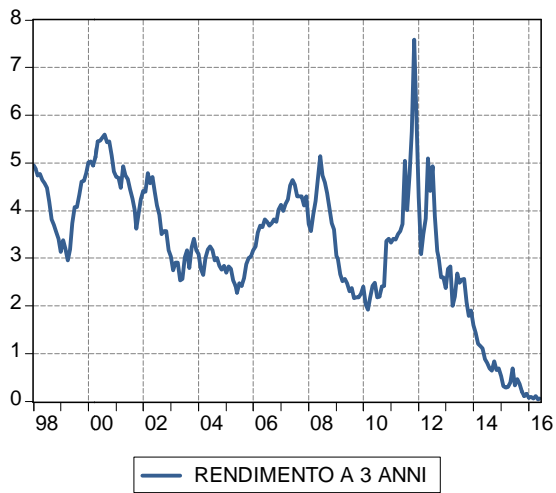
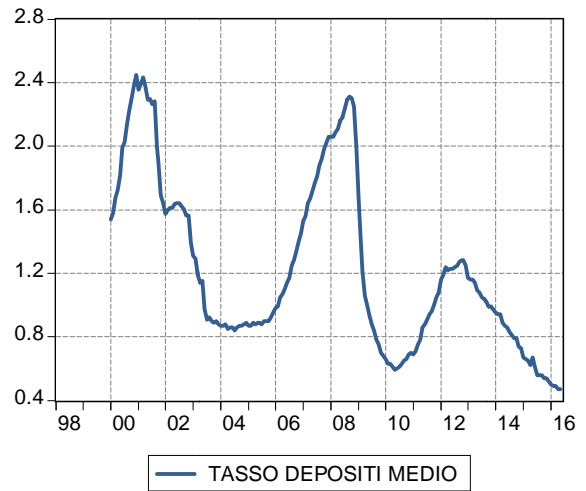
Dati mensili



TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



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

