

MEFIM

MODELLO
ECONOMETRICO
FINANZIARIO
INTERNAZIONALE
MENSILE

Settembre 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 agosto 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

Agosto è stato un mese particolarmente calmo, rispetto a quanto verificatosi negli anni passati. Molti analisti s'interrogano sui motivi di tale tranquillità e si aspettando che a settembre ritorni la turbolenza nei mercati.

Gli ultimi dati mensili statunitensi sono stati abbastanza brillanti, anche se non clamorosi, e hanno fatto aumentare la probabilità di un rialzo dei tassi sui *Fed fund* nel prossimo futuro. Nell'ultimo mese, diversi membri del Board della FED hanno parlato con toni da falchi e le stesse osservazioni della Yellen, alla conferenza di *Jackson Hole*, hanno rafforzato le aspettative di un rialzo dei tassi nel breve periodo. Questo ha fatto aumentare i rendimenti dei titoli governativi a medio-lungo termine di circa 13-14 pb., essendo quasi raddoppiate le probabilità di un intervento sia a settembre sia a dicembre. I *future* sui *Fed Fund* assegnano, infatti, ora una probabilità del 34% a una stretta già a settembre - tale ipotesi era data al 18% a inizio agosto e a 0% subito dopo il referendum in UK - e del 60% (dal 36%) per l'intervento a dicembre. **A nostro avviso, pur essendo aumentata la probabilità di un inizio abbastanza prossimo della politica monetaria restrittiva, il rialzo a settembre non ci sarà e, pur essendo possibile l'intervento prima della fine dell'anno, è prematuro abbandonare la visione dei mesi precedenti, secondo la quale la FED rimarrà attendista per tutto il 2016.** Le nostre motivazioni sono le seguenti. In primo luogo, nonostante gli ultimi dati mensili di agosto siano stati positivi, la revisione della contabilità trimestrale ha portato la crescita tendenziale sotto l'1,5% a/a, un passo più lento della stessa Area Euro. In secondo luogo, l'esito delle elezioni presidenziali di novembre è assai incerto e con la possibilità che si affermi un presidente conservatore, quanto meno, *sui generis*. Questo ci induce a pensare che, non solo, come avvenuto storicamente, la FED non interverrà né prima (20-21 settembre) né a ridosso delle elezioni (1-2 novembre) ma anche che attenderà qualche mese prima di iniziare la politica restrittiva. In terzo luogo, sebbene nei mesi passati siano stati dati segnali distensivi da parte della FED per calmare i mercati circa i rischi internazionali, in particolare derivanti dalla *Brexit*, in realtà molti dei focolai di tensione permangono, e gli effetti del voto britannico non saranno visibili ancora per molti mesi. Inoltre, se è pur vero, come sottolineato da molti componenti del Board, che le decisioni future dipenderanno in larga misura dai dati macroeconomici, le prossime rilevazioni fondamentali circa l'*Employment Situation* (in uscita il 2 settembre) saranno relative ad agosto, mese poco significativo perché caratterizzato dal rallentamento della produzione. La banca centrale, secondo noi, prudentemente, attenderà di avere a disposizione almeno anche le rilevazioni di settembre. Inoltre, anche se i dati dal mercato del lavoro dovessero essere molto brillanti, potrebbero, a nostro avviso, creare turbolenze nei mercati, ma non comportare, da soli, il passaggio repentino alla politica restrittiva. Ci attendiamo, infatti, che la FED decida di intervenire solo in presenza anche di segnali di surriscaldamento dell'inflazione, per ora sotto controllo. Dal lato dei salari forse qualche indicazione comincia a vedersi, ma l'andamento del prezzo delle materie prime, del petrolio in particolare, dovrebbe contribuire a contenere la dinamica dei prezzi. **Sebbene nell'ultimo mese i corsi del greggio siano saliti lievemente anche sopra i 50 dollari al barile, grazie ai rumor su un possibile accordo tra l'Arabia Saudita e la Russia per il congelamento/taglio della produzione, non ci attendiamo, nel prossimo futuro, l'inizio di un trend crescente, a causa della debolezza del ciclo economico globale.**

Sul fronte europeo, nel secondo trimestre la crescita si è stata moderata, dimostrando che il *PAA* sta dando i suoi frutti. Il divario tra la politica monetaria e la vigilanza bancaria, segnalato in luglio, rimane come fattore critico. La BCE sta usando ogni mezzo a sua disposizione per dare segnali espansivi all'economia, ma le norme di vigilanza particolarmente penalizzanti per il sistema bancario, e di conseguenza per l'economia reale, rischiano di neutralizzarne gli effetti. **Altri fattori critici, già segnalati in precedenza, riguardano il rischio politico, bancario e la *Brexit*.** Tra la fine del 2016 e l'inizio del 2017, infatti, si aprirà una stagione fitta di eventi elettorali che potrebbe portare al rafforzamento di movimenti populistici, causando instabilità dannose anche per l'economia. La fragilità del sistema bancario, attenuata in Italia dopo i risultati degli stress test, è tornata alla ribalta dopo la richiesta avanzata in agosto dalla *Commodity Futures Trading Commission* statunitense che sia nominato un controllore indipendente che valuti il rischio sistemico di Deutsche Bank. Per quel che riguarda la *Brexit*, è ancora presto per valutarne gli

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

effetti. Per ora, in Area Euro, qualche segnale di debolezza è emerso, più per la sopravvalutazione dell'impatto negativo che per la *Brexit* stessa. Dalle minute della BCE e dalle dichiarazioni del presidente Draghi emerge che la *Brexit* è considerata una possibile fonte di rallentamento della ripresa europea e che probabilmente saranno necessarie nuove misure espansive. Alcuni si attendono un intervento già a settembre, tuttavia, a nostro avviso, è poco probabile che questo avvenga, poiché, per ora, l'unico effetto osservabile è un debole peggioramento della fiducia nell'Eurozona in agosto. La banca centrale, prima di introdurre nuove misure espansive, secondo la nostra analisi, vorrà disporre di maggiori informazioni macroeconomiche relative a luglio e agosto per avere un quadro più preciso della situazione, considerando anche i pochi strumenti di intervento ancora disponibili.

In Giappone, la crescita è lenta, fortemente penalizzata dall'apprezzamento dello yen, contro il quale la *BoJ* si è detta pronta a reagire con ogni mezzo, anche un nuovo imponente *QE*.

In sintesi, se negli Stati Uniti sono aumentate le *chances* di una stretta monetaria entro l'anno, nelle altre macro aree, dove sono già in atto manovre espansive, l'accomodamento monetario potrebbe incrementarsi, repentinamente in Giappone, in un prossimo futuro anche in Area Euro.

GLI ULTIMI DATI

La crescita economica statunitense nel secondo trimestre (+1,1% t/t ann. e +1,2% a/a) è stata leggermente più lenta di quanto inizialmente stimato (+1,2% t/t ann. e +1,5% a/a). Il dato è stato in linea con le attese di consenso. Nel primo trimestre le variazioni del PIL congiunturali e tendenziali erano state rispettivamente dello 0,8% t/t ann. e dell'1,6% a/a. La seconda stima ha riconfermato lo sbilanciamento a favore dei consumi evidenziato in luglio, mentre gli investimenti fissi continuano a mostrare sintomi di debolezza. I consumi privati sono aumentati del 4,4% t/t ann. (+4,2% t/t ann. la prima lettura) e del 2,7% a/a nel secondo trimestre, raggiungendo il livello più alto dal quarto trimestre del 2014. Il loro contributo alla variazione del PIL è stato del 2,94% t/t (+2,83% t/t la prima stima). La debolezza degli investimenti fissi, in calo del 2,5% t/t ann. (+0,5% a/a, -3,2% t/t ann. e +1,1% a/a alla prima lettura) ha riguardato i non residenziali (-0,9% t/t ann. e -1% a/a) ma soprattutto i residenziali (-7,7% t/t ann., +5,7% a/a) settore che finora aveva agito da volano per l'economia (+7,8% t/t ann. e +11,7% a/a nel primo trimestre). È ancora presto comunque per stabilire se si tratti di un arresto temporaneo o meno, tuttavia, i dati mensili di luglio dal settore edilizio lasciano ben sperare (avvio di nuovi cantieri +2,1% m/m e +5,6% a/a, vendite di nuove case +12,4% m/m da +1,7% m/m). In termini di contributi, gli investimenti fissi hanno sottratto lo 0,42% t/t alla variazione del PIL nel secondo trimestre (non residenziali -0,11% t/t e residenziali -0,3% t/t). **La debolezza degli investimenti potrebbe riflettere sia le attese per un ciclo globale fiacco sia un effetto elezioni, sensazione che si rafforza osservando l'andamento delle scorte, in forte decumulo nel secondo periodo** (-1,26% t/t in contributo rivisto da -1,16% t/t) dopo un primo trimestre già negativo (-0,41% t/t). Il comportamento delle scorte non sembra dipendere da un'incertezza sui consumi futuri, che finora sono stati il motore della crescita, quanto piuttosto un atteggiamento attendista dal lato dell'offerta, in vista del prossimo appuntamento elettorale. Anche la spesa pubblica ha sottratto punti alla crescita (-0,27% t/t) scendendo dell'1,5% t/t ann. (+0,7% a/a) corretta al ribasso rispetto alla prima stima (-0,9% t/t ann. e +1,7% a/a). È stato invece confermato l'andamento positivo delle esportazioni (+1,2% t/t ann. e -1,3% a/a riviste da +1,4% t/t ann. e -0,4% a/a) grazie al dollaro più stabile dopo l'apprezzamento della prima parte dell'anno. La revisione ha riportato le importazioni in aumento (+0,3% t/t ann. e +0,4% a/a da -0,4% t/t ann. e +0,5% a/a) determinando un contributo delle esportazioni nette comunque positivo (+0,1% t/t). Nel dettaglio, le rilevazioni di giugno per il commercio con l'estero evidenziano un incremento debole per le esportazioni (+0,33% m/m da -0,07% m/m in maggio) e più marcato delle importazioni (+1,86% m/m da +1,57% m/m) con un conseguente peggioramento del deficit commerciale (-44,51 miliardi di dollari da -40,96). **I dati relativi al mercato del lavoro riguardano ancora luglio e si dovrà attendere il 2 settembre per le nuove stime, che, come anticipato, potrebbero, se non influenzare le decisioni della FED, almeno generare una certa turbolenza nei mercati.** Il report sull'occupazione relativo a luglio evidenzia comunque un mercato del lavoro particolarmente brillante e solido, con il tasso di disoccupazione invariato al 4,9%. I *non farm payroll* hanno registrato un incremento nel settore non agricolo di 255 mila unità, superiore alle attese (+179 mila unità) e alla soglia delle 200 mila. Anche il dato di giugno è stato rivisto al rialzo (+292 mila unità da +287 mila). Nel settore privato, inoltre, si è verificato un aumento di 217 mila unità, superiore alle attese di 171 mila. **Una variabile da monitorare con attenzione rimane la variazione dei salari medi orari, poiché riteniamo che la FED rialzerà i tassi di riferimento quando inizieranno a vedersi sintomi di pressioni inflazionistiche.** I salari medi orari in luglio si sono confermati ancora molto dinamici (+2,57% a/a dal precedente +2,48% a/a) ma per ora non sono ancora preoccupanti se letti insieme alla dinamica dei prezzi (+0,9% a/a da +1,1% a/a l'indice globale e +2,2% a/a, stabile, il *core*).

USA

FED ancora prudente, nonostante l'avvio della politica restrittiva sia più probabile

Se tuttavia il trend crescente dovesse intensificarsi, questo farebbe aumentare la probabilità di un rialzo più ravvicinato. Non si attendono invece importanti pressioni sull'inflazione da parte del prezzo del petrolio, che dovrebbe mantenersi intorno ai 50 dollari al barile. Il greggio potrà anche andare oltre tale valore, soprattutto se i rumors circa il congelamento o taglio della produzione fossero confermati, tuttavia non ci si attende l'inizio di un trend crescente, a causa della debolezza del ciclo globale. I dati dal lato dell'offerta sono quasi tutti positivi. La produzione industriale è cresciuta in luglio dello 0,8% m/m (-0,5% a/a) dal precedente +0,4% m/m (-0,7% a/a) superando anche le attese di consenso (+0,3% m/m). Gli ordini di beni durevoli sono tornati in territorio positivo, anche esclusi i trasporti (+1,5% m/m da -0,3% m/m), registrando un +4,4% m/m dal -4,2% m/m di giugno, superiore alle previsioni (+3,3% m/m). Dal lato della fiducia, invece, proviene qualche segnale d'incertezza sia in luglio (ISM manifatturiero a 52,6 da 53,2 e servizi a 55,5 da 56,5) sia in agosto (NAPM a 51,5 da 55,8). Questi dati testimoniano le preoccupazioni del settore produttivo per l'avvicinarsi delle elezioni presidenziali e per i rischi internazionali, e non un'incertezza proveniente dal lato della domanda. In luglio, infatti, i consumi privati sono aumentati dello 0,3% m/m (da +0,4% m/m) e il reddito personale dello 0,4% m/m (da +0,2% m/m). Le vendite al dettaglio sono rimaste stabili rispetto al mese precedente (+2,3% a/a da +0,8% m/m e +3% a/a) tuttavia il *Conference Board* ha registrato in agosto un balzo significativo, da 96,7 a 101,1, ben superiore alle attese (97,2). **In sintesi, al momento, ci sembra prematuro abbandonare l'idea che la FED manterrà un atteggiamento prudente, preferendo intervenire in ritardo piuttosto che troppo in anticipo.**

Nel secondo trimestre del 2016 il Giappone ha rallentato, registrando un'espansione nulla rispetto al periodo precedente (+0,5% t/t nel I° trim.). Su base annuale, invece, la variazione del PIL è stata dello 0,6% a/a (da +0,1% a/a). **Il paese è fortemente penalizzato dall'apprezzamento ingente dello yen, che sta intaccando il commercio estero.** Le esportazioni nette hanno, infatti, sottratto lo 0,3% t/t alla crescita, per effetto del calo più marcato delle esportazioni (-1,5% t/t e +0,2% a/a) rispetto alle importazioni (-0,1% t/t e -0,5% a/a). A poco sono valsi i contributi positivi della domanda interna. I consumi privati, con una crescita dello 0,2% t/t (+0,5% a/a) hanno contribuito alla variazione del PIL per lo 0,1% t/t. Positivi sono stati anche gli apporti degli investimenti fissi (+0,2% t/t) saliti dello 0,9% t/t (+0,6% a/a) e della spesa pubblica (+0,1% t/t) incrementata dello 0,2% t/t (+2,2% a/a). I dati mensili relativi al commercio estero, in luglio, confermano le difficoltà legate al super yen, con una contrazione sia delle esportazioni (-1,83% m/m da +1,64% m/m a giugno) sia delle importazioni (-1,59% m/m da +0,45% m/m). Il saldo della bilancia commerciale è sceso di conseguenza a 317,55 miliardi di yen (da 336,6). Sul fronte del mercato del lavoro, a luglio, il tasso di disoccupazione ha registrato un lieve calo (3% da 3,1%). Nello stesso mese, l'inflazione è scesa rispetto sia all'indice globale (-0,4% a/a da -0,3% a/a) sia al *core* (-0,5% a/a da -0,4% a/a). Dal lato dell'offerta, nulla è stata la crescita congiunturale della produzione industriale a luglio (+2,3% m/m a giugno) mentre, in termini tendenziali, il dato è rimasto negativo (-0,5% a/a dal precedente -1,4% a/a). Per quel che riguarda la fiducia delle imprese, ad agosto il PMI del settore manifatturiero è migliorato, passando a quota 49,6 da 49,3 di luglio, nonostante rimanga ancora sotto la soglia del 50. Dal lato della domanda, i dati, tutti relativi a luglio, mostrano un incremento dei consumi privati (+1,8% m/m dal precedente -4,6% m/m) e del reddito disponibile (+1,7% m/m da +3,9% m/m) e un sensibile aumento delle vendite al dettaglio (+6% m/m, -0,2% a/a) dopo la flessione di giugno (-1,8% m/m e -1,3% a/a). Si segnala, invece, una lieve diminuzione dell'indice di fiducia dei consumatori, passato, a luglio, a 41,3 da 41,8. Per far ripartire l'economia, il governo giapponese adotterà un'ampia manovra di stimoli

GIAPPONE

La BoJ dichiara battaglia al super yen.

fiscali, che sarà approvata dalla Dieta in autunno. Il premier Shinzo Abe, inoltre, ha deciso di rinviare di 30 mesi il previsto rialzo dell'Iva, a causa della debolezza della congiuntura legata al rallentamento economico globale. **La Banca del Giappone ha dichiarato di essere pronta a introdurre nuovi stimoli monetari per combattere il continuo rafforzamento dello yen e sostenere l'economia del paese.** Gli analisti si attendono l'annuncio di un nuovo *maxi QE* già al prossimo meeting del 21 settembre.

La crescita del PIL nel secondo trimestre del 2016 è stata dello 0,3% t/t (+1,6% a/a) come da attese e come indicato dalla stima preliminare. Nei primi mesi dell'anno la crescita era stata dello 0,6% t/t e dell'1,7% a/a. **Il tendenziale superiore all'1,5% a/a dimostra che il PAA sta dando i suoi frutti.** Per il dettaglio delle componenti del PIL si dovrà attendere il 6 settembre. I dati mensili sono comunque abbastanza confortanti. Per quel che riguarda il commercio estero, in giugno, si è verificato un aumento delle esportazioni (+0,55% m/m da -1,69% m/m) controbilanciato dall'incremento più marcato delle importazioni (+1,48% m/m da -1,51% m/m). Ne è derivato un calo del saldo della bilancia commerciale a 23,42 miliardi di euro dai 24,60 di maggio. **Nessuna sorpresa è arrivata né dal mercato del lavoro, con il tasso di disoccupazione a luglio stabile, come da attese, al 10,1%, né dalla dinamica dei prezzi.** L'inflazione globale, secondo la stima *flash*, è rimasta invariata in agosto allo 0,2% a/a. Stabile in luglio anche il *core* (+0,9% a/a). Dal lato dell'offerta, la produzione industriale di giugno ha registrato un incremento dello 0,6% m/m (+0,4% a/a) dopo la contrazione di maggio (-1,1% m/m e +0,4% a/a). Per quanto riguarda la fiducia dei produttori, i segnali sono misti: il PMI manifatturiero ha segnato un lieve calo da 52 a 51,8; quello del settore dei servizi è salito a 53,1 da 52,9; l'*Economic Sentiment Indicator* è passato da 104,5 a quota 103,5. Dal lato della domanda, come da attese, le vendite al dettaglio sono rimaste invariate a giugno rispetto a maggio (+0,4% m/m il precedente). In termini tendenziali sono invece aumentate dell'1,6% a/a (da +1,7% a/a). Osservando i dati mensili, anche se forse qualche segnale d'incertezza dovuto alla *Brexit*, o piuttosto al polverone sollevato dall'esito del referendum britannico, s'intravede, la situazione rimane, nel complesso, positiva. **L'effetto *Brexit* sarà comunque monitorato, come dichiarato della BCE, e qualora fosse necessario, potrebbero essere annunciate nuove misure espansive.** A nostro avviso, un intervento nella prossima riunione di settembre è comunque poco probabile.

Nel secondo trimestre il PIL è aumentato dello 0,4% t/t (+1,7% a/a) dopo il +0,7% t/t (+1,8% a/a) del periodo precedente. A sostenere maggiormente la crescita sono state le esportazioni nette, che hanno contribuito per lo 0,6% t/t, come conseguenza dell'incremento delle esportazioni (+1,2% t/t e +2,1% a/a da +1,6% t/t e +2,5% a/a) e del lieve calo delle importazioni (-0,1% t/t e +3% a/a da +1,3% t/t e +3,5% a/a). Anche i consumi privati e la spesa pubblica hanno dato un apporto positivo pari allo 0,1% t/t, crescendo rispettivamente dello 0,2% t/t (+1,5% a/a) e dello 0,6% t/t (+3,9% a/a). Hanno invece sottratto punti alla variazione del PIL sia gli investimenti fissi (-0,4% t/t) sia le scorte (-0,3% t/t). Gli investimenti hanno registrato una flessione dell'1,5% t/t (+1,9% a/a) dopo il balzo precedente dell'1,7% t/t (+3,5% a/a). Per quel che riguarda il commercio estero, i dati mensili di giugno evidenziano la sostanziale tenuta delle esportazioni (+0,19% m/m da -1,85% m/m in maggio) e l'incremento delle importazioni (+1,06% m/m dal precedente +0,05% t/t). Ne è derivato un saldo della bilancia commerciale in calo a 21,52 milioni di euro da 22,15. **I segnali dal mercato del lavoro rimangono buoni anche se in peggioramento.** Il tasso di disoccupazione in agosto è aumentato di dieci punti base rispetto a luglio, portandosi al 6,1%. L'occupazione nel

AREA EURO

Nonostante la Brexit, la situazione rimane complessivamente positiva

Germania

secondo trimestre è aumentata di 122 mila unità, meno di quanto registrato nel periodo precedente quando la variazione era stata di 149 mila unità, riviste al ribasso da 181 mila. **Qualche segnale di lieve miglioramento si nota nella dinamica dei prezzi in luglio:** l'inflazione misurata sull'HCPI è stata dello 0,4% a/a (+0,2% a/a il precedente) e quella *core* dell'1,3% (da +1,2% a/a). Dal lato dell'offerta le indicazioni sono contrastanti. A giugno, la produzione industriale è cresciuta dello 0,8% m/m (+0,5% a/a) dopo il calo precedente (-0,9% m/m, -0,3% a/a) mentre si sono contratti sia il comparto delle costruzioni (-0,5% m/m, +0% il precedente) sia gli ordini all'industria manifatturiera (-0,4% m/m e -2,9% a/a da +0,1% m/m e +0,2% a/a). **Gli indici di fiducia di agosto, con la sola eccezione dello Zew in aumento dal -6,8 a 0,2, offrono tutti deboli segnali d'incertezza, attribuibili sia al risultato del referendum britannico sia alle fragilità del sistema bancario sottolineate negli ultimi mesi.** L'*Ifo* è passato a 106,2 da 108,3, il PMI manifatturiero a 53,6 da 53,8 e quello relativo ai servizi a 53,3 da 54,4. Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio a luglio hanno mostrato una variazione congiunturale dell'1,7% m/m (-0,6% m/m a giugno) e tendenziale dell'1,5% a/a (+1,1% a/a in precedenza).

Il PIL nel secondo trimestre 2016 è rimasto invariato in termini congiunturali (+0,7% a/a nel I° trim.) mentre la variazione tendenziale è stata pari all'1,4% a/a, come nel periodo precedente. I dati sono in linea con le attese di consenso. L'unica componente che ha dato un apporto positivo alla crescita è stata quella delle esportazioni nette (+0,6% t/t) mentre hanno contribuito negativamente le scorte (-0,7% t/t). Le altre componenti della domanda interna, consumi privati e investimenti, non hanno né sorretto né ostacolato la crescita nel secondo trimestre. I primi, infatti, non hanno subito variazioni rispetto al trimestre precedente (+1,7% a/a, da +1,2% t/t e +1,8% a/a) mentre i secondi si sono contratti dello 0,2% t/t (+3% a/a, da +1,3% t/t e +2,9% a/a). Per quel che riguarda il commercio estero, in giugno le esportazioni hanno subito un calo dell'1,84% m/m (da +1,42% m/m) mentre le importazioni sono aumentate lievemente (+0,08% m/m da -3,78% m/m) determinando un peggioramento del deficit commerciale (-3,44 miliardi di euro da -2,72). **In riferimento al mercato del lavoro, il tasso di disoccupazione in luglio è aumentato nuovamente, arrivando al 10,3% dal 10,1% di giugno. Qualche segnale confortante dal fronte dei prezzi si registra anche in Francia, con l'inflazione in luglio allo 0,4% a/a (+0,3% a/a precedente) e il *core* stabile allo 0,6% a/a.** Dal lato dell'offerta, la produzione industriale di giugno è rimasta in territorio negativo (-0,8% m/m e -1,3% a/a da -0,5% m/m e +0,5% a/a) così come il comparto delle costruzioni (-0,2% m/m da +0,6% m/m). **I segnali provenienti dagli indici di fiducia delle imprese in agosto sono misti.** L'*Insee* è diminuito a quota 101 da 103 così come il PMI del settore manifatturiero, sceso a 48,5 da 48,6. Solo il PMI del settore dei servizi è aumentato da 50,5 a 52. Dal lato della domanda, sia i consumi delle famiglie di luglio (+0,2% m/m da -1,2% m/m) sia la fiducia dei consumatori di agosto (a 97 da 96) hanno registrato dei miglioramenti.

Francia

La prima lettura del PIL del secondo trimestre ha evidenziato una crescita nulla in termini congiunturali (+0,3% t/t del primo trimestre e attese di +0,2% t/t) e dello 0,7% in termini tendenziali (+1% a/a il precedente e +0,9% a/a il consenso). Il dettaglio delle componenti del PIL sarà reso noto il 2 settembre. Osservando, comunque, le rilevazioni mensili sul commercio estero con i paesi UE, a differenza di quanto osservato in luglio, quando le esportazioni erano aumentate del 2,09% m/m e le importazioni diminuite dell'1,3% m/m, a giugno la situazione si è invertita, con il calo del flusso in uscita dello 0,92% m/m e l'incremento di quello in entrata dello 0,43% m/m. Per quel che riguarda il mercato del lavoro, il tasso di disoccupazione in luglio è tornato all'11,5% dopo essersi

Italia

portato all'11,6% in giugno. Sul fronte dei prezzi, dopo qualche mese d'inflazione negativa, finalmente l'HCPI di agosto ha registrato una variazione nulla (da -0,2% a/a) mentre il *core* è diminuito di un decimo di punto, arrivando allo 0,5% a/a. Dal lato dell'offerta invece, i segnali non sono incoraggianti. La produzione industriale è rimasta in territorio negativo anche a giugno (-0,4% m/m e -0,2% a/a da -0,6% m/m e -0,5% a/a) contrariamente alle attese che la vedevano in aumento dello 0,3% m/m. La vittoria del fronte *Leave* al referendum britannico ha peggiorato il clima di fiducia delle imprese e dei consumatori anche in Italia. In agosto, gli indici di fiducia delle imprese si sono attestati su valori inferiori a quelli dello scorso mese. In particolare, l'indice delle imprese manifatturiere è calato a 101,1 da 102,9 e quello del comparto dei servizi a 102,4 da 108,3 di luglio. Anche dal lato della domanda la fiducia in agosto è diminuita, come sottolineato dall'Istat, passando da 111,2 a 109,2. Nel secondo trimestre, le speranze di aver agganciato la ripresa si sono lievemente affievolite, tuttavia, non mancano segnali positivi come la stabilizzazione dei prezzi e della disoccupazione. Sussistono comunque ancora alcuni rischi al ribasso sottolineati in agosto. La *Brexit*, anche se non dovrebbe rappresentare un rischio elevato per il commercio italiano, non ha ancora dispiegato i suoi effetti, se non sulla fiducia delle imprese. Anche la recrudescenza del terrorismo potrebbe influire negativamente sulla ripresa del paese. Con le recenti dichiarazioni del Presidente del Consiglio, invece, la possibilità si vada a elezioni anticipate in caso di vittoria del fronte sfavorevole alla riforma costituzionale al referendum autunnale, si è affievolita. La speranza è che le turbolenze generate dalla *Brexit* si arrestino il prima possibile e che la politica monetaria espansiva della BCE riesca a dare i suoi frutti, anche al netto dell'effetto restrittivo della vigilanza bancaria.

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

GLI SCENARI

A (20%)

Usa: Dopo un secondo trimestre di crescita debole, la restante parte dell'anno si dimostra più tonica, come emerge dai recenti dati mensili. **Questo induce la FED ad alzare i tassi entro la fine dell'anno, aspettando comunque l'esito delle elezioni presidenziali.** Il processo di ritorno alla politica monetaria restrittiva sarà molto cauto ed equilibrato.

Area Euro: La BCE, attraverso un'attenta politica di comunicazione, mantiene vive le speranze di un suo nuovo possibile intervento in caso di shock economici. **Dopo il referendum in UK 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 dalle ultime richieste di controllo dei conti della Deutsche Bank da parte delle autorità statunitensi e dal FMI.** La minor crescita attesa mantiene il rendimento del BTP decennale intorno all'1,30% e lo *spread* a 130 punti base. L'aspettativa di politica monetaria restrittiva negli USA favorisce l'apprezzamento del dollaro, portandolo intorno a quota 1,10.

B (15%)

Usa: L'economia mostra una debolezza dal lato degli investimenti, soprattutto nel settore edilizio. Per quel che riguarda i prezzi, il petrolio si mantiene intorno a 50 dollari al barile e non genera tensioni inflazionistiche. Anche gli incrementi dei salari rimangono abbastanza contenuti. **Tutto ciò, insieme alle incertezze sul piano politico dovute alle elezioni di novembre, all'impossibilità di quantificare l'effetto della *Brexit* sulla crescita internazionale e al permanere della debolezza del ciclo globale, fa ritenere che non ci siano rialzi nel 2016.**

Area Euro: Le maggiori fonti di tensione derivano dal **rischio politico**. In Italia rimane l'incertezza sull'esito del referendum costituzionale. Nel 2017, inoltre, in molti paesi dell'UE sono previste, o potrebbero essere anticipate, le elezioni, dalle quali potrebbero uscire molto rafforzate soprattutto le forze populiste. **L'avvenuto superamento degli stress test e la soluzione proposta per il salvataggio dell'italiana Mps, con apporto di capitali privati e garanzia pubblica, ridimensionano ma non cancellano il fattore critico della debolezza del sistema bancario europeo. Il sistema è instabile e i maggiori rischi sfociano in effettive turbolenze finanziarie.** Tutto questo determina, in un'Europa già investita dalla debolezza del ciclo internazionale, un'importante fuga di capitali verso gli Stati Uniti, con il conseguente rafforzamento del dollaro. Il cambio EUR/USD va sotto quota 1,10. Lo *spread* tra BTP a 10 anni e *Bund* si porta anche oltre i 150 punti base e il rendimento dei primi oltre l'1,6%.

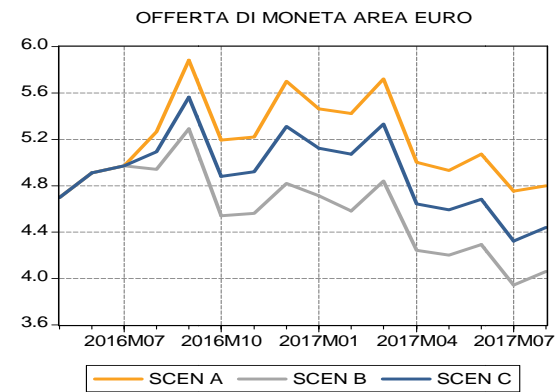
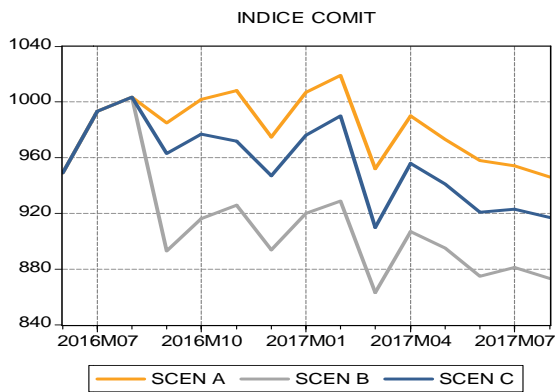
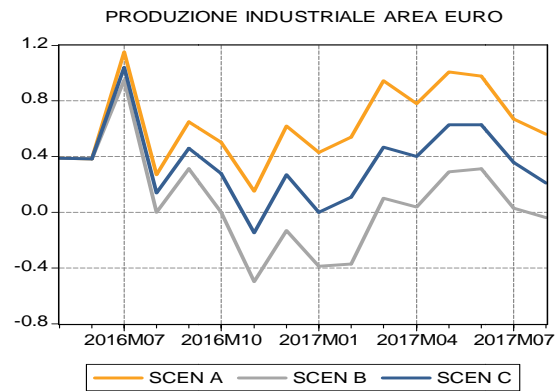
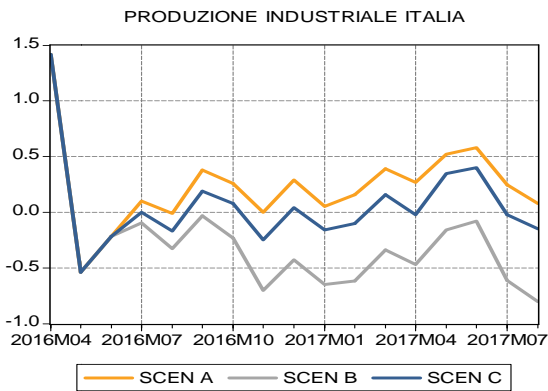
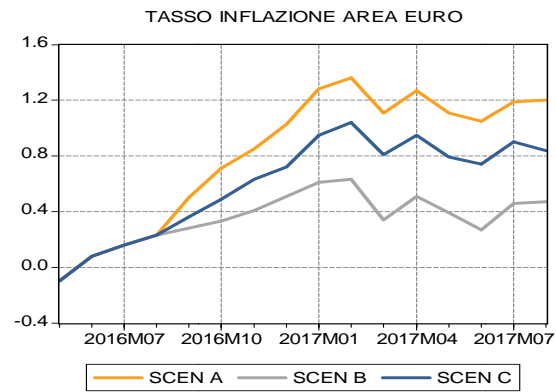
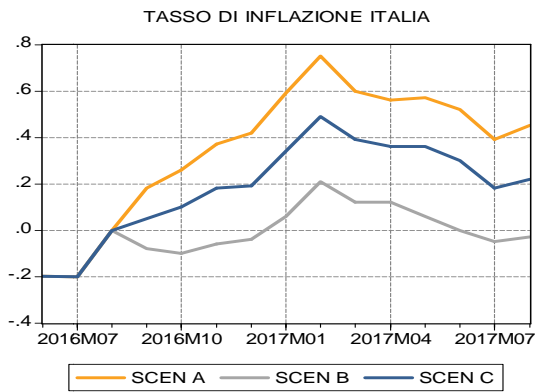
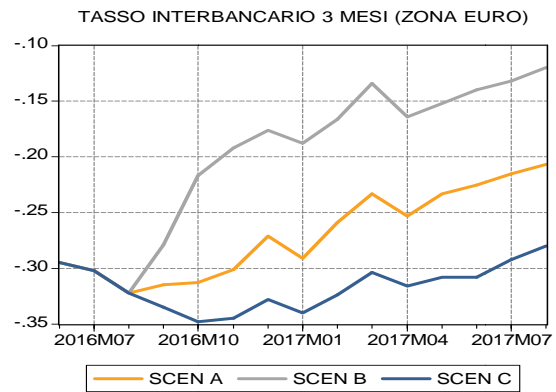
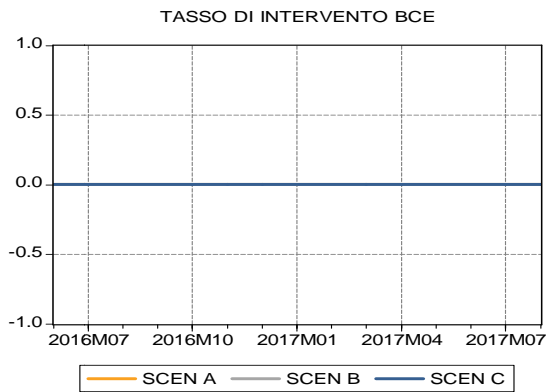
C (65%)

Usa: L'economia mostra una debolezza dal lato degli investimenti, soprattutto nel settore edilizio. Per quel che riguarda i prezzi, il petrolio si mantiene intorno a 50 dollari al barile e non genera tensioni inflazionistiche. Anche gli incrementi dei salari rimangono abbastanza contenuti. **Tutto ciò, insieme alle incertezze sul piano politico dovute alle elezioni di novembre, all'impossibilità di quantificare l'effetto della *Brexit* sulla crescita internazionale e al permanere della debolezza del ciclo globale, fa ritenere che non ci siano rialzi nel 2016.**

Area Euro: La BCE, attraverso un'attenta politica di comunicazione, mantiene vive le speranze di un suo nuovo possibile intervento in caso di shock economici. **Dopo il referendum in UK 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 dalle ultime richieste di controllo dei conti della Deutsche Bank da parte delle autorità statunitensi e dal FMI.** La minor crescita attesa mantiene il rendimento del BTP decennale all'1,20% e lo *spread* intorno ai 130 punti base. Il tasso di cambio EUR/USD si muove lateralmente, rimanendo sopra quota 1,10.

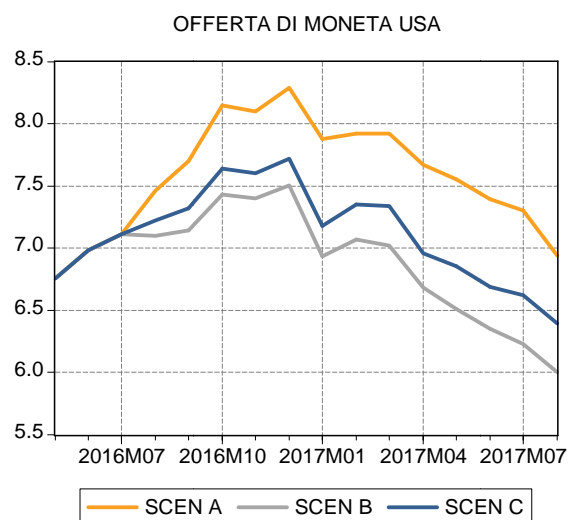
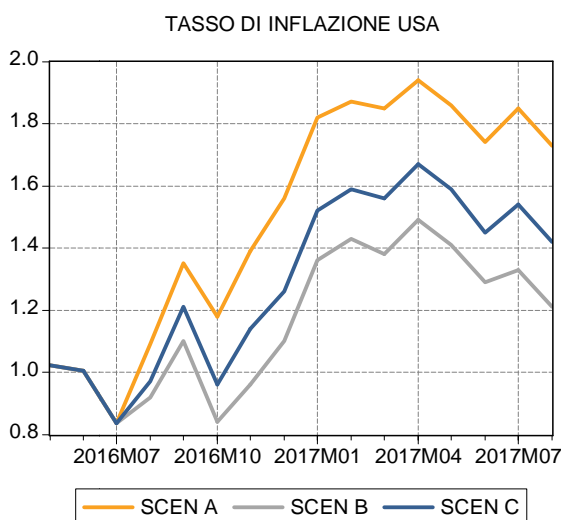
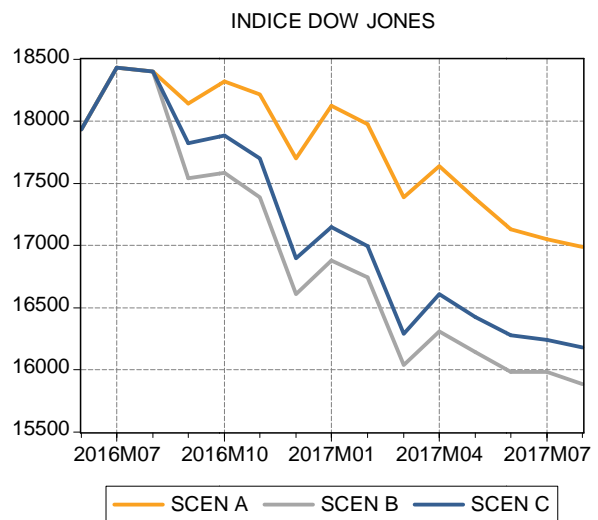
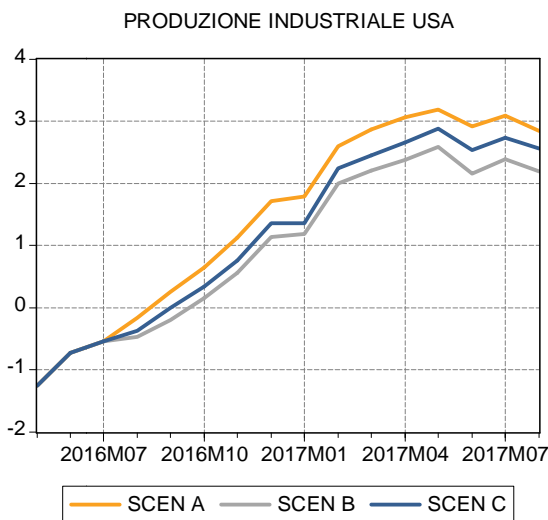
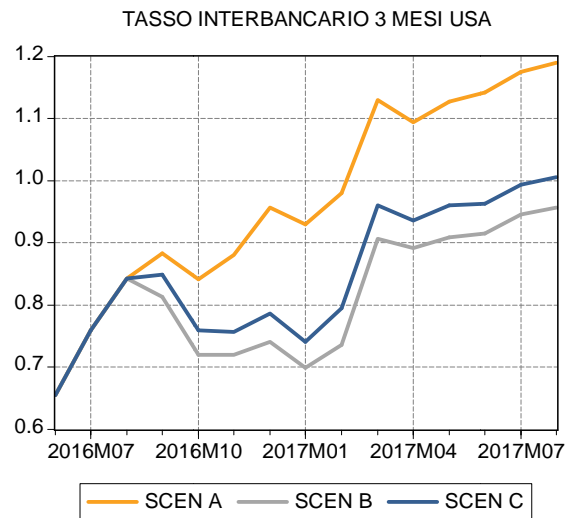
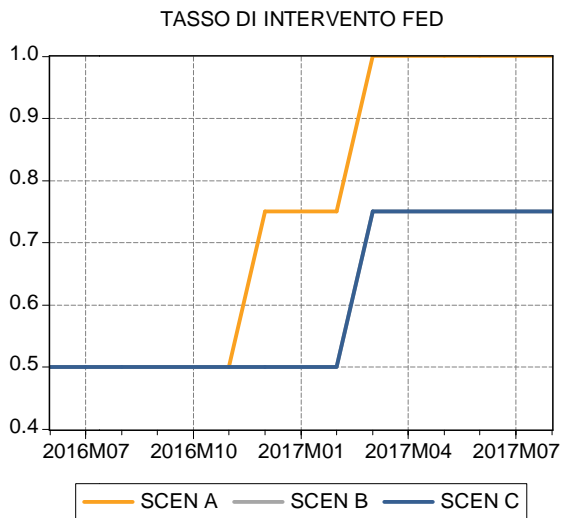
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

In agosto i saggi interbancari europei sono rimasti stabili ai livelli minimi raggiunti in seguito all'intervento dalla BCE a marzo: il tasso a 1 mese è stato pari a -0,37%, invariato, il 3 mesi a -0,32% (da -0,30%) e il 6 mesi a -0,20% (da -0,19%). **Nello scenario C, che ipotizza l'assenza di nuovi interventi da parte sia della FED sia della BCE nel 2016, i tassi dovrebbero rimanere sui livelli attuali** (-0,36%, -0,30% e -0,18% l'1, il 3 e il 6 mesi ad agosto 2017). Nello scenario A, che vede un rialzo da parte della FED a dicembre 2016, i tassi interbancari sono visti in aumento lieve e alla fine dell'orizzonte predittivo potrebbero attestarsi a -0,32% l'1 mese, -0,22% il 3 mesi e -0,13% il 6 mesi. Nello scenario B, caratterizzato da importanti turbolenze finanziarie, i tassi risentono dell'aumento del premio al rischio rimanendo comunque negativi (-0,26%, -0,14% e -0,07% rispettivamente, ad agosto 2017).

Agosto è stato un mese particolarmente tranquillo per quel che riguarda i tassi della struttura a termine italiana che sono rimasti pressoché stabili rispetto al mese precedente. Il tasso sui BTP a 3 anni si è portato allo 0,01% (da 0,03%) il 5 anni allo 0,31% (da 0,32%) il 7 anni allo 0,74% (da 0,73%) e il decennale all'1,20% (da 1,22%). **Nello scenario C, nel quale la FED decide di attendere il nuovo anno per intervenire, mentre la BCE mantiene la rotta attuale, la minor crescita attesa continua a contenere i rendimenti in Italia, visti comunque in debole risalita** (+0,08% il 3 anni, +0,36% il 5 anni, +0,79% il 7 anni e +1,22% il 10 anni alla fine dell'orizzonte di previsione). Nello scenario A, a parità di condizioni in Europa, la FED decide di compiere un rialzo a dicembre 2016. I rendimenti esibiscono di conseguenza una crescita lievemente superiore a quella prevista nello scenario C, portandosi ad agosto 2016 allo 0,19% il 3 anni, allo 0,49% il 5 anni, allo 0,90% il 7 anni e all'1,34% il 10 anni. Nello scenario meno favorevole (B) nel quale le politiche monetarie delle due banche centrali sono identiche a quelle delineate in C, ma in Europa la tensione rimane elevata sia per il rischio politico sia per la fragilità del sistema bancario, i rendimenti subirebbero un incremento a causa dell'aumentato premio al rischio (rispettivamente +0,49%, +0,80%, +1,21% e 1,65% alla fine dell'orizzonte predittivo).

In giugno i tassi medi sui depositi (+0,45%) e sui prestiti (+3,04%) sono rimasti pressoché stabili rispetto al mese precedente (+0,46% e +3,09% rispettivamente in maggio). **In tutti e tre gli scenari delineati, i tassi bancari sono visti ancora stabili o in debole crescita durante il periodo predittivo:** nello scenario C il saggio medio sui depositi ad agosto 2017 potrebbe toccare lo 0,53% e quello sui prestiti il 3,04%; nello scenario A +0,56% per i depositi e +3,06% per gli impieghi; in B +0,58% e +3,10% rispettivamente.

In giugno la crescita dei depositi totali ha confermato e superato il ritmo del mese precedente (+3,35% a/a da +2,06% a/a) mentre quella dei prestiti totali continua a rallentare (+0,20% a/a da +0,39% a/a). **In base ai risultati delle simulazioni, nello scenario più probabile (C) la dinamica dei depositi potrebbe essere in linea con l'attuale fino al primo trimestre del 2017, per poi rallentare debolmente** (+1,77% a/a ad agosto 2017) **mentre i prestiti dovrebbero ricominciare ad aumentare a un ritmo un po' più sostenuto** (+1,32% a/a a fine periodo). Nello scenario A, il passo potrebbe essere leggermente superiore per entrambi i volumi (+2,05% a/a la raccolta e +1,50% a/a gli impieghi ad agosto 2017). Se si dovesse invece verificare lo scenario più sfavorevole (B) sia i depositi sia i prestiti rimarrebbero positivi durante l'intero arco predittivo, seppur su livelli inferiori rispetto alle alternative A e C. I depositi totali potrebbero registrare un incremento dell'1,36% a/a e i prestiti dell'1,12% a/a a fine periodo.

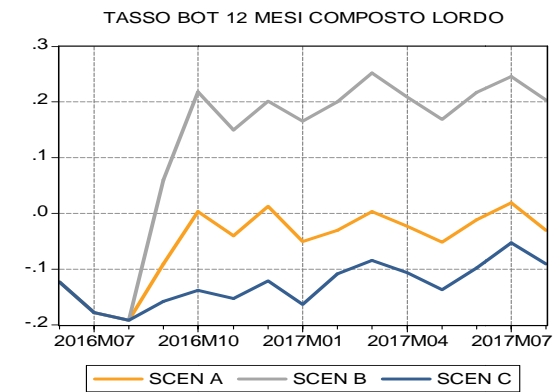
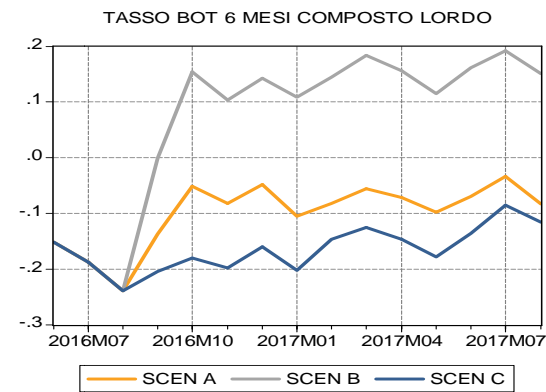
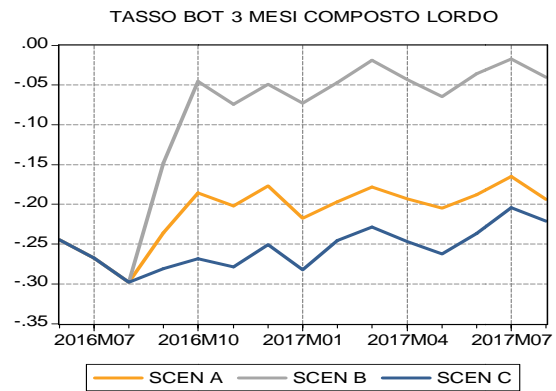
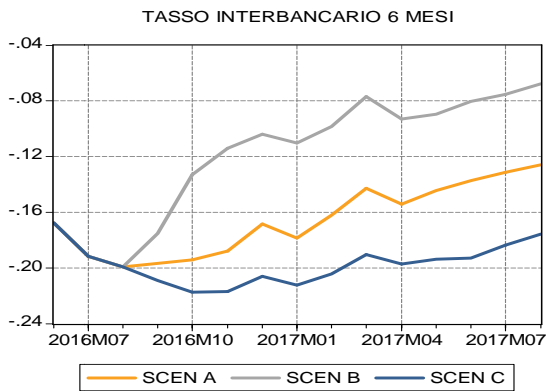
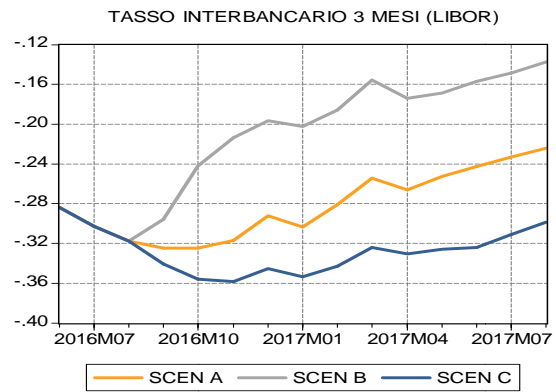
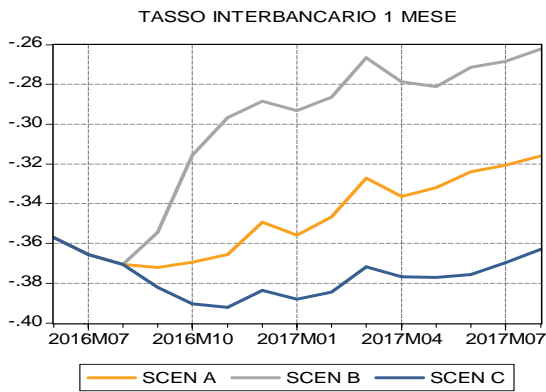
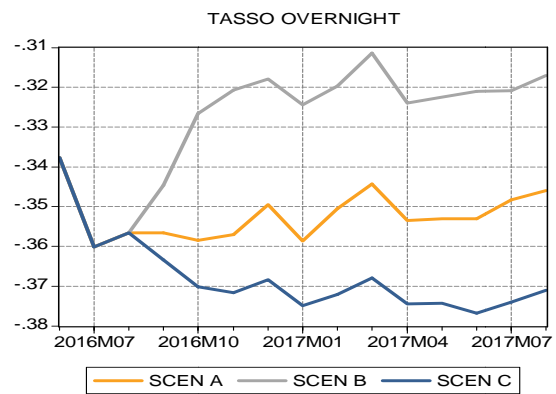
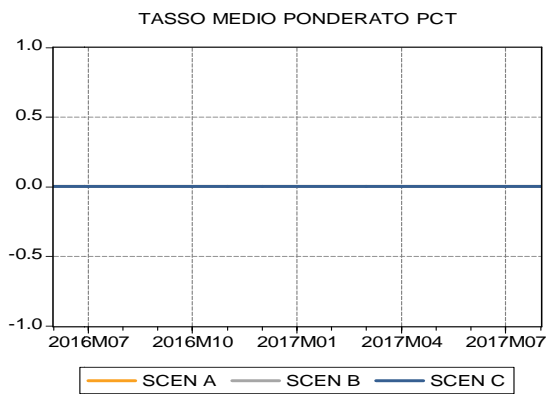
TASSI INTERBANCARI

STRUTTURA A TERMINE

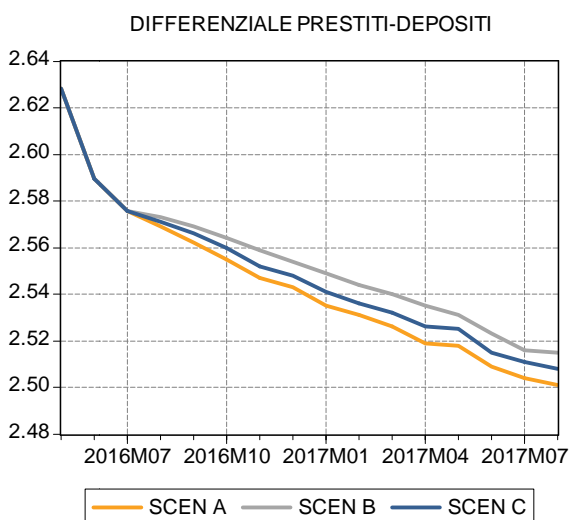
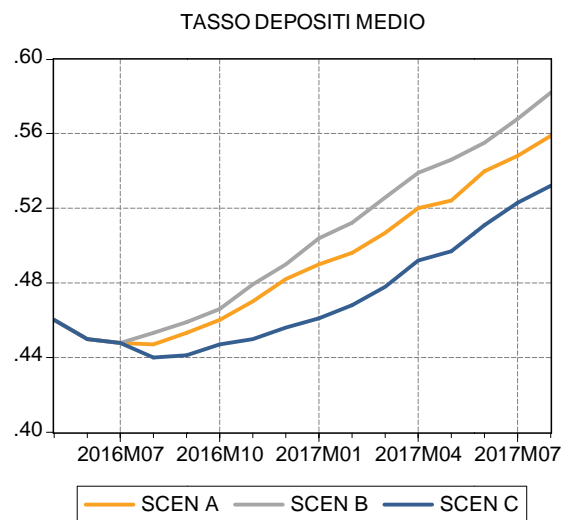
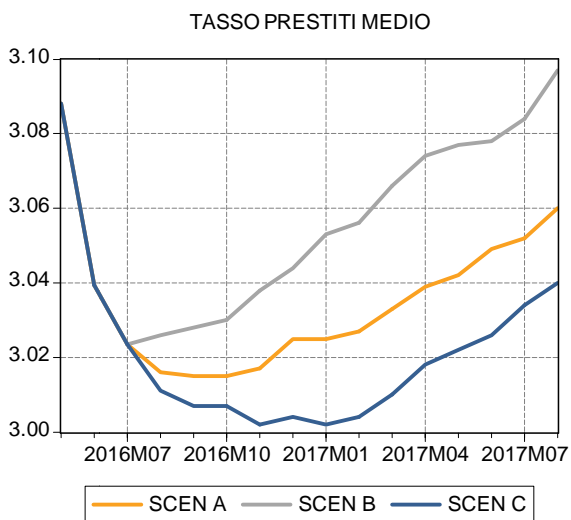
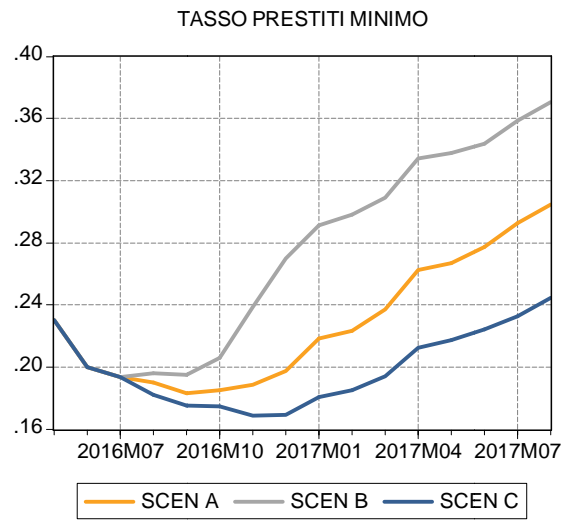
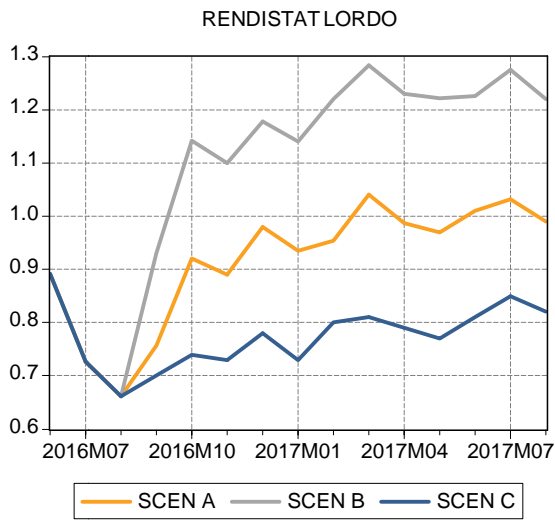
TASSI BANCARI

VOLUMI

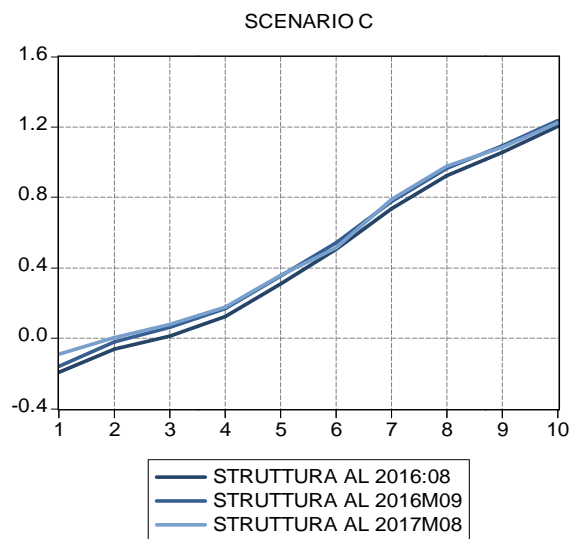
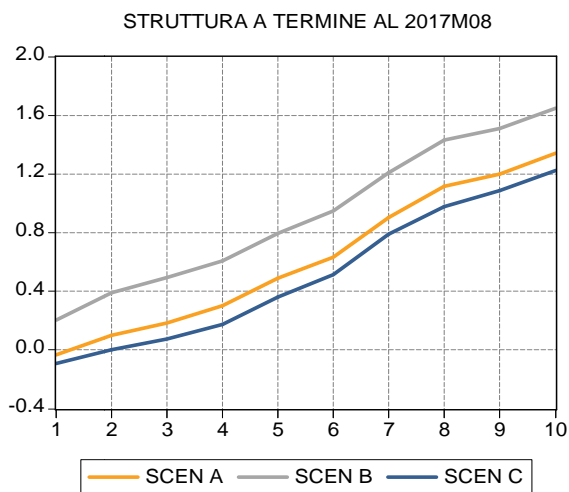
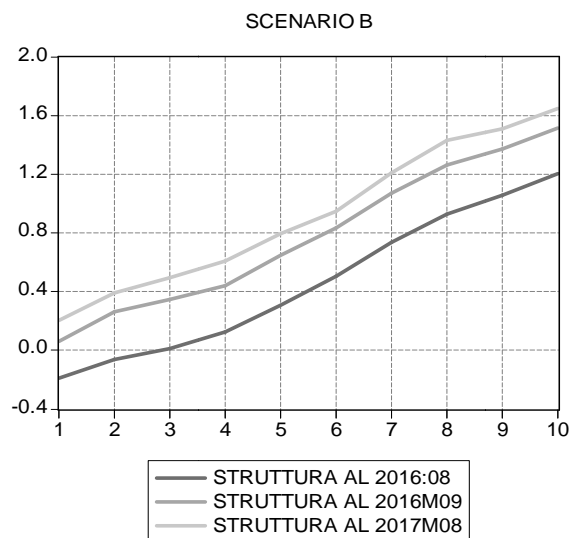
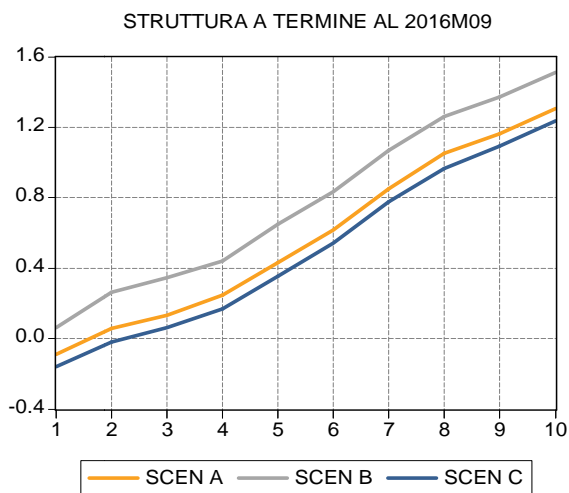
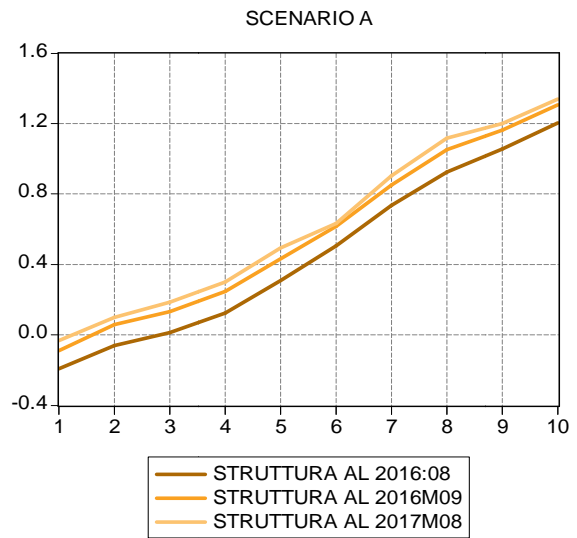
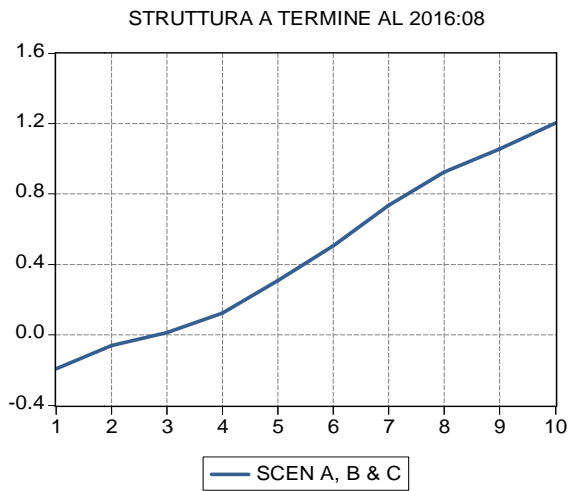
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



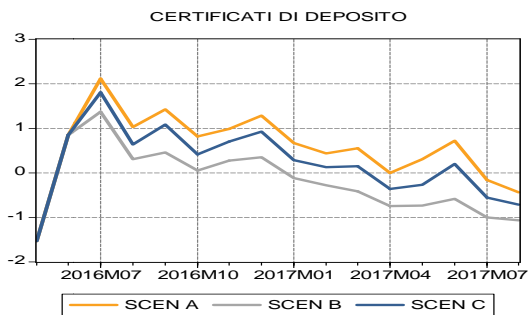
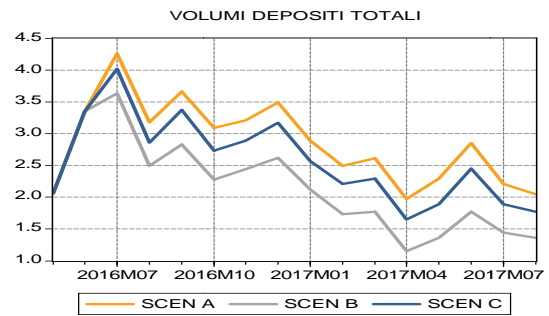
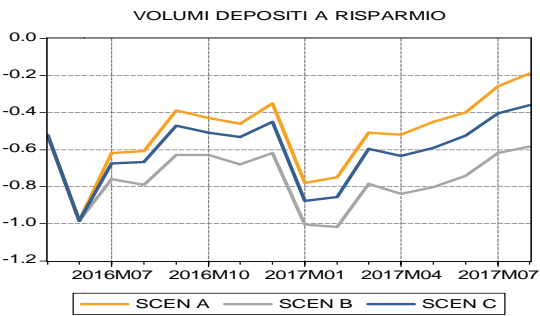
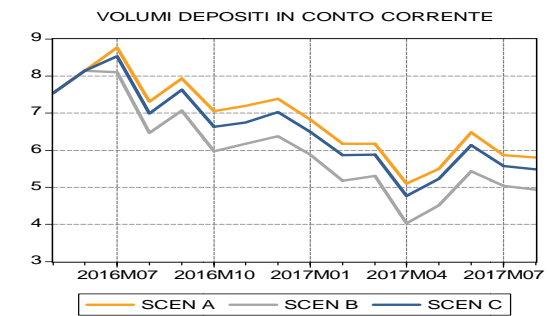
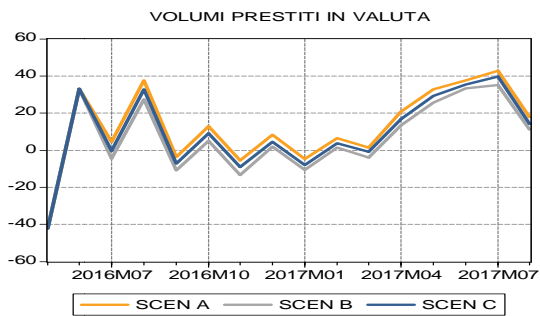
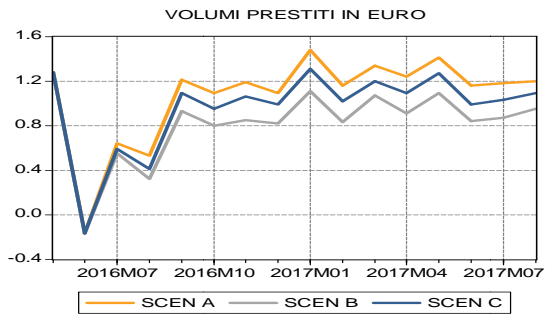
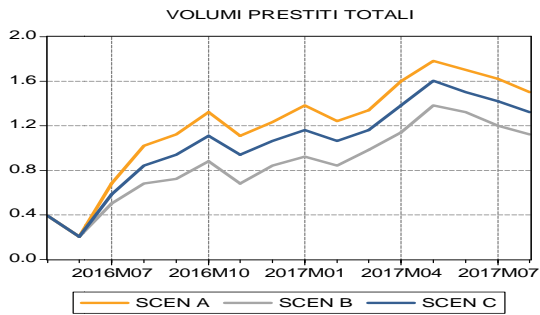
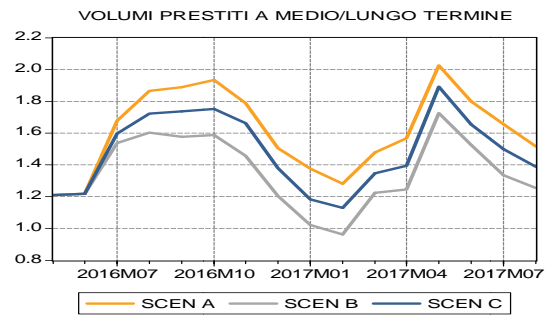
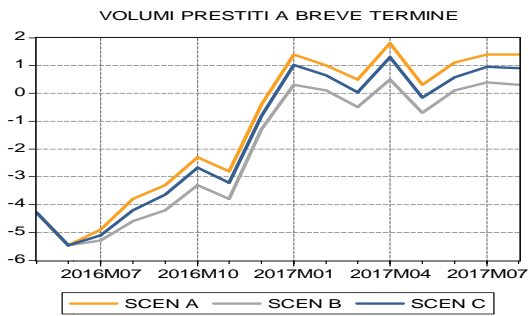
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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

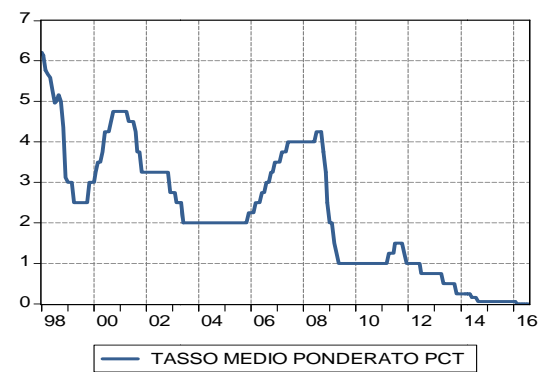
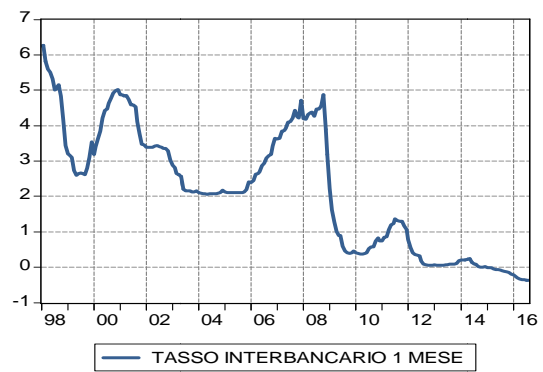
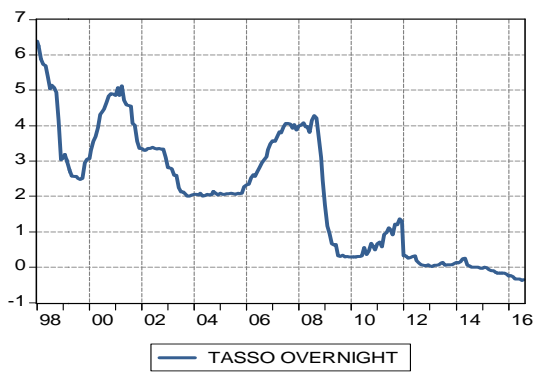


SCENARIO A	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1017	1056	1087	1063	949	993	1003	985	1002	1008	975	1007	1019	952	990	973	958	954	946
Produzione Industriale (Var. % a/a)	1.0	0.3	1.4	-0.5	-0.2	0.1	0.0	0.4	0.3	0.0	0.3	0.0	0.2	0.4	0.3	0.5	0.6	0.2	0.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.2	-0.2	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2	0.0	0.2	0.3	0.4	0.4	0.6	0.8	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4	0.5
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.24	-0.27	-0.34	-0.34	-0.34	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.36	-0.35	-0.34	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35	-0.35
T. Interb. 1m lett.	-0.25	-0.31	-0.34	-0.35	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.35	-0.36	-0.35	-0.33	-0.34	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32
T. Interb. 3m lett.	-0.20	-0.24	-0.26	-0.28	-0.28	-0.30	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.29	-0.30	-0.28	-0.25	-0.27	-0.25	-0.24	-0.23	-0.22
T. Interb. 6m lett.	-0.12	-0.13	-0.15	-0.16	-0.17	-0.19	-0.20	-0.20	-0.19	-0.19	-0.17	-0.18	-0.16	-0.14	-0.15	-0.14	-0.14	-0.13	-0.13
T. Depositi medio	0.49	0.49	0.47	0.46	0.45	0.45	0.45	0.45	0.46	0.47	0.48	0.49	0.50	0.51	0.52	0.52	0.54	0.55	0.56
T. Prestiti medio	3.20	3.16	3.11	3.09	3.04	3.02	3.02	3.02	3.02	3.02	3.03	3.03	3.03	3.03	3.04	3.04	3.05	3.05	3.06
T.prest. medio - T.dep. medio	2.71	2.67	2.64	2.63	2.59	2.58	2.57	2.56	2.56	2.55	2.54	2.54	2.53	2.53	2.52	2.52	2.51	2.50	2.50
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.14	-0.18	-0.25	-0.31	-0.24	-0.27	-0.30	-0.24	-0.19	-0.20	-0.18	-0.22	-0.20	-0.18	-0.19	-0.20	-0.19	-0.17	-0.19
T. BOT comp. lordo 6m	-0.04	-0.05	-0.17	-0.26	-0.15	-0.19	-0.24	-0.14	-0.05	-0.08	-0.05	-0.11	-0.08	-0.06	-0.07	-0.10	-0.07	-0.03	-0.08
T. BOT comp. lordo 12m	-0.03	-0.07	-0.08	-0.14	-0.12	-0.18	-0.19	-0.09	0.00	-0.04	0.01	-0.05	-0.03	0.00	-0.02	-0.05	-0.01	0.02	-0.03
Rendistat lordo	1.01	0.84	0.87	0.92	0.89	0.73	0.66	0.76	0.92	0.89	0.98	0.93	0.95	1.04	0.99	0.97	1.01	1.03	0.99
Rendistat netto	0.88	0.74	0.76	0.81	0.78	0.64	0.58	0.66	0.81	0.78	0.86	0.82	0.83	0.91	0.86	0.85	0.88	0.90	0.87
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.09	0.06	0.10	0.05	-0.02	0.03	0.01	0.13	0.24	0.17	0.22	0.18	0.17	0.21	0.19	0.16	0.21	0.22	0.19
Rend. BTP a 5 anni	0.48	0.36	0.52	0.43	0.31	0.32	0.31	0.43	0.53	0.48	0.54	0.48	0.48	0.53	0.49	0.46	0.51	0.54	0.49
Rend. BTP a 7 anni	0.95	0.76	1.01	0.90	0.76	0.73	0.74	0.85	0.94	0.89	0.94	0.88	0.89	0.94	0.90	0.88	0.93	0.95	0.90
Rend. BTP a 10 anni	1.50	1.30	1.59	1.46	1.31	1.22	1.20	1.31	1.39	1.33	1.38	1.33	1.33	1.38	1.34	1.32	1.36	1.39	1.34
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2355.344	2354.003	2343.048	2327.019	2343.957	2343.282	2342.330	2353.911	2352.634	2362.158	2362.29	2377.76	2384.55	2385.55	2380.54	2368.44	2383.80	2381.24	2377.46
Prestiti in euro	2319.848	2311.462	2299.742	2299.530	2309.200	2318.540	2300.120	2313.680	2301.111	2335.718	2313.183	2341.73	2346.758	2342.44	2328.26	2331.95	2335.99	2345.90	2327.72
Prestiti in valuta	35.496	42.541	43.306	27.489	34.757	24.742	42.210	40.230	51.523	26.440	49.103	36.022	37.792	43.111	52.278	36.487	47.818	35.344	49.743
Prestiti a breve	334.989	334.065	327.554	331.567	336.272	335.985	332.210	333.881	329.076	335.888	336.413	339.847	338.339	335.735	333.450	332.562	339.971	340.689	336.861
Prestiti a m / l	2020.355	2019.938	2015.494	1995.452	2007.685	2007.296	2010.119	2020.030	2023.558	2026.270	2025.873	2037.909	2046.211	2049.811	2047.087	2035.878	2043.833	2040.554	2040.603
Depositi totali	2251.884	2255.821	2272.500	2240.100	2278.170	2281.065	2265.192	2284.203	2273.062	2252.010	2276.354	2285.714	2307.956	2314.698	2317.268	2291.398	2343.098	2331.476	2311.628
Depositi in c / c	869.917	883.585	909.166	899.207	900.739	903.193	891.780	908.896	925.921	912.273	941.728	934.078	923.591	938.102	955.533	948.663	959.107	956.211	943.504
Depositi a risparmio	304.640	303.895	302.950	301.603	300.411	299.099	299.457	298.647	297.465	297.455	299.956	301.652	302.355	302.345	301.375	300.246	299.209	298.321	298.888
Certif. deposito	1077.327	1068.341	1060.384	1039.290	1077.020	1078.773	1073.955	1076.661	1049.675	1042.282	1034.669	1049.984	1082.010	1074.251	1060.360	1042.489	1084.782	1076.945	1069.237
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	2.08	0.91	0.96	0.39	0.20	0.68	1.02	1.12	1.32	1.11	1.23	1.38	1.24	1.34	1.60	1.78	1.70	1.62	1.50
Prestiti in euro	1.86	0.40	0.96	1.28	-0.17	0.64	0.53	1.21	1.09	1.19	1.09	1.48	1.16	1.34	1.24	1.41	1.16	1.18	1.20
Prestiti in valuta	19.27	39.06	1.12	-42.20	33.06	4.57	37.56	-3.80	12.78	-5.49	8.30	-4.72	6.47	1.34	20.72	32.73	37.58	42.85	17.85
Prestiti a breve	-5.30	-6.53	-7.25	-4.29	-5.47	-4.90	-3.80	-3.30	-2.30	-2.80	-0.40	1.40	1.00	0.50	1.80	0.30	1.10	1.40	1.40
Prestiti a m / l	3.42	2.25	2.44	1.21	1.22	1.68	1.86	1.89	1.93	1.79	1.51	1.38	1.28	1.48	1.57	2.03	1.80	1.66	1.52
Depositi totali	3.49	2.45	4.07	2.06	3.35	4.26	3.18	3.66	3.09	3.21	3.49	2.89	2.49	2.61	1.97	2.29	2.85	2.21	2.05
Depositi in c / c	7.56	8.41	10.63	7.53	8.13	8.76	7.31	7.93	7.05	7.20	7.38	6.82	6.17	6.17	5.10	5.50	6.48	5.87	5.80
Depositi a risparmio	0.21	-0.17	-0.21	-0.52	-0.99	-0.62	-0.61	-0.39	-0.43	-0.46	-0.35	-0.78	-0.75	-0.51	-0.52	-0.45	-0.40	-0.26	-0.19
Certif. deposito	1.33	-1.30	0.20	-1.53	0.84	2.11	1.03	1.42	0.81	0.98	1.28	0.66	0.43	0.55	0.00	0.31	0.72	-0.17	-0.44

SCENARIO B	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1017	1056	1087	1063	949	993	1003	893	916	926	894	920	929	863	907	895	875	881	873
Produzione Industriale (Var. % a/a)	1.0	0.3	1.4	-0.5	-0.2	-0.1	-0.3	0.0	-0.2	-0.7	-0.4	-0.7	-0.6	-0.3	-0.5	-0.2	-0.1	-0.6	-0.8
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.2	-0.2	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.24	-0.27	-0.34	-0.34	-0.34	-0.36	-0.36	-0.34	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32
T. Interb. 1m lett.	-0.25	-0.31	-0.34	-0.35	-0.36	-0.37	-0.37	-0.35	-0.32	-0.30	-0.29	-0.29	-0.29	-0.27	-0.28	-0.28	-0.27	-0.27	-0.26
T. Interb. 3m lett.	-0.20	-0.24	-0.26	-0.28	-0.28	-0.30	-0.32	-0.30	-0.24	-0.21	-0.20	-0.20	-0.19	-0.16	-0.17	-0.17	-0.16	-0.15	-0.14
T. Interb. 6m lett.	-0.12	-0.13	-0.15	-0.16	-0.17	-0.19	-0.20	-0.18	-0.13	-0.11	-0.10	-0.11	-0.10	-0.08	-0.09	-0.09	-0.08	-0.08	-0.07
T. Depositi medio	0.49	0.49	0.47	0.46	0.45	0.45	0.45	0.46	0.47	0.48	0.49	0.50	0.51	0.53	0.54	0.55	0.56	0.57	0.58
T. Prestiti medio	3.20	3.16	3.11	3.09	3.04	3.02	3.03	3.03	3.03	3.04	3.04	3.05	3.06	3.07	3.07	3.08	3.08	3.08	3.10
T.prest. medio - T.dep. medio	2.71	2.67	2.64	2.63	2.59	2.58	2.57	2.57	2.56	2.56	2.55	2.55	2.54	2.54	2.54	2.53	2.52	2.52	2.52
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.14	-0.18	-0.25	-0.31	-0.24	-0.27	-0.30	-0.15	-0.05	-0.07	-0.05	-0.07	-0.05	-0.02	-0.04	-0.06	-0.04	-0.02	-0.04
T. BOT comp. lordo 6m	-0.04	-0.05	-0.17	-0.26	-0.15	-0.19	-0.24	0.00	0.15	0.10	0.14	0.11	0.15	0.18	0.16	0.12	0.16	0.19	0.15
T. BOT comp. lordo 12m	-0.03	-0.07	-0.08	-0.14	-0.12	-0.18	-0.19	0.06	0.22	0.15	0.20	0.17	0.20	0.25	0.21	0.17	0.22	0.25	0.20
Rendistat lordo	1.01	0.84	0.87	0.92	0.89	0.73	0.66	0.93	1.14	1.10	1.18	1.14	1.22	1.28	1.23	1.22	1.23	1.28	1.22
Rendistat netto	0.88	0.74	0.76	0.81	0.78	0.64	0.58	0.81	1.00	0.96	1.03	1.00	1.07	1.12	1.08	1.07	1.07	1.12	1.07
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.09	0.06	0.10	0.05	-0.02	0.03	0.01	0.35	0.58	0.44	0.55	0.48	0.53	0.56	0.50	0.47	0.50	0.54	0.49
Rend. BTP a 5 anni	0.48	0.36	0.52	0.43	0.31	0.32	0.31	0.65	0.88	0.74	0.85	0.79	0.84	0.88	0.81	0.78	0.81	0.85	0.80
Rend. BTP a 7 anni	0.95	0.76	1.01	0.90	0.76	0.73	0.74	1.07	1.29	1.16	1.26	1.20	1.24	1.28	1.21	1.19	1.22	1.26	1.21
Rend. BTP a 10 anni	1.50	1.30	1.59	1.46	1.31	1.22	1.20	1.51	1.72	1.58	1.68	1.64	1.68	1.72	1.65	1.63	1.66	1.70	1.65
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2355.344	2354.003	2343.048	2327.019	2343.957	2339.092	2334.446	2344.599	2342.417	2352.112	2353.19	2366.97	2375.13	2377.07	2369.76	2359.13	2374.90	2367.16	2360.59
Prestiti in euro	2319.848	2311.462	2299.742	2299.530	2309.200	2316.466	2295.315	2307.279	2294.510	2327.870	2307.005	2333.20	2339.103	2336.20	2320.67	2324.59	2328.60	2336.62	2317.12
Prestiti in valuta	35.496	42.541	43.306	27.489	34.757	22.626	39.131	37.320	47.908	24.243	46.180	33.772	36.026	40.877	49.089	34.537	46.300	30.542	43.471
Prestiti a breve	334.989	334.065	327.554	331.567	336.272	334.572	329.448	330.773	325.708	332.433	333.373	336.160	335.324	332.395	329.192	329.246	336.608	335.911	330.436
Prestiti a m / l	2020.355	2019.938	2015.494	1995.452	2007.685	2004.520	2004.998	2013.826	2016.710	2019.680	2019.812	2030.807	2039.805	2044.678	2040.567	2029.886	2038.289	2031.251	2030.156
Depositi totali	2251.884	2255.821	2272.500	2240.100	2278.170	2267.281	2250.044	2265.914	2255.202	2235.209	2257.217	2268.608	2290.842	2295.749	2298.634	2270.565	2318.494	2299.930	2280.645
Depositi in c / c	869.917	883.585	909.166	899.207	900.739	897.712	884.800	901.569	916.580	903.508	932.958	925.858	914.979	930.415	945.805	939.761	949.649	942.957	928.509
Depositi a risparmio	304.640	303.895	302.950	301.603	300.411	298.678	298.915	297.927	296.868	296.798	299.144	300.971	301.542	301.511	300.407	299.183	298.182	296.829	297.170
Certif. deposito	1077.327	1068.341	1060.384	1039.290	1077.020	1070.892	1066.329	1066.417	1041.754	1034.903	1025.116	1041.779	1074.321	1063.823	1052.421	1031.621	1070.663	1060.144	1054.966
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	2.08	0.91	0.96	0.39	0.20	0.50	0.68	0.72	0.88	0.68	0.84	0.92	0.84	0.98	1.14	1.38	1.32	1.20	1.12
Prestiti in euro	1.86	0.40	0.96	1.28	-0.17	0.55	0.32	0.93	0.80	0.85	0.82	1.11	0.83	1.07	0.91	1.09	0.84	0.87	0.95
Prestiti in valuta	19.27	39.06	1.12	-42.20	33.06	-4.37	27.52	-10.76	4.87	-13.35	1.85	-10.68	1.49	-3.91	13.35	25.64	33.21	34.99	11.09
Prestiti a breve	-5.30	-6.53	-7.25	-4.29	-5.47	-5.30	-4.60	-4.20	-3.30	-3.80	-1.30	0.30	0.10	-0.50	0.50	-0.70	0.10	0.40	0.30
Prestiti a m / l	3.42	2.25	2.44	1.21	1.22	1.54	1.60	1.58	1.59	1.46	1.20	1.02	0.96	1.22	1.24	1.73	1.52	1.33	1.25
Depositi totali	3.49	2.45	4.07	2.06	3.35	3.63	2.49	2.83	2.28	2.44	2.62	2.12	1.73	1.77	1.15	1.36	1.77	1.44	1.36
Depositi in c / c	7.56	8.41	10.63	7.53	8.13	8.10	6.47	7.06	5.97	6.17	6.38	5.88	5.18	5.30	4.03	4.51	5.43	5.04	4.94
Depositi a risparmio	0.21	-0.17	-0.21	-0.52	-0.99	-0.76	-0.79	-0.63	-0.63	-0.68	-0.62	-1.00	-1.02	-0.78	-0.84	-0.80	-0.74	-0.62	-0.58
Certif. deposito	1.33	-1.30	0.20	-1.53	0.84	1.37	0.31	0.45	0.05	0.27	0.35	-0.12	-0.28	-0.42	-0.75	-0.74	-0.59	-1.00	-1.07

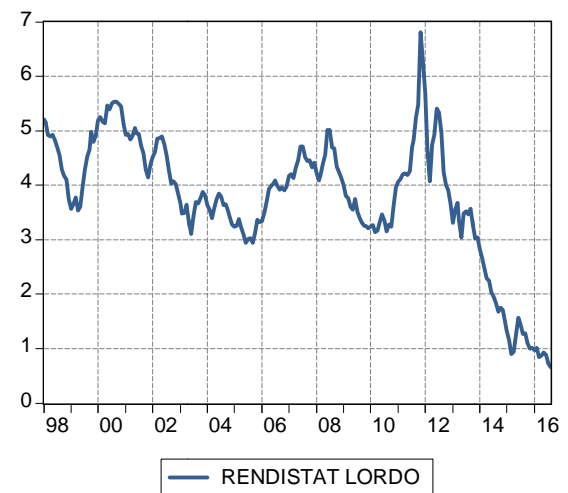
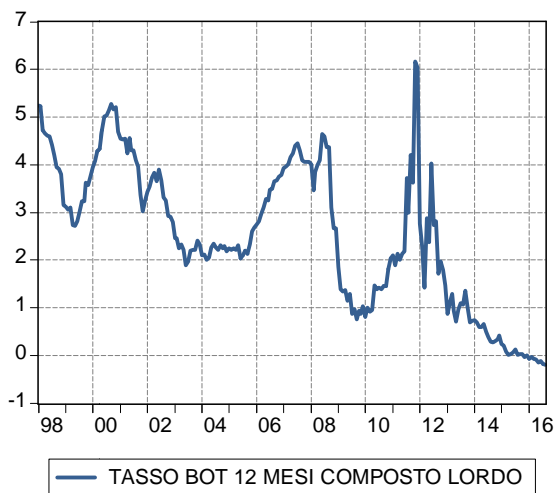
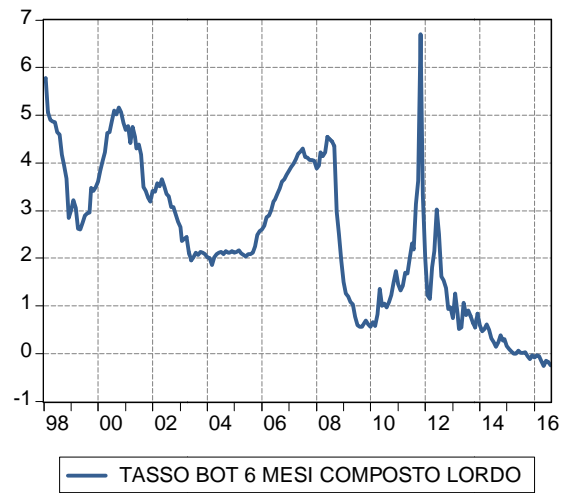
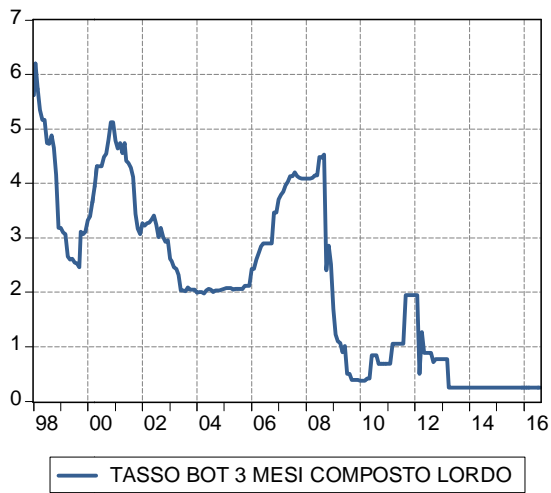
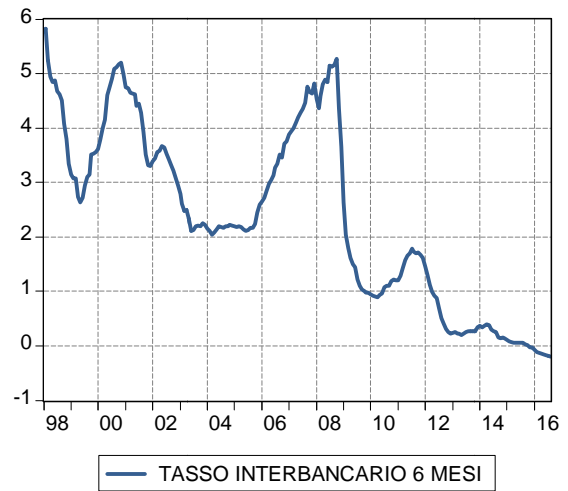
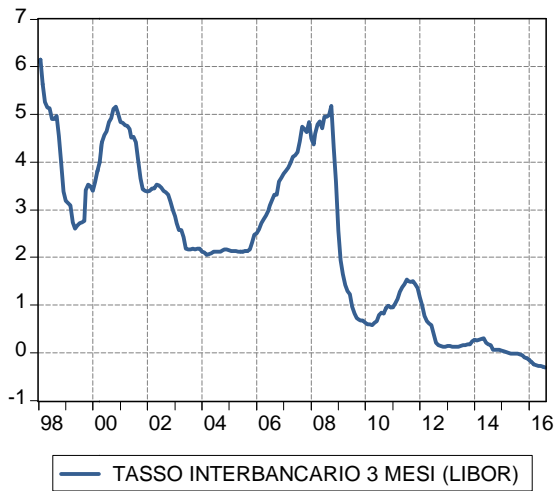
SCENARIO C	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12	17 1	17 2	17 3	17 4	17 5	17 6	17 7	17 8
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice COMIT (livello)	1017	1056	1087	1063	949	993	1003	963	977	972	947	976	990	910	956	941	921	923	917
Produzione Industriale (Var. % a/a)	1.0	0.3	1.4	-0.5	-0.2	0.0	-0.2	0.2	0.1	-0.3	0.0	-0.2	-0.1	0.2	0.0	0.4	0.4	0.0	-0.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.2	-0.2	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.24	-0.27	-0.34	-0.34	-0.34	-0.36	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.37	-0.37
T. Interb. 1m lett.	-0.25	-0.31	-0.34	-0.35	-0.36	-0.37	-0.37	-0.38	-0.39	-0.39	-0.38	-0.39	-0.38	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.36
T. Interb. 3m lett.	-0.20	-0.24	-0.26	-0.28	-0.28	-0.30	-0.32	-0.34	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.34	-0.32	-0.33	-0.33	-0.32	-0.31	-0.30
T. Interb. 6m lett.	-0.12	-0.13	-0.15	-0.16	-0.17	-0.19	-0.20	-0.21	-0.22	-0.22	-0.21	-0.21	-0.20	-0.19	-0.20	-0.19	-0.19	-0.18	-0.18
T. Depositi medio	0.49	0.49	0.47	0.46	0.45	0.45	0.44	0.44	0.45	0.45	0.46	0.46	0.47	0.48	0.49	0.50	0.51	0.52	0.53
T. Prestiti medio	3.20	3.16	3.11	3.09	3.04	3.02	3.01	3.01	3.01	3.00	3.00	3.00	3.00	3.01	3.02	3.02	3.03	3.03	3.04
T.prest. medio - T.dep. medio	2.71	2.67	2.64	2.63	2.59	2.58	2.57	2.57	2.56	2.55	2.55	2.54	2.54	2.53	2.53	2.53	2.52	2.51	2.51
T. BOT comp. lordo 3m ⁽¹⁾	-0.14	-0.18	-0.25	-0.31	-0.24	-0.27	-0.30	-0.28	-0.27	-0.28	-0.25	-0.28	-0.25	-0.23	-0.25	-0.26	-0.24	-0.20	-0.22
T. BOT comp. lordo 6m	-0.04	-0.05	-0.17	-0.26	-0.15	-0.19	-0.24	-0.21	-0.18	-0.20	-0.16	-0.20	-0.15	-0.13	-0.15	-0.18	-0.14	-0.09	-0.12
T. BOT comp. lordo 12m	-0.03	-0.07	-0.08	-0.14	-0.12	-0.18	-0.19	-0.16	-0.14	-0.15	-0.12	-0.16	-0.11	-0.09	-0.11	-0.14	-0.10	-0.05	-0.09
Rendistat lordo	1.01	0.84	0.87	0.92	0.89	0.73	0.66	0.70	0.74	0.73	0.78	0.73	0.80	0.81	0.79	0.77	0.81	0.85	0.82
Rendistat netto	0.88	0.74	0.76	0.81	0.78	0.64	0.58	0.61	0.65	0.64	0.68	0.64	0.70	0.71	0.69	0.67	0.71	0.74	0.72
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.09	0.06	0.10	0.05	-0.02	0.03	0.01	0.06	0.07	0.05	0.09	0.04	0.09	0.11	0.08	0.05	0.11	0.13	0.08
Rend. BTP a 5 anni	0.48	0.36	0.52	0.43	0.31	0.32	0.31	0.35	0.36	0.34	0.38	0.32	0.37	0.39	0.37	0.33	0.40	0.42	0.36
Rend. BTP a 7 anni	0.95	0.76	1.01	0.90	0.76	0.73	0.74	0.78	0.79	0.77	0.81	0.75	0.80	0.82	0.80	0.76	0.82	0.85	0.79
Rend. BTP a 10 anni	1.50	1.30	1.59	1.46	1.31	1.22	1.20	1.24	1.24	1.22	1.25	1.20	1.25	1.26	1.24	1.20	1.26	1.28	1.22
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2355.344	2354.003	2343.048	2327.019	2343.957	2340.954	2338.156	2349.721	2347.758	2358.187	2358.32	2372.60	2380.31	2381.31	2375.38	2364.25	2379.12	2374.20	2369.02
Prestiti in euro	2319.848	2311.462	2299.742	2299.530	2309.200	2317.388	2297.374	2310.937	2297.924	2332.717	2310.895	2337.81	2343.511	2339.20	2324.81	2328.73	2332.06	2341.26	2322.42
Prestiti in valuta	35.496	42.541	43.306	27.489	34.757	23.566	40.782	38.784	49.834	25.470	47.424	34.785	36.800	42.109	50.572	35.517	47.056	32.939	46.604
Prestiti a breve	334.989	334.065	327.554	331.567	336.272	335.279	330.807	332.717	327.794	334.453	334.984	338.587	337.173	334.179	331.777	331.071	338.226	338.447	333.785
Prestiti a m / l	2020.355	2019.938	2015.494	1995.452	2007.685	2005.675	2007.349	2017.004	2019.964	2023.733	2023.335	2034.010	2043.138	2047.131	2043.605	2033.181	2040.891	2035.749	2035.235
Depositi totali	2251.884	2255.821	2272.500	2240.100	2278.170	2275.814	2258.167	2277.813	2265.125	2245.028	2269.315	2278.605	2301.651	2307.479	2309.996	2282.438	2333.985	2318.827	2298.136
Depositi in c / c	869.917	883.585	909.166	899.207	900.739	901.366	889.157	906.304	922.345	908.460	938.659	931.246	920.970	935.502	952.494	946.198	955.968	951.592	937.898
Depositi a risparmio	304.640	303.895	302.950	301.603	300.411	298.929	299.283	298.407	297.229	297.240	299.654	301.356	302.030	302.087	301.028	299.822	298.837	297.720	298.200
Certif. deposito	1077.327	1068.341	1060.384	1039.290	1077.020	1075.519	1069.727	1073.102	1045.551	1039.328	1031.002	1046.003	1078.651	1069.890	1056.474	1036.418	1079.181	1069.515	1062.039
VOLUMI (Var. % a/a)																			
Prestiti totali	2.08	0.91	0.96	0.39	0.20	0.58	0.84	0.94	1.11	0.94	1.06	1.16	1.06	1.16	1.38	1.60	1.50	1.42	1.32
Prestiti in euro	1.86	0.40	0.96	1.28	-0.17	0.59	0.41	1.09	0.95	1.06	0.99	1.31	1.02	1.20	1.09	1.27	0.99	1.03	1.09
Prestiti in valuta	19.27	39.06	1.12	-42.20	33.06	-0.39	32.90	-7.26	9.08	-8.96	4.59	-8.00	3.67	-1.01	16.78	29.21	35.38	39.77	14.28
Prestiti a breve	-5.30	-6.53	-7.25	-4.29	-5.47	-5.10	-4.21	-3.64	-2.68	-3.22	-0.82	1.02	0.65	0.03	1.29	-0.15	0.58	0.94	0.90
Prestiti a m / l	3.42	2.25	2.44	1.21	1.22	1.60	1.72	1.74	1.75	1.66	1.38	1.18	1.13	1.35	1.39	1.89	1.65	1.50	1.39
Depositi totali	3.49	2.45	4.07	2.06	3.35	4.02	2.86	3.37	2.73	2.89	3.17	2.57	2.21	2.29	1.65	1.89	2.45	1.89	1.77
Depositi in c / c	7.56	8.41	10.63	7.53	8.13	8.54	6.99	7.62	6.64	6.75	7.03	6.50	5.87	5.88	4.77	5.23	6.13	5.57	5.48
Depositi a risparmio	0.21	-0.17	-0.21	-0.52	-0.99	-0.68	-0.67	-0.47	-0.51	-0.53	-0.45	-0.88	-0.86	-0.59	-0.63	-0.59	-0.52	-0.40	-0.36
Certif. deposito	1.33	-1.30	0.20	-1.53	0.84	1.80	0.63	1.08	0.41	0.70	0.92	0.28	0.12	0.15	-0.37	-0.28	0.20	-0.56	-0.72

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili

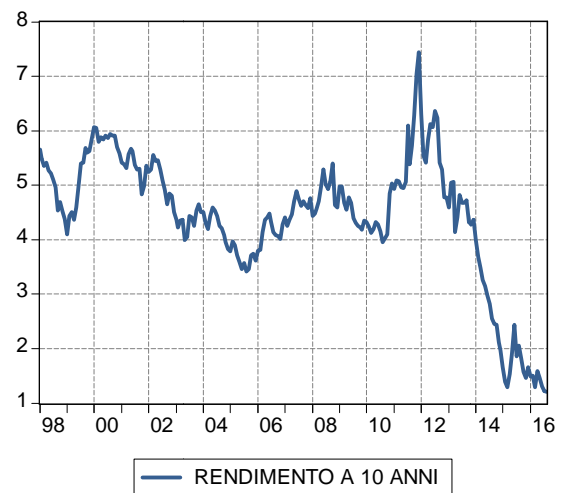
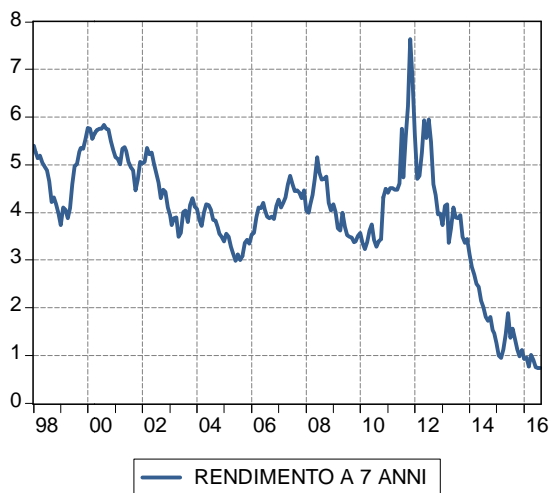
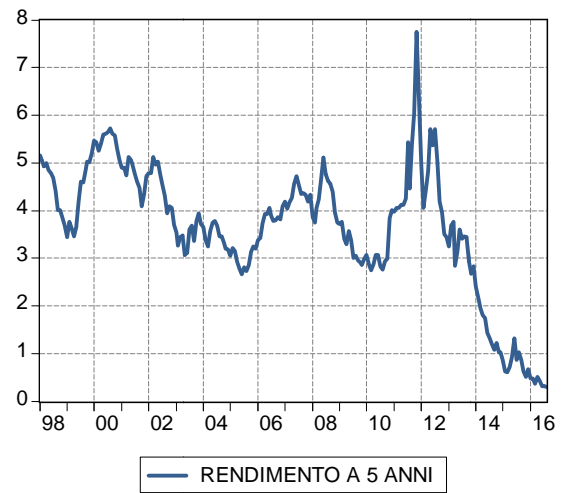
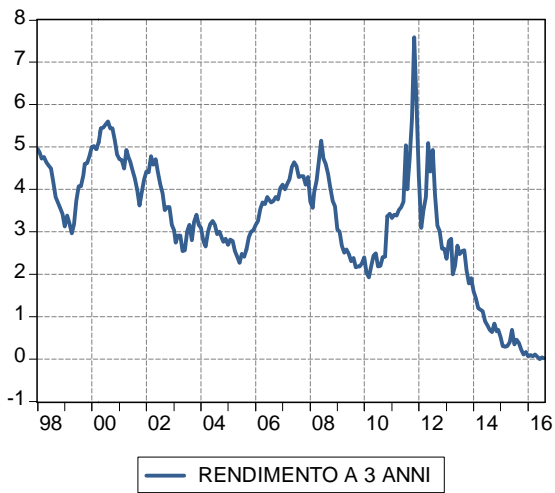
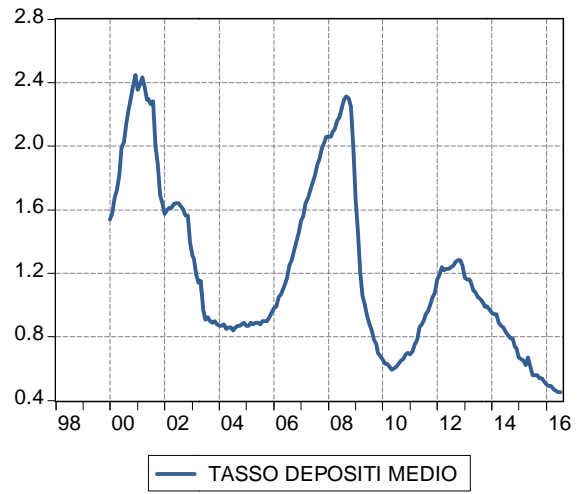


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



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

