



**MONTE
DEI PASCHI
DI SIENA**
BANCA DAL 1472

Scenari macroeconomici



Al fine di consentire alle varie Funzioni della Banca di effettuare attività di pianificazione e risk management, valutando gli impatti quantitativi di eventuali shock macroeconomici su capitale, liquidità, profittabilità ed operatività della Banca, così come previsto dal Regolatore, sono stati predisposti dal Servizio Studi e Ricerche alcuni scenari macroeconomici sottoposti all'attenzione del CDA.

Il Consiglio di Amministrazione della Banca viene coinvolto in quanto organo deliberante in materia secondo quanto normato internamente dalla «Direttiva di Gruppo in materia di Risk Appetite Framework» (doc. 1030D01930).

Gli scenari macroeconomici illustrati costituiscono una delle attività per il processo di Risk Appetite Framework della Banca.

Nello sviluppo degli scenari il Servizio Studi e Ricerche si è avvalso del fornitore Prometeia che ha:

- realizzato lo scenario baseline e due degli scenari di seguito proposti. Gli scenari predisposti da Prometeia sono stati discussi con il Servizio Studi e Ricerche al fine di comprenderne il rationale e le principali variabili macro economiche;
- fornito la piattaforma per la simulazione degli scenari. La piattaforma di Prometeia supporta la costruzione di scenari personalizzati definendo l'interazione tra le varie variabili macroeconomiche;
- assegnato le stime probabilistiche per l'andamento in ogni scenario delle variabili "PIL Italia" e "Spread 10y BTP-Bund".

Gli scenari presentano una proiezione fino al 2022 per le variabili macroeconomiche, finanziarie e bancarie e sono stati simulati a partire dallo scenario Baseline stressando, in maniera peggiorativa o migliorativa, le principali variabili macroeconomiche (PIL Italia, PIL UE, PIL USA, Btp - Bund spread 10Y, cambio Euro/Dollaro, FTSE Mib, tasso Bce, ...) e stimando l'andamento delle altre variabili usando la piattaforma fornita da Prometeia, che include il loro modello econometrico.

Gli scenari sono stati prodotti in modo da simulare diversi canali di trasmissione degli shock, con diverse intensità e direzioni degli stessi, in modo da coprire un ampio ventaglio di possibilità.



Gli scenari predisposti dal Servizio Ricerca sono stati sviluppati tenendo in considerazione il PIL Italia e lo Spread 10y BTP-Bund, cioè le variabili macroeconomiche con il maggiore impatto per BMPS e per sistema bancario italiano, confrontandosi anche con la Funzione Risk.

Ad ogni valore del PIL Italia è stata assegnata la probabilità che il valore effettivo del Pil Italia risulti minore o uguale al valore stimato nello scenario.

Sono proposti i seguenti scenari:

- 1) Scenario base (fornito da Prometeia): si ipotizza una ripresa globale che prosegue ma decelera con riflessi sulla crescita italiana e aumentata percezione del rischio paese; probabilità* associata all'andamento del Pil Italia $\approx 50\%$.
- 2) Scenario "Macro avverso severo estremo" (fornito da Prometeia): si ipotizza uno scenario internazionale in deciso deterioramento, con l'Italia in recessione; la crisi di fiducia sulla tenuta dei conti pubblici fa rialzare bruscamente lo spread Btp-Bund; probabilità* associata all'andamento del Pil Italia $\approx 4\%$.
- 3) Scenario "Macro avverso severo ma plausibile" (fornito da Prometeia): si ipotizza che il clima di incertezza e l'apprezzamento dell'Euro impattino sulla crescita italiana che rimane inferiore al potenziale in tutto l'orizzonte di previsione; probabilità* associata all'andamento del Pil Italia $\approx 23\%$.
- 4) Scenario "Macro avverso shock Italia – rischio paese/spread" (Servizio Studi e Ricerche): si ipotizza che, in un contesto internazionale stabile, l'approvazione della legge di Bilancio acuisca le tensioni con l'UE con effetto immediato sullo spread che aumenta solo temporaneamente impattando così in maniera contenuta sul Pil; probabilità* associata all'andamento del Pil Italia $\approx 37\%$.



5) Scenario “Macro avverso shock Italia – rallentamento persistente della crescita italiana” (Servizio Studi e Ricerche): si ipotizza che, in un contesto internazionale stabile, a causa dei vincoli di bilancio, l'Italia non implementi tagli alle tasse e riveda la legislazione giuslavorista in senso restrittivo, con effetti negativi sulla crescita che sperimenta una fase di rallentamento pluriennale; probabilità* associata all'andamento del Pil Italia $\approx 31\%$.

6) Scenario “Macro best domestico” (Servizio Studi e Ricerche): si ipotizza che l'impostazione di politica fiscale italiana includa i promessi tagli alle tasse, con risposta positiva dell'economia innescando un meccanismo virtuoso di miglioramento dei saldi di finanza pubblica e determinando un rapido restringimento dello spread; probabilità* associata all'andamento del Pil Italia $\approx 69\%$.

7) Scenario “Macro best internazionale” (Servizio Studi e Ricerche): si ipotizza che il Governo Usa, per garantirsi la rielezione, prosegua le politiche di bilancio espansive sostenendo l'economia; migliorate condizioni esterne, associate al deprezzamento dell'euro, rappresentano terreno fertile per la crescita italiana; probabilità* associata all'andamento del Pil Italia $\approx 63\%$.

8) Scenario “Macro avverso shock spread” (Servizio Studi e Ricerche): si ipotizza che il complicato processo di approvazione della Legge di Bilancio faccia aumentare immediatamente la percezione del “rischio Italia” da parte dei mercati generando così una crisi di fiducia che si ricompone dopo la fase acuta; probabilità* associata all'andamento del Pil Italia $\approx 35\%$.

9) Scenario “Macro avverso intermedio” (Servizio Studi e Ricerche): si ipotizza uno scenario internazionale in deterioramento, con l'Italia che oscilla tra lieve recessione e stagnazione; il difficile processo di risanamento dei conti pubblici alimenta livelli elevati per lo “spread BTP – Bund” lungo tutto l'arco di previsione; probabilità* associata all'andamento del Pil Italia $\approx 9\%$.

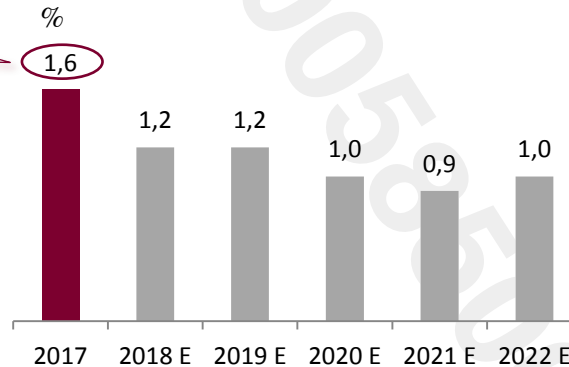
Ad ogni scenario * Nota: tale probabilità non è la probabilità di realizzazione dello scenario bensì la probabilità che il valore effettivo del Pil Italia risulti minore o uguale al valore stimato nello scenario.

1. Scenario base (1/2)



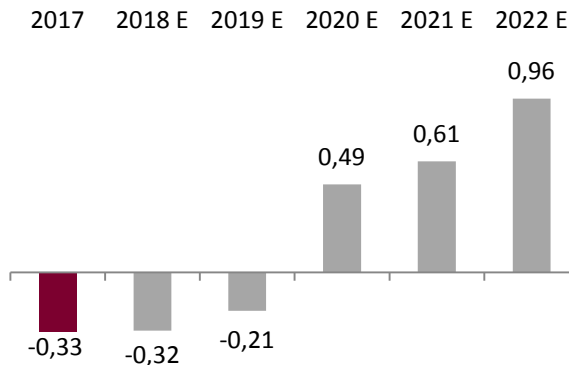
Pil Italia (dati destagionalizzati)

+1,5%
dato grezzo
(Istat)



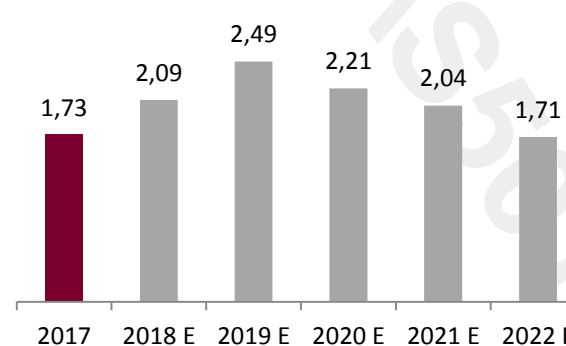
Tassi di interesse

Euribor 3M, %, media annua



Spread 10y BTP – Bund

%, media annua



Assunzioni:

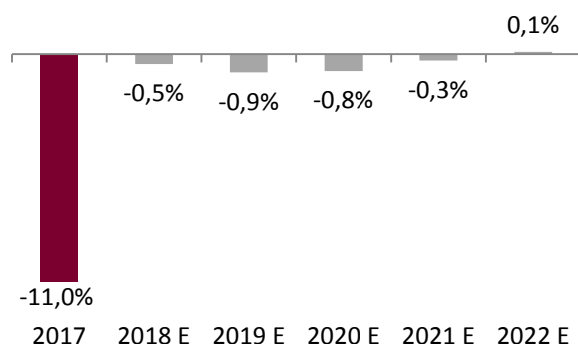
- 1** L'economia mondiale continua a crescere su buoni ritmi, ma rallenta rispetto al 2017
- 2** Raffreddamento dell'economia globale e aumento della percezione del rischio-paese provocano un rallentamento della crescita italiana, che oscilla intorno l'1% nell'orizzonte di previsione
- 3** L'incerta evoluzione delle politiche di bilancio e nei rapporti con l'UE tengono lo spread Btp-bund al di sopra dei 200 p.b. sino al 2021
- 4** L'intonazione della politica fiscale italiana è espansiva nel 2019, neutrale negli anni successivi
- 5** Il prezzo del petrolio rimane sopra i 70 \$/barile
- 6** L'evoluzione della politica monetaria è guidata dal graduale rientro dalle misure eccezionali adottate per contrastare la grande recessione

1. Scenario base (2/2)



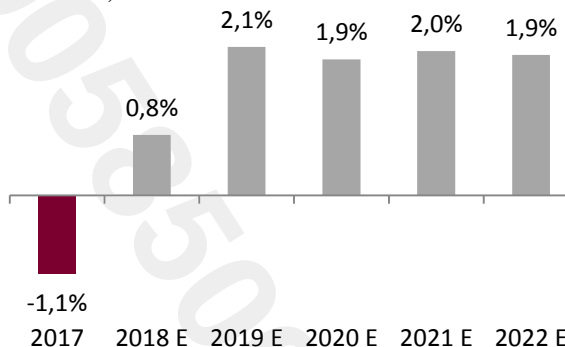
Raccolta diretta totale ¹

Volume, % a/a



Impieghi vivi

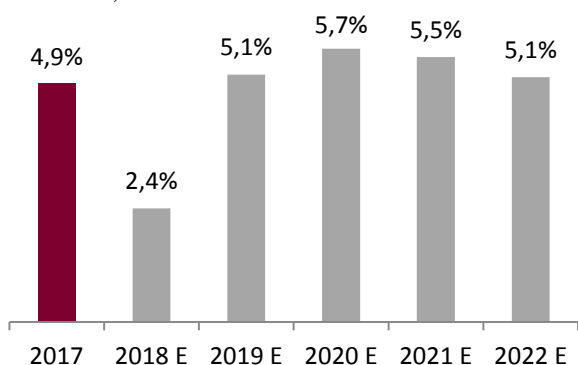
Volume, % a/a



¹ Al netto dei depositi con durata prestabilita connessi a cartolarizzazioni

Raccolta indiretta totale

Volume, % a/a



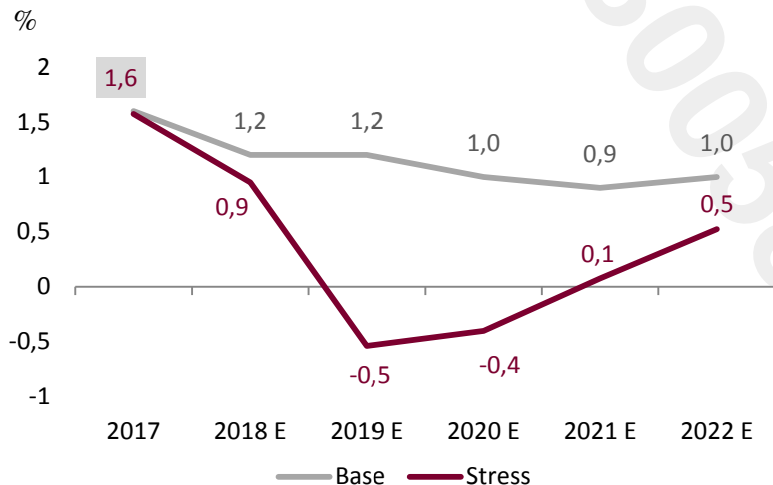
Assunzioni:

- 7** La prosecuzione della ripresa si riflette in un miglioramento delle variabili bancarie e finanziarie
- 8** La crescita degli impieghi prosegue ed è accompagnata da una caduta delle sofferenze derivante da un'intensificazione delle operazioni di cessioni e minor tassi di decadimento
- 9** La dinamica della raccolta riflette la tendenza alla riallocazione del risparmio dalle forme più liquide e dalle obbligazioni verso il risparmio gestito; la tendenza si accentua dal 2020 col rialzo dei tassi
- 10** IRS in progressiva risalita con il lento rientro dal QE

2. Scenario macro avverso severo estremo (1/2)

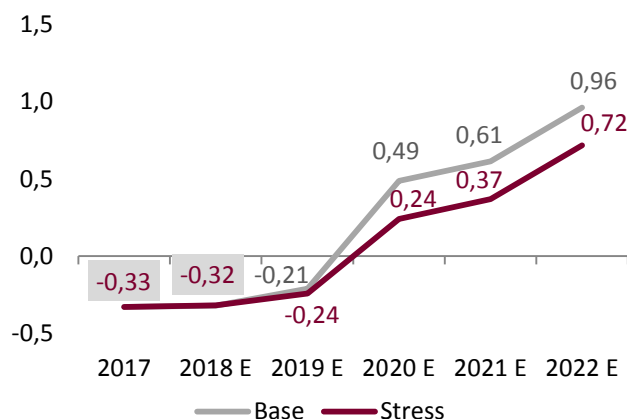


Pil Italia



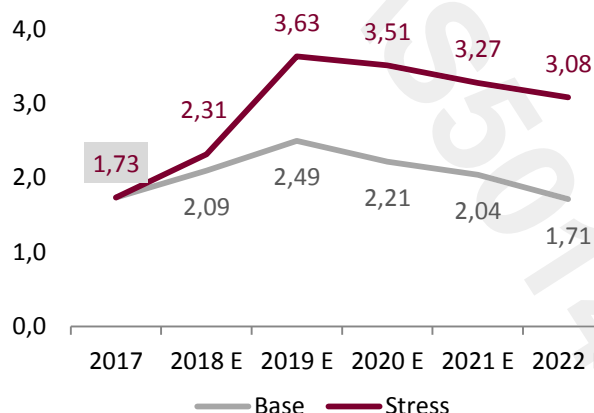
Tassi di interesse

Euribor 3M, %, media annua



Spread BTP10Y -Bund

%, media annua



Assunzioni:

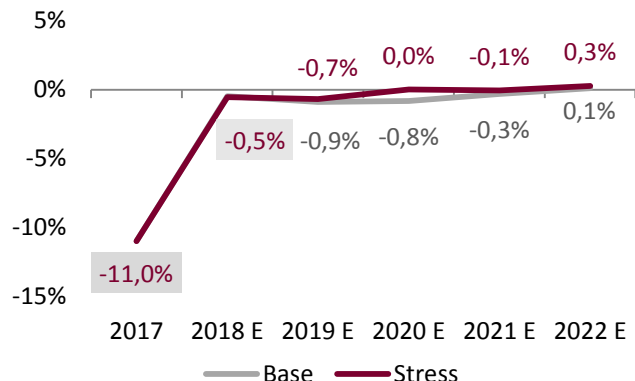
- 1** La crescita mondiale frena in scia all'incerta politica fiscale e protezionistica di Trump, le tensioni geopolitiche ed il rallentamento degli Emergenti
- 2** Le borse internazionali cadono ed il dollaro si deprezza contro euro
- 3** L'impegno sul risanamento dei conti pubblici italiani è messo in dubbio da politiche espansive e la crisi di fiducia porta l'Italia in una nuova fase recessiva nel 2019-2020
- 4** In tale contesto, investimenti ed esportazioni italiane soffrono
- 5** Lo spread BTP-Bund si impenna nel 2019 mantenendosi sopra i 300 pb lungo l'arco previsivo
- 6** Tassi di interesse più bassi del baseline su tutta la struttura per scadenze Euribor e Swap

2. Scenario macro avverso severo estremo (2/2)



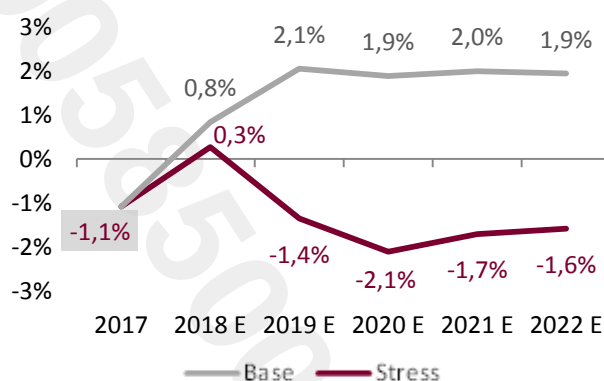
Raccolta diretta totale ¹

Volume, % a/a



Impieghi vivi

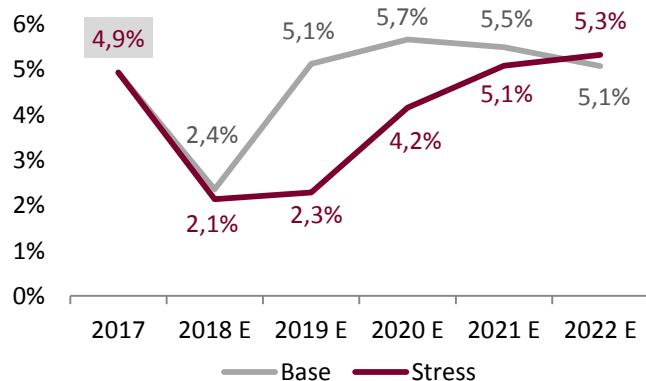
Volume, % a/a



¹ Al netto dei depositi con durata prestabilita connessi a cartolarizzazioni

Raccolta indiretta totale

Volume, % a/a



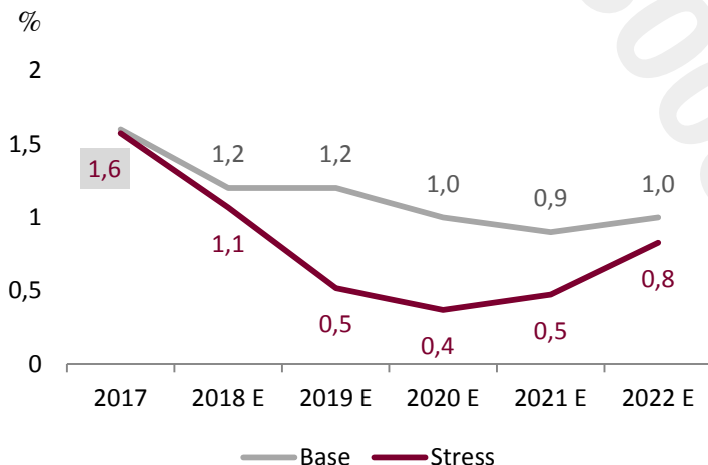
Assunzioni:

- 7** La severità della recessione comporta una restrizione del credito con gli impieghi vivi in decisa contrazione dal 2019
- 8** Il processo di riduzione dei crediti deteriorati rallenta fino al 2021
- 9** La contrazione della propensione al consumo aumenta i flussi di risparmio che si indirizzano verso *asset class* meno rischiose come raccolta bancaria a breve ed amministrata; penalizzato al contrario il risparmio gestito e la raccolta azionaria, più sensibili alla volatilità dei mercati
- 10** Pertanto la dinamica della raccolta diretta risulta poco difforme da quella del *baseline*, al contrario di quella indiretta più penalizzata

3. Scenario macro avverso severo ma plausibile (1/2)

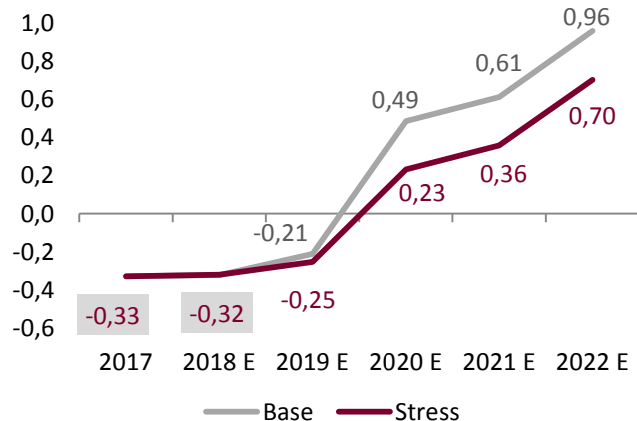


Pil Italia



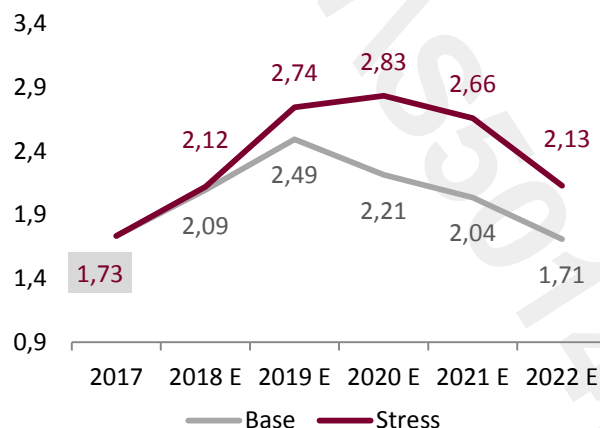
Tassi di interesse

Euribor 3M, %, media annua



Spread BTP10Y - Bund

%, media annua



Assunzioni:

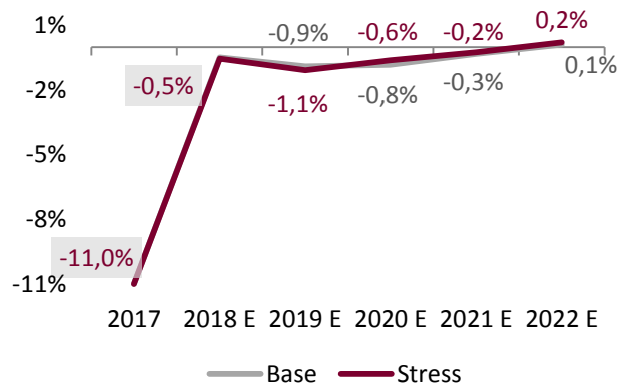
- 1** La crescita italiana rimane inferiore al potenziale nell'arco previsivo senza tuttavia sperimentare recessione
- 2** Incertezza ed apprezzamento dell'euro sono il motore della minor crescita italiana, penalizzando l'export e condizionando gli investimenti che esauriscono il sostegno degli incentivi fiscali
- 3** Minor crescita del PIL, inflazione più bassa e spread molto reattivo all'incertezza sulle prospettive italiane, tornano a far salire il debito pubblico su PIL, limitando la possibilità di contrastare il rallentamento economico con la politica fiscale
- 4** Tassi di interesse più bassi dal 2019 in linea con l'andamento dei tassi di *policy*

3. Scenario macro avverso severo ma plausibile (2/2)



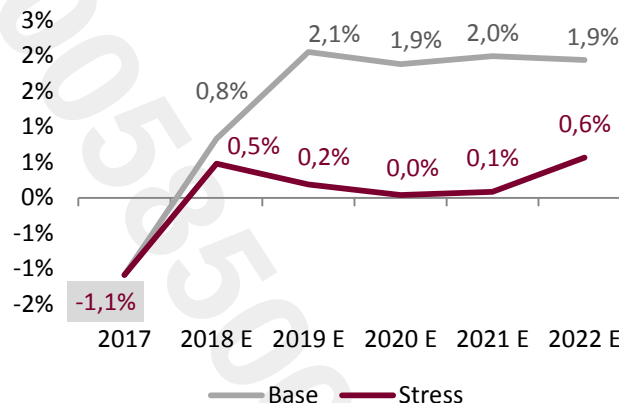
Raccolta diretta totale ¹

Volume, % a/a



Impieghi vivi

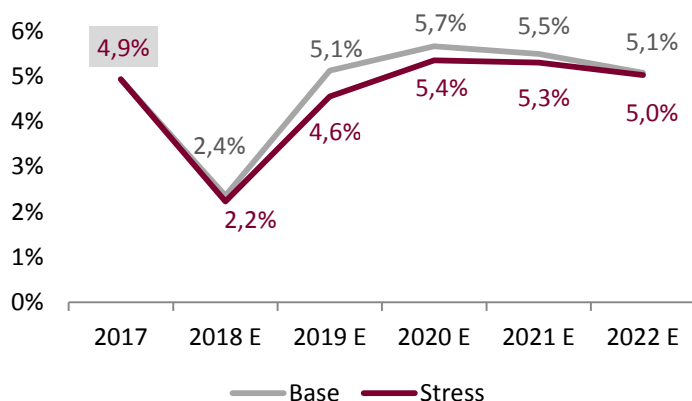
Volume, % a/a



¹ Al netto dei depositi con durata prestabilita connessi a cartolarizzazioni

Raccolta indiretta totale

Volume, % a/a



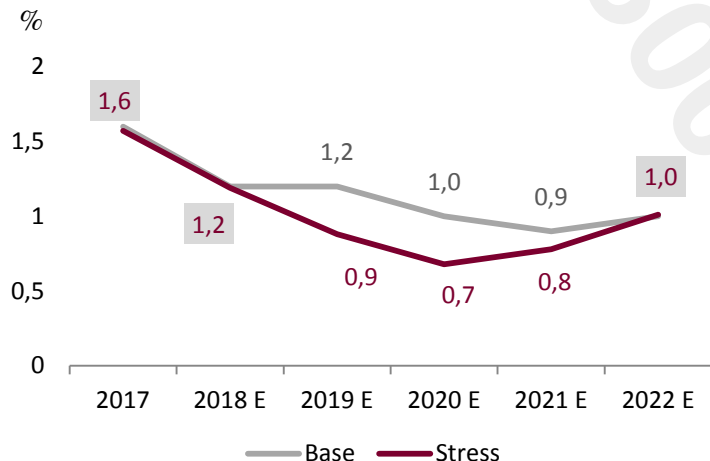
Assunzioni:

- 5** Il rallentamento di tutte le componenti di domanda frena la ripresa degli impieghi vivi colpendo soprattutto gli impieghi alle imprese
- 6** Il raffreddamento economico frena il processo di riduzione delle sofferenze
- 7** Nella prima parte dell'orizzonte di previsione la riduzione dell'inflazione supporta la crescita del risparmio delle famiglie che si orienta verso forme di raccolta a medio lungo termine e amministrata. Successivamente il risparmio si ridimensiona contraendo tutte le forme di raccolta, in particolare gestito ed azionario, *asset class* negativamente correlate alla maggior volatilità dei mercati

4. Scenario macro avverso shock Italia (hp aumento temporaneo rischio paese/spread) (1/2)

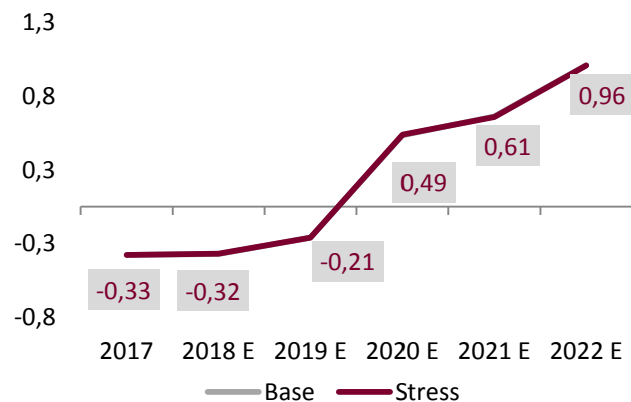


Pil Italia



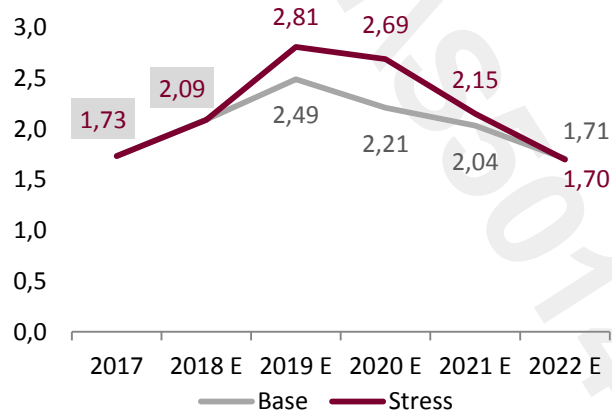
Tassi di interesse

Euribor 3M, %, media annua



Spread BTP10Y -Bund

%, media annua



Assunzioni:

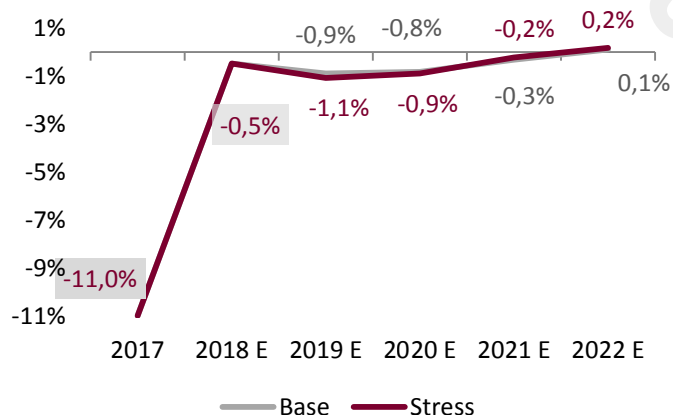
- 1** La legge di bilancio fa emergere contrasti con le istituzioni UE che si acuiscono nel 2019
- 2** La percezione di un aumentato rischio paese è immediata con lo spread che si porta a ridosso dei 290 punti base nell'ultimo trimestre del 2019. Tuttavia, dopo una fase di incertezza l'azione del Governo si rivela credibile e lo spread si riporta dal 2021 su valori prossimi allo scenario baseline.
- 3** L'incertezza dei mercati diminuisce e gli effetti negativi sul Pil italiano si smorzano
- 4** Lo shock domestico non implica nessun cambiamento nella politica monetaria della BCE, con conseguente invarianza della curva Euribor rispetto al baseline

4. Scenario macro avverso shock Italia (hp aumento temporaneo rischio paese/spread) (2/2)



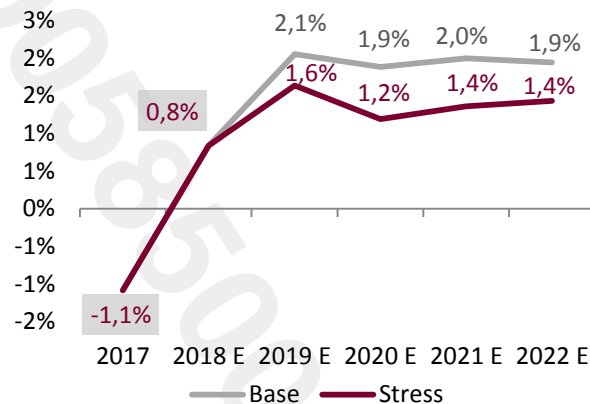
Raccolta diretta totale ¹

Volume, % a/a



Impieghi vivi

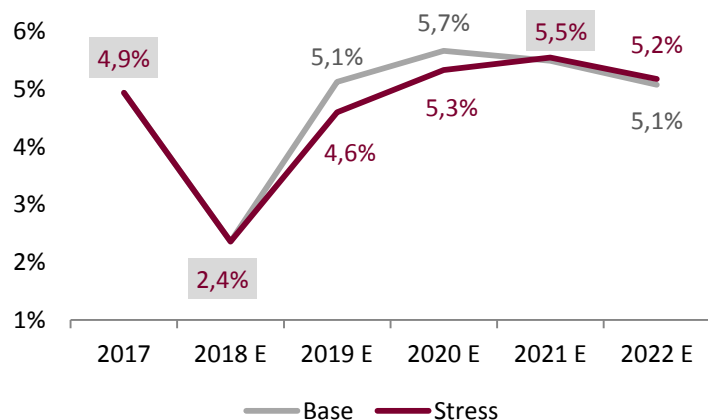
Volume, % a/a



¹ Al netto dei depositi con durata prestabilita connessi a cartolarizzazioni

Raccolta indiretta totale

Volume, % a/a



Assunzioni:

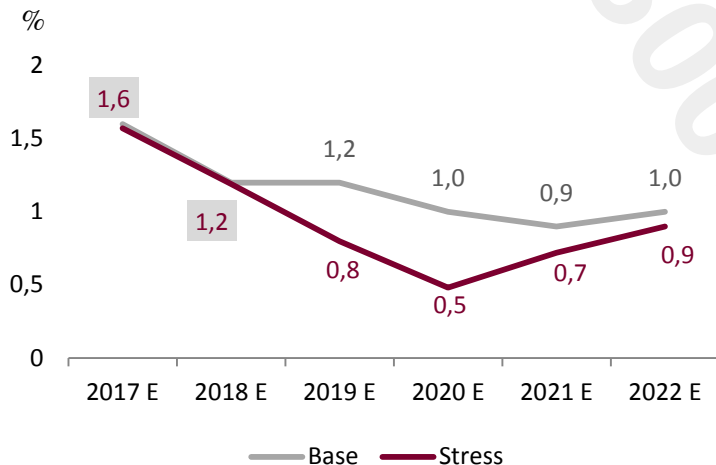
5 L'aumento del rischio paese ed il rallentamento della crescita raffreddano la ripresa degli impieghi vivi che, comunque, mostrano incrementi superiori all'1% lungo tutto l'orizzonte di previsione

6 Nella fase di maggior incertezza (biennio 2019-2020) i flussi di risparmio verso forme di raccolta più sensibili alla volatilità dei mercati (gestito/azionario) si ridimensionano, per poi ri-convergere sui valori della previsione baseline, una volta superato lo shock di fiducia

5. Scenario macro avverso shock Italia (rallentamento persistente della crescita italiana) (1/2)

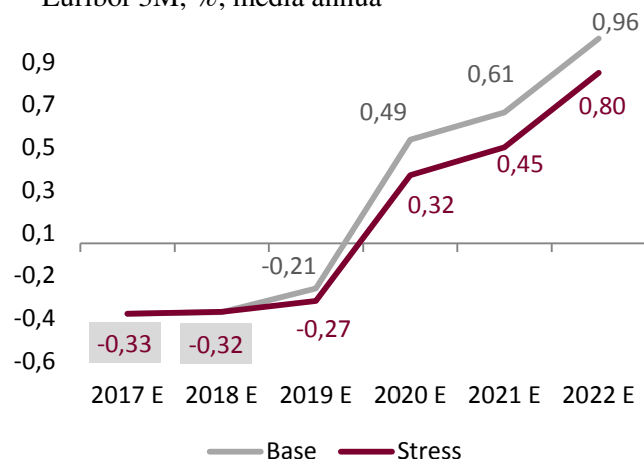


Pil Italia



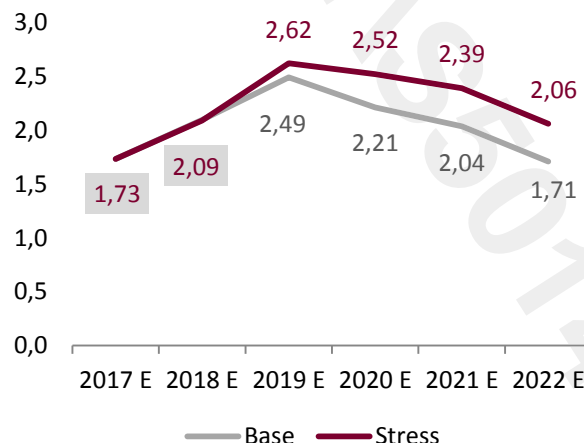
Tassi di interesse

Euribor 3M, %, media annua



Spread BTP10Y -Bund

%, media annua



Assunzioni:

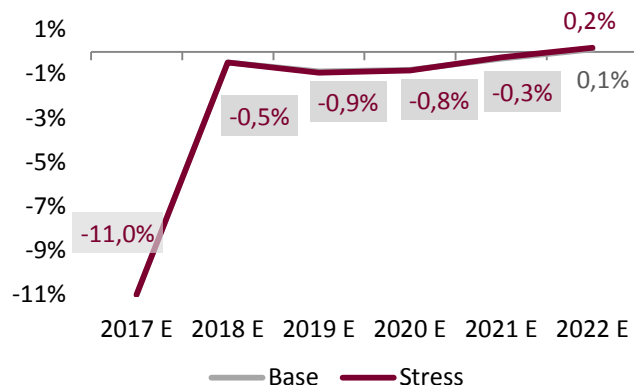
- 1** A partire dal 2019, in virtù dei vincoli di bilancio concordati con l'Unione, nessun taglio della tassazione viene implementato dal Governo e la legislazione sul mercato del lavoro viene rivista in senso restrittivo; l'assenza di una politica fiscale espansiva spinge l'Italia dentro una fase di rallentamento pluriennale del Pil con peggioramento significativo per i consumi delle famiglie
- 2** La fase di stagnazione genera una percezione del rischio paese superiore alle ipotesi dello scenario base, con lo Spread BTP-Bund che seppur non impennandosi si mantiene stabilmente sopra i 200 bps
- 3** Tassi di interesse più bassi del baseline sulle scadenze Euribor e Swap

5. Scenario macro avverso shock Italia (rallentamento persistente della crescita italiana) (2/2)



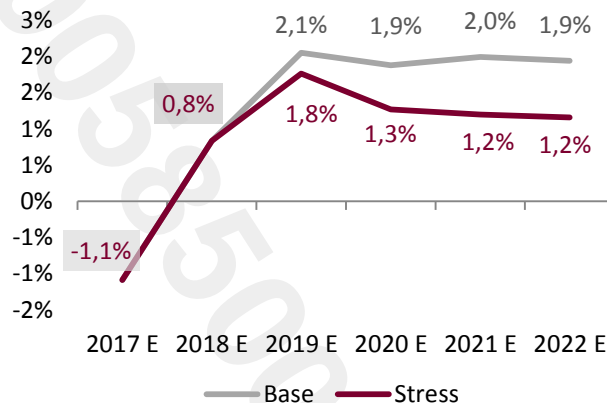
Raccolta diretta totale ¹

Volume, % a/a



Impieghi vivi

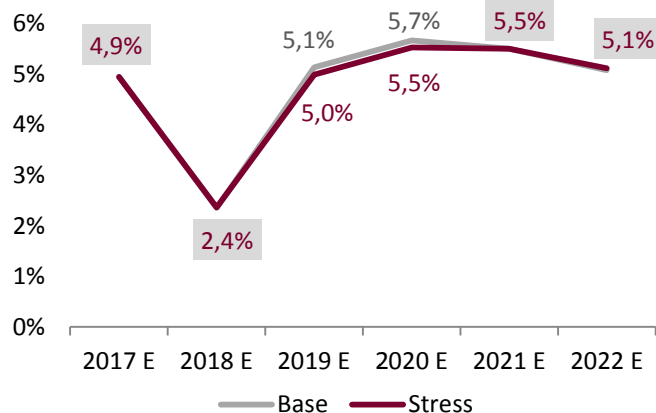
Volume, % a/a



¹ Al netto dei depositi con durata prestabilita connessi a cartolarizzazioni

Raccolta indiretta totale

Volume, % a/a



Assunzioni:

- 4** Il progressivo rallentamento delle componenti di domanda frena la ripresa degli impieghi vivi, il cui recupero si mantiene ben al di sotto della previsione baseline per tutto l'orizzonte temporale
- 5** La dinamica delle diverse forme di raccolta assume un andamento simile alla previsione centrale e conferma la stessa tendenza alla riallocazione del risparmio

Fonte: Elaborazioni Servizio Studi e Ricerche su dati Prometeia

* Evidenziati in grigio i valori coincidenti nei due scenari

6. Scenario macro best domestico (maggiore crescita italiana grazie ad una riduzione dell'imposizione fiscale) (1/2)

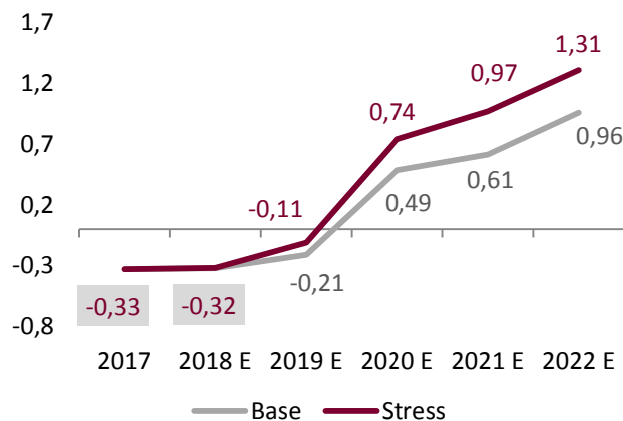


Pil Italia



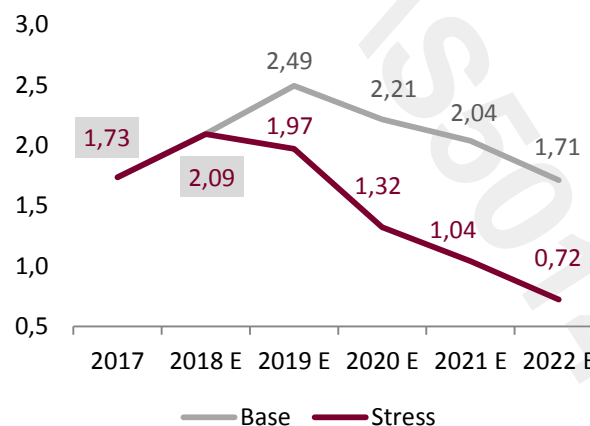
Tassi di interesse

Euribor 3M, %, media annua



Spread BTP10Y -Bund

%, media annua



Assunzioni:

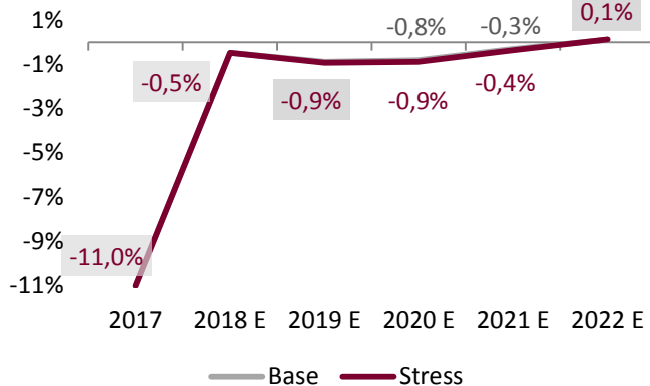
- 1** L'impostazione di politica fiscale espansiva include i promessi tagli delle tasse per famiglie e imprese con una risposta positiva dell'economia che innesca un meccanismo virtuoso che migliora i saldi di finanza pubblica e determina un rapido ed incisivo restringimento dello spread lungo tutto l'arco della previsione
- 2** La fiducia crescente all'interno delle Istituzioni Europee favorisce un graduale rafforzamento dell'euro nei confronti delle principali valute
- 3** Il rialzo dei tassi di *policy* risulta leggermente più intenso rispetto al baseline

6. Scenario macro best domestico (maggiore crescita italiana grazie ad una riduzione dell'imposizione fiscale) (2/2)



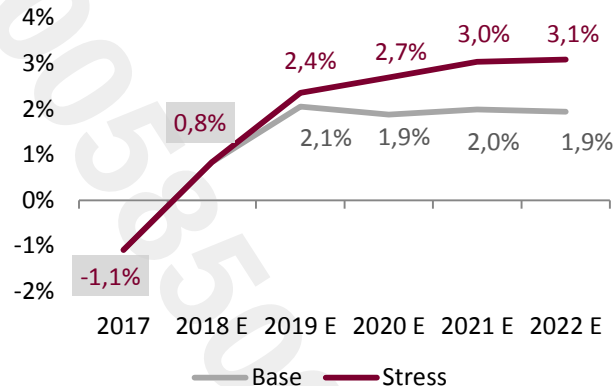
Raccolta diretta totale ¹

Volume, % a/a



Impieghi vivi

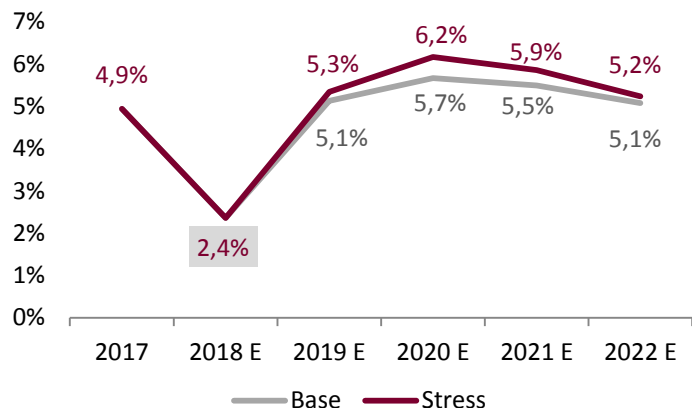
Volume, % a/a



¹ Al netto dei depositi con durata prestabilita connessi a cartolarizzazioni

Raccolta indiretta totale

Volume, % a/a



Assunzioni:

- 4** Il contesto economico favorevole facilita il miglioramento delle variabili bancarie e finanziarie
- 5** La dinamica della raccolta riflette la tendenza alla riallocazione del risparmio dalle forme più liquide e dalle obbligazioni verso le componenti di raccolta indiretta, che ne beneficiano particolarmente a partire dal 2019
- 6** Più sostenuto rispetto al baseline il recupero degli impieghi che nell'ultimo biennio di previsione crescono mediamente del 3%

Fonte: Elaborazioni Servizio Studi e Ricerche su dati Prometeia

* Evidenziati in grigio i valori coincidenti nei due scenari

7. Scenario macro best internazionale (maggiore crescita internazionale) (1/2)

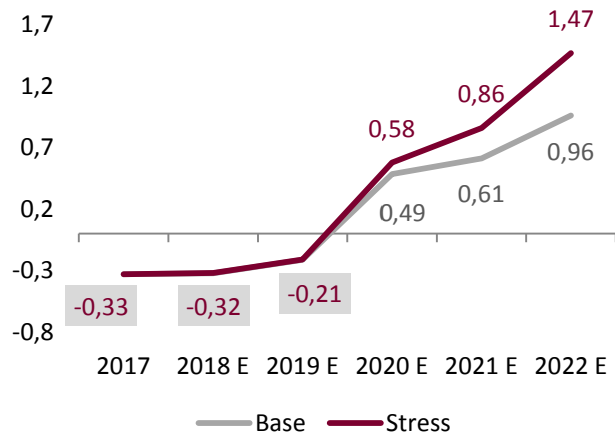


Pil Italia



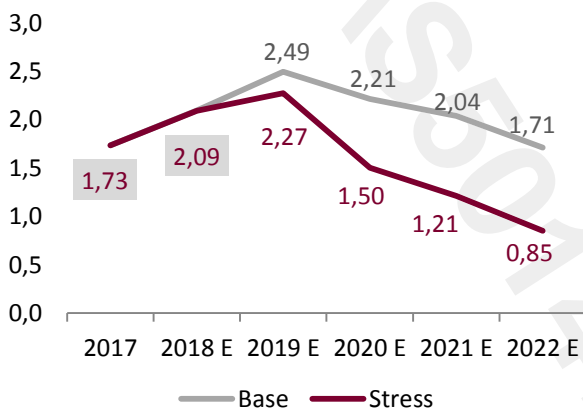
Tassi di interesse

Euribor 3M, %, media annua



Spread BTP10Y -Bund

%, media annua



Assunzioni:

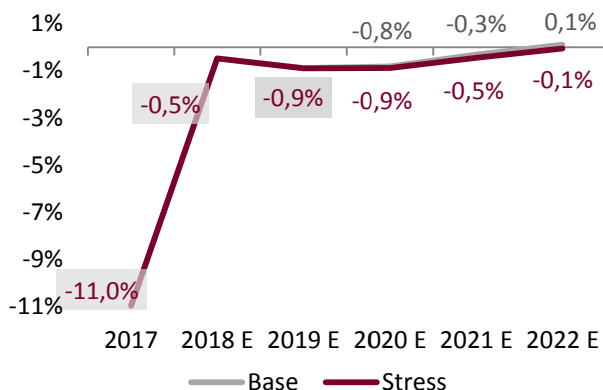
- 1** Il governo Usa, per garantirsi la rielezione, prosegue le politiche di bilancio espansive sostenendo l'economia. Migliorate condizioni esterne, associate al deprezzamento dell'euro, rappresentano terreno fertile per la crescita italiana che avanza ad un ritmo superiore all'1% lungo tutto l'orizzonte della previsione, grazie al recupero delle esportazioni e degli investimenti
- 2** La percezione del rischio paese si riduce notevolmente con lo spread che scende sotto i 100 pbs a fine dell'orizzonte
- 3** Stante lo scenario economico favorevole il rientro dalle misure eccezionali di *policy* monetaria è più sostenuto a partire dal 2020 con conseguente rialzo delle curve Euribor e IRS

7. Scenario macro best internazionale (maggiore crescita internazionale) (2/2)



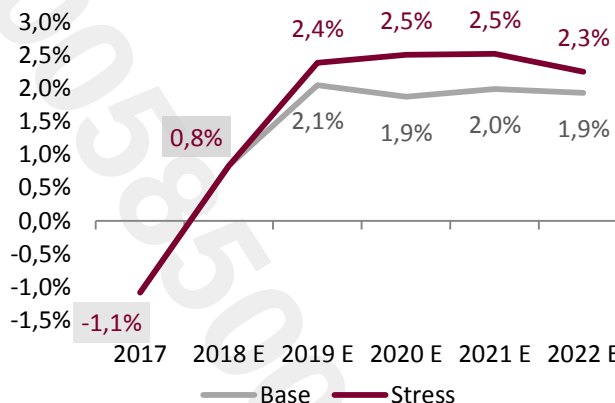
Raccolta diretta totale ¹

Volume, % a/a



Impieghi vivi

Volume, % a/a

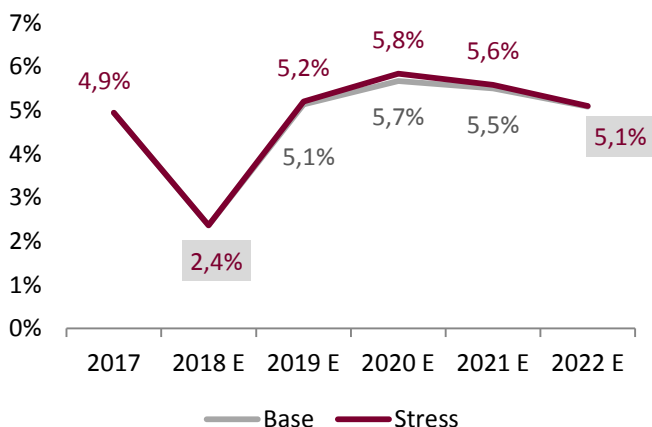


Assunzioni:

- 4** Il contesto economico favorevole facilita il miglioramento delle variabili bancarie e finanziarie
- 5** La caduta delle sofferenze e minor tassi di decadimento danno un particolare impulso alla crescita degli impieghi vivi che per tutto l'orizzonte di previsione avanzano a tassi ben superiori al 2%

Raccolta indiretta totale

Volume, % a/a



¹ Al netto dei depositi con durata prestabilita connessi a cartolarizzazioni

Fonte: Elaborazioni Servizio Studi e Ricerche su dati Prometeia

* Evidenziati in grigio i valori coincidenti nei due scenari

8. Scenario macro avverso shock spread (acuita tensione sullo spread italiano) (1/2)

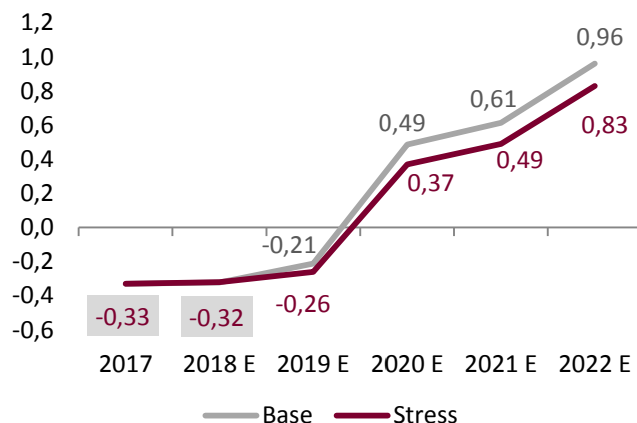


Pil Italia



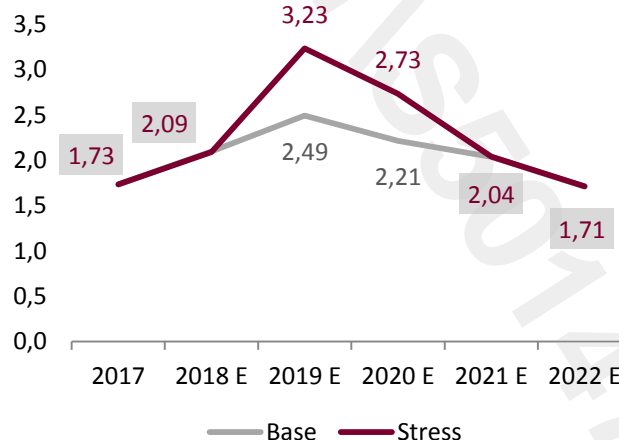
Tassi di interesse

Euribor 3M, %, media annua



Spread BTP10Y -Bund

%, media annua



Assunzioni:

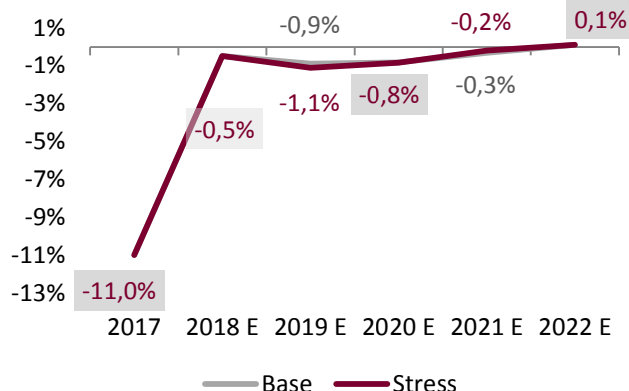
- 1** La legge di bilancio fa emergere contrasti con le istituzioni UE che si acquiscono nel 2019
- 2** La percezione di un aumentato rischio paese è immediata con lo spread che si porta sopra i 300 bps. Solo nel 2021 lo spread si riporta su valori prossimi allo scenario *baseline*
- 3** L'incertezza dei mercati ha un impatto sulla crescita italiana con il Pil che per tutto l'orizzonte di previsione rimane sotto l'1%
- 4** Tassi a breve inferiori a quelli dello scenario base per tutto l'orizzonte temporale

8. Scenario macro avverso shock spread (acuita tensione sullo spread italiano) (2/2)



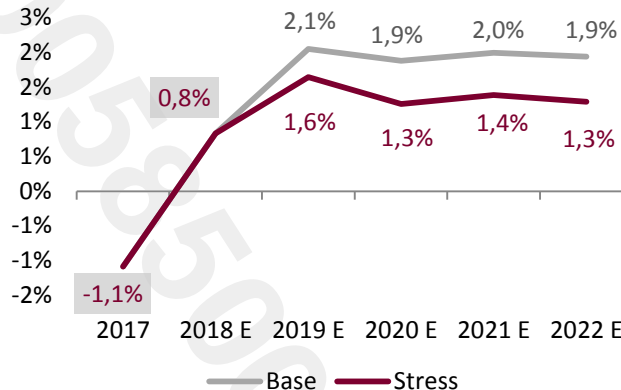
Raccolta diretta totale ¹

Volume, % a/a



Impieghi vivi

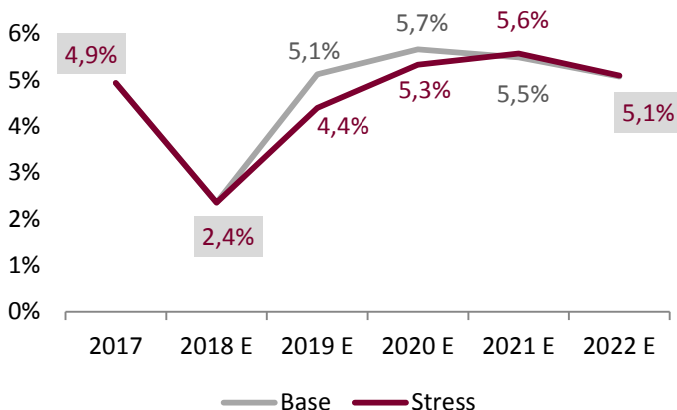
Volume, % a/a



¹ Al netto dei depositi con durata prestabilita connessi a cartolarizzazioni

Raccolta indiretta totale

Volume, % a/a



Assunzioni:

- 5** L'aumento del rischio paese ed il rallentamento della crescita raffreddano la ripresa degli impieghi vivi che, comunque, mostrano incrementi superiori all'1% lungo tutto l'orizzonte di previsione
- 6** Nella fase di maggior incertezza (biennio 2019-2020) i flussi di risparmio verso forme di raccolta più sensibili alla volatilità dei mercati (gestito/azionario) si ridimensionano, per poi ri-convergere sui valori della previsione baseline, una volta superato lo shock di fiducia

9. Scenario macro avverso intermedio (1/2)

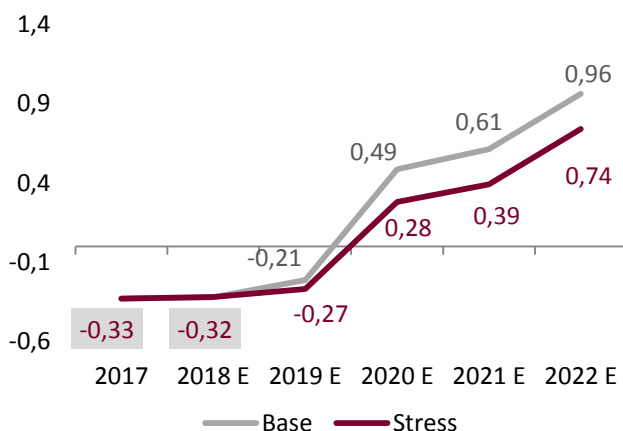


Pil Italia



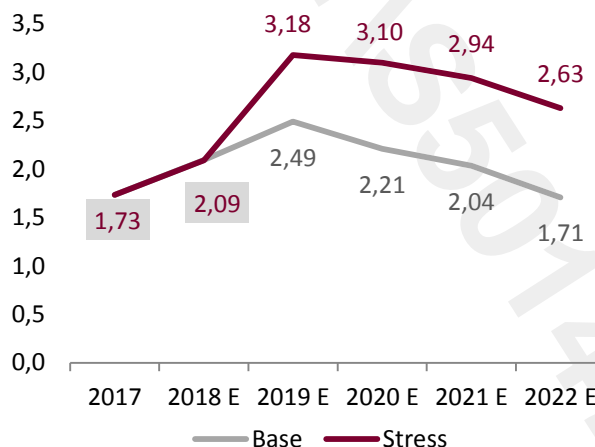
Tassi di interesse

Euribor 3M, %, media annua



Spread BTP10Y -Bund

%, media annua



Assunzioni:

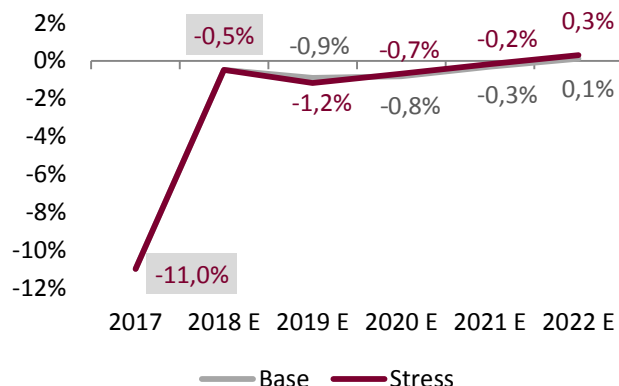
- 1** La crescita mondiale frena in scia all'incerta politica fiscale e protezionistica di Trump, le tensioni geopolitiche ed il rallentamento degli Emergenti
- 2** L'impegno sul risanamento dei conti pubblici italiani è messo in dubbio da politiche espansive e la crisi di fiducia porta l'Italia in una nuova recessione
- 3** Lo spread BTP-Bund si impenna nel 2019 mantenendosi sopra i 300 pb nel biennio 2019-2020
- 4** Tassi di interesse più bassi del baseline su tutta la struttura per scadenze Euribor e Swap

9. Scenario macro avverso intermedio (2/2)



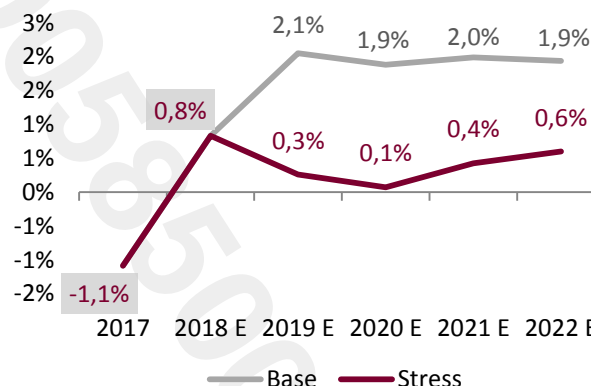
Raccolta diretta totale ¹

Volume, % a/a



Impieghi vivi

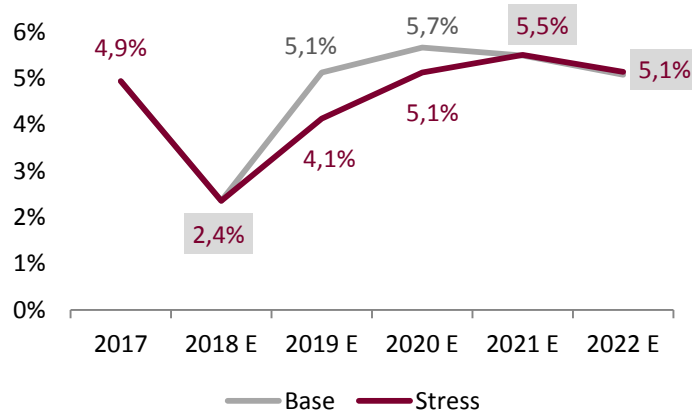
Volume, % a/a



¹ Al netto dei depositi con durata prestabilita connessi a cartolarizzazioni

Raccolta indiretta totale

Volume, % a/a



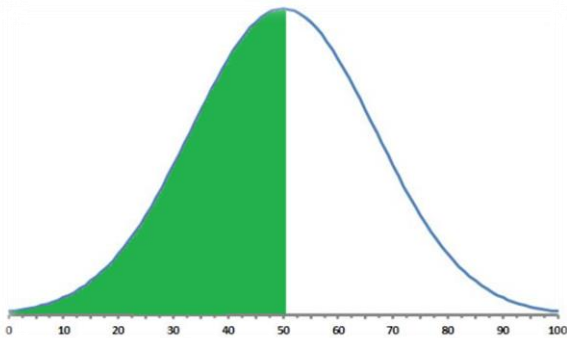
Assunzioni:

- 5** La recessione comporta una crescita degli impieghi vivi molto modesta dal 2019
- 6** La contrazione della propensione al consumo aumenta i flussi di risparmio che si indirizzano verso *asset class* meno rischiose come raccolta bancaria a breve ed amministrata; penalizzato al contrario il risparmio gestito e la raccolta azionaria, più sensibili alla volatilità dei mercati
- 7** Pertanto la dinamica della raccolta diretta risulta poco difforme da quella del *baseline*, al contrario di quella indiretta più penalizzata

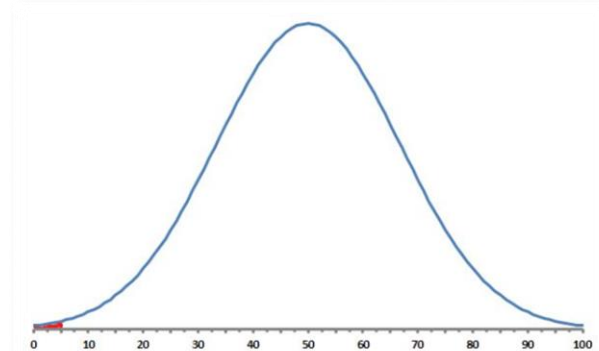
Calibrazione dei fattori di rischio



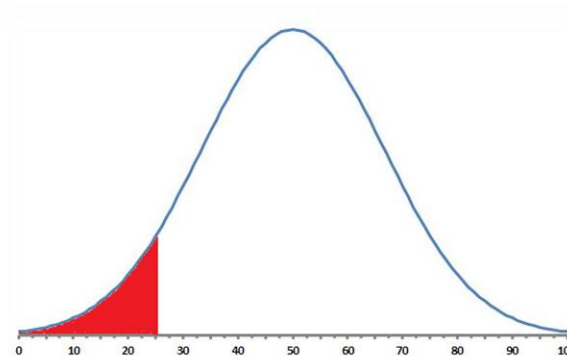
1. Scenario di base = 50% di probabilità*



2. Avverso severo estremo $\approx 4\%$ di probabilità*



3. Avverso severo ma plausibile $\approx 23\%$ di probabilità*

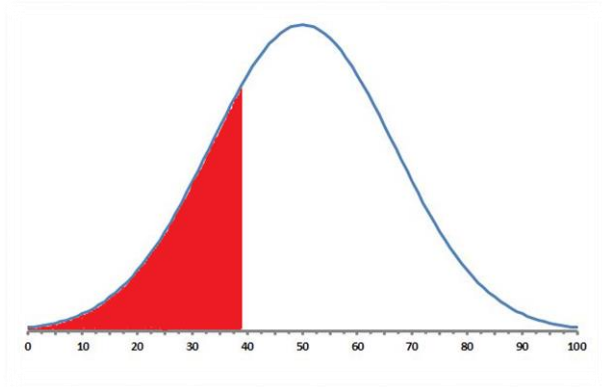


* Intesa come la probabilità che, nella media del periodo di previsione considerato, il livello del PIL possa assumere valori uguali o inferiori di quello fissato in un determinato scenario

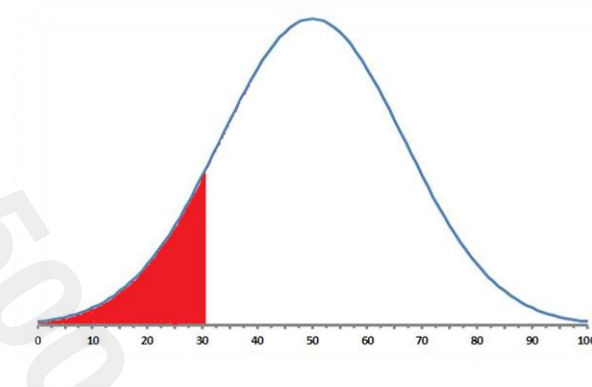
Calibrazione dei fattori di rischio



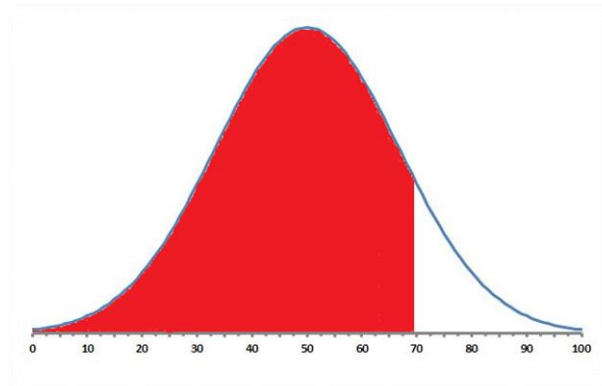
4. Avverso shock Italia (rischio paese/spread) $\approx 37\%$ di probabilità*



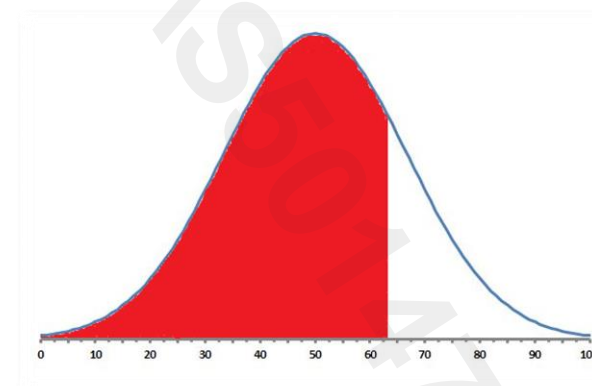
5. Avverso shock Italia (rallentamento persistente della crescita italiana) $\approx 31\%$ di probabilità*



6. Best Pil domestico $\approx 69\%$ di probabilità*



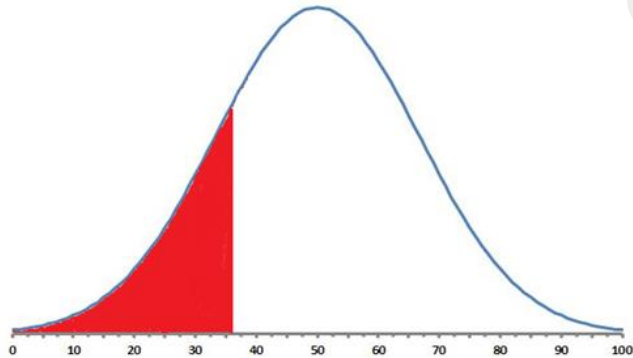
7. Best Internazionale $\approx 63\%$ di probabilità*



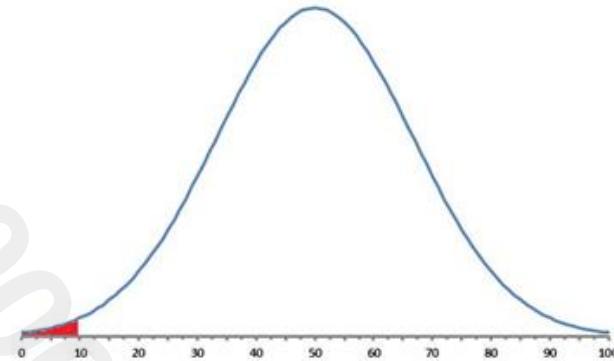
* Intesa come la probabilità che, nella media del periodo di previsione considerato, il livello del PIL possa assumere valori uguali o inferiori di quello fissato in un determinato scenario



8. Avverso shock spread $\approx 35\%$ di probabilità*



9. Avverso Intermedio $\approx 9\%$ di probabilità*



* Intesa come la probabilità che, nella media del periodo di previsione considerato, il livello del PIL possa assumere valori uguali o inferiori di quello fissato in un determinato scenario