

MEFIM

MODELLO ECONOMETRICO FINANZIARIO INTERNAZIONALE MENSILE

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

I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 31/10/2014

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 Modello Econometrico Finanziario Internazionale Mensile (MEFIM) è un modello di tipo strutturale costituito da due blocchi: italiano e internazionale.

La parte italiana concerne le interrelazioni fra le variabili monetarie e finanziarie italiane di maggior interesse. Tali variabili, rilevate mensilmente, possono essere racchiuse in 4 blocchi:

- 1) tassi interbancari: overnight, interbancario ad 1, 3 e 6 mesi ed il tasso di policy dei pronti contro termine;*
- 2) titoli di stato: i BOT nelle loro 3 scadenze, struttura a termine da 1 a 10 anni, il rendiob ed il rendistat;*
- 3) tassi bancari: attivi e passivi sia in termini marginali che medi;*
- 4) volumi bancari: impieghi e depositi sia a livello totale che in alcuni principali sotto categorie;*

Le esogene sono: Tasso di Riferimento, indice COMIT, indice della produzione industriale, tasso di inflazione.

Il mercato internazionale comprende le strutture a termine da 1 a 10 anni per i principali Paesi industrializzati: USA, Germania, Giappone, Francia e Regno Unito.

Le esogene sono rappresentate dal tasso di intervento delle autorità monetarie, dal rendimento sugli eurodepositi a 3 mesi, dall'indice di borsa, dall'indice della produzione industriale, dall'indice dei prezzi al consumo e, per USA e Germania, quantità di moneta.

Il modello viene stimato con dati che vanno da Maggio del 1986 a Ottobre 2014.

Nell'individuazione della struttura ottimale si sono sottoposti a verifica empirica i concetti della teoria economica e finanziaria tramite l'analisi econometrica. In particolare l'uso dell'analisi di cointegrazione è stato in grado di mettere in evidenza la struttura che nel lungo periodo governa i tassi di interesse, i depositi e gli impieghi bancari al fine di poter inserire nel modello equazioni nella forma ECM (Error Correction Mechanism).

Gli scenari di coerenza, come risultato del modello, vengono forniti mensilmente sulla base di simulazioni che tengono conto delle nuove informazioni derivanti dall'aggiornamento dei dati.

Con la stessa frequenza GRETA riunisce il proprio Comitato Finanza formato da docenti dell'Università "Ca' Foscari" di Venezia e da esperti del settore bancario al fine di valutare gli andamenti prospettici delle variabili esogene del modello e verificare la coerenza dei risultati sulle variabili endogene ottenute da MEFIM.

SCENARI MACROECONOMICI

In linea con le attese, la *Fed* ha annunciato la fine del *tapering*. Dal comunicato emergono segnali positivi e di fiducia circa il consolidamento della ripresa economica. Traspare maggiore ottimismo sulla forza dell'economia in generale e sul mercato del lavoro, che in ottobre ha registrato dati particolarmente brillanti sul fronte dell'occupazione, con la sotto-utilizzazione delle risorse del lavoro che sta gradualmente diminuendo. Permangono ancora alcuni dubbi sulla fragilità di questo comparto, che si caratterizza per impieghi temporanei e una bassa crescita dei salari orari, variabile chiave d'ora in avanti. Quest'ultima, infatti, potrà dare importanti indicazioni, da un lato, sulla solidità del mercato del lavoro, dall'altro, su possibili tensioni inflazionistiche che al momento non sembrano esserci. La dinamica dei prezzi è attualmente sotto controllo, facilitata anche dal rapido declino dei prezzi del petrolio. C'era attesa per la pubblicazione dei conti nazionali del terzo trimestre, i quali, per quanto preliminari, sarebbero stati rivelatori dell'effettivo tasso di crescita dell'economia statunitense. Il PIL, dopo la contrazione nel primo trimestre e il rimbalzo nel secondo, sembra essere cresciuto a un buon passo, non tale da far presupporre un surriscaldamento dell'economia e, quindi, un imminente intervento della *Fed*. La crescita, positiva e sopra le attese, è stata caratterizzata, infatti, da un apporto limitato dei consumi privati, storicamente il motore della crescita USA. Hanno contribuito positivamente anche la spesa militare, che dovrebbe rivelarsi però temporanea, e a sorpresa il canale estero, che in futuro potrebbe tuttavia risentire del dollaro forte e delle incertezze internazionali. Anche nel prossimo futuro i mercati finanziari saranno particolarmente sensibili alle variazioni delle variabili macroeconomiche sintomatiche di un surriscaldamento dell'economia, mercato del lavoro, con particolare riferimento ai salari orari, e inflazione. Gli effetti di tale volatilità potrebbero temporaneamente indurre a ritenere maggiormente probabile un anticipo nell'inversione della politica monetaria statunitense già a inizio 2015. A nostro avviso, tuttavia, è più verosimile che la *Fed*, prima di intervenire, attenda di valutare, oltre il quarto trimestre dell'anno, di solito positivamente influenzato dal periodo natalizio, gli effetti restrittivi derivanti dalla debolezza del ciclo economico internazionale e dal rafforzamento del dollaro. La crescente divergenza tra gli scenari e, di conseguenza, tra le scelte di politica monetaria che caratterizzano le due sponde dell'Atlantico, va infatti nella direzione di un ulteriore apprezzamento del dollaro nel prossimo futuro. In Area Euro, i dati mensili sembrano indicare un sensibile rallentamento dell'attività e l'esito degli stress test ha aggiunto un ulteriore fattore di debolezza. L'evolversi della situazione economica sarà condizionata principalmente dalle future mosse della BCE, la quale continua a mantenere alte le aspettative di un possibile *QE*. Il Giappone, a sorpresa, è dovuto ricorrere a una nuova manovra espansiva, incrementando ulteriormente il tasso di crescita della base monetaria. Tale mossa, sebbene abbia giovato ai corsi azionari, tanto più perché inattesa, è un segnale negativo, poiché evidenzia le preoccupazioni della *BoJ* circa la crescita interna e il contesto internazionale. In Cina il PIL, che nel secondo trimestre aveva beneficiato di misure di stimolo nel settore immobiliare e delle infrastrutture, ha rallentato leggermente nel terzo.

USA

Il PIL, dopo la contrazione nel primo trimestre e il rimbalzo nel secondo, sembra crescere a un buon passo, ma non tale da far presupporre un surriscaldamento dell'economia e quindi un imminente intervento della Fed.

Il PIL del terzo trimestre 2014 è visto in crescita del 3,5% t/t (+2,3% a/a) oltre le attese del 3% t/t, ma in calo rispetto al precedente 4,6% t/t (+2,6% a/a). Nel dettaglio, i consumi privati sono stati non brillanti, con una crescita dell'1,8% t/t (+2,3% a/a) dopo il +2,5% t/t (+2,4% a/a) del secondo trimestre e un contributo dell'1,22% t/t (+1,75% t/t il precedente). Gli investimenti fissi sono cresciuti del 4,7% t/t (+5,1% a/a) dopo aver fatto registrare un incremento nel secondo trimestre del 9,5% t/t (+5,6% a/a). Il contributo è passato, quindi, dall'1,45% t/t allo 0,74% t/t nel terzo trimestre. In particolare, l'apporto degli investimenti fissi non residenziali è stato dello 0,68% t/t, mentre quello della componente degli investimenti fissi residenziali dello 0,06% t/t. Il comparto, seppure in recupero, rimane pertanto ancora in difficoltà. Il balzo delle esportazioni nette, il cui apporto alla crescita è stato dell'1,32% t/t (-0,34% t/t nel secondo trimestre) è dovuto a un buon incremento delle esportazioni (+7,8% t/t e +4,6% a/a) e alla diminuzione delle importazioni (-1,7% t/t e 3,2% a/a). Nel trimestre precedente si era registrato un incremento delle esportazioni dell'11% t/t (+3,9% a/a) e delle importazioni dell'11,3% t/t (+3,8% a/a). La spesa pubblica è salita del 4,6% su base congiunturale (+0,4% a/a) dopo aver registrato nel secondo trimestre un incremento dell'1,7% t/t (-0,7% a/a) e ha contribuito alla crescita per lo 0,83% t/t (+0,31 t/t in precedenza). La spesa è stata però gonfiata dall'incremento straordinario nella spesa del Pentagono, tipica del trimestre, e nutrita dalla guerra contro l'Isis. L'analisi dei conti nazionali del terzo trimestre sembra confermare che il rimbalzo del 4,6% t/t

registrato nel secondo periodo sia stato determinato dalla reazione alla contrazione del 2,1% t/t nel primo trimestre dovuta al grande freddo, e non vi siano al momento timori che la crescita sia eccessiva, tanto da richiedere un intervento anticipato della *Fed*. Per quanto riguarda i dati mensili, la maggior parte è ancora riferita al periodo luglio-settembre. Il commercio estero di agosto è cresciuto sia in termini di esportazioni (+0,22% m/m) sia di importazioni (+0,09% m/m). Nel mese di luglio l'incremento era stato rispettivamente dello 0,93% m/m e dello 0,56% m/m. Il deficit della bilancia commerciale si è quindi ridotto a -40,11 mld \$, da -40,32 mld \$ di luglio. Il mercato del lavoro è ulteriormente migliorato. Il tasso di disoccupazione a settembre è sceso al 5,9% contro le attese del 6,1% (stesso dato di agosto). Superiore alle aspettative anche l'aumento del numero di occupati nel settore non agricolo, +248 mila unità (consenso: +216 mila), e nel settore privato, +236 mila unità (consenso: +210 mila). In agosto, l'occupazione era cresciuta di 180 unità nel settore non agricolo e di 175 mila unità in quello privato. Per contro, il tasso di partecipazione è rimasto sostanzialmente stabile e pari al 62,7% (62,8% in precedenza) ai minimi da trent'anni. Seppur in crescita il mercato del lavoro sembra rimanere fragile e caratterizzato da impieghi temporanei e non consolidati, e lontano dalla condizione di pieno impiego. In futuro andrà monitorato con attenzione l'andamento dei salari orari, al momento fermi. Rialzi della remunerazione del lavoro, infatti, sarebbero un segnale di trazioni nel mercato del lavoro e potrebbero anticipare eventuali tensioni inflazionistiche, giustificando un intervento anticipato della *Fed* sui tassi di riferimento. Per il momento, a causa dei contenuti prezzi del petrolio e al relativo rallentamento della crescita della Cina, l'inflazione risulta sotto controllo e stabile: a settembre +1,7% a/a sia il *global* sia *core*. La produzione industriale nello stesso mese ha registrato un sensibile incremento tendenziale (+4,3% a/a, +4% a/a in agosto). La crescita congiunturale è risultata anch'essa positiva, +1% m/m (consenso: +0,4% m/m) dopo il lieve calo registrato in agosto (-0,2% m/m). Gli ordini di beni durevoli, tuttavia, hanno deluso le aspettative di +0,7% m/m, calando dell'1,3% m/m (-18,3% m/m ad agosto, +22,5% m/m in luglio). Escludendo la componente dei trasporti, il calo è stato meno significativo: -0,2% m/m (+0,7% m/m nel mese precedente). Il tasso sull'utilizzo della capacità produttiva ha lievemente recuperato, passando al 79,3% dopo il 78,7% di agosto e superando le attese del 79%. A settembre il clima di fiducia delle imprese è peggiorato sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi: l'indice ISM manifatturiero è passato a quota 56,6 (59 in precedenza) e il non manifatturiero a 58,6 da 59,6. Allo stesso modo, sono diminuiti gli indici di fiducia regionali di ottobre, relativi quindi già all'ultimo trimestre dell'anno: l'indice di Philadelphia è passato da 22,5 a 20,7 e il *NY Empire State Manufacturing Index* da 27,5 a 6,2. In controtendenza è risultato, invece, l'*NAPM Chicago*, che, attestandosi a quota 66,2 da 60,5 di settembre, ha toccato i massimi da ottobre 2013. Dal lato della domanda i segnali sono contrastanti. L'indice di fiducia dei consumatori in ottobre ha raggiunto i massimi dallo stesso mese del 2007, salendo a 94,5 da 89, mentre in settembre le vendite al dettaglio hanno corretto al ribasso dello 0,3% m/m (+4,3% a/a) dopo il +0,6% m/m (+5% a/a) del mese precedente. Anche i consumi privati (-0,2% m/m, +0,5% m/m in agosto) e il reddito personale (crescita nulla dopo il +0,3 m/m di agosto) hanno mostrato una dinamica piuttosto debole. I dati di settembre relativi al settore edilizio confermano il graduale miglioramento in atto da aprile, dopo lo stallo visto fra metà 2013 e inizio 2014. Le vendite di case esistenti sono cresciute del 2,4% m/m (-1,8% m/m ad agosto) mentre la vendita di case nuove, dopo il balzo del 15,3% m/m di agosto, registrano una variazione pari a +0,2% m/m. L'avvio di nuovi cantieri, con un +6,3% m/m, recupera solo in parte il crollo del 12,8% m/m di agosto. Il dato tendenziale è comunque più che positivo: in settembre +17,8% a/a da +8,1% a/a.

GIAPPONE

Il dato del PIL relativo al terzo trimestre 2014 è atteso per metà novembre, ma non dovrebbero esserci sorprese, visto il calo dell'indice Tankan globale (da 7 a 4) relativo allo stesso trimestre. In particolare, quello riferito al settore manifatturiero è calato da 6 a 4 e quello del settore non manifatturiero da 8 a 5. La *BoJ*, inoltre, ha già rivisto le stime per l'anno in corso. Il PIL salirà appena dello 0,5% (era +1% a luglio) mentre per l'anno prossimo, si stima una crescita dell'1,5% e per il 2016 dell'1,2% (dal +1,3%). La *BoJ* ha però annunciato a sorpresa che aumenterà gli stimoli monetari dagli attuali 60-70 trilioni di ¥ a 80 trilioni di ¥. La decisione, presa con appena un voto in più a favore (5 a 4) scaturisce dal mancato raggiungimento del target d'inflazione fissato al 2% per il medio termine. A settembre, infatti, il CPI è risultato in crescita del 3,3% a/a (+3% a/a il *core*) ma, al netto dell'aumento dell'imposta sui consumi dal 5% all'8% di aprile, l'inflazione *core* sarebbe appena all'1% a/a. I dati mensili relativi al commercio con l'estero mostrano un deficit della bilancia commerciale in settembre in sensibile aumento: -1,070.14 mld ¥ da -912.42 mld ¥. Le esportazioni, infatti, sono cresciute del 3,12% m/m (+0,29% m/m in agosto) meno delle importazioni, aumentate del 4,98% m/m, dopo aver registrato una variazione negativa dell'1,24% m/m in agosto. Sempre a settembre, il tasso di disoccupazione è stato del 3,6% (3,5% in agosto). Nello stesso mese, la produzione

industriale è cresciuta del 2,7% m/m (-0,8% a/a) dopo il crollo di agosto del 1,9% m/m (-2% a/a). Il PMI manifatturiero relativo a ottobre, dopo la flessione registrata a settembre (da 52,2 a 51,7) è stato pari a 52,8. I segnali provenienti dal lato della domanda sono perlopiù negativi, unica nota positiva proviene dai consumi privati che, cresciuti del 2,3% m/m a settembre, recuperano in parte la contrazione del 3,1% m/m registrata in agosto. Su base congiunturale è sceso sia il reddito reale disponibile (-1% m/m, da -0,1% m/m) sia il valore delle vendite al dettaglio (-1,9% m/m, da -3,1% m/m). Queste ultime hanno una dinamica tendenziale positiva: +2,3% a/a, in agosto +1,2% a/a. L'indice di fiducia dei consumatori relativo a settembre è diminuito a 39,9 da 41,2 di agosto.

AREA EURO

In Area Euro, i dati mensili sembrano indicare un sensibile rallentamento dell'attività e l'esito degli stress test ha aggiunto un ulteriore fattore di debolezza. L'evolversi della situazione economica sarà condizionata principalmente dalle future mosse della BCE, la quale continua a mantenere alte le aspettative di un possibile QE.

Nell'Area Euro la ripresa ha perso slancio. La situazione sarà probabilmente confermata dal dato del PIL relativo al terzo trimestre, in pubblicazione il 14 novembre. A ogni modo, la BCE continua a dare segnali fortemente espansivi. Sebbene non siano state introdotte nuove misure dirette di stimolo monetario, la politica d'informazione della BCE mira a rassicurare i mercati circa il suo impegno nel sostegno alla crescita e non si esclude la possibilità che sia annunciato un programma di *QE* entro la fine dell'anno. Per quanto riguarda i dati mensili, il saldo della bilancia commerciale di agosto è positivo e in crescita rispetto al precedente valore: 15,79 miliardi di euro dai 12,68. Il decremento delle esportazioni, da -0,14% m/m di luglio a -0,89% m/m, è risultato meno significativo rispetto a quello delle importazioni, scese del 3,08% m/m dopo l'incremento dello 0,6% m/m di luglio. Sul versante del mercato del lavoro, il tasso di disoccupazione relativo a settembre è rimasto fermo all'11,5%. Da lato dell'offerta, in ottobre, gli indici PMI sono risultati stabili: il manifatturiero è passato da 50,3 a 50,7, ben al di sotto dei 54 di gennaio, mentre quello dei servizi si è attestato a 52,4, come in settembre. La produzione industriale in agosto è tornata in territorio negativo (-1,8% m/m) dopo il leggero miglioramento del mese precedente (+0,9% m/m). Anche il dato tendenziale è negativo: -0,9% a/a dal +1,7% a/a di luglio. Da lato della domanda, nello stesso mese di agosto, le vendite al dettaglio hanno registrato un aumento dell'1,2% m/m (+1,8 a/a) superiore alle attese di consenso (+0,1% m/m e +0,7% a/a) dopo la correzione del mese precedente (-0,4% m/m, +0,6% a/a). La stima *flash* dell'inflazione di ottobre registra un +0,4% a/a, in lieve crescita rispetto a settembre (+0,3% a/a). Al contrario, il *core* relativo a settembre è pari a +0,8% a/a (+0,9% a/a in agosto). La Banca Centrale Europea ha reso noti i risultati degli stress test effettuati sui bilanci di fine 2013 sulle 130 maggiori banche dell'Eurozona. Nella valutazione delle banche italiane, risultate tra le peggiori, hanno pesato, tra gli altri fattori, da un lato, la maggior sensibilità allo scenario peggiore, dovuta alla ampia esposizione verso titoli di stato nostrani e, dall'altro, il mancato riconoscimento che, a differenza di altri stati membri, il ricorso al sostegno da parte del Governo è stato minimo. Per contro, il sistema tedesco è risultato particolarmente robusto, grazie alla bassa esposizione al credito e alla presenza in portafoglio di titoli governativi poco rischiosi, senza, tuttavia, tenere in conto gli imponenti aiuti di stato elargiti e nemmeno la rischiosità dei derivati in portafoglio. Da sottolineare, inoltre, l'esclusione dall'analisi di tutte le casse di risparmio tedesche, che singolarmente sono di piccole dimensioni, ma in aggregato rappresentano un settore importante del sistema bancario.

Germania

In attesa dei dati relativi al PIL del terzo trimestre, sono state tagliate le stime di crescita per l'anno in corso all'1,2% dal precedente 1,8% e le stime per il 2015 a 1,3% dal 2%. La BCE ha stimato che nel terzo trimestre la produzione industriale rappresenterà un freno per la crescita, ma la spesa per i consumi andrà abbastanza bene. La performance del PIL nel terzo trimestre dell'anno dovrebbe, infatti, essere simile, se non lievemente migliore, di quella del secondo trimestre, periodo nel quale l'economia si è contratta dello 0,2% t/t, crescendo al ritmo tendenziale dell'1,3% a/a. Nel primo trimestre la crescita era stata dello 0,7% t/t (+2,2% a/a). Relativamente al commercio con l'estero, significativa la flessione delle esportazioni e delle importazioni: le prime, in agosto, sono crollate del 5,77% m/m (+4,79 m/m in luglio) mentre le seconde si sono contratte dell'1,29% m/m (-1,36% m/m il mese precedente). Il tasso di disoccupazione, in ottobre, è ulteriormente migliorato, scendendo rispetto al mese precedente di due decimi di punto e passando al 6,4%. Segnali non confortanti provengono sia dal lato dell'offerta sia da quello della domanda. La produzione industriale di agosto, in aumento nel mese precedente (+1,6% m/m e +2,4% a/a) ha registrato un calo del 4% m/m (consenso: -1,5% m/m) e del 3% a/a. Nello stesso mese, gli ordini all'industria si sono contratti del 5,7% m/m (-1% a/a). Questi erano cresciuti a luglio del 4,9% m/m (+5,9% a/a) e ci si aspettava una

variazione negativa meno rilevante (-2,7% m/m). Anche il comparto delle costruzioni mostra un andamento negativo in agosto: -2% m/m da +1% m/m. Il PMI manifatturiero, dopo essere scivolato a 49,9 in settembre, è salito in ottobre a 51,8. Nello stesso mese, il PMI servizi è invece sceso a 54,8 da 55,7. Sempre in ottobre, l'indice *Zew* si è attestato a -3,6, da 6,9) e l'*Ifo* è passato da 104,7 a 103,2, in costante calo da aprile 2014. Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio a settembre sono sensibilmente diminuite: -3,2% m/m (-0,9% a/a) dal precedente +1,5% m/m (+2,4% a/a). L'inflazione rimane contenuta, stabile a settembre allo 0,8% a/a il globale e all'1,2% a/a il *core*.

Francia

In agosto sono risultati in diminuzione entrambi i flussi commerciali con l'estero: esportazioni -1,35% m/m (-1,33% m/m a luglio) e importazioni -0,57% m/m, da -0,89% m/m. Ne è risultato un deficit della bilancia commerciale pari a -5,78 mld € dai -5,53 mld € di luglio. Il tasso di disoccupazione relativo a settembre è stato pari al 10,5%, stesso valore dei due mesi precedenti. Dal lato dell'offerta, la produzione industriale di agosto ha registrato una variazione congiunturale nulla (+0,3% m/m in luglio) e tendenziale di -0,3% a/a (+0,2% a/a il precedente). Al contrario, in agosto, le costruzioni sono cresciute del 2,4% m/m, dopo aver registrato a luglio un -0,5% m/m. In calo gli indici di fiducia PMI di ottobre. Nel dettaglio, il manifatturiero si è attestato a 47,3 da 48,8 e quello dei servizi a 48,1 da 48,4. L'*Insee*, invece, è salito a quota 97 (consenso: 95,3) dal 96 di settembre. Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio, cresciute in agosto dell'1% m/m (+1,9% a/a) in settembre hanno registrato una variazione di -0,7% m/m (+1,7% a/a). Stessa dinamica per i consumi delle famiglie: in calo dello 0,7% m/m, dopo essere aumentati dell'1% m/m in agosto. La fiducia dei consumatori in ottobre è stabile a 85. Sul fronte dei prezzi, si segnala un ulteriore calo dell'inflazione in settembre: +0,4% a/a dal precedente +0,5% a/a il *global* e +0,9% a/a da +1,2% a/a il *core*.

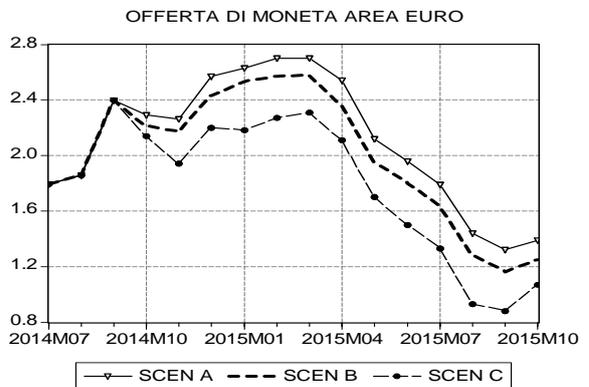
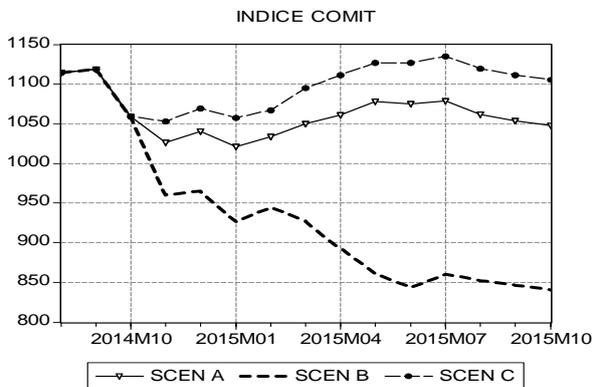
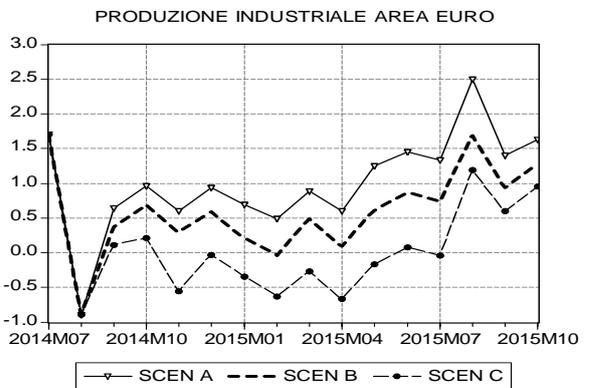
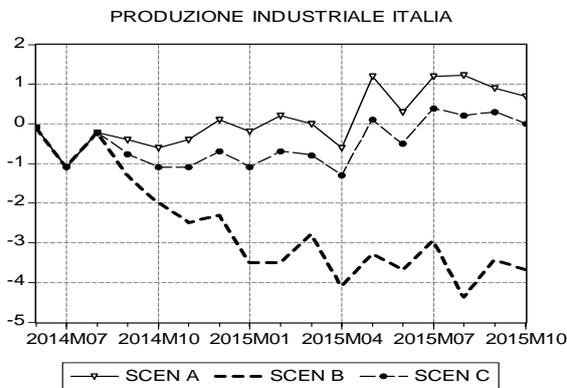
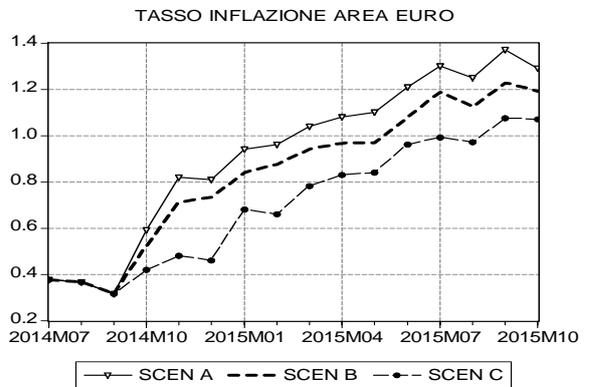
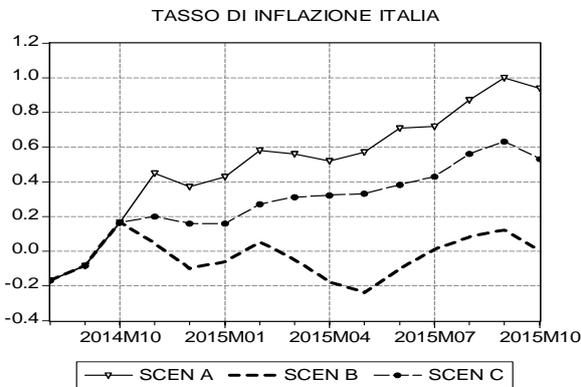
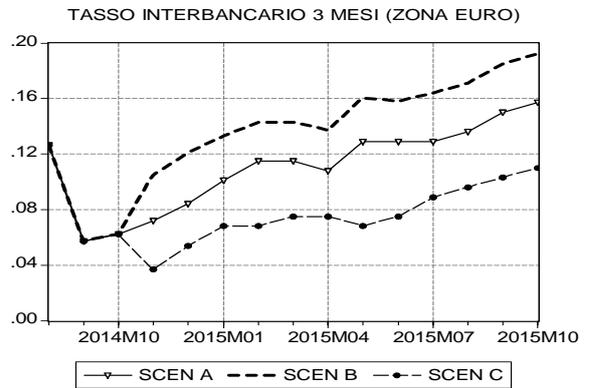
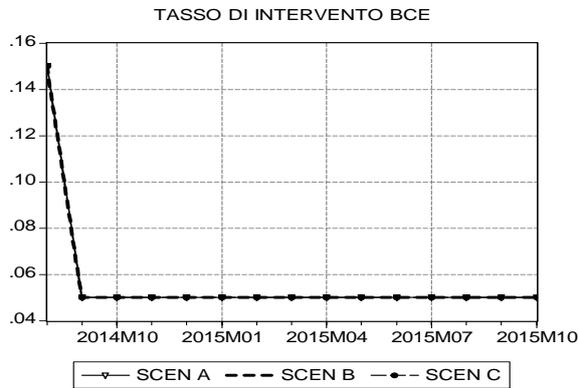
Italia

Nel secondo trimestre del 2014 il PIL è diminuito dello 0,2% rispetto al trimestre precedente e dello 0,3% nel confronto con lo stesso trimestre del 2013. Il dato è coerente con le nuove stime espresse secondo il sistema Sec2010. La stima pubblicata il 29 agosto, che aveva come riferimento il Sec95, registrava una diminuzione dello 0,2% in termini sia congiunturali sia tendenziali. I consumi privati sono cresciuti dello 0,2% t/t (+0,5% a/a) dal precedente +0,1% t/t (-0,3% a/a). Gli investimenti fissi hanno registrato una flessione pari allo 0,9% t/t (-2,5% a/a) dopo il dato negativo del primo trimestre (-1,5% t/t e -1,7% a/a). Le esportazioni e le importazioni risultano entrambe in crescita su base congiunturale (+1,1% t/t e +0,8% t/t) e tendenziale (+2,4% a/a e +2,5% a/a) superando la performance del periodo precedente quando si erano rilevati un incremento delle esportazioni dello 0,2% t/t (+1,7% a/a) e una variazione nulla delle importazioni (+0,8% a/a). La spesa pubblica, per la quale nel primo trimestre si era osservato un calo congiunturale e tendenziale dello 0,3%, è cresciuta dello 0,1% t/t (-0,5% a/a). Rivisti anche i contributi alla crescita del PIL: +0,1% t/t i consumi privati, -0,2% t/t gli investimenti fissi, -0,3% t/t le scorte, +0,1% t/t le esportazioni nette e 0% la spesa pubblica. Passando ai dati mensili, le rilevazioni per il commercio verso i paesi UE in agosto evidenziano un incremento delle esportazioni dell'1,29% m/m da -2,45% m/m e delle importazioni del 2% m/m da -2,96% m/m. Anche il commercio verso i paesi extra UE di settembre vede le esportazioni in aumento del 4,13% m/m (+1% m/m in agosto) e le importazioni del 3,41% m/m, dopo il -3,28% m/m del mese precedente. Per quel che riguarda il mercato del lavoro, il tasso di disoccupazione di settembre è aumentato al 12,6% dal 12,5% precedente. Sul fronte dell'offerta, dopo il calo di luglio (-1% m/m, -1,1% a/a) la produzione industriale è rimbalzata solo in parte ad agosto, di +0,3% m/m e -0,2% a/a. Più marcato, invece, il recupero segnato dagli ordini all'industria che, ad agosto, dopo il calo di luglio (-1,5% m/m, -0,4% a/a) sono cresciuti dell'1,5% m/m (-0,7% a/a). Positivo anche il dato relativo alle costruzioni, salite del 6% m/m dopo il calo di luglio (-2,2% m/m). Gli indici di fiducia delle imprese in ottobre sono tornati ad aumentare dopo due cali consecutivi. L'indice relativo al settore manifatturiero è stato pari a 96 da 95,5 e quello relativo ai servizi a 89,2 da 85,1. Dal lato della domanda, al contrario, l'indice di fiducia dei consumatori è rimasto pressoché stabile (101,4 da 101,9) e in linea con le attese. Le vendite al dettaglio di agosto hanno registrato una variazione rispetto al mese precedente pari a -0,1% (come in luglio) e rispetto allo stesso mese del 2013 di -1,7% (-1,5% a/a il precedente dato). Qualche timido segnale positivo proviene sul fronte dell'inflazione misurata sull'indice armonizzato, diminuito in agosto e settembre (-0,2% a/a e -0,1% a/a) e aumentato in ottobre dello 0,2% a/a. L'inflazione *core* è passata allo 0,6% a/a dallo 0,4% a/a di settembre. Il Governo deve riuscire a portare a termine velocemente le riforme annunciate, anche per incrementare la propria credibilità internazionale e ottenere maggiore flessibilità da parte dell'Unione Europea. Questo allontanerebbe lo spettro di un brusco innalzamento del rischio sovrano, che potrebbe rappresentare un elemento di fragilità per l'intero scenario europeo.

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

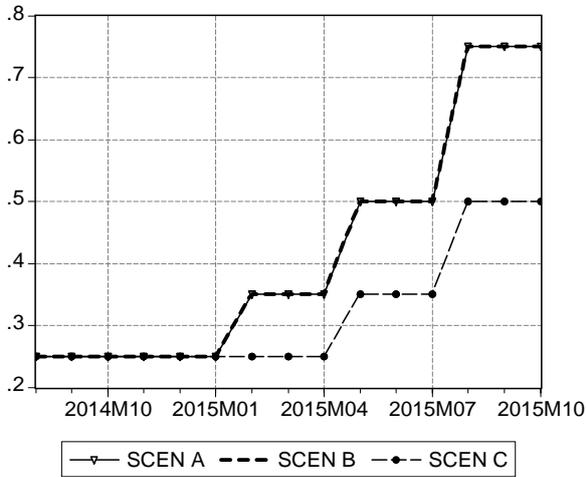
A (20%)	B (5%)	C (75%)
<p>Usa: la <i>Fed</i> anticipa il <i>timing</i> dell'inversione della politica monetaria a inizio 2015, a seguito di un duraturo miglioramento del mercato del lavoro e di una crescita brillante dell'economia, tra il 3% e il 3,5% a/a. Si attende, a causa del ciclo economico positivo, un incremento dell'inflazione. Tale aumento è alimentato ulteriormente dall'acuirsi delle tensioni geopolitiche e dal ciclo positivo dei paesi orientali, che spingono al rialzo i prezzi delle materie prime, in particolare del petrolio. La liquidità in circolazione è percepita in riduzione per effetto del cambio delle aspettative circa il momento di inversione della politica monetaria, comportando ampie e generalizzate correzioni nei mercati finanziari.</p> <p>Area Euro: la BCE fallisce nel gestire l'eccesso di aspettative generatesi nei mercati circa un prossimo <i>QE</i>. La mancata gestione delle attese genera turbolenze nei mercati finanziari, già in fibrillazione per l'atteso annuncio del rialzo dei tassi da parte della <i>Fed</i>. Questo, insieme alle tensioni che interessano i paesi produttori di petrolio, comporta l'indebolimento della moneta europea, portando il cambio EUR/USD intorno a quota 1,25. I rendimenti del decennale italiano si portano attorno al 2,8% e lo <i>spread</i> BTP-<i>Bund</i> vicino ai 160 punti base. I Governi dei paesi periferici continuano con le riforme strutturali e per la riduzione della spesa pubblica. In Italia il governo, grazie a una maggior stabilità, inizia a varare misure a favore della crescita.</p>	<p>Usa: la <i>Fed</i> anticipa il <i>timing</i> dell'inversione della politica monetaria a inizio 2015, a seguito di un duraturo miglioramento del mercato del lavoro e di una crescita brillante dell'economia, tra il 3% e il 3,5% a/a. Si attende, a causa del ciclo economico positivo, un incremento dell'inflazione. Tale aumento è alimentato ulteriormente dall'acuirsi delle tensioni geopolitiche e dal ciclo positivo dei paesi orientali, che spingono al rialzo i prezzi delle materie prime, in particolare del petrolio. La liquidità in circolazione è percepita in riduzione per effetto del cambio delle aspettative circa il momento di inversione della politica monetaria, comportando ampie e generalizzate correzioni nei mercati finanziari.</p> <p>Area Euro: la BCE fallisce nel gestire l'eccesso di aspettative generatesi nei mercati circa un prossimo <i>QE</i>. In Italia, i dati sulla crescita nel terzo trimestre sono particolarmente negativi e il governo fallisce nel varare le riforme necessarie. Torna il rischio default per il paese e questo, insieme alla mancata gestione delle attese da parte della BCE, all'avvicinarsi dell'inversione della politica monetaria in USA e alle turbolenze che interessano i paesi produttori di petrolio, portano al crollo del cambio EUR/USD. I rendimenti del decennale italiano sono nuovamente vicini al 7% e lo <i>spread</i> BTP-<i>Bund</i> torna sui 500 punti base. Gli altri governi dei paesi periferici continuano con le riforme per la riduzione della spesa pubblica.</p>	<p>Usa: la crescita è attorno al 2,5% a/a e l'inflazione rimane sotto controllo. I mercati azionari, ai massimi, correggono fisiologicamente senza brusche cadute e in generale vi è un'umentata sensibilità verso i dati relativi al mercato del lavoro e all'inflazione. Questo comporta elevata volatilità nei mercati finanziari e nel breve periodo gli effetti potrebbero far pensare a un anticipo dell'inversione di politica monetaria, che tuttavia non si verifica prima di marzo-giugno 2015.</p> <p>Area Euro: la BCE riesce a gestire le aspettative di mercato sul <i>QE</i>, con un annuncio entro la fine dell'anno in corso. L'intervento è motivato dall'ulteriore correzione al ribasso dell'inflazione e dal parziale fallimento delle aste TLTRO. L'aggressività della BCE incrementa la divergenza con la politica monetaria della <i>Fed</i> e la liquidità in circolazione premia maggiormente l'area dollaro, visto il rallentamento della ripresa in AE, con aumentati rischi di deflazione. Tutti questi elementi, insieme alle tensioni geopolitiche tra Russia e Ucraina e nei paesi arabi, potrebbero portare il cambio EUR/USD a quota 1,20 nel medio termine. Lo <i>spread</i> tra i BTP a 10 anni e il <i>Bund</i> potrebbe arrivare a 120 punti base e il rendimento dei primi mantenersi ben al di sotto del 2,5%. I Governi dei paesi periferici continuano con le riforme strutturali e per la riduzione della spesa pubblica. In Italia il governo, grazie a una maggior stabilità, inizia a varare misure a favore della crescita.</p>

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili

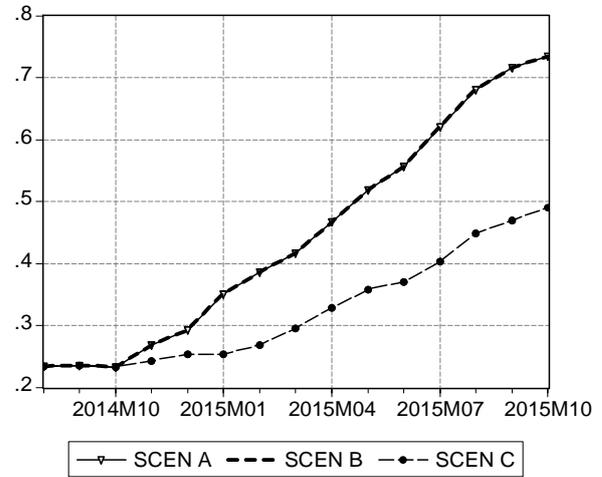


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili

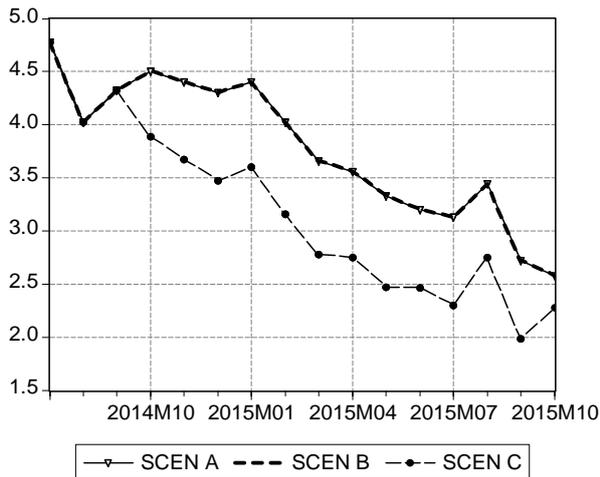
TASSO DI INTERVENTO FED



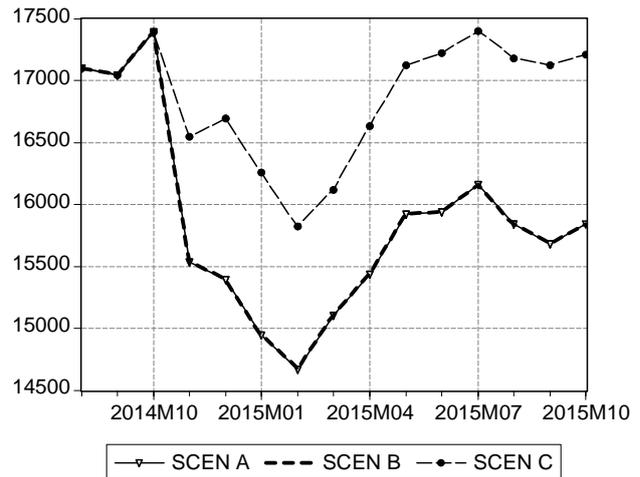
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



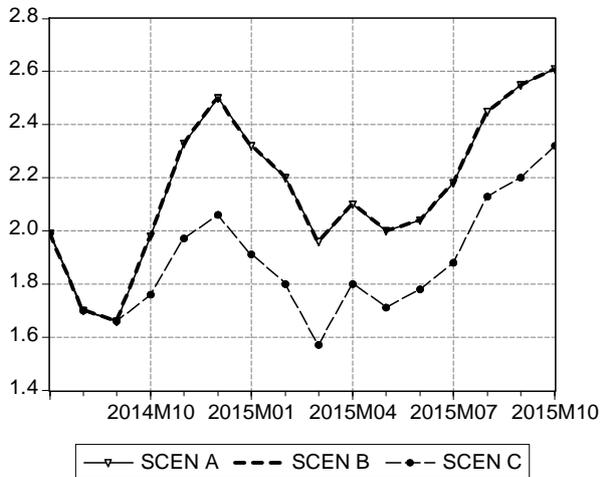
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



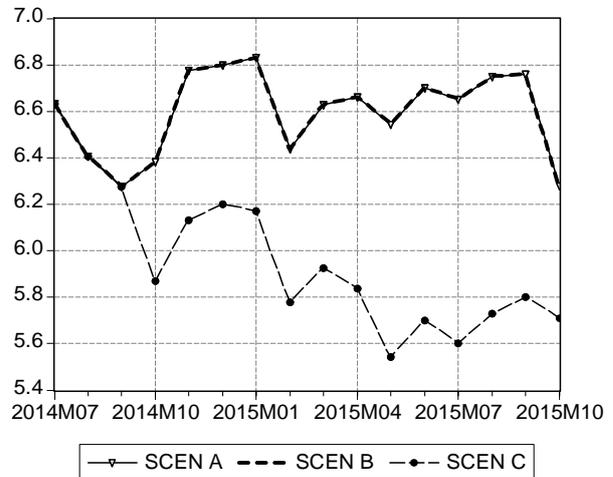
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

TASSI INTERBANCARI

I saggi interbancari europei in ottobre sono rimasti pressoché stabili sui minimi registrati a settembre. Per la scadenza a 1 mese il tasso si è portato allo 0,00% da 0,01%, il 3 mesi non è variato dallo 0,06%, mentre il 6 mesi è passato a 0,15% da 0,16%. Nello scenario più probabile (C) gli interbancari dovrebbero mantenersi su livelli solo lievemente superiori agli attuali nel periodo predittivo. A ottobre 2015, per le scadenze a 1, 3, 6 mesi, potrebbero rispettivamente raggiungersi le seguenti quote: +0,06%, +0,11% e +0,18%. Nello scenario A, alla fine dell'orizzonte di previsione, i tassi potrebbero essere di poco superiori: +0,10% (1 mese) +0,16% (3 mesi) e +0,24% (6 mesi). Nel caso in Italia dovesse ripresentarsi il rischio di default (scenario B) i tassi interbancari sarebbero ancora più elevati a causa del maggior premio per il rischio, rimanendo, tuttavia, contenuti per l'immobilità del mercato stesso. A ottobre 2015 i tassi potrebbero essere pari a +0,14%, +0,19% e +0,27%, rispettivamente per le scadenze a 1, 3 e 6 mesi.

STRUTTURA A TERMINE

In ottobre i rendimenti dei titoli di stato sono aumentati a tutte le scadenze, a eccezione del decennale che è rimasto pressoché stabile: il 3 anni si è portato a +0,84% da +0,64% di settembre, il 5 anni a +1,23% da +1,08%, il 7 anni a +1,80% da +1,73% e il 10 anni a +2,44% da +2,46%. Se la BCE riuscisse a gestire in modo efficace le attese dei mercati circa un possibile *QE* (scenario C) i rendimenti a ottobre 2015 potrebbero mantenersi sui livelli attuali, se non lievemente superiori (+0,87% il 3 anni, +1,27% il 5 anni, +1,87% il 7 anni e +2,51% il 10 anni). Qualora la BCE fallisse nel guidare le aspettative e la *Fed* anticipasse l'inversione della politica monetaria a inizio 2015 (scenario A) la struttura a termine alla fine dell'orizzonte predittivo potrebbe essere su livelli superiori: +1,49%, +1,87%, +2,43%, +2,99% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni. Se, a parità di altre condizioni con lo scenario A, in Italia i dati sulla crescita nel terzo trimestre fossero particolarmente negativi e il governo non riuscisse a varare le riforme strutturali necessarie (scenario B) la struttura a termine si porterebbe su valori prossimi a quelli registrati a fine 2011: 5,40% il BTP a 3 anni, 5,70% il 5 anni, 6,25% il 7 anni e 6,71% il 10 anni.

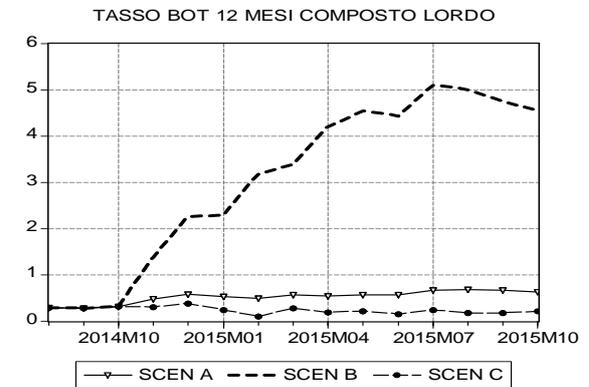
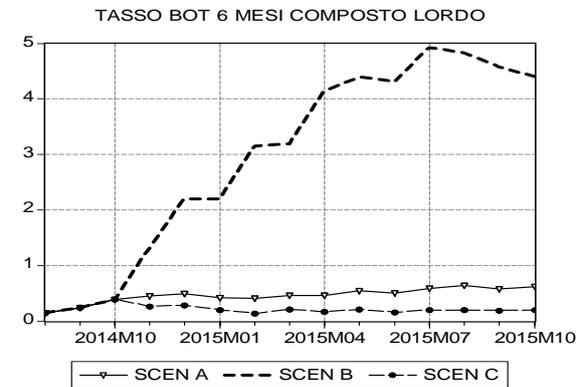
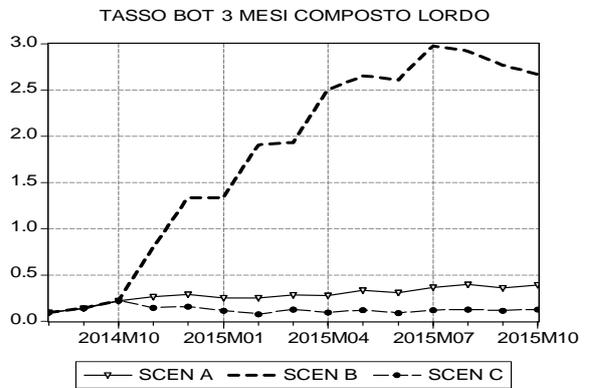
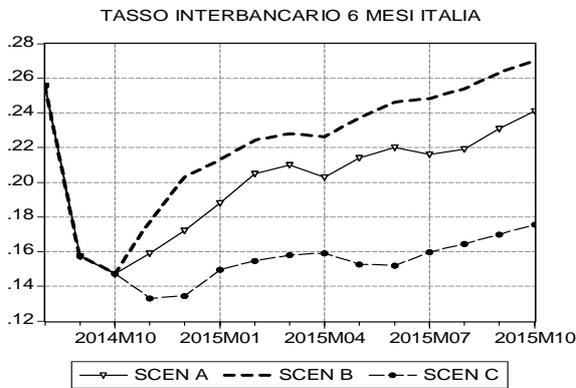
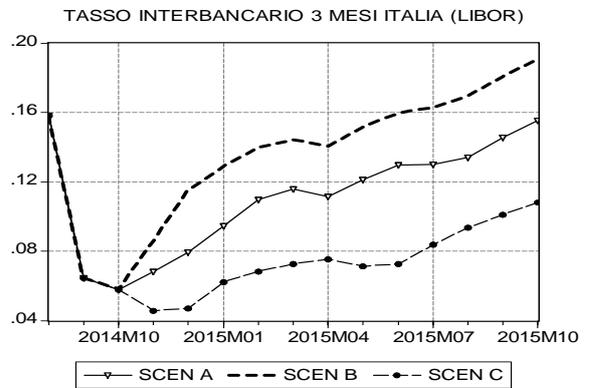
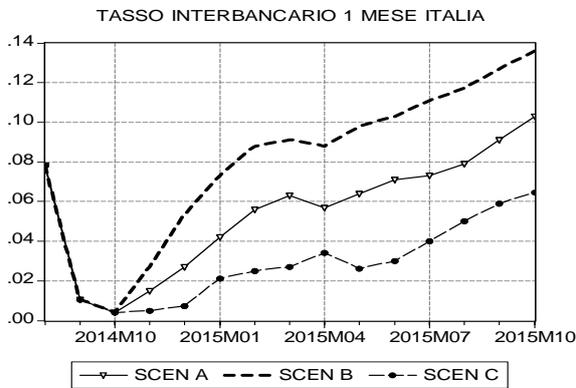
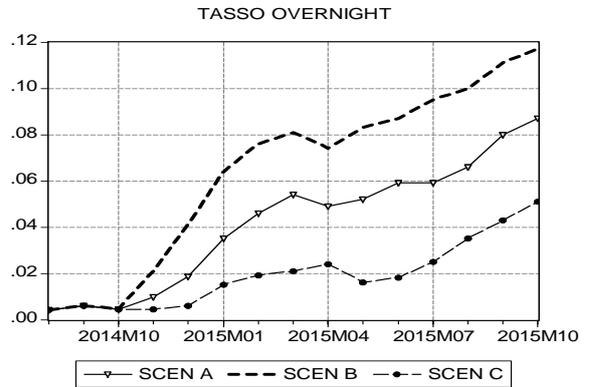
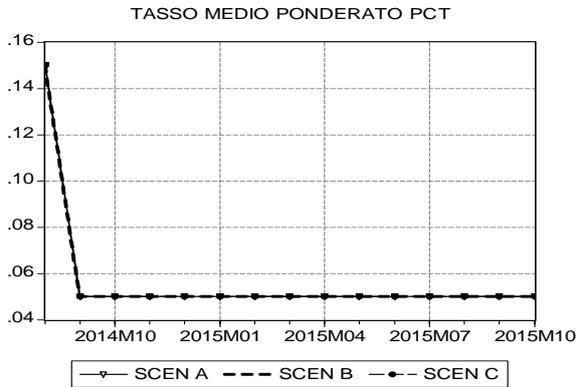
TASSI BANCARI

In agosto i tassi medi sui depositi e sui prestiti si sono lievemente ridotti, portandosi rispettivamente a +0,81%, dal precedente +0,83%, e a +3,77% da +3,81%. Nei prossimi mesi, nello scenario C, si prevedono tassi lievemente inferiori agli attuali sia sui depositi (+0,75% a ottobre 2015) sia sui prestiti (+3,70%). Nello scenario A, invece, i due tassi potrebbero attestarsi, alla fine dell'orizzonte predittivo, su valori superiori: +0,86% per i depositi e +3,96 per gli impieghi. Nello scenario meno favorevole per l'Italia (B) il tasso medio sui depositi è visto a +1,03% a ottobre 2015 e quello sui prestiti a +4,27%.

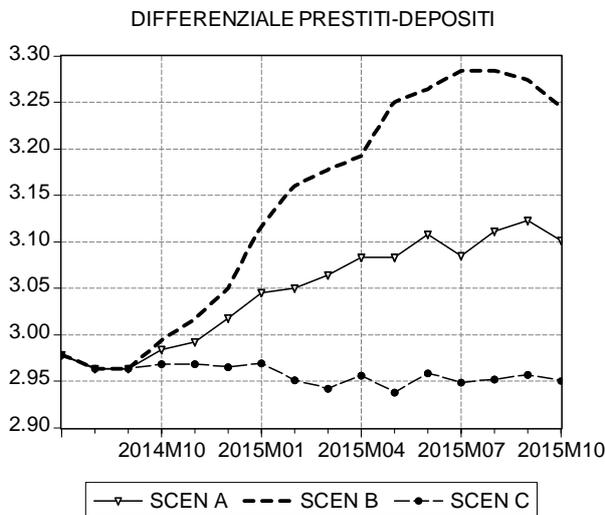
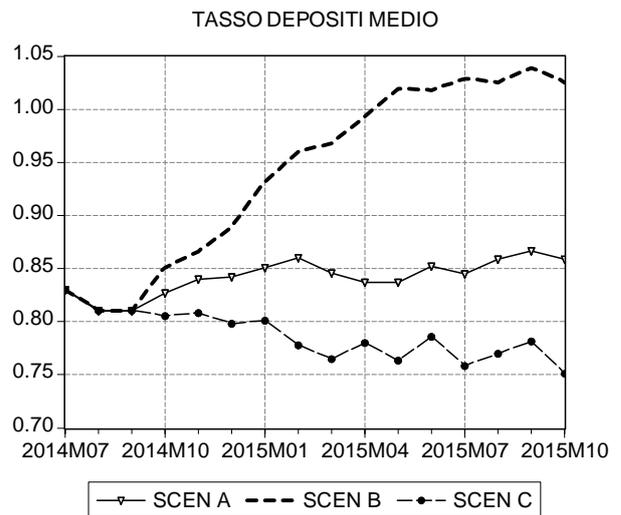
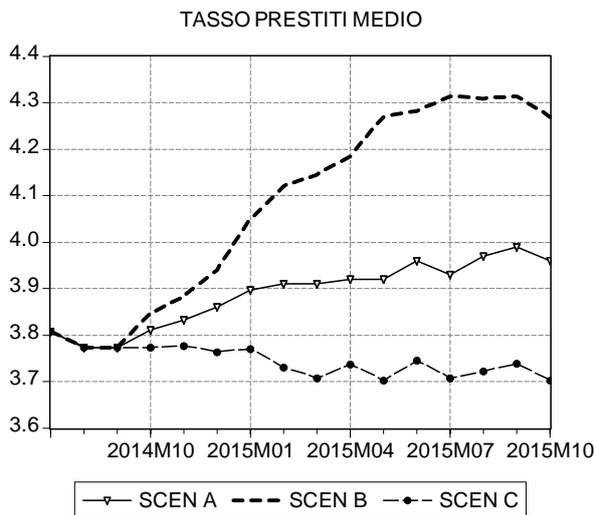
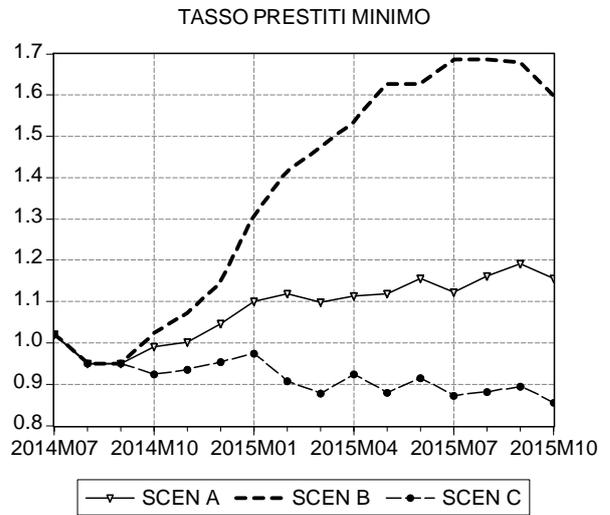
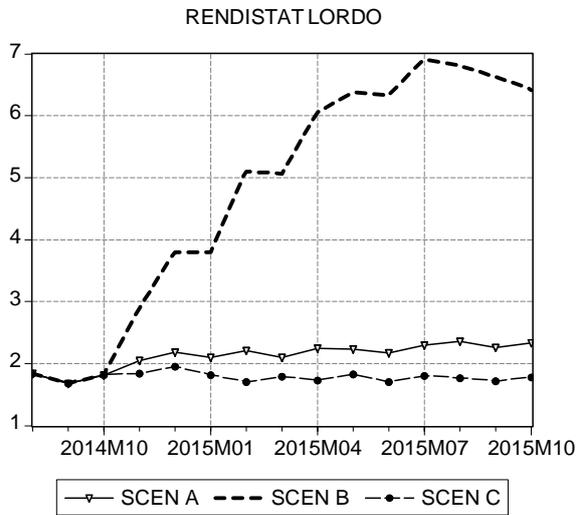
VOLUMI BANCARI

Dopo la prima variazione non negativa da 5 mesi registrata a luglio (+0,03% a/a) la raccolta è tornata a contrarsi in agosto dello 0,27% a/a. In base ai risultati delle simulazioni, nello scenario più probabile (C) si dovrebbe registrare una dinamica negativa durante l'intero periodo predittivo e la raccolta potrebbe attestarsi a -2,40% a/a a ottobre 2015. Nello scenario A l'andamento potrebbe essere meno negativo, con una variazione tendenziale a fine periodo pari a -1,40% a/a, mentre, se si dovesse verificare lo scenario più sfavorevole (B) la variazione potrebbe essere pari a -5,10% a/a. Anche i prestiti, dopo la lieve ripresa di agosto (+0,14% a/a) si sono nuovamente ridotti in agosto dello 0,64% a/a. Nel periodo predittivo, la vasta gamma di misure adottate dalla BCE per contrastare il *credit crunch* dovrebbe influenzare positivamente la dinamica dei prestiti che potrebbero tornare a crescere a tratti. Nello scenario C, a ottobre 2015, il tasso di variazione tendenziale dei depositi previsto è pari -0,50% a/a, mentre nello scenario A è pari a +0,50% a/a. Nello scenario B, il meno favorevole, la dinamica rimarrebbe negativa con una variazione dei prestiti totali pari a -2,10% a/a alla fine del periodo di previsione.

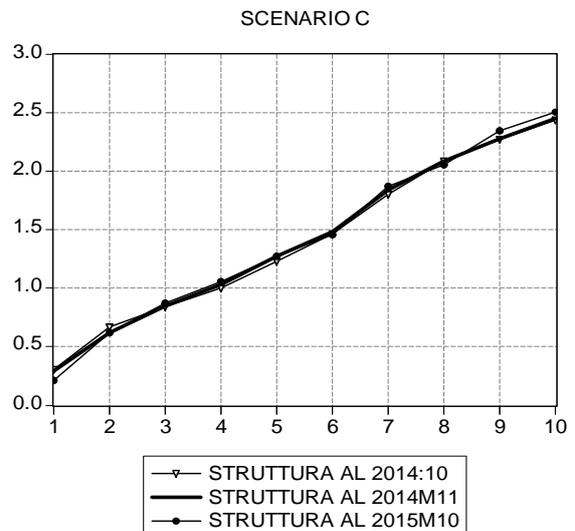
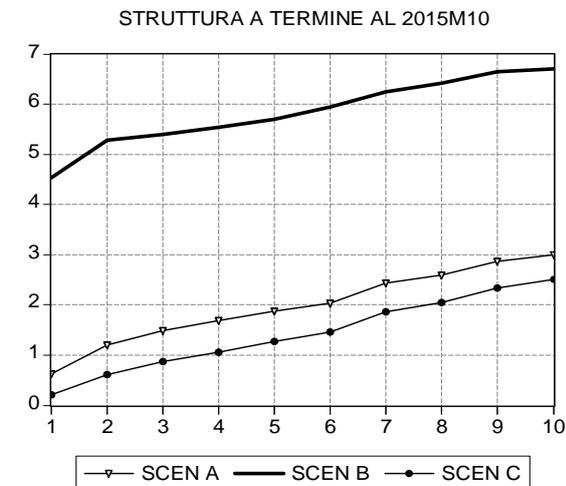
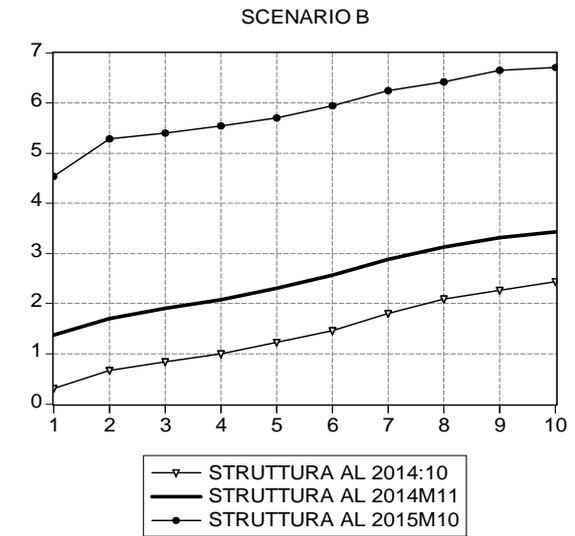
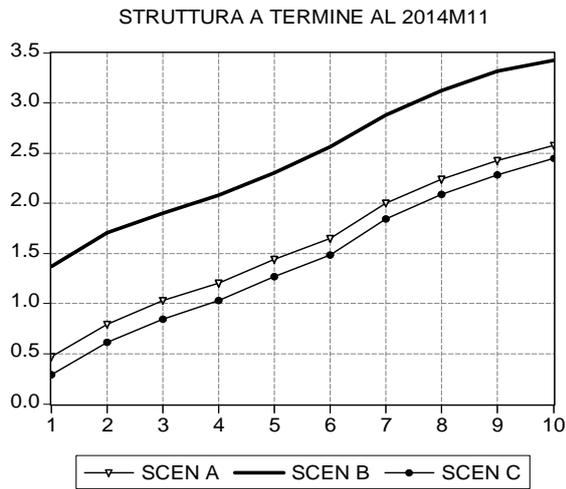
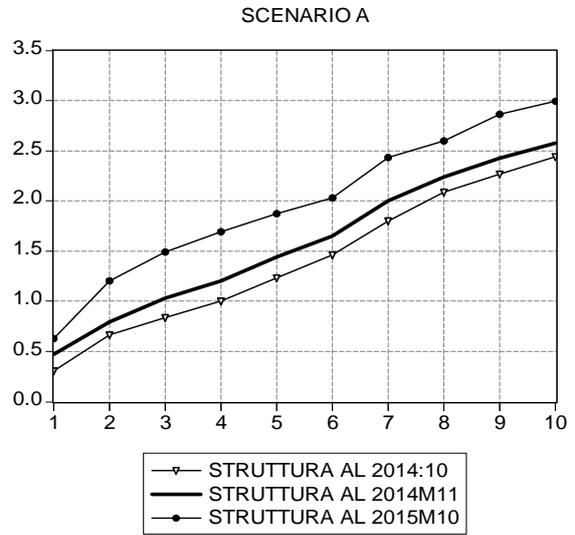
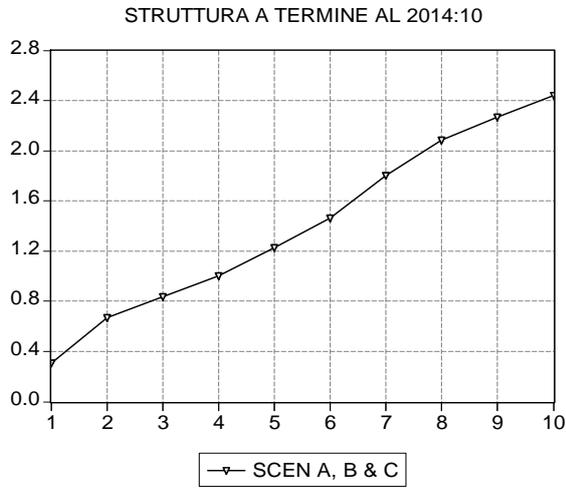
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



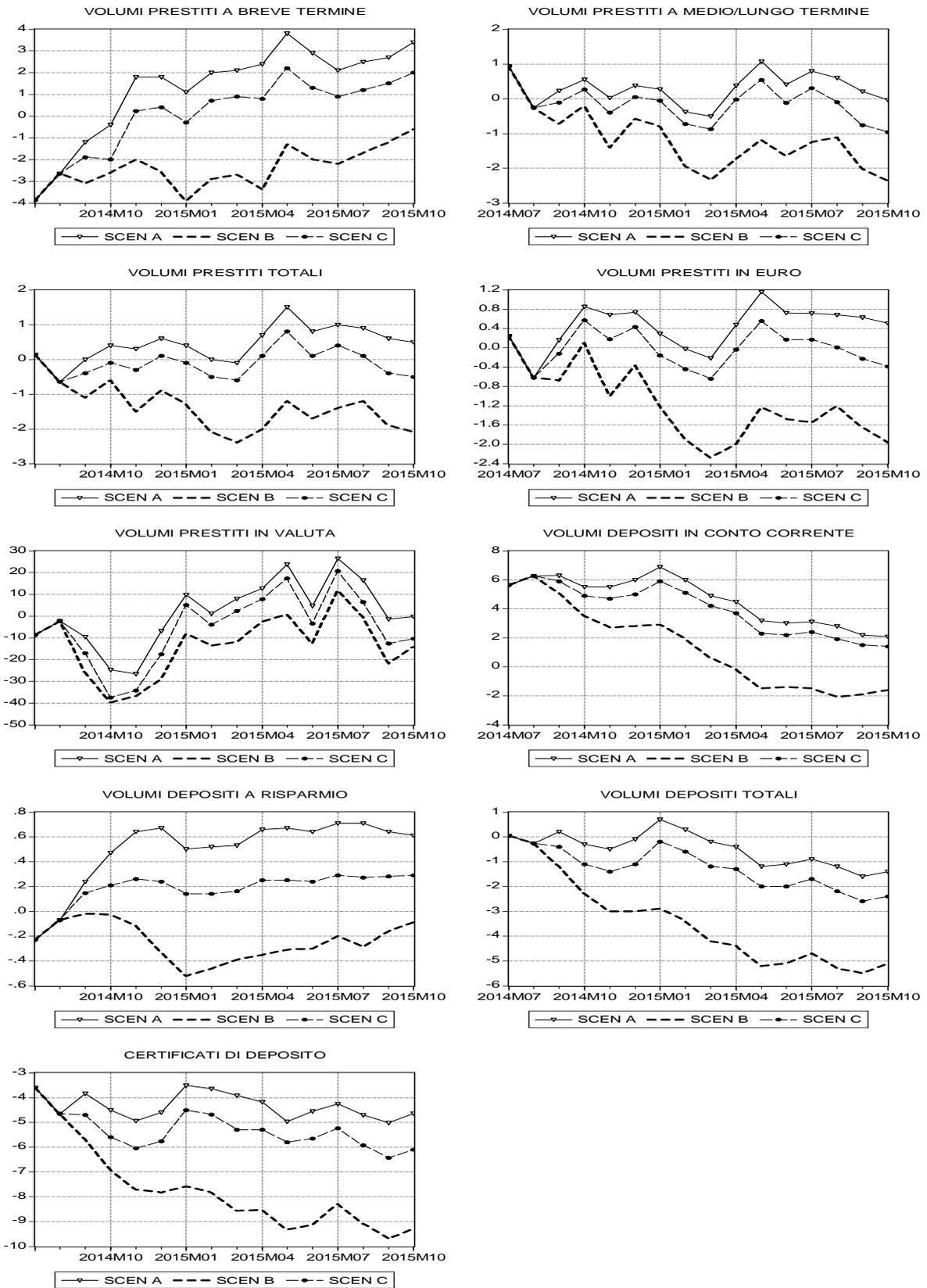
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



SCENARIO A	14 4	14 5	14 6	14 7	14 8	14 9	14 10	14 11	14 12	15 1	15 2	15 3	15 4	15 5	15 6	15 7	15 8	15 9	15 10
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.25	0.25	0.15	0.15	0.15	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT	1187	1174	1155	1119	1114	1119	1059	1026	1040	1021	1034	1050	1061	1078	1075	1079	1062	1054	1048
Produzione Industriale	1.1	-1.2	-0.1	-1.1	-0.2	-0.4	-0.6	-0.4	0.1	-0.2	0.2	0.0	-0.6	1.2	0.3	1.2	1.2	0.9	0.7
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.5	0.4	0.2	0.0	-0.2	-0.1	0.2	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7	0.9	1.0	0.9
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.25	0.25	0.15	0.15	0.15	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
T. Overnight media d/1	0.24	0.26	0.06	0.04	0.00	0.01	0.00	0.01	0.02	0.04	0.05	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.07	0.08	0.09
T. Interb. 1m lett.	0.22	0.24	0.13	0.09	0.08	0.01	0.00	0.02	0.03	0.04	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07	0.08	0.09	0.10
T. Interb. 3m lett.	0.30	0.30	0.21	0.17	0.16	0.06	0.06	0.07	0.08	0.09	0.11	0.12	0.11	0.12	0.13	0.13	0.13	0.15	0.16
T. Interb. 6m lett.	0.39	0.38	0.30	0.26	0.26	0.16	0.15	0.16	0.17	0.19	0.21	0.21	0.20	0.21	0.22	0.22	0.22	0.23	0.24
T. Depositi medio	0.89	0.87	0.86	0.83	0.81	0.81	0.83	0.84	0.84	0.85	0.86	0.85	0.84	0.84	0.85	0.85	0.86	0.87	0.86
T. Prestiti medio	3.89	3.87	3.86	3.81	3.77	3.77	3.81	3.83	3.86	3.90	3.91	3.91	3.92	3.92	3.96	3.93	3.97	3.99	3.96
T.prest. medio - T.dep. medio	3.00	3.00	3.00	2.98	2.96	2.96	2.98	2.99	3.02	3.05	3.05	3.06	3.08	3.08	3.11	3.09	3.11	3.12	3.10
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.44	0.39	0.20	0.16	0.09	0.13	0.22	0.26	0.29	0.25	0.25	0.28	0.28	0.33	0.31	0.36	0.39	0.35	0.39
T. BOT comp. lordo 6m	0.60	0.50	0.31	0.24	0.14	0.24	0.38	0.45	0.49	0.42	0.41	0.46	0.46	0.54	0.50	0.59	0.64	0.57	0.62
T. BOT comp. lordo 12m	0.60	0.66	0.50	0.39	0.28	0.28	0.30	0.47	0.57	0.52	0.49	0.56	0.54	0.56	0.56	0.67	0.68	0.66	0.63
Rendistat lordo	2.29	2.24	2.04	1.94	1.84	1.68	1.81	2.05	2.18	2.10	2.21	2.10	2.24	2.23	2.17	2.30	2.36	2.26	2.33
Rendistat netto	2.00	1.96	1.78	1.70	1.61	1.47	1.58	1.79	1.91	1.84	1.93	1.84	1.96	1.95	1.90	2.01	2.07	1.98	2.04
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	1.16	1.12	0.88	0.80	0.69	0.64	0.84	1.03	1.16	1.08	1.18	1.20	1.31	1.37	1.35	1.44	1.49	1.37	1.49
Rend. BTP a 5 anni	1.81	1.74	1.43	1.32	1.19	1.08	1.23	1.44	1.57	1.48	1.62	1.61	1.72	1.77	1.72	1.81	1.87	1.77	1.87
Rend. BTP a 7 anni	2.50	2.44	2.14	2.01	1.81	1.73	1.80	2.00	2.13	2.05	2.20	2.20	2.31	2.33	2.28	2.40	2.45	2.36	2.43
Rend. BTP a 10 anni	3.26	3.15	2.97	2.83	2.56	2.46	2.44	2.58	2.66	2.60	2.73	2.75	2.85	2.90	2.86	2.95	3.00	2.93	2.99
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2293.723	2275.370	2306.991	2305.042	2284.960	2306.270	2309.309	2301.394	2302.036	2318.404	2311.50	2320.64	2309.78	2309.50	2325.45	2328.09	2305.52	2320.11	2320.86
Prestiti in euro	2252.792	2241.280	2261.414	2279.202	2253.259	2271.809	2278.852	2277.878	2262.849	2289.182	2271.773	2287.15	2263.605	2267.28	2277.70	2295.38	2268.58	2286.12	2290.47
Prestiti in valuta	40.931	34.090	45.577	25.840	31.701	34.461	30.457	23.515	39.187	29.222	39.723	33.492	46.174	42.222	47.751	32.708	36.943	33.986	30.382
Prestiti a breve	362.169	355.301	365.793	363.803	355.898	365.707	363.241	364.781	369.234	374.478	371.924	372.152	370.861	368.802	376.401	371.443	364.795	375.581	375.591
Prestiti a m/1	1931.554	1920.069	1941.198	1941.239	1929.062	1940.563	1946.068	1936.613	1932.802	1943.925	1939.572	1948.492	1938.918	1940.698	1949.046	1956.650	1940.729	1944.526	1945.265
Depositi totali	2107.658	2104.328	2110.968	2109.920	2121.361	2126.037	2101.283	2107.351	2096.029	2106.839	2119.833	2127.510	2099.227	2079.076	2087.747	2090.931	2095.905	2092.020	2071.865
Depositi in c/c	751.816	764.856	759.852	761.969	774.545	771.576	779.568	782.535	786.232	781.862	778.292	783.706	785.648	789.331	782.648	785.590	796.232	788.551	795.939
Depositi a risparmio	299.209	298.202	298.159	297.279	298.258	298.897	298.295	299.159	301.527	302.059	302.238	302.172	301.184	300.200	300.067	299.390	300.376	300.810	300.115
Certif. deposito	1056.633	1041.270	1052.957	1050.672	1048.558	1055.564	1023.420	1025.657	1008.270	1022.918	1039.304	1041.633	1012.396	989.545	1005.033	1005.951	999.297	1002.659	975.811
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	-2.26	-2.63	-0.48	0.14	-0.64	0.00	0.40	0.30	0.60	0.40	0.00	-0.10	0.70	1.50	0.80	1.00	0.90	0.60	0.50
Prestiti in euro	-2.69	-2.26	-0.92	0.25	-0.62	0.16	0.85	0.68	0.74	0.29	-0.02	-0.21	0.48	1.16	0.72	0.71	0.68	0.63	0.51
Prestiti in valuta	29.34	-22.05	27.66	-8.74	-2.21	-9.53	-24.73	-26.55	-6.87	9.84	1.16	8.03	12.81	23.85	4.77	26.58	16.54	-1.38	-0.25
Prestiti a breve	-5.13	-6.39	-2.19	-3.88	-2.65	-1.20	-0.40	1.80	1.80	1.10	2.00	2.10	2.40	3.80	2.90	2.10	2.50	2.70	3.40
Prestiti a m/1	-1.70	-1.90	-0.16	0.93	-0.26	0.23	0.55	0.02	0.37	0.27	-0.37	-0.51	0.38	1.07	0.40	0.79	0.60	0.20	-0.04
Depositi totali	-2.17	-1.76	-1.56	0.03	-0.27	0.20	-0.30	-0.50	-0.10	0.70	0.30	-0.20	-0.40	-1.20	-1.10	-0.90	-1.20	-1.60	-1.40
Depositi in c/c	2.53	5.35	4.46	5.63	6.27	6.30	5.50	5.50	6.00	6.90	6.00	4.90	4.50	3.20	3.00	3.10	2.80	2.20	2.10
Depositi a risparmio	-0.15	-0.38	-0.11	-0.23	-0.07	0.24	0.47	0.64	0.67	0.50	0.52	0.53	0.66	0.67	0.64	0.71	0.71	0.64	0.61
Certif. deposito	-5.78	-6.76	-5.86	-3.60	-4.67	-3.84	-4.51	-4.94	-4.60	-3.52	-3.64	-3.92	-4.19	-4.97	-4.55	-4.26	-4.70	-5.01	-4.65

(*) Il rendimento dei BOT a 3 mesi, in assenza d'asta, è stimato. I dati storici sono in grigio scuro, gli stimati in grigio chiaro.
I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 31/10/2014.

SCENARIO B	14 4	14 5	14 6	14 7	14 8	14 9	14 10	14 11	14 12	15 1	15 2	15 3	15 4	15 5	15 6	15 7	15 8	15 9	15 10
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.25	0.25	0.15	0.15	0.15	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT	1187	1174	1155	1119	1114	1119	1059	960	965	927	944	927	893	860	843	860	852	846	840
Produzione Industriale	1.1	-1.2	-0.1	-1.1	-0.2	-1.3	-2.0	-2.5	-2.3	-3.5	-3.5	-2.8	-4.1	-3.3	-3.7	-3.0	-4.4	-3.4	-3.7
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.5	0.4	0.2	0.0	-0.2	-0.1	0.2	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.0
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.25	0.25	0.15	0.15	0.15	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
T. Overnight media d/1	0.24	0.26	0.06	0.04	0.00	0.01	0.00	0.02	0.04	0.06	0.08	0.08	0.07	0.08	0.09	0.10	0.10	0.11	0.12
T. Interb. 1m lett.	0.22	0.24	0.13	0.09	0.08	0.01	0.00	0.03	0.05	0.07	0.09	0.09	0.09	0.10	0.10	0.11	0.12	0.13	0.14
T. Interb. 3m lett.	0.30	0.30	0.21	0.17	0.16	0.06	0.06	0.09	0.11	0.13	0.14	0.14	0.14	0.15	0.16	0.16	0.17	0.18	0.19
T. Interb. 6m lett.	0.39	0.38	0.30	0.26	0.26	0.16	0.15	0.18	0.20	0.21	0.22	0.23	0.23	0.24	0.25	0.25	0.25	0.26	0.27
T. Depositi medio	0.89	0.87	0.86	0.83	0.81	0.81	0.85	0.87	0.89	0.93	0.96	0.97	0.99	1.02	1.02	1.03	1.03	1.04	1.03
T. Prestiti medio	3.89	3.87	3.86	3.81	3.77	3.77	3.85	3.88	3.94	4.05	4.12	4.15	4.19	4.27	4.28	4.31	4.31	4.31	4.27
T.prest.medio - T.dep.medio	3.00	3.00	3.00	2.98	2.96	2.96	2.99	3.02	3.05	3.12	3.16	3.18	3.19	3.25	3.26	3.28	3.28	3.27	3.24
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.44	0.39	0.20	0.16	0.09	0.13	0.22	0.79	1.33	1.33	1.90	1.93	2.49	2.65	2.60	2.97	2.92	2.77	2.66
T. BOT comp. lordo 6m	0.60	0.50	0.31	0.24	0.14	0.24	0.38	1.31	2.20	2.20	3.15	3.19	4.14	4.39	4.31	4.92	4.83	4.57	4.39
T. BOT comp. lordo 12m	0.60	0.66	0.50	0.39	0.28	0.28	0.30	1.37	2.25	2.29	3.17	3.38	4.19	4.54	4.42	5.09	5.00	4.74	4.54
Rendistat lordo	2.29	2.24	2.04	1.94	1.84	1.68	1.81	2.89	3.79	3.79	5.10	5.06	6.05	6.38	6.32	6.91	6.80	6.62	6.41
Rendistat netto	2.00	1.96	1.78	1.70	1.61	1.47	1.58	2.53	3.32	3.32	4.46	4.43	5.29	5.58	5.53	6.05	5.95	5.79	5.61
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	1.16	1.12	0.88	0.80	0.69	0.64	0.84	1.90	3.07	2.99	3.96	4.06	4.81	5.32	5.28	5.79	5.68	5.50	5.40
Rend. BTP a 5 anni	1.81	1.74	1.43	1.32	1.19	1.08	1.23	2.30	3.41	3.31	4.36	4.39	5.23	5.68	5.60	6.12	6.00	5.84	5.70
Rend. BTP a 7 anni	2.50	2.44	2.14	2.01	1.81	1.73	1.80	2.88	3.90	3.85	4.87	4.89	5.80	6.19	6.16	6.66	6.57	6.39	6.25
Rend. BTP a 10 anni	3.26	3.15	2.97	2.83	2.56	2.46	2.44	3.43	4.40	4.33	5.33	5.34	6.22	6.54	6.52	7.10	7.02	6.85	6.71
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2293.723	2275.370	2306.991	2305.042	2284.960	2280.901	2286.308	2260.092	2267.711	2279.148	2262.95	2267.22	2247.85	2248.07	2267.77	2272.77	2257.54	2237.56	2238.30
Prestiti in euro	2252.792	2241.280	2261.414	2279.202	2253.259	2252.757	2261.905	2239.869	2237.916	2254.715	2229.055	2239.94	2207.961	2213.71	2227.94	2243.87	2225.99	2215.59	2217.35
Prestiti in valuta	40.931	34.090	45.577	25.840	31.701	28.144	24.404	20.224	29.795	24.433	33.899	27.278	39.887	34.353	39.827	28.897	31.546	21.978	20.951
Prestiti a breve	362.169	355.301	365.793	363.803	355.898	358.674	355.218	351.164	353.275	355.958	354.057	354.657	349.855	350.682	358.477	355.799	349.848	354.370	353.086
Prestiti a m/1	1931.554	1920.069	1941.198	1941.239	1929.062	1922.227	1931.091	1908.928	1914.437	1923.190	1908.898	1912.559	1897.993	1897.383	1909.295	1916.972	1907.693	1883.194	1885.209
Depositi totali	2107.658	2104.328	2110.968	2109.920	2121.361	2096.331	2059.131	2054.403	2035.183	2031.520	2041.634	2042.239	2014.921	1994.903	2003.309	2010.754	2008.929	1981.033	1954.115
Depositi in c/c	751.816	764.856	759.852	761.969	774.545	762.866	764.789	761.766	762.496	752.606	748.189	751.581	750.312	753.383	749.214	750.539	758.280	748.372	752.553
Depositi a risparmio	299.209	298.202	298.159	297.279	298.258	298.121	296.811	296.900	298.532	298.993	299.291	299.407	298.162	297.278	297.265	296.684	297.393	297.644	296.544
Certif. deposito	1056.633	1041.270	1052.957	1050.672	1048.558	1035.344	997.531	995.737	974.155	979.921	994.155	991.252	966.447	944.242	956.830	963.530	953.256	935.017	905.019
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	-2.26	-2.63	-0.48	0.14	-0.64	-1.10	-0.60	-1.50	-0.90	-1.30	-2.10	-2.40	-2.00	-1.20	-1.70	-1.40	-1.20	-1.90	-2.10
Prestiti in euro	-2.69	-2.26	-0.92	0.25	-0.62	-0.68	0.10	-1.00	-0.37	-1.22	-1.90	-2.27	-1.99	-1.23	-1.48	-1.55	-1.21	-1.65	-1.97
Prestiti in valuta	29.34	-22.05	27.66	-8.74	-2.21	-26.11	-39.69	-36.83	-29.19	-8.16	-13.67	-12.01	-2.55	0.77	-12.62	11.83	-0.49	-21.91	-14.15
Prestiti a breve	-5.13	-6.39	-2.19	-3.88	-2.65	-3.10	-2.60	-2.00	-2.60	-3.90	-2.90	-2.70	-3.40	-1.30	-2.00	-2.20	-1.70	-1.20	-0.60
Prestiti a m/1	-1.70	-1.90	-0.16	0.93	-0.26	-0.72	-0.22	-1.41	-0.58	-0.80	-1.95	-2.34	-1.74	-1.18	-1.64	-1.25	-1.11	-2.03	-2.38
Depositi totali	-2.17	-1.76	-1.56	0.03	-0.27	-1.20	-2.30	-3.00	-3.00	-2.90	-3.40	-4.20	-4.40	-5.20	-5.10	-4.70	-5.30	-5.50	-5.10
Depositi in c/c	2.53	5.35	4.46	5.63	6.27	5.10	3.50	2.70	2.80	2.90	1.90	0.60	-0.20	-1.50	-1.40	-1.50	-2.10	-1.90	-1.60
Depositi a risparmio	-0.15	-0.38	-0.11	-0.23	-0.07	-0.02	-0.03	-0.12	-0.33	-0.52	-0.46	-0.39	-0.35	-0.31	-0.30	-0.20	-0.29	-0.16	-0.09
Certif. deposito	-5.78	-6.76	-5.86	-3.60	-4.67	-5.69	-6.93	-7.71	-7.83	-7.58	-7.83	-8.56	-8.54	-9.32	-9.13	-8.29	-9.09	-9.69	-9.27

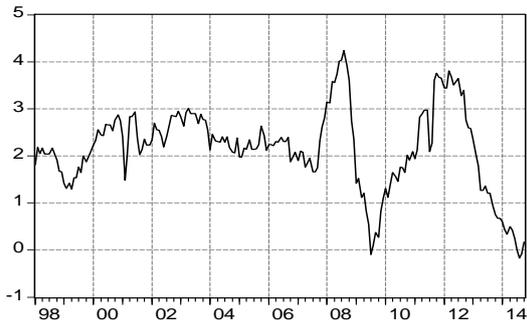
(*) Il rendimento dei BOT a 3 mesi, in assenza d'asta, è stimato. I dati storici sono in grigio scuro, gli stimati in grigio chiaro.
I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 31/10/2014.

SCENARIO C	14 4	14 5	14 6	14 7	14 8	14 9	14 10	14 11	14 12	15 1	15 2	15 3	15 4	15 5	15 6	15 7	15 8	15 9	15 10
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.25	0.25	0.15	0.15	0.15	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT	1187	1174	1155	1119	1114	1119	1059	1053	1069	1057	1067	1095	1111	1127	1127	1135	1119	1111	1105
Produzione Industriale	1.1	-1.2	-0.1	-1.1	-0.2	-0.8	-1.1	-1.1	-0.7	-1.1	-0.7	-0.8	-1.3	0.1	-0.5	0.4	0.2	0.3	0.0
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.5	0.4	0.2	0.0	-0.2	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.6	0.6	0.5
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.25	0.25	0.15	0.15	0.15	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
T. Overnight media d/1	0.24	0.26	0.06	0.04	0.00	0.01	0.00	0.00	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.04	0.04	0.05
T. Interb. 1m lett.	0.22	0.24	0.13	0.09	0.08	0.01	0.00	0.00	0.01	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.04	0.05	0.06	0.06
T. Interb. 3m lett.	0.30	0.30	0.21	0.17	0.16	0.06	0.06	0.05	0.05	0.06	0.07	0.07	0.08	0.07	0.07	0.08	0.09	0.10	0.11
T. Interb. 6m lett.	0.39	0.38	0.30	0.26	0.26	0.16	0.15	0.13	0.13	0.15	0.15	0.16	0.16	0.15	0.15	0.16	0.16	0.17	0.18
T. Depositi medio	0.89	0.87	0.86	0.83	0.81	0.81	0.81	0.81	0.80	0.80	0.78	0.77	0.78	0.76	0.79	0.76	0.77	0.78	0.75
T. Prestiti medio	3.89	3.87	3.86	3.81	3.77	3.77	3.77	3.78	3.76	3.77	3.73	3.71	3.74	3.70	3.74	3.71	3.72	3.74	3.70
T.prest.medio - T.dep.medio	3.00	3.00	3.00	2.98	2.96	2.96	2.97	2.97	2.97	2.97	2.95	2.94	2.96	2.94	2.96	2.95	2.95	2.96	2.95
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.44	0.39	0.20	0.16	0.09	0.13	0.22	0.14	0.16	0.11	0.07	0.12	0.09	0.12	0.08	0.12	0.12	0.11	0.12
T. BOT comp. lordo 6m	0.60	0.50	0.31	0.24	0.14	0.24	0.38	0.26	0.28	0.20	0.13	0.21	0.16	0.21	0.15	0.20	0.20	0.18	0.20
T. BOT comp. lordo 12m	0.60	0.66	0.50	0.39	0.28	0.28	0.30	0.29	0.37	0.24	0.09	0.27	0.18	0.21	0.14	0.24	0.17	0.17	0.21
Rendistat lordo	2.29	2.24	2.04	1.94	1.84	1.68	1.81	1.84	1.95	1.81	1.70	1.79	1.73	1.82	1.70	1.80	1.76	1.71	1.77
Rendistat netto	2.00	1.96	1.78	1.70	1.61	1.47	1.58	1.61	1.71	1.58	1.49	1.57	1.51	1.59	1.49	1.58	1.54	1.50	1.55
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	1.16	1.12	0.88	0.80	0.69	0.64	0.84	0.85	0.94	0.84	0.70	0.87	0.79	0.87	0.78	0.88	0.83	0.81	0.87
Rend. BTP a 5 anni	1.81	1.74	1.43	1.32	1.19	1.08	1.23	1.27	1.35	1.24	1.13	1.29	1.22	1.31	1.21	1.30	1.27	1.21	1.27
Rend. BTP a 7 anni	2.50	2.44	2.14	2.01	1.81	1.73	1.80	1.84	1.94	1.84	1.75	1.89	1.84	1.93	1.83	1.91	1.89	1.81	1.87
Rend. BTP a 10 anni	3.26	3.15	2.97	2.83	2.56	2.46	2.44	2.45	2.49	2.41	2.36	2.48	2.41	2.47	2.40	2.45	2.49	2.43	2.51
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2293.723	2275.370	2306.991	2305.042	2284.960	2297.045	2297.809	2287.626	2290.594	2306.858	2299.94	2309.03	2296.02	2293.57	2309.30	2314.26	2287.24	2287.86	2286.32
Prestiti in euro	2252.792	2241.280	2261.414	2279.202	2253.259	2265.458	2272.525	2266.566	2255.886	2278.910	2262.230	2277.30	2251.891	2253.61	2265.26	2283.08	2253.48	2260.25	2263.66
Prestiti in valuta	40.931	34.090	45.577	25.840	31.701	31.587	25.284	21.060	34.709	27.948	37.709	31.733	44.126	39.966	44.040	31.186	33.760	27.609	22.658
Prestiti a breve	362.169	355.301	365.793	363.803	355.898	363.116	357.406	359.132	364.156	369.293	367.183	367.778	365.066	363.118	370.548	367.077	360.169	368.563	364.554
Prestiti a m/1	1931.554	1920.069	1941.198	1941.239	1929.062	1933.929	1940.403	1928.494	1926.438	1937.565	1932.755	1941.251	1930.950	1930.455	1938.750	1947.185	1927.076	1919.294	1921.766
Depositi totali	2107.658	2104.328	2110.968	2109.920	2121.361	2113.306	2084.422	2088.290	2075.048	2088.010	2100.812	2106.193	2080.258	2062.241	2068.749	2074.051	2074.691	2058.360	2034.396
Depositi in c/c	751.816	764.856	759.852	761.969	774.545	768.540	775.065	776.489	778.814	774.548	771.684	778.476	779.633	782.448	776.569	780.256	789.261	780.068	785.916
Depositi a risparmio	299.209	298.202	298.159	297.279	298.258	298.613	297.523	298.030	300.239	300.977	301.095	301.060	299.957	298.948	298.875	298.141	299.063	299.449	298.386
Certif. deposito	1056.633	1041.270	1052.957	1050.672	1048.558	1046.153	1011.834	1013.771	995.994	1012.484	1028.033	1026.657	1000.668	980.846	993.305	995.654	986.366	978.843	950.094
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	-2.26	-2.63	-0.48	0.14	-0.64	-0.40	-0.10	-0.30	0.10	-0.10	-0.50	-0.60	0.10	0.80	0.10	0.40	0.10	-0.40	-0.50
Prestiti in euro	-2.69	-2.26	-0.92	0.25	-0.62	-0.12	0.57	0.18	0.43	-0.16	-0.44	-0.64	-0.04	0.55	0.17	0.17	0.01	-0.23	-0.39
Prestiti in valuta	29.34	-22.05	27.66	-8.74	-2.21	-17.07	-37.52	-34.22	-17.52	5.05	-3.97	2.36	7.81	17.24	-3.37	20.69	6.50	-12.59	-10.39
Prestiti a breve	-5.13	-6.39	-2.19	-3.88	-2.65	-1.90	-2.00	0.22	0.40	-0.30	0.70	0.90	0.80	2.20	1.30	0.90	1.20	1.50	2.00
Prestiti a m/1	-1.70	-1.90	-0.16	0.93	-0.26	-0.11	0.26	-0.40	0.04	-0.06	-0.72	-0.88	-0.03	0.54	-0.13	0.31	-0.10	-0.76	-0.96
Depositi totali	-2.17	-1.76	-1.56	0.03	-0.27	-0.40	-1.10	-1.40	-1.10	-0.20	-0.60	-1.20	-1.30	-2.00	-2.00	-1.70	-2.20	-2.60	-2.40
Depositi in c/c	2.53	5.35	4.46	5.63	6.27	5.88	4.89	4.68	5.00	5.90	5.10	4.20	3.70	2.30	2.20	2.40	1.90	1.50	1.40
Depositi a risparmio	-0.15	-0.38	-0.11	-0.23	-0.07	0.14	0.21	0.26	0.24	0.14	0.14	0.16	0.25	0.25	0.24	0.29	0.27	0.28	0.29
Certif. deposito	-5.78	-6.76	-5.86	-3.60	-4.67	-4.70	-5.59	-6.04	-5.76	-4.50	-4.69	-5.30	-5.30	-5.80	-5.67	-5.24	-5.93	-6.43	-6.10

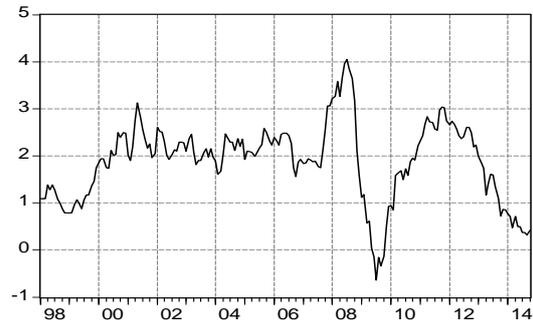
(*) Il rendimento dei BOT a 3 mesi, in assenza d'asta, è stimato. I dati storici sono in grigio scuro, gli stimati in grigio chiaro.
I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 31/10/2014.

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

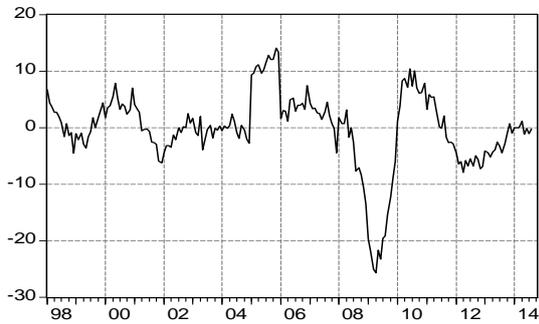
Dati mensili



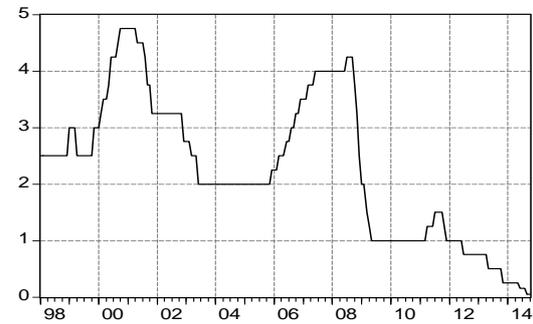
— TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



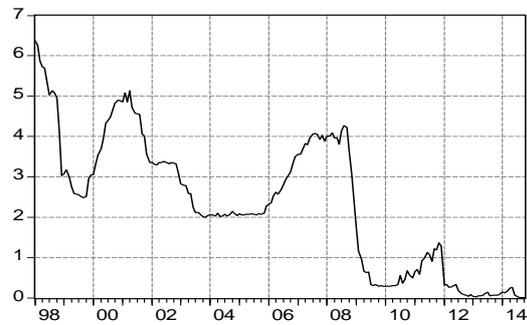
— TASSO INFLAZIONE AREA EURO



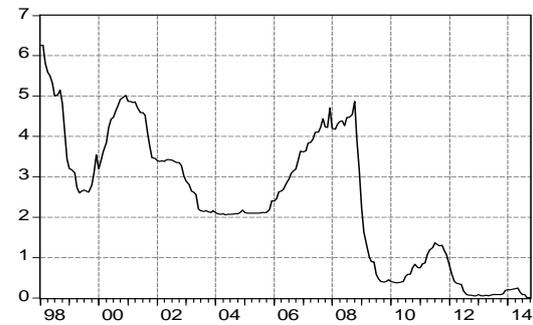
— PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



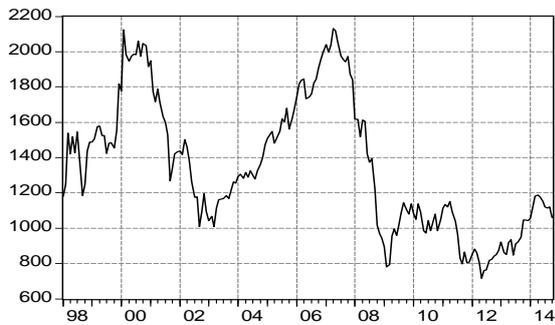
— TASSO DI INTERVENTO BCE



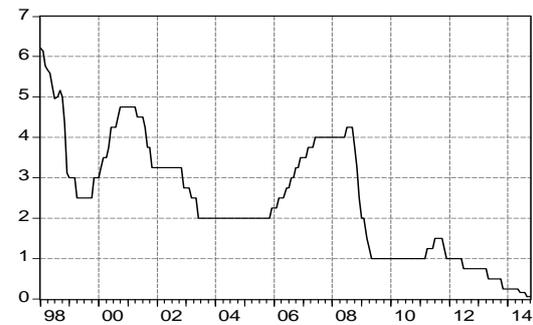
— TASSO OVERNIGHT



— TASSO INTERBANCARIO 1 MESE ITALIA

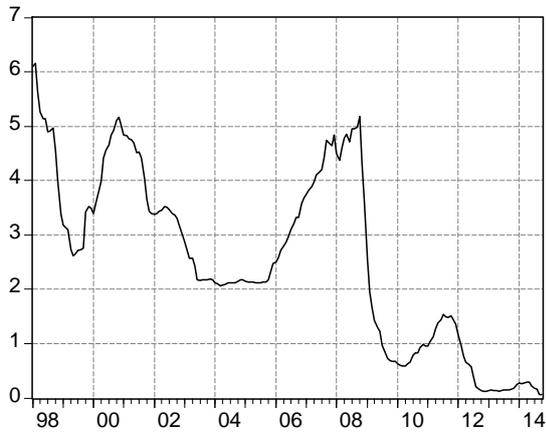


— INDICE COMIT

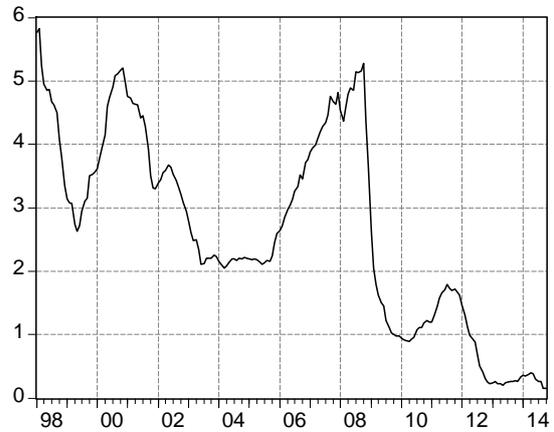


— TASSO MEDIO PONDERATO PCT

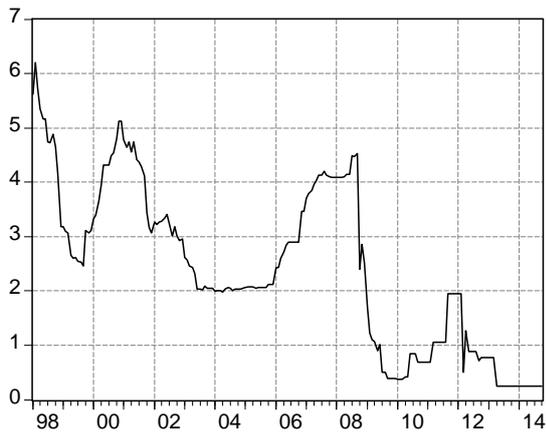
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



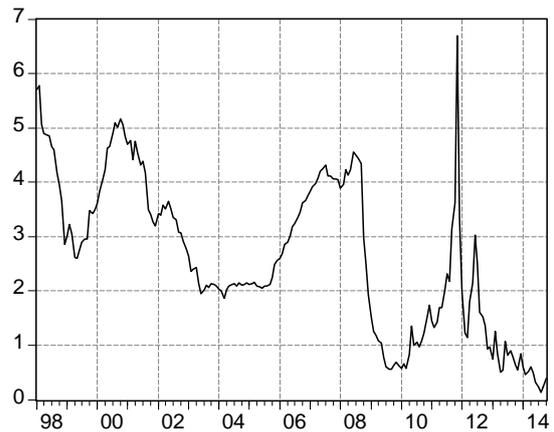
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI ITALIA (LIBOR)



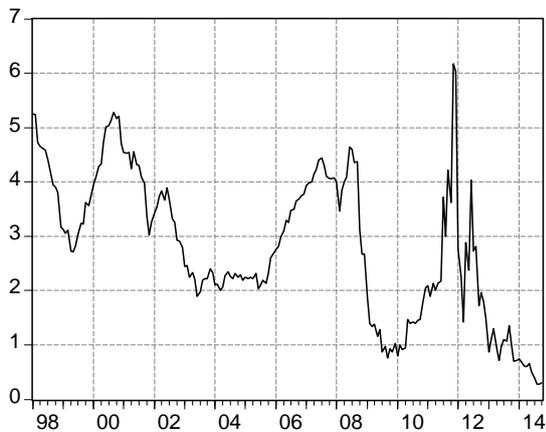
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI ITALIA



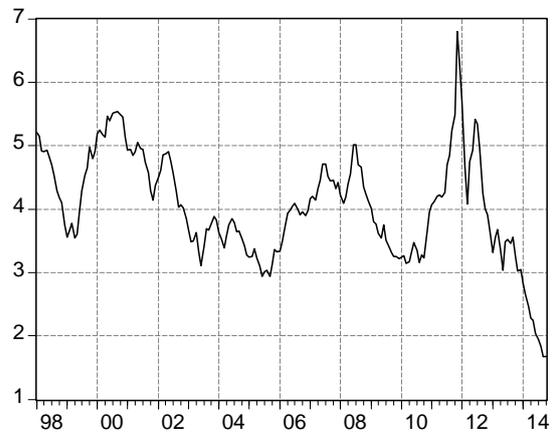
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO

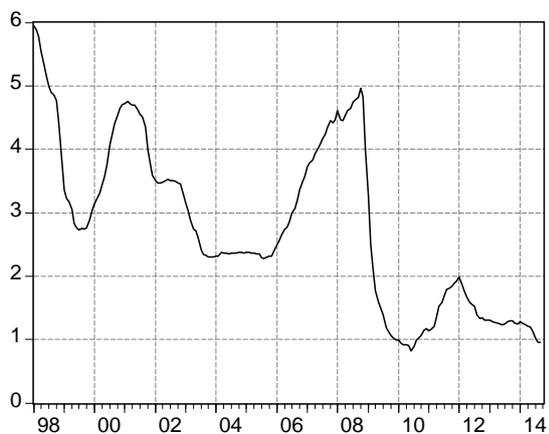


— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO

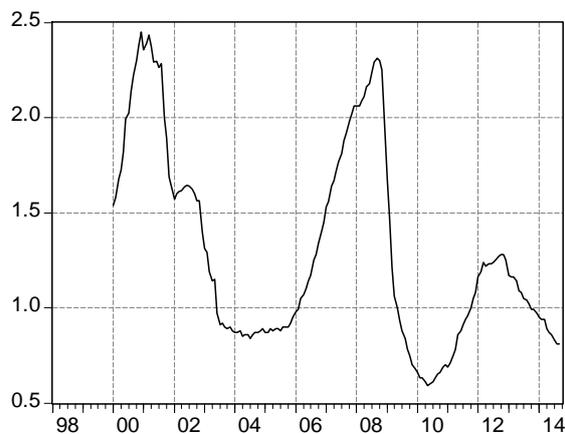


— RENDISTAT LORDO

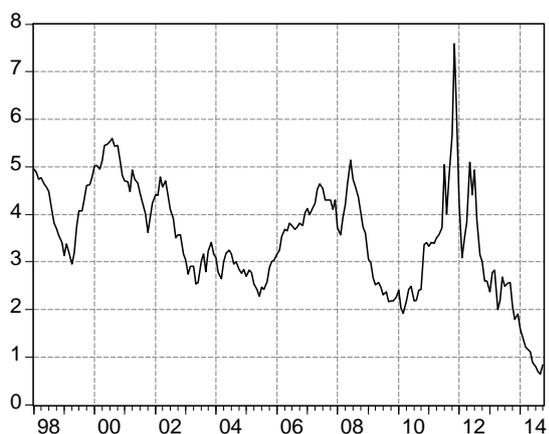
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



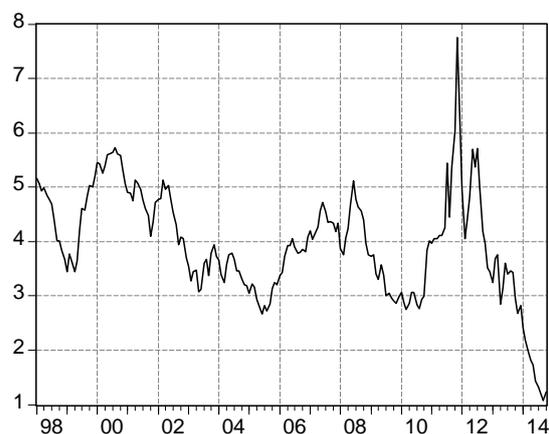
— TASSO PRESTITI MINIMO



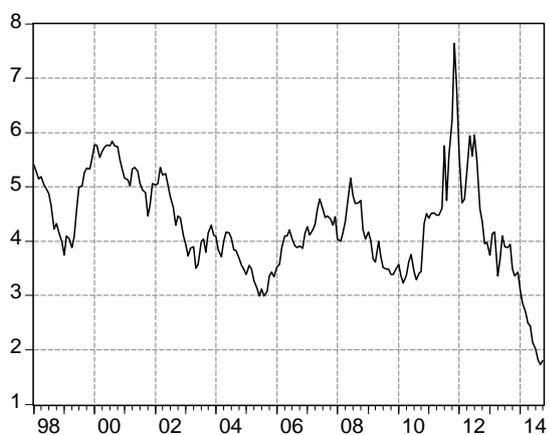
— TASSO DEPOSITI MEDIO



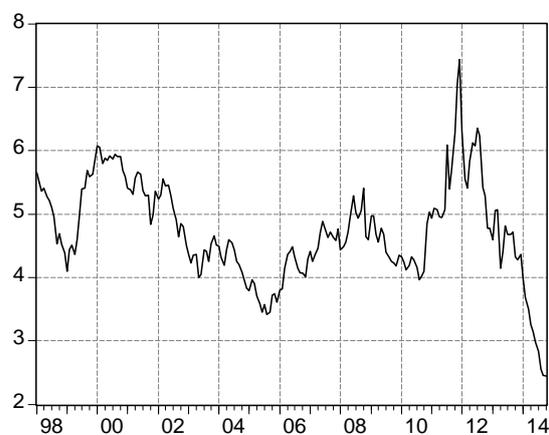
— RENDIMENTO A 3 ANNI



— RENDIMENTO A 5 ANNI

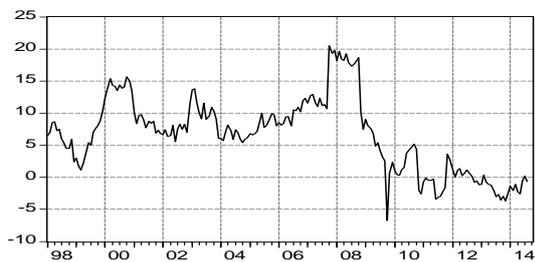


— RENDIMENTO A 7 ANNI

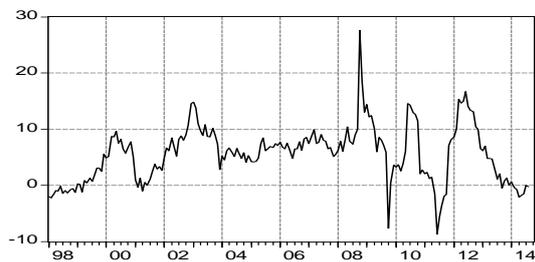


— RENDIMENTO A 10 ANNI

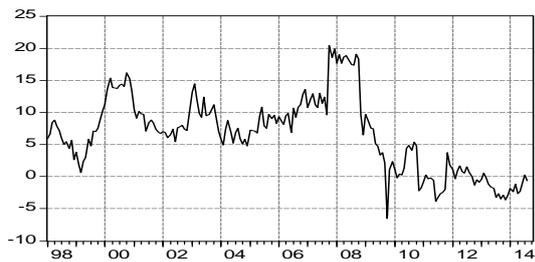
VOLUMI DI BASE: LIVELLI STORICI
(Dati mensili - Variazione % annua)



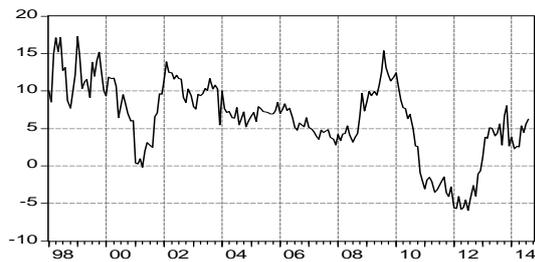
VOLUMI PRESTITI TOTALI



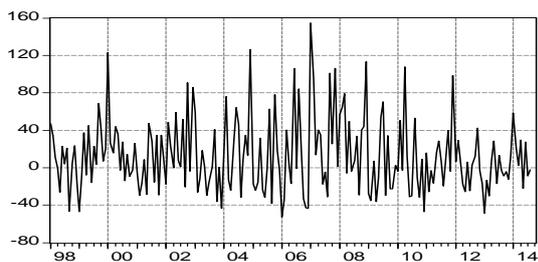
VOLUMI DEPOSITI TOTALI



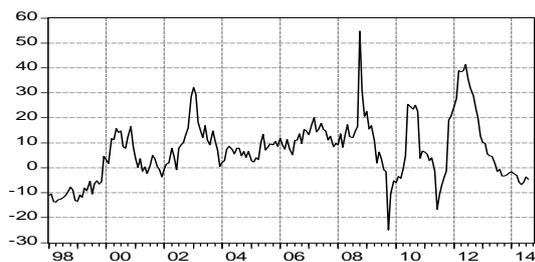
VOLUMI PRESTITI IN EURO



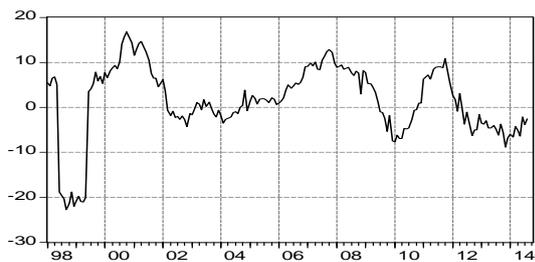
VOLUMI DEPOSITI IN CONTO CORRENTE



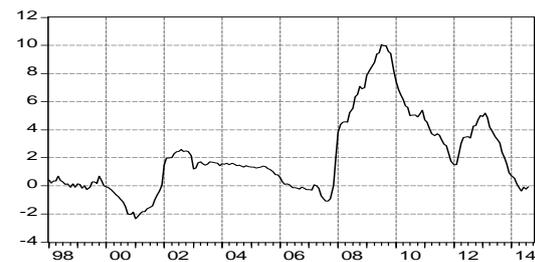
VOLUMI PRESTITI IN VALUTA



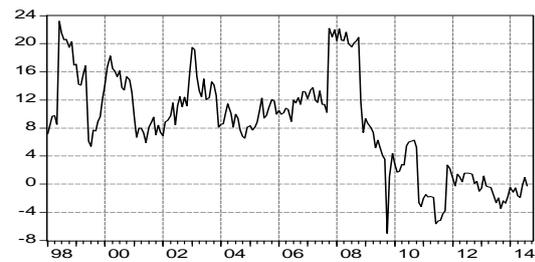
CERTIFICATI DI DEPOSITO



VOLUMI PRESTITI A BREVE TERMINE



VOLUMI DEPOSITI A RISPARMIO



VOLUMI PRESTITI A MEDIO/LUNGO TERMINE