



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 30/11/2014

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 Novembre 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

Il prezzo del *Brent* è sceso intorno ai 70 dollari al barile, principalmente per due fattori. Innanzitutto, l'OPEC ha deciso di non tagliare la produzione di petrolio, nonostante la discesa dei prezzi in atto e ridimensionarsi del ciclo economico internazionale, con la Cina che ha tagliato il costo del denaro, il Giappone in recessione tecnica e l'Europa in stagnazione. Hanno, inoltre, agito l'apprezzamento del dollaro e la fine del *tapering*, che ha probabilmente causato il disinvestimento di molta della liquidità che si era riversata nel mercato del greggio a scopo speculativo. Tenuto conto delle cause, questa tendenza proseguirà nel medio-lungo termine, anche in presenza di un'eventuale ripresa globale e avrà importanti ripercussioni a livello internazionale. La stabilità economico finanziaria di molti paesi emergenti, in particolare di quelli esportatori di petrolio e in regime di cambi fissi, potrebbe essere messa in discussione, con possibili tensioni nel mercato dei cambi e, di conseguenza, negli altri mercati. Si avrà, invece, un effetto positivo nei paesi industrializzati, in particolar modo in Europa, grande importatrice di petrolio, grazie ai minori costi di produzione e trasporto e al maggior potere d'acquisto per le famiglie. Come accennato in apertura, si è assistito a un nuovo rafforzamento del dollaro. Questo trend, già evidenziato in precedenza, è destinato a proseguire stabilmente fino alla fine dell'anno, con un incremento di passo da gennaio. A partire dalla fine del *tapering*, infatti, la *Fed* ha cercato di mantenersi il più neutrale possibile, evitando di segnalare un eventuale irrigidimento della politica monetaria e confermando implicitamente attese per un rialzo dei tassi da metà 2015. Dalla riunione di gennaio, tuttavia, in concomitanza con la divulgazione dei dati del PIL del quarto trimestre, potrebbero emergere nuove informazioni circa un possibile surriscaldamento dell'economia e del passaggio da una politica neutrale a una restrittiva. Sui mercati obbligazionari e azionari, tutto questo potrebbe significare un ulteriore marginale incremento dei prezzi fino alla fine dell'anno in corso, e, da inizio 2015, il riposizionamento dei portafogli in vista dell'inversione della politica monetaria. L'ampiezza della correzione dei mercati a partire da gennaio dipenderà in massima parte dai nuovi dati macroeconomici statunitensi. Per anticipare il comportamento della *Fed*, nei prossimi mesi andrà osservato con la lente l'andamento dell'inflazione, in particolare, della componente *core* e dei canali che potrebbero determinarne l'evoluzione, salari orari *in primis*, al momento ben distanti da livelli preoccupanti. Sul versante europeo, tutto si è giocato sulle aspettative di un potenziale intervento da parte della BCE. Il provvedimento, che dovrebbe riguardare l'acquisto di titoli *corporate* e di stato, è più che mai probabile, ma non prima della TLTRO prevista per l'11 dicembre. Qualora Draghi deludesse queste aspettative, ci sarebbero importanti correzioni al ribasso. Se, invece, dovesse essere messo in atto il *QE*, si aprirebbe uno scenario particolarmente favorevole, soprattutto per i paesi periferici. Questi gioverebbero, infatti, di un ulteriore restringimento degli *spread* e della possibilità di finanziarsi a tassi molto contenuti.

USA

Per anticipare il comportamento della Fed, nei prossimi mesi andrà osservato con la lente l'andamento dell'inflazione, in particolare, della componente core e dei canali che potrebbero determinarne l'evoluzione, salari orari in primis, al momento ben distanti da livelli preoccupanti.

La crescita nel terzo trimestre è stata rivista al +3,9% t/t (+2,4% a/a) dal +3,5% t/t (+2,3% a/a) della stima *advance*, mentre le attese erano per una correzione al ribasso, al +3,3% t/t. Insieme con il +4,6% t/t (+2,6% a/a) del secondo trimestre, si tratta dell'accoppiata di dati consecutivi più consistenti, dopo quella del terzo e quarto trimestre 2003. La situazione, comunque, seppur molto positiva, non è così brillante da far propendere per un rialzo imminente dei tassi sui *Fed Funds*. La crescita, dopo la revisione, risulta ancora più bilanciata. Vi è stata un'ascesa più rapida dei consumi privati, aumentati del 2,2% t/t, anziché dell'1,8% t/t, e del 2,4% a/a, anziché del 2,3% a/a. Ne è derivato un contributo alla crescita pari a +1,51% t/t. Rivista al rialzo anche la variazione degli investimenti fissi, che dopo la prima lettura di +4,7% t/t e +5,1% a/a, sono visti in aumento del 6,2% t/t e 5,5% a/a, contribuendo così alla crescita per lo 0,97% t/t. L'apporto degli investimenti residenziali è rimasto minimale (+0,09% t/t) più consistente è stato, invece, quello dei non residenziali, +0,88% t/t. La spesa pubblica si è confermata favorevole all'espansione, con un contributo dello 0,76% t/t, grazie all'incremento del 4,2% t/t (+0,3% a/a) dovuto principalmente alla spesa militare. L'apporto negativo delle scorte, -0,12% t/t, lascia presagire che, nel prossimo trimestre, la ricostituzione dei magazzini possa contribuire positivamente alla variazione del Pil. Le esportazioni sono aumentate del 4,9% t/t (+3,8% a/a), non del 7,8% t/t (+4,6% a/a) in precedenza stimato. Le importazioni, invece, sono scese dello 0,7% t/t (+3,4% a/a) anziché dell'1,7% t/t (+3,2% a/a). Nonostante il rafforzamento del dollaro e il ciclo internazionale sfavorevole, quindi, il contributo delle esportazioni nette è stato positivo, +0,78% t/t. Le rilevazioni mensili relative al commercio con l'estero, ancora relative al terzo trimestre, si riferiscono a settembre ed evidenziano una riduzione delle esportazioni dell'1,5% m/m (+0,27% m/m in agosto) e uno

stallo delle importazioni (+0,02% m/m da +0,09% m/m): il saldo della bilancia commerciale è pari a -43,03 miliardi di dollari contro i -39,99 del mese precedente. Il mercato del lavoro è migliorato ulteriormente, anche se il costo per unità di prodotto nel terzo trimestre è aumentato solo moderatamente, passando a +0,3% t/t (+2,4% a/a) da -0,5% t/t (+1,5% a/a). I dati mensili, tutti relativi a ottobre, mostrano una diminuzione del tasso di disoccupazione, dal 5,9% m/m di settembre al 5,8% m/m. Assumendo come livello di pieno impiego il 4-4,5% (alcuni economisti lo vedono al 5-5,5%) il dato attuale, pur molto basso, non desta preoccupazioni. È aumentato, lievemente, anche il tasso di partecipazione, dal 62,7% al 62,8%. La crescita dell'occupazione è solida: gli occupati non agricoli sono aumentati di +214 mila unità, dopo il +256 mila unità di settembre, mentre nel settore privato l'incremento è stato di +209 mila unità, da +244 mila unità del mese precedente. La variazione, comunque superiore alle 200 mila unità, è lievemente inferiore alle aspettative di +237 mila (settore non agricolo) e +226 mila (settore privato). Resta debole la crescita dei salari orari, in ottobre +0,2% m/m (nulla in settembre) e +2,2% a/a, stesso dato del mese precedente. Questo contribuisce, insieme al deprezzamento delle materie prime, a contenere l'inflazione che, a ottobre, è rimasta stabile all'1,7%. Vero sorvegliato speciale è tuttavia il CPI *core*, la variazione del quale è stata pari a +1,8% a/a (+1,7% a/a in precedenza). Il settore edilizio in ottobre ha mostrato ancora una dinamica non particolarmente solida. L'avvio di nuovi cantieri ha registrato una variazione negativa pari al 2,8% t/t (+7,8% a/a) dopo il buon dato di settembre (+7,8% m/m, +20,3% a/a). Nello stesso mese, le vendite di case esistenti sono aumentate dell'1,5% m/m (+2,6% m/m in precedenza) mentre la variazione delle vendite di nuove case è stata lieve (+0,7% m/m da +0,4% m/m). Dal lato dell'offerta vi è qualche incertezza. In ottobre la produzione industriale è rimasta pressoché invariata su base congiunturale, -0,1% m/m (+0,8% m/m in settembre) contro le attese di una crescita dello 0,3% m/m. La variazione rispetto allo stesso mese del 2013, tuttavia, è stata del 4% a/a (da +4,2% a/a). Gli ordini di beni durevoli sono cresciuti dello 0,4% m/m, dopo il calo dello 0,9% m/m di settembre. L'incremento è stato superiore alle attese (-0,6% m/m) e dovuto principalmente a un forte aumento nel comparto della difesa. Al netto dei trasporti, gli ordini sono diminuiti dello 0,9% m/m, dopo l'aumento dello 0,2% di settembre. L'utilizzo della capacità produttiva in ottobre è sceso al 78,9% dal precedente 79,2%. Segnali contrastanti provengono anche dagli indici di fiducia dei produttori di ottobre. L'ISM manifatturiero è salito a 59 (consenso: 56,3) dal 56,6 di settembre, al contrario il non manifatturiero si è attestato a quota 57,1 (consenso 58) da 58,6. Simile la dinamica degli indici relativi a novembre: in aumento il *NY Empire State Manufacturing Index* (da 6,2 a 10,2) e l'indice di Philadelphia (da 20,7 a 40,8) mentre in forte calo, a quota 60,8, l'*NAPM Chicago*. Quest'ultimo, quindi, dopo essersi attestato a 66,2 in ottobre, è tornato ai livelli di settembre (60,5). Anche l'indice di fiducia dei consumatori del *Conference Board*, che in ottobre aveva raggiunto un livello molto alto (94,1) e veniva visto in crescita (consenso: 96,2) è sceso su livelli più contenuti, a quota 88,7. Al contrario, l'indice di fiducia delle famiglie del Michigan di novembre è passato a 88,8 da 86,9. Le vendite al dettaglio, diminuite in settembre dello 0,3% m/m (+4,4% a/a) sono tornate in territorio positivo, registrando in ottobre una variazione dello 0,3% m/m (+4,1% a/a). Nello stesso mese, un lieve aumento si registra anche nei consumi privati, cresciuti dello 0,2% m/m (stabili a settembre) e nel reddito personale (+0,1% m/m, come in settembre).

GIAPPONE

Il Giappone è in recessione tecnica. Il dato preliminare del PIL del terzo trimestre è stato inferiore alle attese (+0,5% t/t). La variazione è negativa sia su base congiunturale, -0,4% t/t, sia tendenziale, -1,1% a/a. Il risultato segue un secondo trimestre altrettanto sottotono: -1,9% t/t e -0,1% a/a. I consumi privati, dopo la variazione di -5% t/t registrata nel periodo precedente, sono cresciuti dello 0,4% t/t, ma su base tendenziale, la variazione è stata negativa e pari a -2,6% a/a, stesso dato registrato in precedenza. Ne è derivato un contributo alla crescita dello 0,2% t/t. Gli investimenti fissi sono diminuiti dello 0,6% t/t, molto meno rispetto al trimestre precedente (-4,4% t/t). Su base tendenziale c'è stato un lieve incremento, +0,5% a/a, nettamente inferiore al +3,4% a/a registrato nel secondo trimestre. L'apporto alla crescita è stato negativo e pari a -0,1% t/t. La spesa pubblica, dopo la variazione nulla del secondo trimestre, è aumentata dello 0,3% t/t e 0,2% a/a, contribuendo alla crescita per lo 0,2% t/t. Lievemente positivo (+0,1% t/t) anche il contributo del canale estero. Nel terzo trimestre, infatti, le esportazioni sono cresciute dell'1,3% t/t (+7,5% a/a) e le importazioni dello 0,8% t/t (+5% a/a). Con riferimento al periodo aprile-giugno, le esportazioni si erano ridotte su base congiunturale dello 0,5% t/t (+5,5% a/a) meno tuttavia delle importazioni, calate del 5,4% t/t (+6,1% a/a). I dati mensili relativi al commercio con l'estero mostrano il deficit della bilancia commerciale in ottobre in lieve diminuzione: -977,53 miliardi di yen da -1067,68. Contrariamente a settembre, quando le esportazioni erano cresciute meno delle importazioni, rispettivamente +3,31% m/m e +5,03% m/m, in novembre si è registrata una crescita dell'1,9% m/m per le prime e dello 0,39% m/m per le seconde. Il tasso di disoccupazione in ottobre è sceso ai livelli di agosto, 3,5%, inferiore rispetto al precedente 3,6%. Sempre

in ottobre, contro le attese di una correzione al ribasso, la produzione industriale è aumentata dello 0,2% m/m, variazione che ha portato il tendenziale a +1% a/a (+2,9% m/m e -0,6% a/a in precedenza). Il PMI manifatturiero, invece, è rimasto pressoché stabile: in novembre 52,1, da 52,4. Gli indicatori della domanda mostrano una dinamica discreta in ottobre. I consumi privati sono cresciuti dell'1,3% m/m, dal +2,3% m/m di settembre. La crescita è risultata sostenuta anche con riguardo al reddito disponibile (+3,1% m/m, dal -1% m/m e -0,1% m/m di settembre). Le vendite al dettaglio, dopo due cali consecutivi (-1,8% m/m in settembre) sono tornate in territorio positivo, registrando in ottobre un +1,1% m/m (+1,4% a/a). La fiducia dei consumatori è però calata al 38,9, da 39,9 e attese di 40,4. L'inflazione è attorno al 1% a/a al netto dell'imposta sui consumi e in calo in ottobre. Il CPI è aumentato del 2,9% a/a, da +3,3% a/a e il *core* del 2,9% a/a, da +3% a/a. Il Primo Ministro Abe ha annunciato il rinvio ad aprile 2017 dell'ulteriore rialzo dell'imposta sui consumi (in origine stabilito per ottobre 2015) e ha fissato le elezioni per il rinnovo della Dieta al 14 dicembre. Il Giappone dovrebbe giovare del rafforzamento della politica monetaria espansiva e del calo dei prezzi del petrolio.

AREA EURO

Sul versante europeo, tutto si è giocato sulle aspettative di un potenziale intervento da parte della BCE. Il provvedimento, che dovrebbe riguardare l'acquisto di titoli corporate e di stato, è più che mai probabile, ma non prima della TLTRO prevista per l'11 dicembre.

Il PIL è cresciuto nel terzo trimestre dello 0,2% su base congiunturale (+0,1% t/t nello scorso trimestre) e dello 0,8% su base tendenziale, invariato rispetto al secondo trimestre. Il dato è lievemente migliore alle attese che vedevano una crescita dello 0,1% t/t e dello 0,7% a/a. I dettagli saranno resi noti il 12 dicembre. Le tensioni geopolitiche e gli effetti di queste sulle esportazioni e sugli investimenti in paesi come Germania, Italia e Francia, rendono poco probabile un'accelerazione del PIL. Le rilevazioni mensili, inoltre, sono perlopiù negative e i rischi al ribasso permangono. In particolare, la stima *flash* di novembre vede un calo dell'inflazione globale allo 0,3% a/a, dal precedente +0,4% a/a. Il *core* relativo a ottobre è passato a +0,7% a/a da +0,8% a/a. In settembre, il saldo della bilancia commerciale è stato pari a 17,74 miliardi di euro (15,37 nel mese precedente) grazie a un incremento del 4,21% m/m delle esportazioni e del 3,01% m/m delle importazioni. In agosto le esportazioni si erano contratte dell'1,37% m/m e le importazioni del 3,23% m/m. Per quel che riguarda le condizioni del mercato del lavoro, non si denotano ulteriori peggioramenti. Il tasso di disoccupazione di ottobre è rimasto stabile, per il terzo mese consecutivo, all'11,5%, permangono tuttavia importanti differenze tra i diversi paesi della Area. Anche per quel che riguarda la fiducia delle imprese, si registra uno stallo con gli indicatori di fiducia PMI stabili a novembre e molto vicini alla soglia del 50: il manifatturiero è a quota 50,4 (50,6 in ottobre) e quello relativo ai servizi a 51,3 (da 52,3). La produzione industriale in settembre ha registrato un lieve incremento rispetto ad agosto (+0,6% m/m da -1,4% m/m). La crescita tendenziale è stata nulla dopo il calo precedente (-0,6% a/a). Il comparto delle costruzioni è invece tornato a contrarsi dell'1,8% m/m (+0,8% m/m ad agosto). Anche le vendite al dettaglio di settembre sono calate dell'1,3% m/m (+0,9% m/m in agosto) pur rimanendo positive rispetto allo stesso mese del 2013 (+0,8% a/a, dal +1,8% a/a di agosto). 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. Nell'ultimo mese, con le dichiarazioni di Draghi e l'andamento dell'inflazione, la probabilità che sia annunciato un programma di *QE* alla riunione di gennaio o al più tardi a quella di marzo, è notevolmente aumentata. Il trend del petrolio, decrescente nel medio-lungo termine, potrebbe giovare particolarmente alla crescita dell'Area, tuttavia sarà la politica monetaria a determinare lo scenario.

Germania

Nel terzo trimestre il PIL è aumentato dello 0,1% t/t (-0,1% t/t nel secondo) e dell'1,2% a/a (+1,4% a/a nel trimestre precedente). L'apporto positivo è stato dato dai consumi privati, i quali, cresciuti dello 0,7% t/t (+1,1% a/a) hanno contribuito per lo 0,4% t/t. L'aumento nel precedente periodo era stato pari allo 0,1% t/t e allo 0,6% a/a. Positivo anche il dato riguardante le esportazioni nette che, grazie a un aumento più sostenuto delle esportazioni rispetto alle importazioni, +1,9% t/t (+4,7% a/a) e +1,7% t/t (+3,5 a/a) rispettivamente, hanno partecipato per lo 0,2% t/t alla variazione del PIL. Positivo anche l'apporto della spesa pubblica, +0,1% t/t. Questa è aumentata su base congiunturale dello 0,6% t/t (+0,4% t/t nel secondo trimestre) e dell'1,2% a/a, come nel precedente periodo. Al contrario, hanno sottratto punti alla crescita le scorte (-0,2% t/t) e gli investimenti fissi (-0,7% t/t). Questi ultimi sono calati su base congiunturale dello 0,9% t/t (-1,8% t/t nel secondo trimestre) ed evidenziano una dinamica tendenziale più debole rispetto al precedente trimestre (da +2,9% a/a a +1,2% a/a). Passando alle rilevazioni mensili, il surplus della bilancia commerciale di settembre è aumentato a 18,63 milioni di euro, dai 17,44 di agosto. Dopo la rilevante flessione registrata in agosto, esportazioni -5,77% m/m e importazioni -1,29% m/m, sono infatti tornate a crescere entrambe le

componenti: rispettivamente +5,52% m/m e +5,22% m/m. Il tasso di disoccupazione in novembre è stato pari al 6,3%, come in ottobre. La produzione industriale è cresciuta dell'1,4% m/m a settembre (consenso: +2,3% m/m) dopo il -3,1% m/m di agosto, ridimensionato rispetto alla prima stima di -4% m/m. Su base tendenziale la variazione è stata di -0,2% a/a, contro il -2% a/a di agosto. Gli ordini all'industria manifatturiera, invece, cresciuti in settembre dello 0,8% m/m (-4,2% m/m in precedenza) contro le attese di +2,4% m/m, sono diminuiti rispetto a settembre 2013 dell'1% (+0,8% a/a in agosto). Nuovamente in calo le costruzioni: -1,2% m/m, dal -0,9% m/m di agosto. Gli indici di fiducia, relativi a novembre, mostrano un calo dei PMI. Il manifatturiero è passato a quota 50, da 51,4 e quello relativo ai servizi a 52,1 da 54,4. Positivi, invece, sia lo *Zew*, salito da -3,6 a 11,5, molto più delle previsioni (0,5) sia l'*Ifo*, passato da 103,2 a 104,7. In ottobre le vendite al dettaglio hanno registrato un incremento dell'1,9% su base mensile (-2,8% m/m in settembre) e dell'1,7% su base annuale (-0,8% a/a nel mese precedente). L'inflazione sia globale sia *core*, in ottobre, è calata di un decimo: +0,7% a/a e +1,1% a/a rispettivamente.

Francia

La crescita del PIL nel terzo trimestre (+0,3% t/t) si è portata su un ritmo leggermente più sostenuto del previsto (+0,1% t/t) e migliore rispetto a quello del periodo precedente (-0,1 t/t). Su base tendenziale, dopo la crescita nulla del periodo aprile-giugno, il valore è tornato positivo (+0,4% a/a). Tale andamento è stato in gran parte determinato dall'aumento della spesa pubblica (+0,8% t/t, +2,3 a/a). È risultato positivo il contributo da parte dei consumi privati (+0,1% t/t) come pure quello delle scorte (+0,3% t/t) ma il balzo delle importazioni (+1,1% t/t, +2,6% a/a) ha fatto sì che le esportazioni nette dessero un apporto negativo dello 0,2% t/t. Negativo anche l'andamento degli investimenti fissi (-0,6% t/t, -2,2% a/a) che hanno sottratto punti alla crescita per lo 0,1% t/t. Nel complesso, gli indicatori mensili appaiono ancora coerenti con un quadro di sostanziale stagnazione. In settembre, il saldo della bilancia commerciale è stato pari a -4,72 miliardi di euro, dal -5,03 precedente. Il tasso di disoccupazione di ottobre, sotto la media europea, ma comunque consistente, è stabile al 10,5%. La produzione industriale in settembre è rimasta ferma rispetto al mese precedente e in diminuzione dello 0,3% a/a. La variazione registrata in agosto era stata di -0,2% m/m e -0,3% a/a. Gli indici di fiducia delle imprese, in novembre, non hanno subito variazioni di rilievo: il PMI manifatturiero si è attestato a 47,6 da 48,5, quello dei servizi da 48,3 a 48,8. La fiducia dei consumatori, invece, è salita a quota 87 dal 85 di ottobre, tuttavia i consumi di ottobre sono rimasti deboli (+0,1% m/m, da -0,5% m/m).

Italia

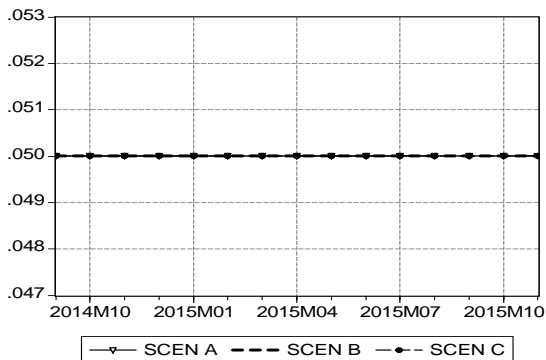
La stima preliminare del PIL nel terzo trimestre ha mostrato una decrescita dello 0,1% t/t, dopo il -0,2% t/t dei mesi primaverili. Su base annua la variazione è stata pari a -0,4% a/a, mentre nel secondo trimestre la diminuzione era stata dello 0,3% a/a. L'Istat, che si attende una flessione del PIL anche nell'ultima parte dell'anno, ha rivisto le stime per il prossimo triennio: per il 2014 si è passati a -0,3% a/a da +0,6%, per il 2015 a 0,5% da 1% e quella per il 2016 a 1% da 1,4%. Per i contributi e le componenti della crescita si dovrà attendere la prossima revisione attesa per il primo dicembre. In settembre le esportazioni e le importazioni verso paesi UE hanno esibito dinamiche sottotono: -0,7% m/m contro il +2,05% di agosto le prime, +0,41% m/m contro il precedente +2,86% m/m le seconde. In contrazione sia le esportazioni (-1,21% m/m, +4,11% m/m in settembre) sia le importazioni (-1,22% m/m, +2,94% m/m il precedente) extra UE. Resta in tensione il mercato lavoro, con il tasso di disoccupazione in ottobre in aumento di 0,3 punti rispetto al mese precedente e pari al 13,2%. La produzione industriale, dopo i piccoli progressi compiuti in agosto (+0,2% m/m, -0,4% a/a) è tornata in territorio negativi sia su base congiunturale, -0,9% m/m (consenso: -0,1% m/m) sia tendenziale (-2,3% a/a). Il dato sugli ordinativi è altrettanto negativo, -1,5% m/m e -3,2 a/a a settembre, dai precedenti valori di +1,5 m/m e +0,2% a/a, così come quello delle costruzioni, ridottesi del 5,4% m/m dopo essere cresciute del 5,8% m/m in agosto. Il PMI relativo al settore manifatturiero è sceso sotto la soglia dei 50, a 49, dai 50,7 di settembre. Al contrario, quello riferito ai servizi è cresciuto a 50,8 dai 48,8 di settembre. In novembre la fiducia delle imprese manifatturiere è passata a 96,3, dai 96,1 di ottobre. Lieve correzione al ribasso, invece, per l'indice di fiducia dei servizi: da 89,2 a 88,7. Nello stesso mese, quella relativa ai consumatori si è ridotta da 101,3 a 100,2 (consenso: 101,2). Le vendite al dettaglio sono calate per il quinto mese consecutivo: la variazione in settembre è stata pari a -0,1% m/m (-0,2% m/m nel mese precedente) e -1,6% a/a, dopo il -1,7% a/a di agosto. L'inflazione di novembre, misurata sull'indice armonizzato, negativa in agosto e settembre (-0,2% a/a e -0,1% a/a) è tornata debolmente positiva, allo 0,2% a/a, come in ottobre. Il *core* è passato allo 0,4% a/a dallo 0,5% a/a di ottobre (rivisto da 0,6% a/a). La caduta del prezzo del petrolio si tradurrà in più potere di acquisto per le famiglie e in una riduzione dei costi per le imprese, il beneficio sarà in parte compensato da minori esportazioni verso i paesi produttori di petrolio (il 6% circa dell'export è verso paesi OPEC).

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

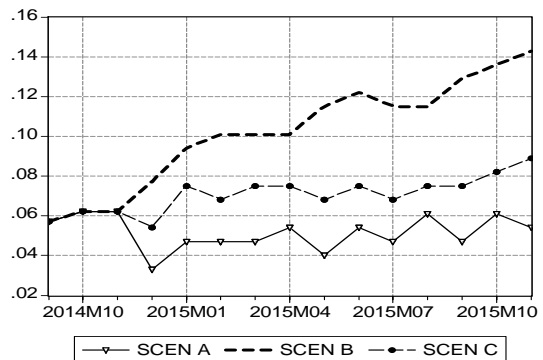
A (20%)	B (10%)	C (70%)
<p>Usa: la <i>Fed</i> anticipa il <i>timing</i> dell'inversione della politica monetaria a inizio 2015, a seguito di un duraturo miglioramento del mercato del lavoro e di una crescita brillante dell'economia, tra il 3% e il 3,5% a/a. Si attende, a causa del ciclo economico positivo, una maggiore inflazione. 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 riesce a gestire le aspettative di mercato sul <i>QE</i> fino a dicembre, tuttavia, a gennaio, ci sarà l'acquisto di titoli di stato e/o <i>corporate</i>. L'intervento è motivato dall'ulteriore correzione al ribasso dell'inflazione e dal parziale fallimento delle aste TLTRO. Le politiche monetarie della <i>Fed</i> e della BCE sono opposte, l'una restrittiva, l'altra fortemente espansiva e questo, insieme alla discesa del prezzo del petrolio e quindi la maggiore difficoltà dei paesi emergenti, comporta maggiore afflusso di capitali nei paesi periferici dell'Area Euro. Tutti questi elementi, insieme alle tensioni geopolitiche tra Russia e Ucraina e nei paesi arabi, potrebbero portare il cambio EUR/USD sotto l'1,20 nel medio-lungo termine. Lo <i>spread</i> tra i BTP a 10 anni e il <i>Bund</i> potrebbe andare sotto i 120 punti base e il rendimento dei primi sotto del 2%. 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 crescita è attorno al 2,5% a/a e l'inflazione rimane sotto controllo. I mercati azionari, ai massimi, correggono fisiologicamente senza brusche cadute. In generale vi è un'augmentata sensibilità in particolare nei confronti delle variazioni del tasso di inflazione <i>core</i> e dei salari orari. 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 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, con grandi deflussi di capitali dall'Area Euro. Questo comporta l'indebolimento della moneta europea, portando il cambio EUR/USD a quota 1,20. I rendimenti del decennale italiano si riportano 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 crescita è attorno al 2,5% a/a e l'inflazione rimane sotto controllo. I mercati azionari, ai massimi, correggono fisiologicamente senza brusche cadute. In generale vi è un'augmentata sensibilità in particolare nei confronti delle variazioni del tasso di inflazione <i>core</i> e dei salari orari. 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> fino a dicembre, tuttavia, a gennaio, ci sarà l'acquisto di titoli di stato e/o <i>corporate</i>. 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 l'area dollaro. La discesa del prezzo del petrolio e quindi la maggiore difficoltà dei paesi emergenti, esportatori di greggio, porta anche flussi di capitali nei paesi periferici dell'Area Euro. Tutti questi elementi, insieme alle tensioni geopolitiche tra Russia e Ucraina e nei paesi arabi, potrebbero portare il cambio EUR/USD vicino a quota 1,20 nel medio-lungo termine. Lo <i>spread</i> tra i BTP a 10 anni e il <i>Bund</i> potrebbe arrivare vicino ai 120 punti base e il rendimento dei primi rimanere ben al di sotto del 2,3%. 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

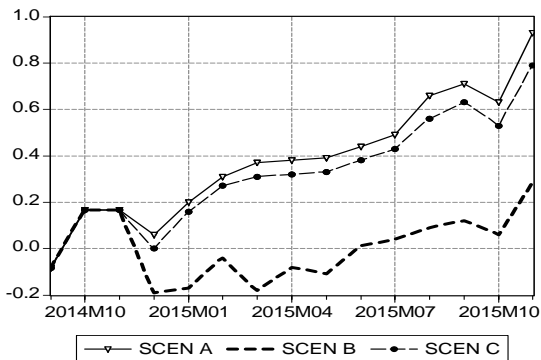
TASSO DI INTERVENTO BCE



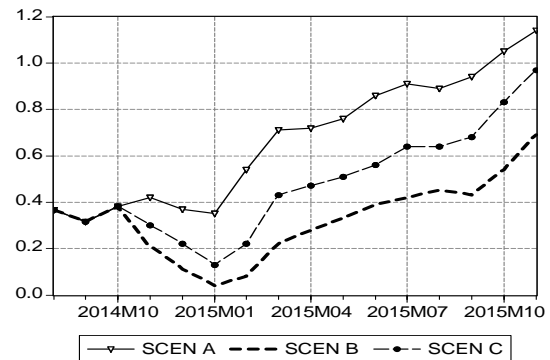
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI (ZONA EURO)



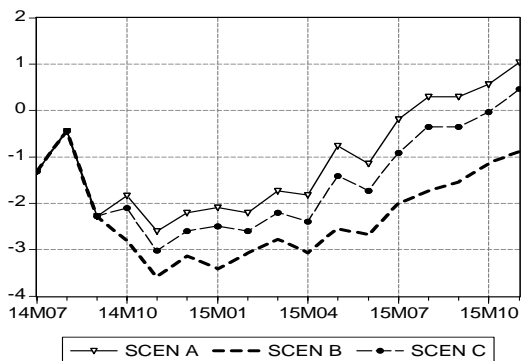
TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



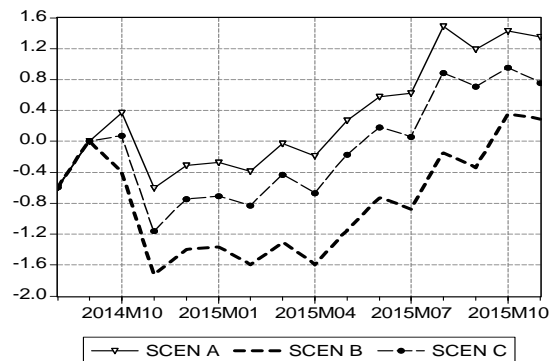
TASSO INFLAZIONE AREA EURO



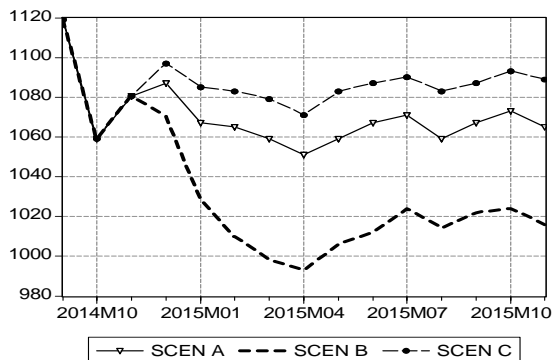
PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



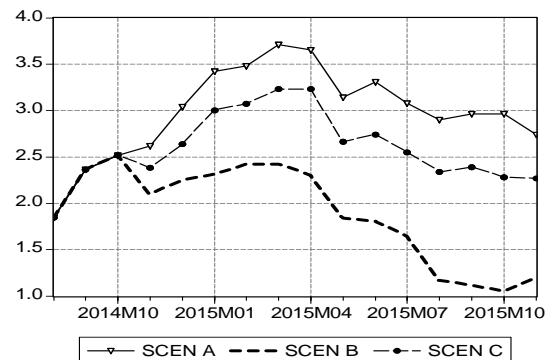
PRODUZIONE INDUSTRIALE AREA EURO



INDICE COMIT

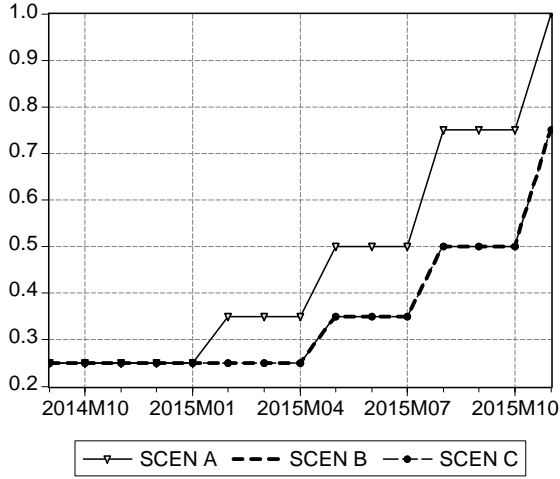


OFFERTA DI MONETA AREA EURO

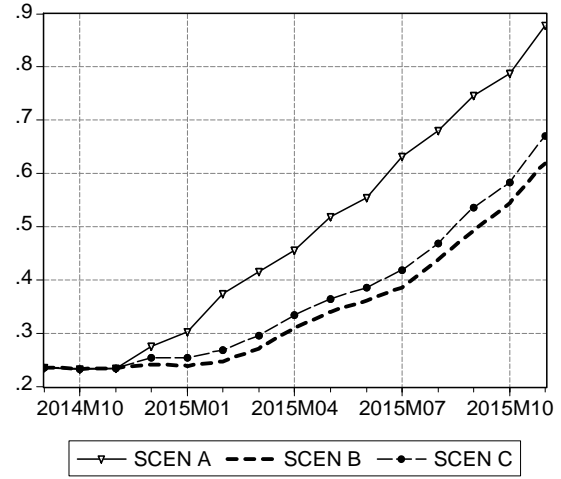


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili

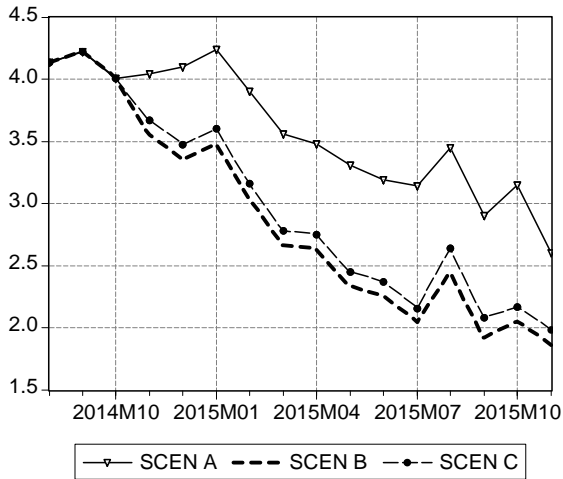
TASSO DI INTERVENTO FED



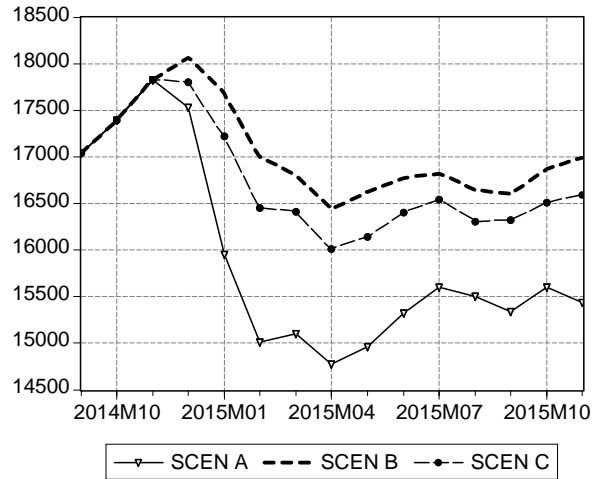
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



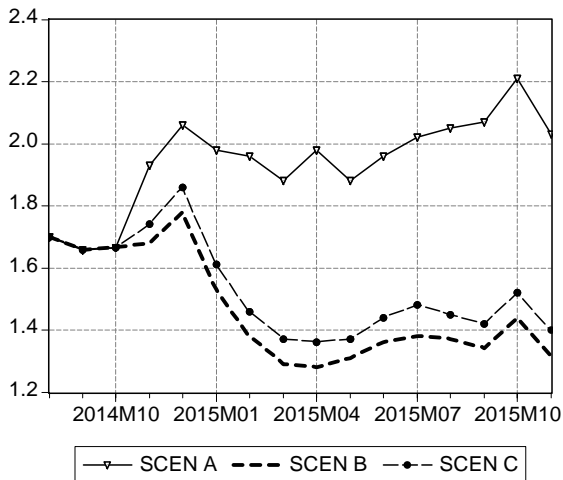
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



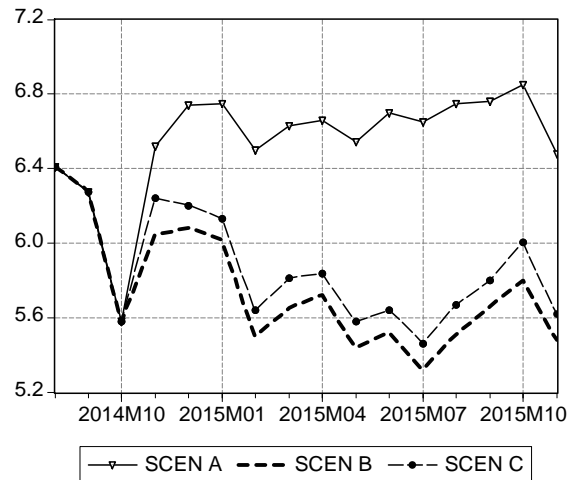
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

TASSI INTERBANCARI

I saggi interbancari europei in novembre sono rimasti stabili sui valori registrati a ottobre: allo 0,00% quello a 1 mese, allo 0,06% il 3 mesi e allo 0,15% il 6 mesi. I tassi sono previsti molto bassi in tutti e tre gli scenari ipotizzati. Nello scenario più probabile (C) gli interbancari potrebbero essere solo lievemente superiori agli attuali nel periodo predittivo, portandosi, a novembre 2015, al +0,02% (1 mese) 0,09% (3 mesi) e +0,16% (3 mesi). Nello scenario A, alla fine dell'orizzonte di previsione, gli interbancari dovrebbero mantenersi sui livelli attuali. A novembre 2015 l'unico tasso solo di poco inferiore all'attuale potrebbe essere il 6 mesi, visto a quota +0,13%. Nello scenario B, nel quale la BCE disattende le aspettative relative al *QE*, i tassi interbancari sarebbero di poco superiori agli attuali rimanendo, tuttavia, molto contenuti per l'immobilità del mercato stesso. A novembre 2015 i tassi potrebbero essere pari a +0,07%, +0,14% e +0,21%, rispettivamente per le scadenze a 1, 3 e 6 mesi.

STRUTTURA A TERMINE

In novembre i rendimenti dei titoli di stato si sono ridotti a tutte le scadenze, portandosi ai livelli di settembre il 3 e il 5 anni e addirittura al di sotto il 7 e il 10 anni. Per la scadenza minore, 3 anni, il tasso si è portato a +0,65% da +0,84%, il 5 anni a +1,03% da +1,23%, il 7 anni a +1,53% da +1,80% e il 10 anni a +2,11 da +2,44%. Se la BCE riuscisse attuasse il *QE* a partire da gennaio e la *Fed* non anticipasse l'inversione della politica monetaria (scenario C) i rendimenti a novembre 2015 potrebbero mantenersi sui livelli attuali, se non lievemente superiori (+0,67% il 3 anni, +1,05% il 5 anni, +1,61% il 7 anni e +2,25% il 10 anni). Qualora, fermo restando il comportamento della BCE, 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 ancora inferiori agli attuali: +0,35%, +0,67%, +1,24%, +1,89% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni. Se la BCE si smentisse circa gli annunci fatti nella direzione di un *QE* e la *Fed* non anticipasse il rialzo dei tassi a inizio 2015 (scenario B) la struttura a termine si porterebbe su valori superiori agli attuali: 1,30% il BTP a 3 anni, 1,69% il 5 anni, 2,17% il 7 anni e 2,82% il 10 anni.

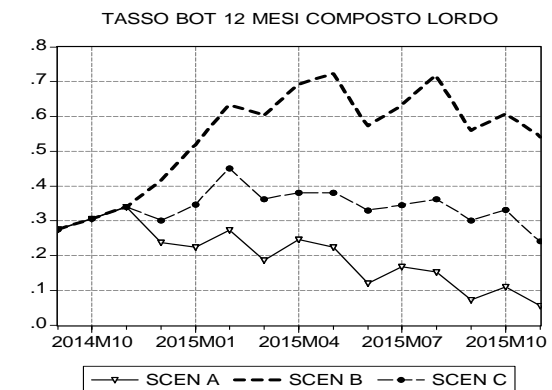
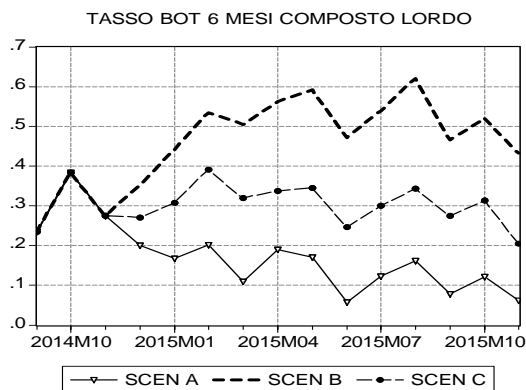
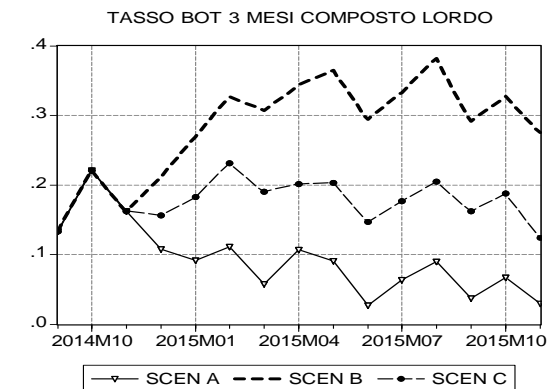
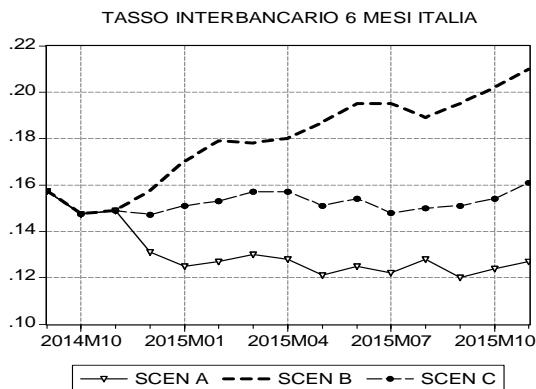
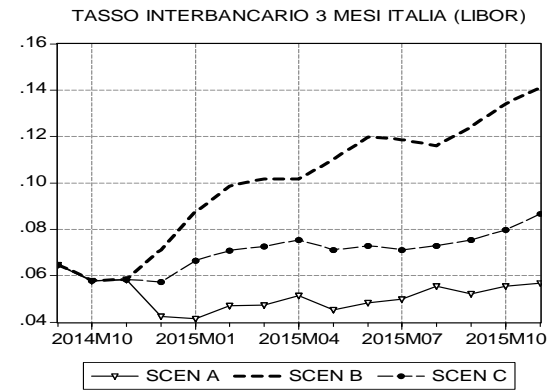
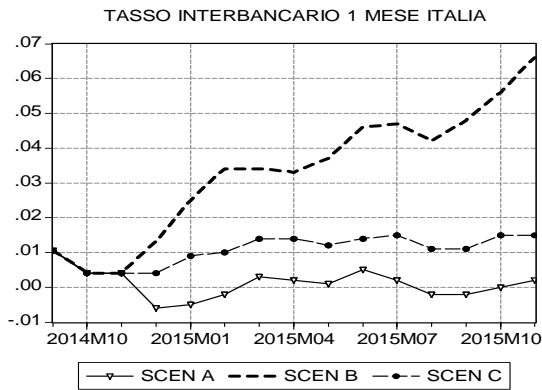
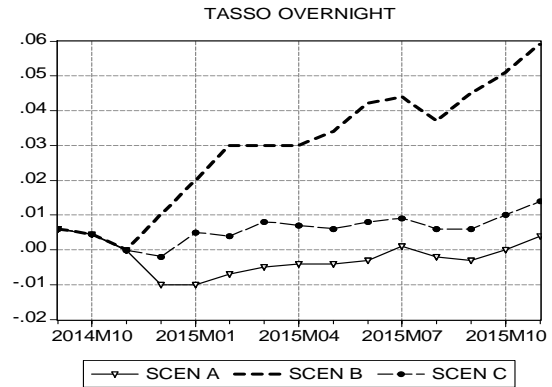
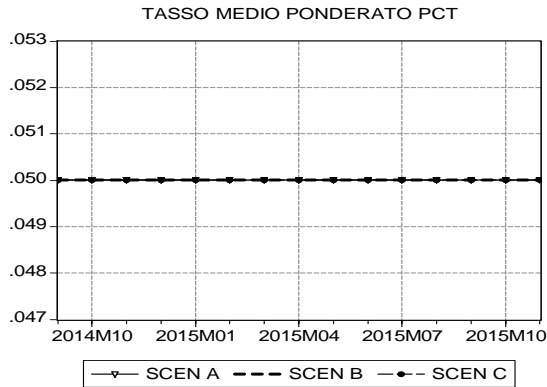
TASSI BANCARI

In settembre i tassi medi sui depositi e sui prestiti si sono lievemente ridotti, portandosi rispettivamente a +0,79%, dal precedente +0,81%, e a +3,76% da +3,77%. Nei prossimi mesi, nello scenario C, si prevedono tassi lievemente superiori agli attuali sia sui depositi (+0,82% a novembre 2015) sia sui prestiti (+3,81%). Nello scenario A, invece, i due tassi potrebbero attestarsi, alla fine dell'orizzonte predittivo, sui livelli attuali: +0,78% per i depositi e +3,73 per gli impieghi. Nello scenario meno favorevole per l'Area Euro (B) il tasso medio sui depositi è visto a +0,87% a novembre 2015 e quello sui prestiti a +3,94%.

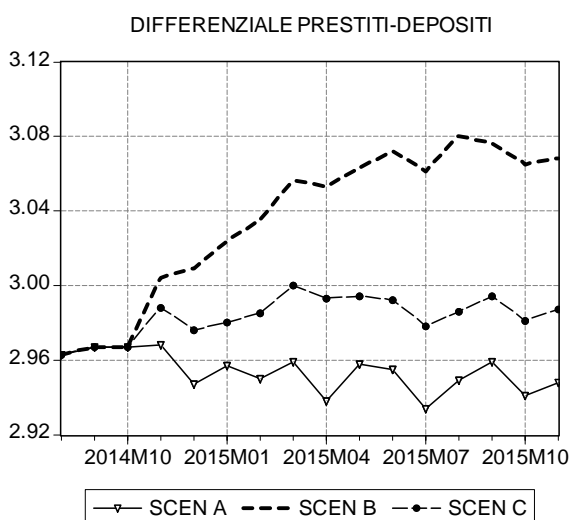
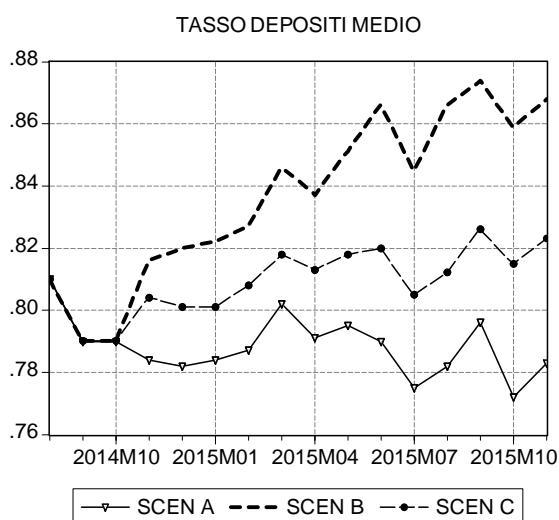
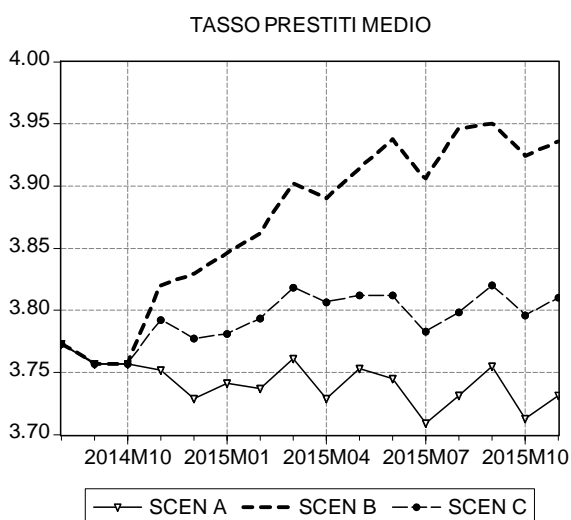
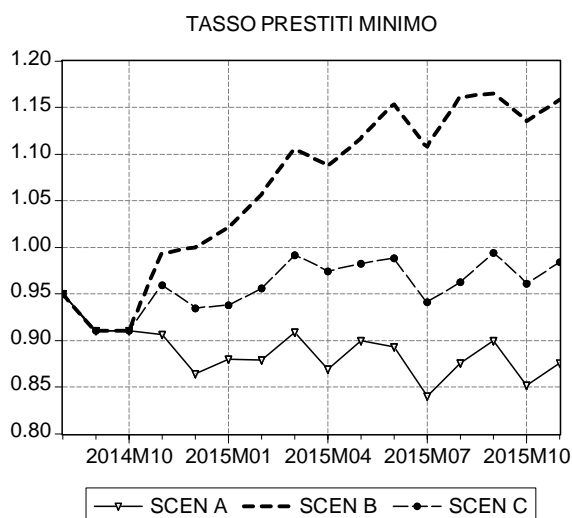
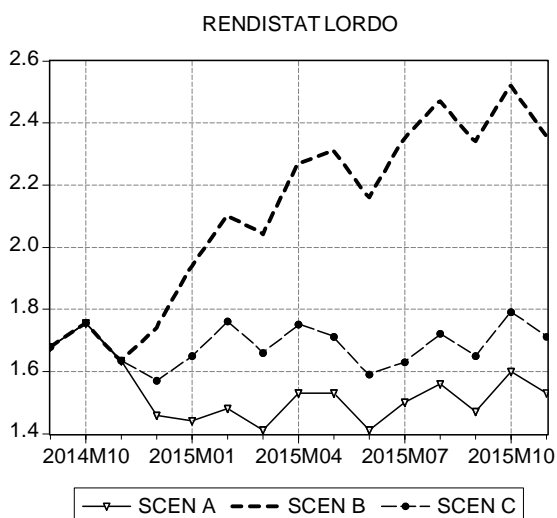
VOLUMI BANCARI

In settembre, come già avvenuto in luglio la raccolta non si è contratta, registrando un lievissimo incremento dello 0,02% a/a, dopo il calo dello 0,24% a/a precedente. In base ai risultati delle simulazioni, nello scenario più probabile (C) si dovrebbe registrare altalenante, anche se per lo più ancora negativa, durante l'intero periodo predittivo e la raccolta potrebbe attestarsi a -2,10% a/a a novembre 2015. Nello scenario A l'andamento potrebbe essere meno negativo, con una variazione tendenziale a fine periodo pari a -1,70% a/a, mentre, se si dovesse verificare lo scenario più sfavorevole (B) la variazione potrebbe essere pari a -2,90% a/a. I prestiti, invece, si sono contratti nuovamente a settembre (-0,35% a/a) meno tuttavia rispetto a quanto avvenuto ad agosto (-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 novembre 2015, il tasso di variazione tendenziale dei depositi previsto è pari -0,30% a/a, mentre nello scenario A è pari a +0,00% a/a. Nello scenario B, il meno favorevole, la dinamica rimarrebbe negativa con una variazione dei prestiti totali pari a -1,10% a/a alla fine del periodo di previsione.

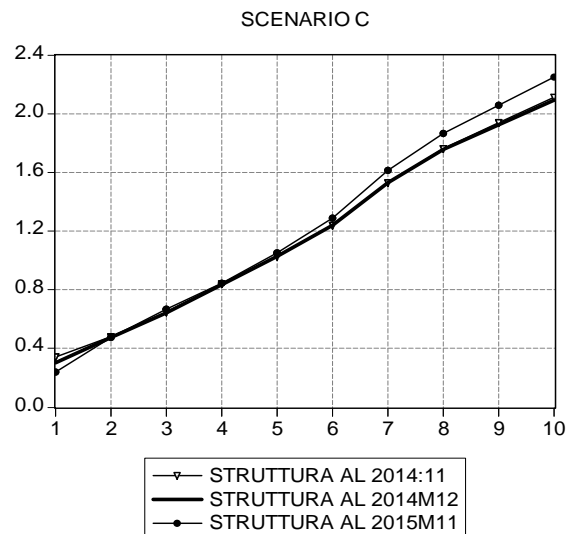
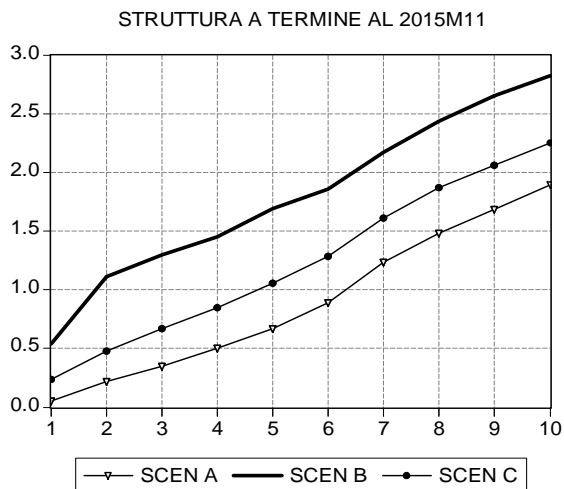
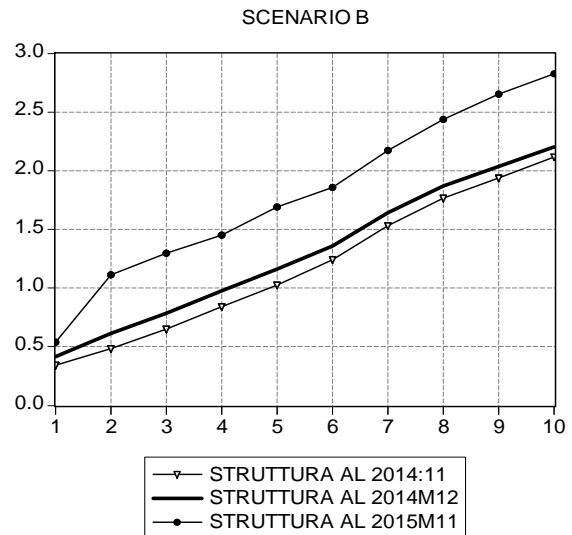
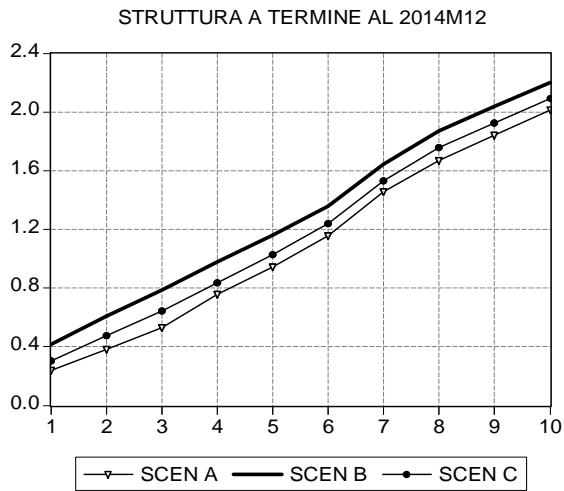
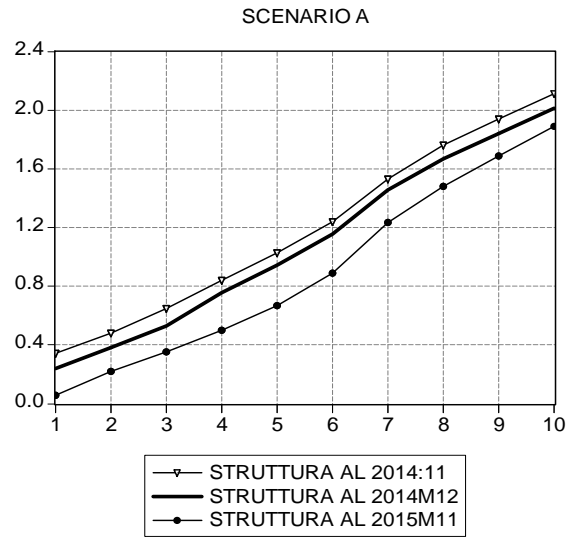
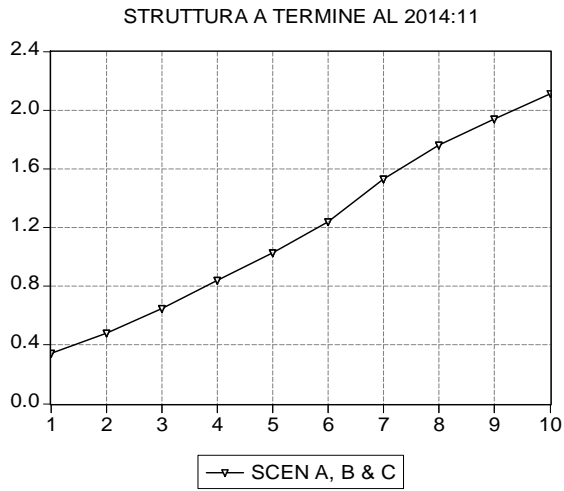
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



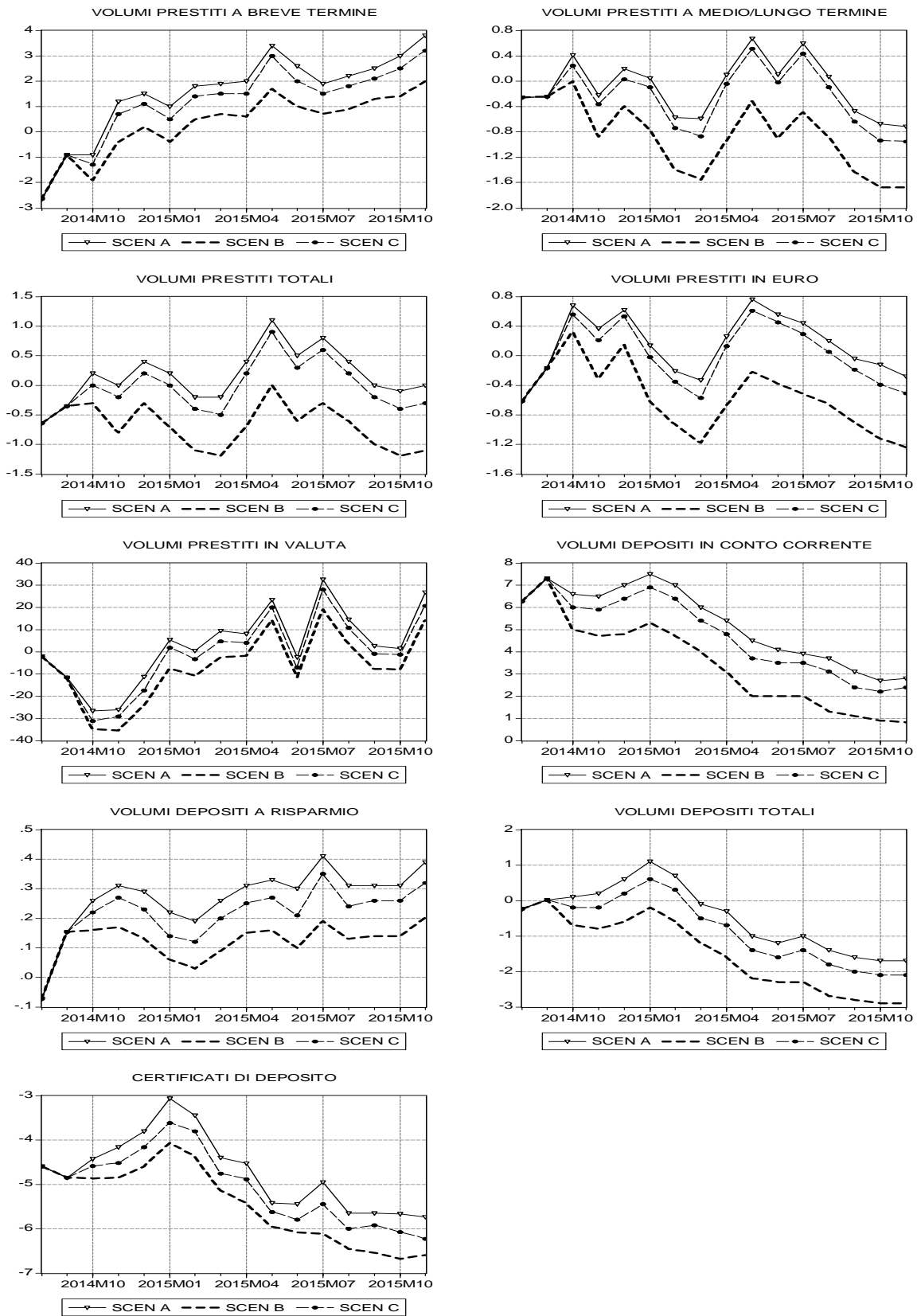
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



SCENARIO A	14 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	15 11	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	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	0.05	0.05
Indice COMIT	1174	1155	1119	1114	1119	1059	1081	1087	1067	1065	1059	1051	1059	1067	1071	1059	1067	1073	1065	
Produzione Industriale	-1.3	-0.2	-1.3	-0.4	-2.3	-1.8	-2.6	-2.2	-2.1	-2.2	-1.7	-1.8	-0.8	-1.2	-0.2	0.3	0.3	0.6	1.0	
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.4	0.2	0.0	-0.2	-0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.7	0.7	0.6	0.9	
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	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	0.05	0.05
T. Overnight media d/1	0.26	0.06	0.04	0.00	0.01	0.00	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Interb. 1m lett.	0.24	0.13	0.09	0.08	0.01	0.00	0.00	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Interb. 3m lett.	0.30	0.21	0.17	0.16	0.06	0.06	0.06	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.06	0.05	0.06	0.06	0.06
T. Interb. 6m lett.	0.38	0.30	0.26	0.26	0.16	0.15	0.15	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.12	0.13	0.12	0.13	0.12	0.12	0.12	0.13
T. Depositi medio	0.87	0.86	0.83	0.81	0.79	0.79	0.78	0.78	0.78	0.79	0.80	0.79	0.80	0.79	0.78	0.78	0.80	0.77	0.78	0.78
T. Prestiti medio	3.87	3.86	3.81	3.77	3.76	3.76	3.75	3.73	3.74	3.74	3.76	3.73	3.75	3.75	3.71	3.73	3.76	3.71	3.73	3.73
T.prest. medio - T.dep. medio	3.00	3.00	2.98	2.96	2.97	2.97	2.97	2.95	2.96	2.95	2.96	2.94	2.96	2.96	2.93	2.95	2.96	2.94	2.95	2.95
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.39	0.20	0.16	0.09	0.13	0.22	0.16	0.11	0.09	0.11	0.06	0.11	0.09	0.03	0.06	0.09	0.04	0.07	0.03	0.03
T. BOT comp. lordo 6m	0.50	0.31	0.24	0.14	0.24	0.38	0.28	0.20	0.17	0.20	0.11	0.19	0.17	0.06	0.12	0.16	0.08	0.12	0.06	0.06
T. BOT comp. lordo 12m	0.66	0.50	0.39	0.28	0.28	0.30	0.34	0.24	0.22	0.27	0.19	0.25	0.22	0.12	0.17	0.15	0.07	0.11	0.06	0.06
Rendistat lordo	2.24	2.04	1.94	1.84	1.68	1.76	1.63	1.46	1.44	1.48	1.41	1.53	1.53	1.41	1.50	1.56	1.47	1.60	1.53	1.53
Rendistat netto	1.96	1.78	1.70	1.61	1.47	1.54	1.43	1.28	1.26	1.30	1.23	1.34	1.34	1.23	1.31	1.37	1.29	1.40	1.34	1.34
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	1.12	0.88	0.80	0.69	0.64	0.84	0.65	0.53	0.51	0.55	0.47	0.51	0.49	0.41	0.44	0.47	0.36	0.42	0.35	0.35
Rend. BTP a 5 anni	1.74	1.43	1.32	1.19	1.08	1.23	1.03	0.94	0.90	0.92	0.83	0.91	0.86	0.74	0.86	0.89	0.75	0.87	0.67	0.67
Rend. BTP a 7 anni	2.44	2.14	2.01	1.81	1.73	1.80	1.53	1.45	1.41	1.46	1.36	1.45	1.40	1.31	1.41	1.45	1.30	1.41	1.24	1.24
Rend. BTP a 10 anni	3.15	2.97	2.83	2.56	2.46	2.44	2.11	2.01	1.97	2.01	1.93	1.98	1.96	1.85	1.95	2.00	1.90	1.99	1.89	1.89
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2275.370	2306.991	2305.042	2284.955	2298.103	2304.709	2294.510	2297.459	2313.785	2306.873	2318.32	2302.90	2300.40	2318.53	2323.48	2294.09	2298.10	2302.40	2294.51	2294.51
Prestiti in euro	2241.280	2261.414	2279.202	2253.254	2264.429	2275.011	2270.865	2260.153	2285.758	2267.456	2284.402	2258.65	2258.314	2274.08	2289.23	2257.76	2263.52	2272.28	2264.51	2264.51
Prestiti in valuta	34.090	45.577	25.840	31.701	33.674	29.698	23.645	37.306	28.028	39.417	33.919	44.249	42.086	44.448	34.252	36.334	34.580	30.124	30.004	30.004
Prestiti a breve	355.301	365.793	363.803	355.882	366.786	361.418	362.631	368.146	374.108	371.194	371.423	369.412	367.381	375.304	370.715	363.711	375.956	372.260	376.411	376.411
Prestiti a m/1	1920.069	1941.198	1941.239	1929.073	1931.317	1943.292	1931.879	1929.314	1939.677	1935.679	1946.898	1933.486	1933.018	1943.222	1952.767	1930.383	1922.147	1930.144	1918.099	1918.099
Depositi totali	2104.328	2110.968	2109.920	2122.118	2122.125	2109.714	2122.177	2110.716	2115.208	2128.287	2129.642	2101.335	2083.285	2085.636	2088.821	2092.408	2088.171	2073.848	2086.100	2086.100
Depositi in c/c	764.856	759.852	761.969	774.545	778.930	787.696	789.952	793.649	786.251	785.635	791.924	792.414	799.275	791.006	791.686	803.203	803.077	808.964	812.071	812.071
Depositi a risparmio	298.202	298.159	297.279	298.258	298.639	297.672	298.178	300.389	301.217	301.245	301.361	300.137	299.186	299.053	298.498	299.183	299.565	298.595	299.341	299.341
Certif. deposito	1041.270	1052.957	1050.672	1049.315	1044.556	1024.345	1034.046	1016.678	1027.740	1041.408	1036.358	1008.784	984.824	995.577	998.637	990.023	985.529	966.290	974.688	974.688
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																				
Prestiti totali	-2.63	-0.48	0.14	-0.64	-0.35	0.20	0.00	0.40	0.20	-0.20	-0.20	0.40	1.10	0.50	0.80	0.40	0.00	-0.10	0.00	0.00
Prestiti in euro	-2.26	-0.92	0.25	-0.62	-0.17	0.68	0.37	0.62	0.14	-0.21	-0.33	0.26	0.76	0.56	0.44	0.20	-0.04	-0.12	-0.28	-0.28
Prestiti in valuta	-22.05	27.66	-8.74	-2.21	-11.59	-26.60	-26.15	-11.34	5.35	0.38	9.41	8.11	23.45	-2.48	32.55	14.62	2.69	1.43	26.89	26.89
Prestiti a breve	-6.39	-2.19	-3.88	-2.65	-0.91	-0.90	1.20	1.50	1.00	1.80	1.90	2.00	3.40	2.60	1.90	2.20	2.50	3.00	3.80	3.80
Prestiti a m/1	-1.90	-0.16	0.93	-0.26	-0.25	0.41	-0.22	0.19	0.05	-0.57	-0.59	0.10	0.67	0.10	0.59	0.07	-0.47	-0.68	-0.71	-0.71
Depositi totali	-1.76	-1.56	0.03	-0.24	0.02	0.10	0.20	0.60	1.10	0.70	-0.10	-0.30	-1.00	-1.20	-1.00	-1.40	-1.60	-1.70	-1.70	-1.70
Depositi in c/c	5.35	4.46	5.63	6.27	7.31	6.60	6.50	7.00	7.50	7.00	6.00	5.40	4.50	4.10	3.90	3.70	3.10	2.70	2.80	2.80
Depositi a risparmio	-0.38	-0.11	-0.23	-0.07	0.15	0.26	0.31	0.29	0.22	0.19	0.26	0.31	0.33	0.30	0.41	0.31	0.31	0.31	0.39	0.39
Certif. deposito	-6.76	-5.86	-3.60	-4.60	-4.85	-4.43	-4.16	-3.80	-3.07	-3.45	-4.40	-4.53	-5.42	-5.45	-4.95	-5.65	-5.65	-5.67	-5.74	-5.74

(*) 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 30/11/2014.

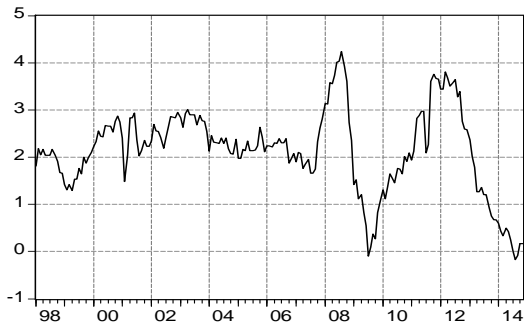
SCENARIO B	14 5	14 6	14 7	14 8	14 9	14 10	14 11	14 12	15 1	15 2	15 3	15 4	15 5	15 6	15 7	15 8	15 9	15 10	15 11
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.25	0.15	0.15	0.15	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT	1174	1155	1119	1114	1119	1059	1081	1070	1029	1010	998	993	1006	1012	1024	1014	1022	1024	1016
Produzione Industriale	-1.3	-0.2	-1.3	-0.4	-2.3	-2.8	-3.6	-3.1	-3.4	-3.1	-2.8	-3.1	-2.6	-2.7	-2.0	-1.7	-1.5	-1.1	-0.9
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.4	0.2	0.0	-0.2	-0.1	0.2	0.2	-0.2	-0.2	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.3
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	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	0.05
T. Overnight media d/1	0.26	0.06	0.04	0.00	0.01	0.00	0.00	0.01	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05	0.06
T. Interb. 1m lett.	0.24	0.13	0.09	0.08	0.01	0.00	0.00	0.01	0.03	0.03	0.03	0.03	0.04	0.05	0.05	0.04	0.05	0.06	0.07
T. Interb. 3m lett.	0.30	0.21	0.17	0.16	0.06	0.06	0.06	0.07	0.09	0.10	0.10	0.10	0.11	0.12	0.12	0.12	0.12	0.13	0.14
T. Interb. 6m lett.	0.38	0.30	0.26	0.26	0.16	0.15	0.15	0.16	0.17	0.18	0.18	0.18	0.19	0.20	0.20	0.19	0.20	0.20	0.21
T. Depositi medio	0.87	0.86	0.83	0.81	0.79	0.79	0.82	0.82	0.82	0.83	0.85	0.84	0.85	0.87	0.85	0.87	0.87	0.86	0.87
T. Prestiti medio	3.87	3.86	3.81	3.77	3.76	3.76	3.82	3.83	3.85	3.86	3.90	3.89	3.91	3.94	3.91	3.95	3.95	3.92	3.94
T.prest.medio - T.dep.medio	3.00	3.00	2.98	2.96	2.97	2.97	3.00	3.01	3.02	3.04	3.06	3.05	3.06	3.07	3.06	3.08	3.08	3.07	3.07
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.39	0.20	0.16	0.09	0.13	0.22	0.16	0.21	0.27	0.33	0.31	0.34	0.36	0.29	0.33	0.38	0.29	0.33	0.28
T. BOT comp. lordo 6m	0.50	0.31	0.24	0.14	0.24	0.38	0.28	0.35	0.44	0.53	0.50	0.56	0.59	0.47	0.54	0.62	0.47	0.52	0.43
T. BOT comp. lordo 12m	0.66	0.50	0.39	0.28	0.28	0.30	0.34	0.42	0.52	0.63	0.60	0.69	0.72	0.57	0.63	0.72	0.56	0.61	0.54
Rendistat lordo	2.24	2.04	1.94	1.84	1.68	1.76	1.63	1.74	1.94	2.10	2.04	2.27	2.31	2.16	2.35	2.47	2.34	2.52	2.36
Rendistat netto	1.96	1.78	1.70	1.61	1.47	1.54	1.43	1.52	1.70	1.84	1.79	1.99	2.02	1.89	2.06	2.16	2.05	2.21	2.07
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	1.12	0.88	0.80	0.69	0.64	0.84	0.65	0.79	0.94	1.12	1.09	1.30	1.35	1.20	1.28	1.36	1.29	1.35	1.30
Rend. BTP a 5 anni	1.74	1.43	1.32	1.19	1.08	1.23	1.03	1.16	1.32	1.50	1.47	1.67	1.71	1.57	1.66	1.76	1.69	1.79	1.69
Rend. BTP a 7 anni	2.44	2.14	2.01	1.81	1.73	1.80	1.53	1.64	1.83	2.00	1.96	2.12	2.18	2.04	2.13	2.22	2.13	2.28	2.17
Rend. BTP a 10 anni	3.15	2.97	2.83	2.56	2.46	2.44	2.11	2.20	2.39	2.53	2.51	2.68	2.72	2.61	2.70	2.82	2.74	2.93	2.82
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2275.370	2306.991	2305.042	2284.955	2298.103	2293.209	2276.154	2281.441	2293.003	2286.070	2295.09	2277.67	2275.37	2293.15	2298.13	2271.25	2275.12	2265.69	2251.12
Prestiti in euro	2241.280	2261.414	2279.202	2253.254	2264.429	2266.876	2255.480	2249.596	2268.410	2251.096	2264.920	2237.47	2236.349	2252.82	2267.35	2238.38	2244.05	2241.49	2227.51
Prestiti in valuta	34.090	45.577	25.840	31.701	33.674	26.333	20.674	31.845	24.593	34.974	30.171	40.194	39.021	40.329	30.777	32.862	31.073	24.203	23.604
Prestiti a breve	355.301	365.793	363.803	355.882	366.786	357.771	356.898	363.430	368.922	366.454	367.049	364.342	361.341	369.451	366.350	359.085	371.554	362.779	364.036
Prestiti a m/1	1920.069	1941.198	1941.239	1929.073	1931.317	1935.438	1919.256	1918.011	1924.080	1919.615	1928.042	1913.325	1914.029	1923.698	1931.777	1912.160	1903.568	1902.911	1887.081
Depositi totali	2104.328	2110.968	2109.920	2122.118	2122.125	2092.853	2100.997	2085.538	2088.010	2100.812	2106.193	2073.935	2058.033	2062.416	2061.392	2064.821	2062.706	2032.160	2040.069
Depositi in c/c	764.856	759.852	761.969	774.545	778.930	775.873	776.601	777.331	770.160	768.747	776.982	775.122	780.153	775.049	777.208	784.614	787.498	782.856	782.814
Depositi a risparmio	298.202	298.159	297.279	298.258	298.639	297.375	297.762	299.909	300.736	300.764	300.850	299.658	298.679	298.457	297.844	298.646	299.057	297.791	298.358
Certif. deposito	1041.270	1052.957	1050.672	1049.315	1044.556	1019.604	1026.634	1008.298	1017.113	1031.301	1028.361	999.155	979.201	988.910	986.340	981.561	976.150	951.512	958.897
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	-2.63	-0.48	0.14	-0.64	-0.35	-0.30	-0.80	-0.30	-0.70	-1.10	-1.20	-0.70	0.00	-0.60	-0.30	-0.60	-1.00	-1.20	-1.10
Prestiti in euro	-2.26	-0.92	0.25	-0.62	-0.17	0.32	-0.31	0.15	-0.62	-0.93	-1.18	-0.68	-0.22	-0.38	-0.52	-0.66	-0.90	-1.12	-1.24
Prestiti in valuta	-22.05	27.66	-8.74	-2.21	-11.59	-34.92	-35.43	-24.32	-7.56	-10.94	-2.68	-1.80	14.46	-11.52	19.10	3.66	-7.72	-8.09	14.17
Prestiti a breve	-6.39	-2.19	-3.88	-2.65	-0.91	-1.90	-0.40	0.20	-0.40	0.50	0.70	0.60	1.70	1.00	0.70	0.90	1.30	1.40	2.00
Prestiti a m/1	-1.90	-0.16	0.93	-0.26	-0.25	0.00	-0.87	-0.39	-0.76	-1.40	-1.55	-0.94	-0.31	-0.90	-0.49	-0.88	-1.44	-1.68	-1.68
Depositi totali	-1.76	-1.56	0.03	-0.24	0.02	-0.70	-0.80	-0.60	-0.20	-0.60	-1.20	-1.60	-2.20	-2.30	-2.30	-2.70	-2.80	-2.90	-2.90
Depositi in c/c	5.35	4.46	5.63	6.27	7.31	5.00	4.70	4.80	5.30	4.70	4.00	3.10	2.00	2.00	2.00	1.30	1.10	0.90	0.80
Depositi a risparmio	-0.38	-0.11	-0.23	-0.07	0.15	0.16	0.17	0.13	0.06	0.03	0.09	0.15	0.16	0.10	0.19	0.13	0.14	0.14	0.20
Certif. deposito	-6.76	-5.86	-3.60	-4.60	-4.85	-4.87	-4.85	-4.60	-4.07	-4.38	-5.14	-5.44	-5.96	-6.08	-6.12	-6.46	-6.55	-6.68	-6.60

(*) 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 30/11/2014.

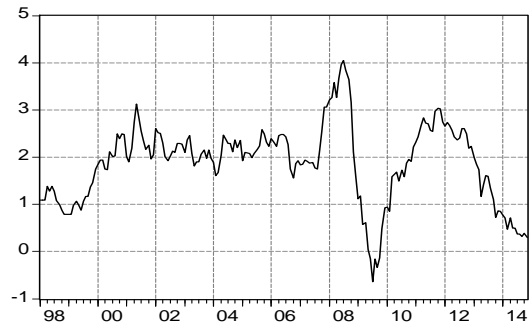
SCENARIO C	14 5	14 6	14 7	14 8	14 9	14 10	14 11	14 12	15 1	15 2	15 3	15 4	15 5	15 6	15 7	15 8	15 9	15 10	15 11	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.25	0.15	0.15	0.15	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT	1174	1155	1119	1114	1119	1059	1081	1097	1085	1083	1079	1071	1083	1087	1090	1083	1087	1093	1089	
Produzione Industriale	-1.3	-0.2	-1.3	-0.4	-2.3	-2.1	-3.0	-2.6	-2.5	-2.6	-2.2	-2.4	-1.4	-1.7	-0.9	-0.3	-0.4	0.0	0.5	
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.4	0.2	0.0	-0.2	-0.1	0.2	0.2	0.0	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.6	0.6	0.5	0.8	
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	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	0.05	0.05
T. Overnight media d/1	0.26	0.06	0.04	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
T. Interb. 1m lett.	0.24	0.13	0.09	0.08	0.01	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02
T. Interb. 3m lett.	0.30	0.21	0.17	0.16	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07	0.07	0.08	0.07	0.07	0.07	0.07	0.08	0.08	0.08	0.09
T. Interb. 6m lett.	0.38	0.30	0.26	0.26	0.16	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.16	0.16	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.16
T. Depositi medio	0.87	0.86	0.83	0.81	0.79	0.79	0.80	0.80	0.80	0.81	0.82	0.81	0.82	0.82	0.81	0.81	0.83	0.82	0.82	0.82
T. Prestiti medio	3.87	3.86	3.81	3.77	3.76	3.76	3.79	3.78	3.78	3.79	3.82	3.81	3.81	3.81	3.78	3.80	3.82	3.80	3.81	3.81
T.prest.medio - T.dep.medio	3.00	3.00	2.98	2.96	2.97	2.97	2.99	2.98	2.98	2.99	3.00	2.99	2.99	2.99	2.98	2.99	2.99	2.98	2.99	2.99
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.39	0.20	0.16	0.09	0.13	0.22	0.16	0.16	0.18	0.23	0.19	0.20	0.20	0.15	0.18	0.20	0.16	0.19	0.12	0.12
T. BOT comp. lordo 6m	0.50	0.31	0.24	0.14	0.24	0.38	0.28	0.27	0.31	0.39	0.32	0.34	0.35	0.25	0.30	0.34	0.28	0.31	0.21	0.21
T. BOT comp. lordo 12m	0.66	0.50	0.39	0.28	0.28	0.30	0.34	0.30	0.35	0.45	0.36	0.38	0.38	0.33	0.35	0.36	0.30	0.33	0.24	0.24
Rendistat lordo	2.24	2.04	1.94	1.84	1.68	1.76	1.63	1.57	1.65	1.76	1.66	1.75	1.71	1.59	1.63	1.72	1.65	1.79	1.71	1.71
Rendistat netto	1.96	1.78	1.70	1.61	1.47	1.54	1.43	1.37	1.44	1.54	1.45	1.53	1.50	1.39	1.43	1.51	1.44	1.57	1.50	1.50
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	1.12	0.88	0.80	0.69	0.64	0.84	0.65	0.65	0.70	0.78	0.71	0.79	0.78	0.65	0.69	0.76	0.67	0.74	0.67	0.67
Rend. BTP a 5 anni	1.74	1.43	1.32	1.19	1.08	1.23	1.03	1.03	1.08	1.14	1.06	1.16	1.17	1.04	1.08	1.15	1.05	1.13	1.05	1.05
Rend. BTP a 7 anni	2.44	2.14	2.01	1.81	1.73	1.80	1.53	1.53	1.58	1.64	1.55	1.66	1.67	1.55	1.61	1.66	1.57	1.66	1.61	1.61
Rend. BTP a 10 anni	3.15	2.97	2.83	2.56	2.46	2.44	2.11	2.09	2.13	2.22	2.15	2.24	2.24	2.16	2.21	2.27	2.22	2.28	2.25	2.25
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2275.370	2306.991	2305.042	2284.955	2298.103	2300.109	2289.921	2292.883	2309.167	2302.250	2311.35	2298.31	2295.85	2313.91	2318.87	2289.52	2293.51	2290.91	2283.05	2283.05
Prestiti in euro	2241.280	2261.414	2279.202	2253.254	2264.429	2272.299	2267.245	2258.132	2282.106	2264.275	2278.901	2255.72	2254.952	2271.59	2285.81	2254.38	2260.13	2263.44	2255.68	2255.68
Prestiti in valuta	34.090	45.577	25.840	31.701	33.674	27.810	22.676	34.751	27.061	37.975	32.451	42.590	40.897	42.322	33.061	35.144	33.381	27.471	27.369	27.369
Prestiti a breve	355.301	365.793	363.803	355.882	366.786	359.959	360.839	366.695	372.256	369.736	369.965	367.602	365.960	373.109	369.260	362.288	374.489	368.958	372.386	372.386
Prestiti a m/1	1920.069	1941.198	1941.239	1929.073	1931.317	1940.150	1929.082	1926.188	1936.911	1932.514	1941.387	1930.709	1929.888	1940.803	1949.612	1927.237	1919.018	1921.951	1910.665	1910.665
Depositi totali	2104.328	2110.968	2109.920	2122.118	2122.125	2103.391	2113.705	2102.323	2104.747	2119.833	2121.115	2092.904	2074.867	2077.193	2080.381	2083.920	2079.683	2059.220	2069.317	2069.317
Depositi in c/c	764.856	759.852	761.969	774.545	778.930	783.263	785.502	789.199	781.862	781.229	787.441	787.903	793.156	786.447	788.638	798.556	797.624	800.494	804.354	804.354
Depositi a risparmio	298.202	298.159	297.279	298.258	298.639	297.553	298.060	300.209	300.977	301.035	301.180	299.957	299.007	298.785	298.319	298.974	299.415	298.327	299.013	299.013
Certif. deposito	1041.270	1052.957	1050.672	1049.315	1044.556	1022.575	1030.144	1012.916	1021.908	1037.569	1032.494	1005.044	982.705	991.961	993.424	986.390	982.643	960.398	965.950	965.950
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																				
Prestiti totali	-2.63	-0.48	0.14	-0.64	-0.35	0.00	-0.20	0.20	0.00	-0.40	-0.50	0.20	0.90	0.30	0.60	0.20	-0.20	-0.40	-0.30	-0.30
Prestiti in euro	-2.26	-0.92	0.25	-0.62	-0.17	0.56	0.21	0.53	-0.02	-0.35	-0.57	0.13	0.61	0.45	0.29	0.05	-0.19	-0.39	-0.51	-0.51
Prestiti in valuta	-22.05	27.66	-8.74	-2.21	-11.59	-31.27	-29.17	-17.42	1.72	-3.29	4.68	4.05	19.97	-7.14	27.94	10.86	-0.87	-1.22	20.70	20.70
Prestiti a breve	-6.39	-2.19	-3.88	-2.65	-0.91	-1.30	0.70	1.10	0.50	1.40	1.50	3.00	2.00	1.50	1.80	2.10	2.50	3.20	3.20	3.20
Prestiti a m/1	-1.90	-0.16	0.93	-0.26	-0.25	0.24	-0.37	0.03	-0.10	-0.74	-0.87	-0.04	0.51	-0.02	0.43	-0.10	-0.64	-0.94	-0.95	-0.95
Depositi totali	-1.76	-1.56	0.03	-0.24	0.02	-0.20	-0.20	0.20	0.60	0.30	-0.50	-0.70	-1.40	-1.60	-1.40	-1.80	-2.00	-2.10	-2.10	-2.10
Depositi in c/c	5.35	4.46	5.63	6.27	7.31	6.00	5.90	6.40	6.90	6.40	5.40	4.80	3.70	3.50	3.50	3.10	2.40	2.20	2.40	2.40
Depositi a risparmio	-0.38	-0.11	-0.23	-0.07	0.15	0.22	0.27	0.23	0.14	0.12	0.20	0.25	0.27	0.21	0.35	0.24	0.26	0.26	0.32	0.32
Certif. deposito	-6.76	-5.86	-3.60	-4.60	-4.85	-4.59	-4.52	-4.16	-3.62	-3.80	-4.76	-4.88	-5.62	-5.79	-5.45	-6.00	-5.93	-6.08	-6.23	-6.23

(*) 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 30/11/2014.

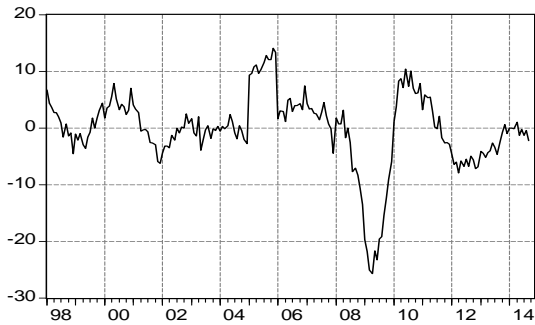
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



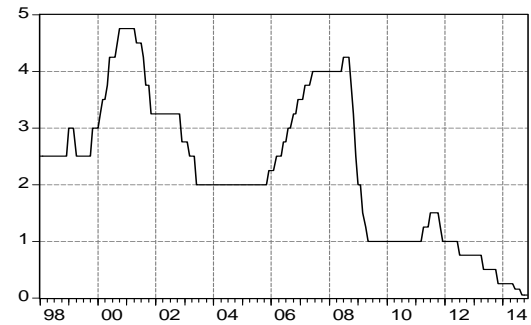
TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



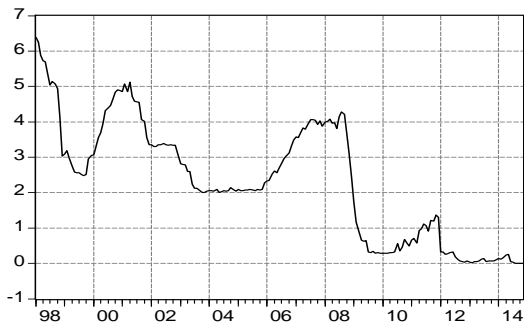
TASSO INFLAZIONE AREA EURO



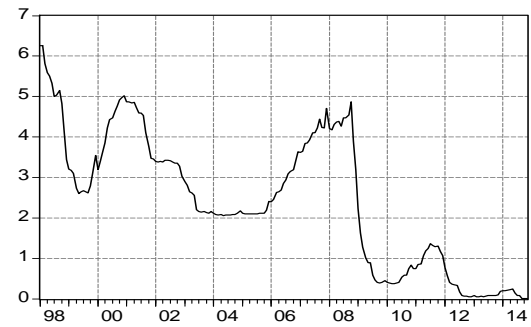
PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



TASSO DI INTERVENTO BCE



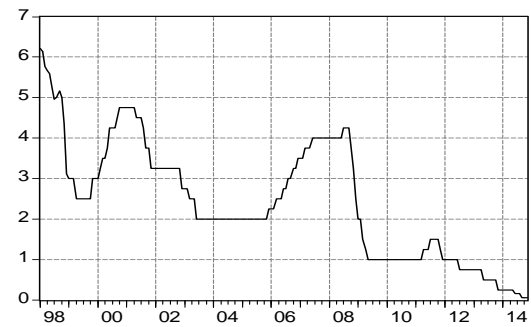
TASSO OVERNIGHT



TASSO INTERBANCARIO 1 MESE ITALIA

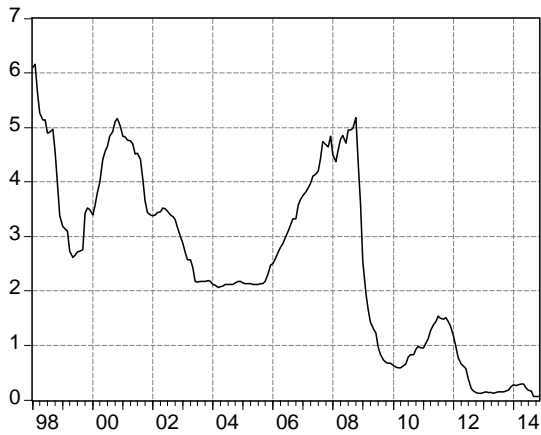


INDICE COMIT



TASSO MEDIO PONDERATO PCT

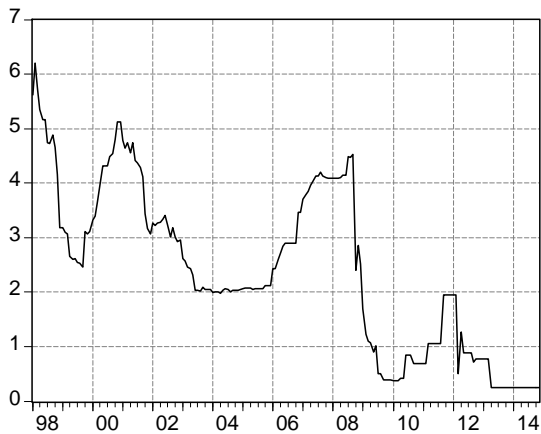
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



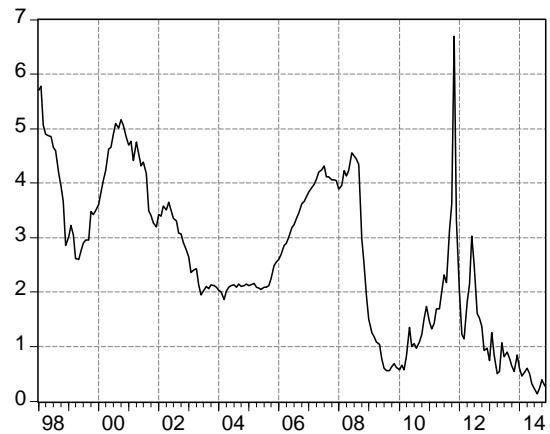
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI ITALIA (LIBOR)



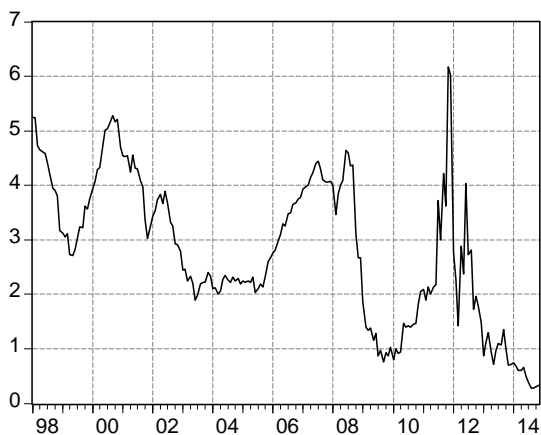
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI ITALIA



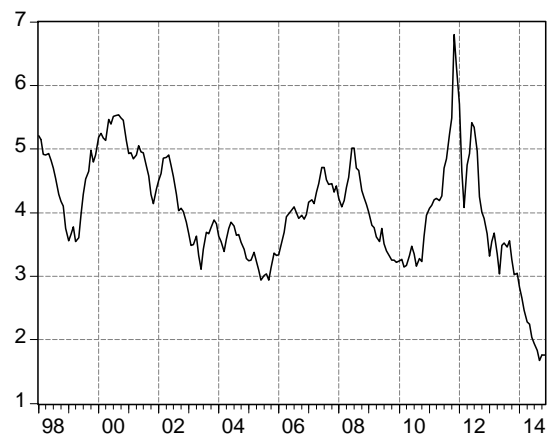
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO



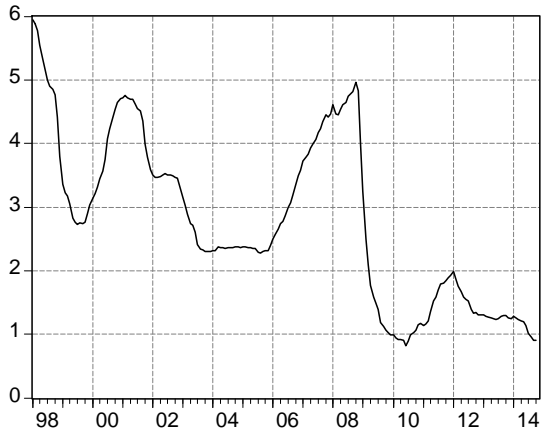
— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO



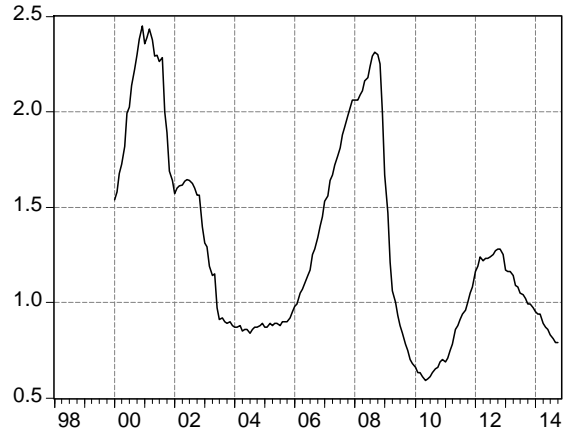
— RENDISTAT LORDO

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

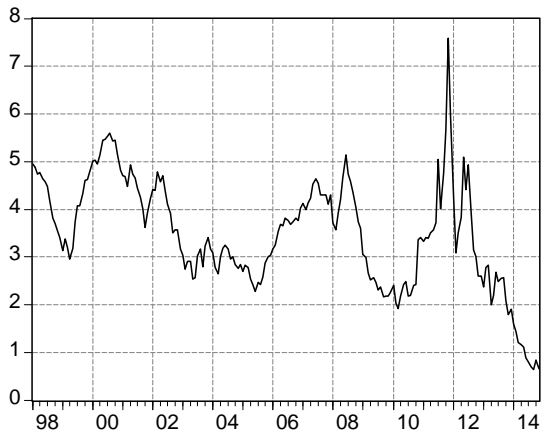
Dati mensili



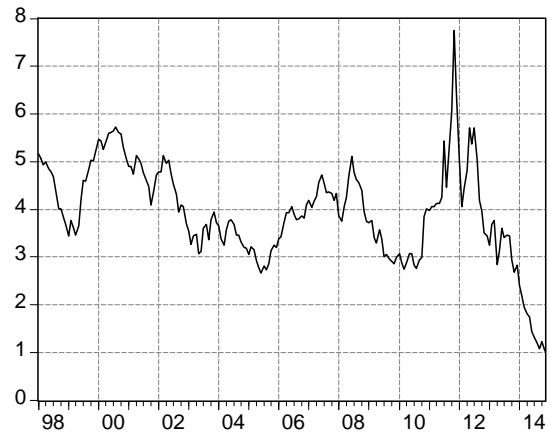
— TASSO PRESTITI MINIMO



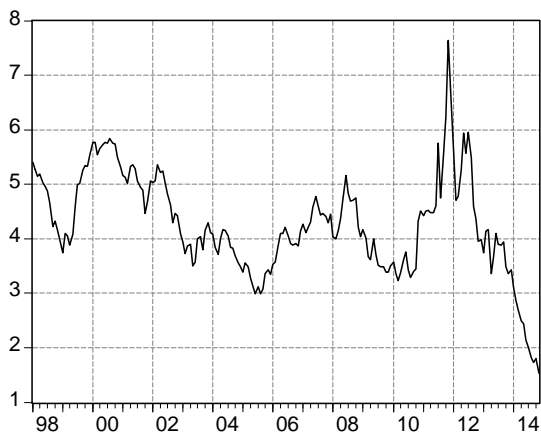
— TASSO DEPOSITI MEDIO



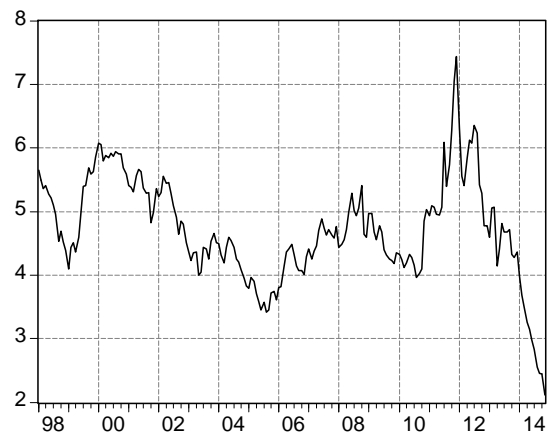
— RENDIMENTO A 3 ANNI



— RENDIMENTO A 5 ANNI

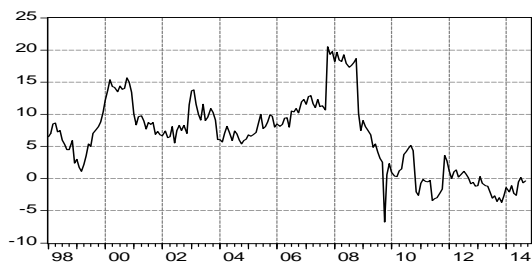


— RENDIMENTO A 7 ANNI

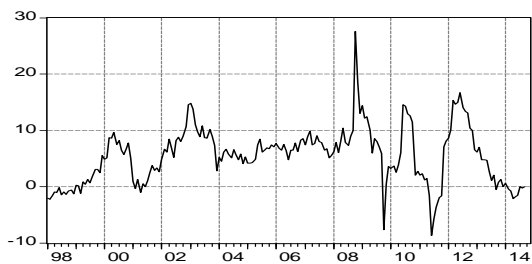


— RENDIMENTO A 10 ANNI

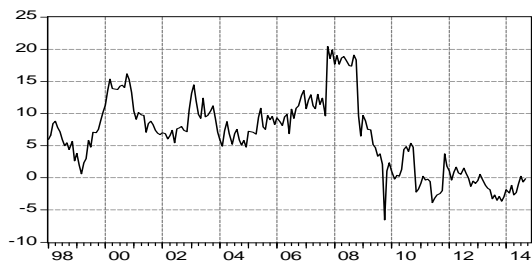
VOLUMI DI BASE: LIVELLI STORICI
(Dati mensili - Variazione % annua)



VOLUMI PRESTITI TOTALI



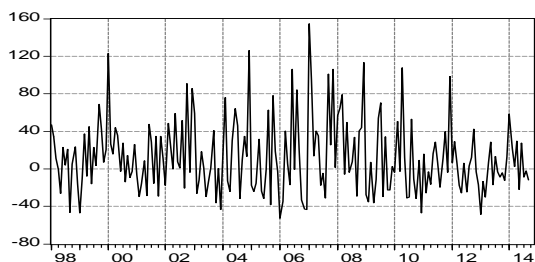
VOLUMI DEPOSITI TOTALI



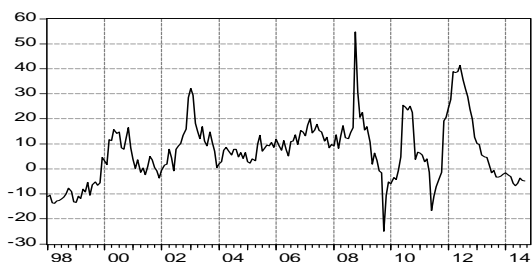
VOLUMI PRESTITI IN EURO



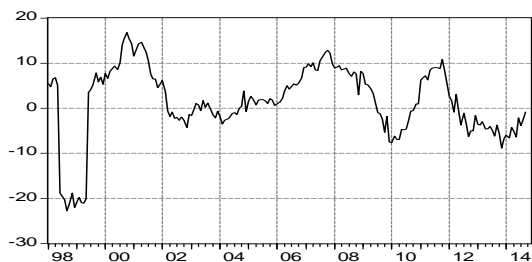
VOLUMI DEPOSITI IN CONTO CORRENTE



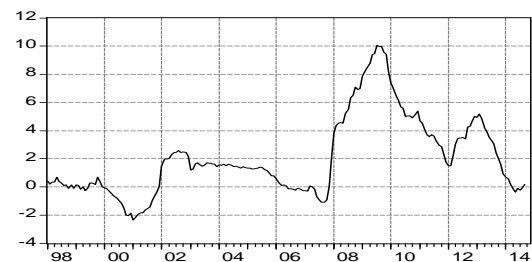
VOLUMI PRESTITI IN VALUTA



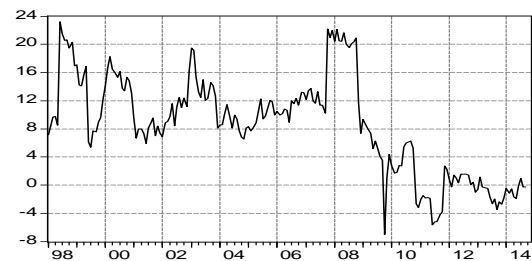
CERTIFICATI DI DEPOSITO



VOLUMI PRESTITI A BREVE TERMINE



VOLUMI DEPOSITI A RISPARMIO



VOLUMI PRESTITI A MEDIO/LUNGO TERMINE