



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 31/12/2014

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 Dicembre 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

Gli ultimi mesi del 2014 sono stati caratterizzati da due *trend* particolarmente rilevanti: il forte apprezzamento del dollaro nei confronti delle principali valute e il calo delle quotazioni del greggio. Una tendenza generale che, a meno di sorprese, proseguirà nel medio-lungo termine. Per quanto riguarda il *Brent*, dopo aver chiuso il 2014 con il maggior declino annuo dal 2008, potrebbe ulteriormente scendere, anche attorno ai 50 dollari al barile nel corso del 2015. A meno di un taglio della produzione da parte dell'OPEC, che questa non sembra al momento essere interessata a operare, il calo delle quotazioni penalizzerà i maggiori produttori non appartenenti all'OPEC, così come alcuni membri della stessa. La stabilità economico finanziaria di paesi esportatori di petrolio, come il Venezuela, l'Algeria, la Nigeria e la Norvegia, potrebbe essere messa in discussione. Le tensioni maggiori, però, potrebbero avere origine in Russia. Quest'ultima, per la quale il prezzo del petrolio ottimale dovrebbe essere attorno ai 105 dollari al barile, è in affanno, anche a causa delle sanzioni impartite da USA e UE. L'inflazione è elevata, attorno all'11% e, secondo alcuni, l'economia nel 2015 potrebbe contrarsi del 4,5% circa, se il prezzo del petrolio dovesse rimanere attorno ai 60 dollari al barile. La decisione della Banca di Russia di alzare il costo del denaro dal 10,5% al 17% per difendere il rublo dal crollo verticale non ha, inoltre, sortito grandi effetti. La pressione potrebbe ulteriormente aumentare all'inizio del 2015, quando i grandi investitori istituzionali torneranno sul mercato dopo le vacanze. Si tratta di un rischio particolarmente destabilizzante per i mercati finanziari, tuttavia, l'impressione è che, rispetto al 1998, la Russia abbia accumulato sufficienti riserve in valuta estera, in parte erose negli ultimi mesi, per far fronte alla crisi. Un altro importante fattore di instabilità è rappresentato dalla politica monetaria in Europa. Il rischio di deflazione non è escluso e i mercati stanno scontando nuovi interventi espansivi da parte della BCE, con particolare attenzione per un potenziale *QE*, nel corso del primo trimestre del 2015. Qualora Draghi deludesse queste aspettative, ci sarebbero importanti correzioni al ribasso nei mercati finanziari. Sul fronte politico, invece, la possibilità che in Grecia si affermi l'estrema sinistra alle elezioni del 25 gennaio e il rischio che in Italia non si raggiunga un accordo per il successore di Napolitano, potrebbero contribuire ad alimentare la volatilità dei mercati, soprattutto in gennaio, ma non dovrebbero intaccare in modo sconvolgente e duraturo lo scenario europeo. La probabilità di contagio sembra essersi, infatti, ridotta rispetto al 2008: le banche UE hanno ampiamente ridimensionato l'esposizione nei confronti della Grecia, da circa 196 miliardi di dollari a circa 37 miliardi. Le più esposte sono le banche tedesche con una quota pari a circa l'84% sul totale del credito dell'Eurozona. L'aumento dell'avversione al rischio nei mercati avvantaggia gli Stati Uniti. Grazie al maggior afflusso di capitali, provenienti dai paesi non industrializzati e dalla Russia, il rendimento del *Treasury* decennale è rimasto contenuto, nonostante la crescita americana sia robusta e i dati relativi al mercato del lavoro di novembre siano brillanti. Questi due fattori potrebbero far propendere per un anticipo del *timing* del primo rialzo dei tassi sui *Fed funds*, rispetto a marzo-giugno 2015, tuttavia, la dinamica del prezzo del petrolio, che mantiene basso il rischio di fiammate inflazionistiche, e la forza del dollaro fanno sì che non ci sia urgenza di virare verso una politica restrittiva. Un ultimo fattore destabilizzante, anche se già scontato dai mercati, è l'atteso rallentamento della Cina nel 2015. Il nuovo anno potrebbe vedere, invece, l'ascesa di paesi come l'India, in grado di attrarre i capitali degli investitori più propensi al rischio.

USA

Grazie al maggior afflusso di capitali, provenienti dai paesi non industrializzati e dalla Russia, il rendimento del Treasury decennale è rimasto contenuto, nonostante la crescita americana sia robusta e i dati relativi al mercato del lavoro di novembre siano brillanti.

L'economia nel terzo trimestre è cresciuta del 5% t/t (+2,7% a/a) superando le precedenti e già solide stime del +3,9% t/t (+2,4% a/a) e facendo registrare l'aumento maggiore dal terzo trimestre del 2003, quando la crescita era stata del 6,9% t/t (+3,2% a/a). La revisione è sostanziosa e ha interessato tutte le componenti, in particolare consumi e investimenti, mantenendo comunque la crescita bilanciata. I primi, che rappresentano oltre due terzi dell'attività economica, si sono espansi a un ritmo del 3,2% t/t (2,7% a/a) rispetto al precedente +2,2% t/t (+2,4% a/a). Allo stesso modo, la variazione degli investimenti è stata rivista a +7,7% t/t (+5,9% a/a) anziché al +6,2% t/t (+5,5% a/a). La revisione ha riguardato sia gli investimenti fissi non residenziali, cresciuti dell'8,9% t/t (+7,6% a/a) invece che del 7,1% t/t (+7,2% a/a) sia i residenziali, aumentati del 3,3% t/t (-0,7% a/a) da +2,7% t/t (-0,8% a/a). In termini congiunturali le esportazioni sono cresciute del 4,6% t/t (+4,9% t/t la stima precedente) e le importazioni sono diminuite dello 0,9% t/t, da -0,7% t/t. Invariato, invece, il dato tendenziale, rispettivamente +3,8% a/a e +3,4% a/a. Passando ai contributi delle diverse componenti, è stato pressoché nullo l'apporto delle scorte (-0,03% t/t, -0,12% t/t la precedente stima) quindi la crescita è effettiva. Il dato, inoltre, lascia presagire che, nel prossimo trimestre, la

ricostituzione dei magazzini da parte delle imprese possa contribuire positivamente. Brillante l'apporto dei consumi privati (+2,21% t/t dal +1,51% t/t della stima precedente) e degli investimenti fissi (+1,21% t/t da +0,97% t/t) dovuto principalmente alla componente non residenziale (+1,1% t/t). Lieve, invece, la revisione del contributo della spesa pubblica, da +0,76% t/t a +0,8% t/t, e nulla quella riguardante le esportazioni nette (+0,78% t/t). I dati mensili sono tutti relativi al quarto trimestre. Il commercio con l'estero di ottobre ha mostrato un incremento delle esportazioni del 1,18% m/m, dopo il calo dell'1,76% m/m del mese precedente e una crescita delle importazioni dello 0,89% m/m, dallo 0,03% m/m. Il saldo della bilancia commerciale è pari, quindi, a -43,43 miliardi di dollari, contro i -43,60 di settembre. Il mercato del lavoro in novembre è migliorato ulteriormente, senza generare tensioni sulla dinamica dei salari medi orari, cresciuti del 2,17% a/a (+2,22% a/a in ottobre). Invariato il tasso di disoccupazione (5,8%) così come il tasso di partecipazione (62,8%). Gli occupati non agricoli sono aumentati di 321 mila unità, dopo il +243 mila unità di ottobre. Nel settore privato l'incremento è stato di +314 mila unità, da +236 mila unità del mese precedente. La variazione è risultata di gran lunga superiore alle aspettative di +229 mila (settore non agricolo) e +222 mila (settore privato). Nel terzo trimestre il costo del lavoro è aumentato dell'1,2% a/a (+0,7% a/a registrato nel secondo). Dal lato dell'offerta, la produzione industriale di novembre è cresciuta, a sorpresa, dell'1,3% m/m (+5,2% a/a) dopo il +0,1% m/m (+4,5% a/a) di ottobre. Le attese erano +0,7% m/m. Nello stesso mese, invece, gli ordini di beni durevoli, che erano attesi a +3,1% m/m, si sono contratti dello 0,7% m/m, dopo che in ottobre avevano registrato un debole +0,3% m/m. Escludendo la componente dei trasporti, la variazione è stata negativa: -0,4% m/m, dopo il -1% m/m di ottobre (+1% m/m le attese). Il tasso di utilizzo della capacità produttiva di novembre è aumentato all'80,1% (in precedenza 79,3%). Particolarmente negativi, invece, i dati riguardanti il settore edilizio di novembre: si è registrata una variazione negativa dell'avvio di nuovi cantieri (-1,6% m/m, da +1,7% m/m) delle vendite di case esistenti (-6,1% m/m, da +1,4% m/m) e nuove (-1,6% m/m, da -2,2% m/m). Sempre a novembre, l'ISM manifatturiero è sceso a 58,7 dal 59, al contrario il non manifatturiero è salito a 59,3 da 57,1. L'*NAPM Chicago*, dopo essersi attestato a 60,8 in novembre, ha corretto a 58,3. Abbastanza significativa la riduzione del *NY Empire State Manufacturing Index* (a -3,6 da 10,2) e dell'indice di Philadelphia (a 24,5 da 40,8). Al contrario, a dicembre, l'indice di fiducia dei consumatori del *Conference Board* è salito a 92,6, da 91 e l'indice di fiducia delle famiglie del Michigan è passato a 93,6 da 88,8. I consumi privati (+0,7% m/m) e il reddito personale (+0,5% m/m) mostrano una dinamica in linea con i dati di ottobre, quando avevano registrato rispettivamente una variazione positiva dello 0,2% m/m e dello 0,3% m/m. Anche le vendite al dettaglio (+0,7% m/m, +5,1% a/a) sopra le attese di consenso (+0,4% m/m) confermano il risultato di ottobre (+0,5% m/m, +4,5% a/a). Il deprezzamento delle materie prime e la bassa crescita dei salari orari contengono l'inflazione che, a novembre, è calata al +1,3% a/a dopo il +1,7% a/a di ottobre. Al momento sotto controllo anche il CPI *core*, la variazione del quale è stata pari a +1,7% a/a (+1,8% a/a in precedenza). Nonostante i dati macroeconomici molto positivi e il brillante risultato del mercato del lavoro, l'orientamento della *Fed*, di non anticipare l'inversione della politica monetaria, dovrebbe rimanere invariato, non essendoci avvisaglie di pressioni inflazionistiche e considerato l'ampio rafforzamento del dollaro.

GIAPPONE

Lievi revisioni per quanto riguarda la crescita nel secondo e terzo trimestre. Il PIL si è contratto dello 0,5% t/t, dopo il -1,7% t/t del secondo trimestre. Su base tendenziale la variazione è risultata negativa in entrambi i trimestri: nel secondo pari a -0,3% a/a e nel terzo a -1,2% a/a. I consumi privati sono cresciuti dello 0,4% t/t, dopo il brusco calo del 5,1% t/t registrato nel secondo trimestre. Resta invece negativa la variazione tendenziale: da -2,8% a/a a -2,7% a/a. Gli investimenti fissi si sono contratti dello 0,9% t/t (-4,3% t/t in precedenza) e dello 0,4% a/a (+2,5% a/a nel secondo trimestre). Per quanto riguarda il canale estero, le esportazioni sono aumentate dell'1,3% t/t (+7,5% a/a) più delle importazioni, cresciute dello 0,7% t/t (+4,9% a/a). Nel secondo trimestre la variazione congiunturale era stata negativa per entrambe le componenti (-0,5% t/t e -5,4% t/t) ma positiva su base tendenziale, rispettivamente esportazioni +5,5% a/a e importazioni +6% a/a. La spesa pubblica ha registrato un +0,3% t/t, come nel secondo trimestre, e un +0,4% a/a, dopo la precedente variazione nulla. Nel terzo trimestre, quindi, i consumi privati hanno contribuito alla crescita per lo 0,2% t/t e le esportazioni nette, così come la spesa pubblica, per lo 0,1% t/t. Negativo, invece, l'apporto degli investimenti fissi (-0,2% t/t). Per quanto riguarda i dati mensili relativi al commercio estero, in novembre, si rileva una lieve crescita delle esportazioni (+0,33% m/m, +1,63% m/m in ottobre) e una variazione negativa per le importazioni, -0,53% m/m (+0,01% m/m in precedenza). Il deficit della bilancia commerciale è pari a -925,01 miliardi di yen, dai -985,05 miliardi di yen di ottobre. Il tasso di disoccupazione di novembre, come da attese di consenso, è invariato al 3,5%. Dal lato dell'offerta, gli ordinativi di macchinari industriali in ottobre si sono fortemente contratti su base tendenziale (-4,5% a/a) e

congiunturale (-6,4% m/m). Di riflesso, la produzione industriale di novembre è diminuita dello 0,6% m/m (-1,7% a/a) dal precedente +0,4% m/m (-0,8% a/a). Il calo sarebbe comunque inferiore alle attese di consenso: -0,8% m/m e -2,4% a/a. Nel quarto trimestre, l'indice *Tankan* riferito al settore manifatturiero è salito da 4 a 6 e quello del settore non manifatturiero da 4 a 5. Sostanzialmente stabile, in dicembre, il PMI delle imprese manifatturiere, passato a quota 52,1 da 52. Dal lato della domanda, i dati, tutti relativi a novembre, mostrano un ulteriore incremento dei consumi privati (+0,8% m/m, +1,3% m/m in ottobre) una riduzione del reddito reale (-1,3% m/m, +3,1% m/m il precedente) e un discreto aumento delle vendite al dettaglio (+2,4% m/m e +0,4% a/a). In sensibile calo, e per il quarto mese consecutivo, l'indice di fiducia dei consumatori, passato a novembre a 37,7 da 38,9 (consenso: 39,4). Nello stesso mese, è risultata in diminuzione la variazione del CPI *core* (+2,7% a/a, da +2,9% a/a). Anche l'inflazione globale ha registrato una flessione rispetto al mese precedente: +2,4% a/a, da +2,9% a/a. Nonostante il declassamento del Giappone a A1 da Aa3, dovuto all'aumento dell'incertezza sulla sostenibilità del debito giapponese dopo il rinvio del secondo rialzo dell'imposta sui consumi, le elezioni per il rinnovo della Camera bassa del 14 dicembre hanno dato un'ampia maggioranza alla coalizione di governo uscente. La riunione della *BoJ* si è conclusa con il mantenimento dello stimolo deciso a ottobre.

AREA EURO

Il rischio di deflazione non è escluso e i mercati stanno scontando nuovi interventi espansivi da parte della BCE, con particolare attenzione per un potenziale QE, nel corso del primo trimestre del 2015. Qualora Draghi deludesse queste aspettative, ci sarebbero importanti correzioni al ribasso nei mercati finanziari.

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 conferma una ripresa piuttosto lenta. Nel dettaglio, i consumi privati sono aumentati dello 0,5% t/t e dell'1% a/a (+0,3% t/t e +0,7% a/a nel secondo trimestre). Sono rimasti invariati rispetto allo stesso trimestre del 2013 gli investimenti fissi (+0,9% a/a nel secondo trimestre) e in diminuzione dello 0,3% t/t (-0,7% t/t nel precedente periodo). Le esportazioni sono aumentate (+1,3% t/t, +3,9% a/a) in termini tendenziali più che nel secondo trimestre (+1,4% t/t e +3,3% a/a). Lo stesso vale per le importazioni, cresciute dell'1,4% t/t e del 3,3% a/a, dopo che nel precedente periodo erano aumentate dell'1,3% t/t e del 3,5% a/a. La spesa pubblica è salita dello 0,3% t/t, come nel secondo trimestre. Su base tendenziale l'aumento è stato dell'1,1% a/a, dopo il +0,9% a/a del secondo trimestre. I dati di ottobre relativi al commercio con l'estero mostrano una diminuzione delle esportazioni dello 0,28% m/m (+4,24% m/m a settembre) e delle importazioni dell'1,33% m/m (+2,95% m/m in precedenza) determinando un saldo della bilancia commerciale di 19,42 miliardi di euro (17,92 in settembre). Dal lato dell'offerta, la produzione industriale in ottobre è aumentata sia rispetto al mese precedente (+0,2% m/m) sia rispetto allo stesso mese del 2013 (+0,8% a/a). La variazione era risultata positiva anche in settembre: +0,5% m/m e +0,1% a/a. La debole dinamica della produzione è sottolineata anche dall'andamento degli indici di fiducia delle imprese di dicembre che, sebbene abbiano corretto lievemente al rialzo, risultano su livelli abbastanza bassi. Il PMI manifatturiero è passato da 50,1 a 50,8 e quello relativo ai servizi da 51,1 a 51,9. Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio in ottobre sono aumentate dello 0,4% m/m e dell'1,5% a/a (-1,2% m/m e +0,6% a/a nel mese precedente). Il trend del petrolio, decrescente nel medio-lungo termine, potrebbe giovare alla crescita, tuttavia sarà la politica monetaria a determinare lo scenario. Il rischio di deflazione, sebbene secondo la BCE sia limitato, non è escluso. In novembre l'HCPI è aumentato dello 0,3% a/a (+0,4% a/a in ottobre) mentre il *core* è rimasto stabile a +0,7% a/a. Tenuto anche in considerazione che nella seconda TLTRO le banche hanno preso a prestito 129 miliardi circa (consenso: 148 miliardi) le probabilità di un *QE* nel primo trimestre 2015 è ulteriormente aumentata.

Germania

L'economia ha registrato, nel terzo trimestre, una variazione del PIL positiva pari allo 0,1% t/t e all'1,2% a/a. Nel secondo trimestre la variazione congiunturale era stata negativa (-0,1% t/t) e quella tendenziale positiva (+1,4% a/a). Contributi positivi alla crescita derivano dai consumi privati (+0,4% t/t) dalle esportazioni nette (+0,2% t/t) e dalla spesa pubblica (+0,1% t/t). Negativo invece l'apporto derivante dagli investimenti fissi (-0,7% t/t) e dalle scorte (-0,2% t/t). In ottobre il saldo della bilancia commerciale è risultato pari a 20,81 miliardi di euro, dai 18,62 miliardi di euro di settembre. Questo è dovuto alla diminuzione delle esportazioni dello 0,44% m/m (+5,51% m/m in settembre) e delle importazioni del 3,31% m/m (+5,22% m/m in settembre). Le condizioni del mercato del lavoro sono rimaste stabili: il costo del lavoro ha registrato un incremento del 2,3% a/a (+2% a/a nel secondo trimestre) e il tasso di disoccupazione, ancora riferito a novembre, è del 6,3%. La produzione industriale in ottobre è aumentata dello 0,2% m/m (+0,9% a/a) dopo il +1,1% m/m (0% a/a) di settembre. Gli ordini all'industria manifatturiera sono cresciuti

del 2,5% m/m (+2,2% a/a) un aumento di gran lunga superiore alle attese di consenso (+0,6% m/m). In settembre, la variazione era stata positiva rispetto al mese precedente (+1,1% m/m) e negativa su base tendenziale (-0,6% a/a). Le costruzioni sono ritornate in territorio positivo: +1,4% m/m, da -0,8% m/m di settembre. I segnali sul clima di fiducia delle imprese relativi a dicembre sono perlopiù positivi: lo *Zew* è salito a 34,9 da 11,5, l'*Ifo*, in linea con le attese, a 105,5 da 104,7 e il PMI manifatturiero a 51,2 da 49,5. Solo il PMI relativo ai servizi è sceso a 51,4 da 52,1. Le vendite al dettaglio, diminuite a settembre dell'1,8% m/m (-0,3% a/a) sono salite dell'1,6% m/m (+2,2% a/a) in ottobre. L'inflazione di novembre è rimasta contenuta. L'aumento dell'*HCPI* è risultato dello 0,5% a/a (+0,7% a/a nel mese precedente) mentre il *CPI core* è aumentato dello 0,9% a/a (+1,1% a/a in ottobre). Le banche tedesche risultano piuttosto esposte al debito della Grecia.

Francia

La revisione del PIL del terzo trimestre non ha portato nessuna sorpresa: confermata la crescita dello 0,3% t/t (-0,1% t/t nel secondo trimestre) e dello 0,4% a/a (nulla nel periodo aprile-giugno). I consumi privati sono aumentati dello 0,3% t/t (+0,9% a/a) contribuendo positivamente alla variazione del PIL per lo 0,2% t/t. Gli investimenti fissi sono diminuiti dello 0,6% t/t e del 2,2% a/a con un apporto negativo dello 0,1% t/t. La spesa pubblica è invece cresciuta dello 0,6% t/t e del 2% a/a (nel secondo trimestre +0,4% t/t e +1,7% a/a). Le scorte hanno contribuito all'aumento del PIL per lo 0,3% t/t, mentre il canale estero ha sottratto punti alla crescita per lo 0,2% t/t. I dati relativi al commercio con l'estero mostrano, per il terzo mese consecutivo, un incremento delle esportazioni superiore a quello delle importazioni. In ottobre le esportazioni sono aumentate dello 0,47% m/m (+1,5% m/m in settembre) e le importazioni dello 0,15% m/m (+0,63% m/m nel mese precedente). Il tasso di disoccupazione, ancora riferito a novembre, è del 10,5%. Anche se meno che in Germania, l'inflazione in novembre ha rallentato (+0,4% a/a) dopo il comunque debole +0,5% a/a di ottobre. In diminuzione anche l'inflazione *core* che, nello stesso mese, ha segnato un +0,7% a/a, dopo il +0,8% a/a del mese precedente. La produzione industriale è diminuita dello 0,8% m/m, variazione che ha portato il tendenziale a -1% a/a (0% m/m e -0,3% a/a, in precedenza). Nel complesso, gli indici di fiducia relativi a dicembre indicano una sostanziale stabilità. Il PMI manifatturiero si è attestato a 47,9 da 48,4 e quello dei servizi a 49,8 da 47,9. La fiducia delle imprese (*Insee*) è stabile a 99. Dal lato della domanda, i consumi delle famiglie di novembre sono aumentati dello 0,1% m/m (+0,2% m/m in ottobre) e la fiducia è passata a 87 da 85.

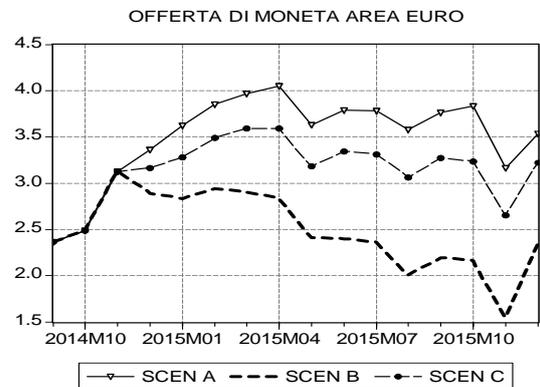
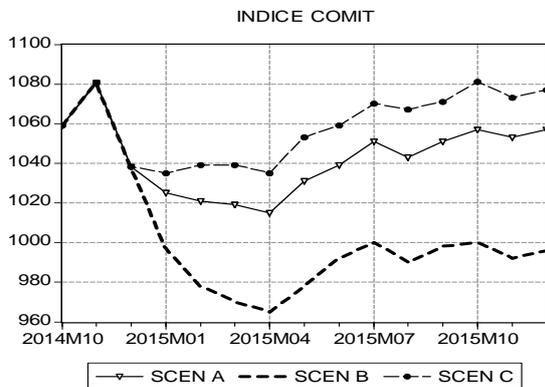
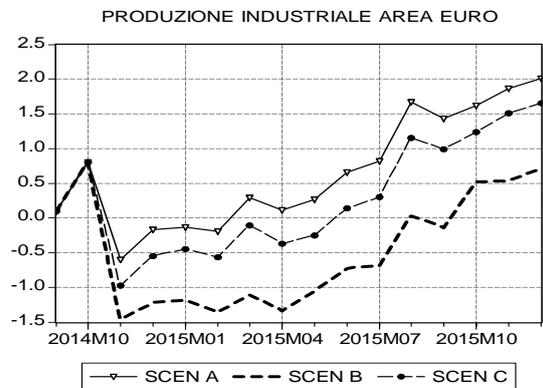
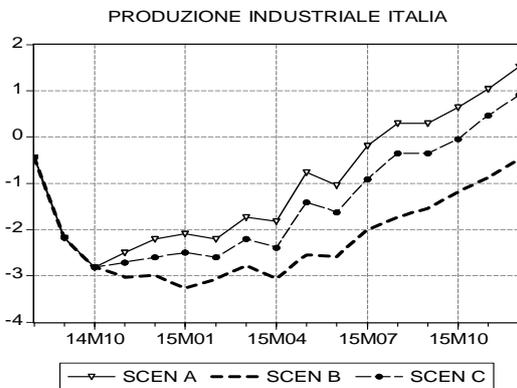
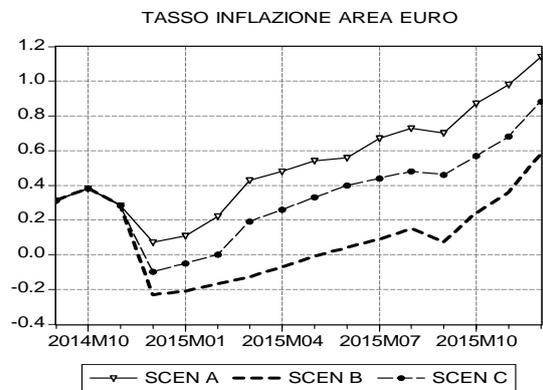
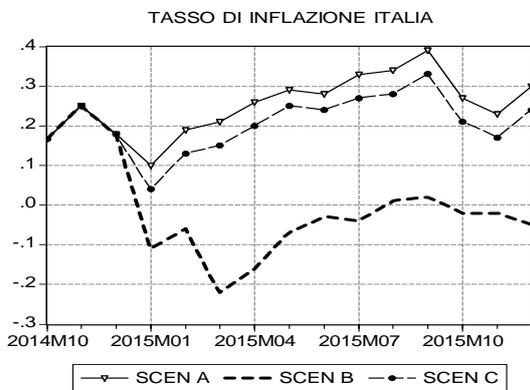
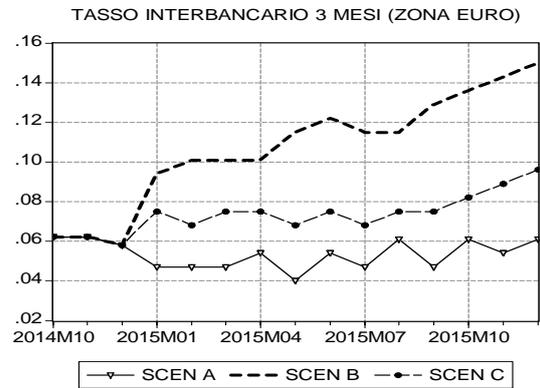
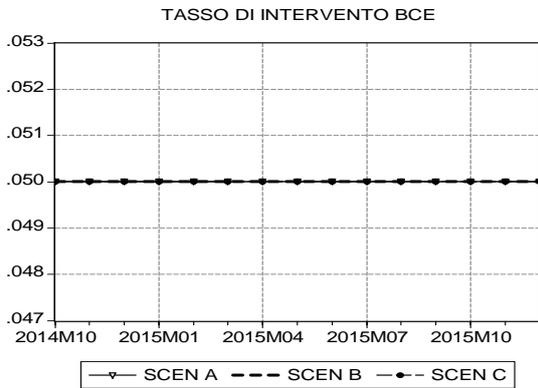
Italia

Nel terzo trimestre il PIL è diminuito dello 0,1% rispetto al trimestre precedente e dello 0,5% nei confronti dello stesso trimestre del 2013. Nei mesi primaverili si era registrata una diminuzione congiunturale dello 0,2 e tendenziale dello 0,4. I consumi privati sono cresciuti dello 0,1% t/t (+0,2% t/t nel secondo trimestre) e dello 0,4% a/a, come nel periodo precedente. Al contrario, si è registrata un'ulteriore contrazione degli investimenti fissi che, dopo essere diminuiti nel secondo trimestre dello 0,8% t/t (-2,2% a/a) sono calati dell'1% t/t (-3,1% a/a). Le esportazioni sono aumentate dello 0,2% t/t (+1,3% a/a) meno che nel secondo trimestre (+1,3% t/t e +2,5% a/a) mentre le importazioni, cresciute dello 0,9% t/t (+1,8% a/a) nel periodo precedente, hanno registrato un -0,3% t/t (-0,7% a/a). La spesa pubblica, infine, è calata dello 0,3% t/t (+0,1% t/t in precedenza) ma, su base tendenziale, è aumentata dello 0,2% (-0,4% a/a nel periodo aprile-giugno). La flessione del PIL è quindi il risultato del contributo negativo degli investimenti fissi (-0,2% t/t) delle scorte (-0,1% t/t) e della spesa pubblica (-0,1% t/t). Positivo l'apporto dei consumi privati (+0,1% t/t) e delle esportazioni nette (+0,1% t/t). Per quanto riguarda il commercio estero verso i paesi UE, le rilevazioni mensili, in ottobre, evidenziano un aumento delle esportazioni (+1,76% m/m, -0,79% m/m a settembre) e una diminuzione delle importazioni (-0,68% m/m da +0,58% m/m). Verso i paesi extra UE, in novembre, si segnala una diminuzione dell'1,8% m/m delle esportazioni (-1,18% m/m in ottobre). Le importazioni, invece, sono aumentate dell'1,92% m/m, dopo il calo precedente (-1,09% m/m). Il mercato del lavoro attraversa una fase di grande debolezza: 13,2% il tasso di disoccupazione (ancora riferito a ottobre). Nel terzo trimestre, inoltre, il costo del lavoro è salito dello 0,5% a/a, stesso valore registrato nel secondo. In ottobre la produzione industriale è calata ancora, dello 0,1% m/m (-2,8% a/a). Nel mese precedente la variazione era stata di -0,9% m/m e -2,2% a/a. Gli ordinativi, nello stesso mese, hanno mostrato un aumento dello 0,1% m/m (-0,3% a/a), dopo il precedente -1,5% m/m (-3,2% a/a). Il clima di fiducia delle imprese è migliorato nel settore manifatturiero, salendo, in dicembre, da 96,5 a 97,5, mentre è peggiorato nel settore dei servizi, calando a 86,6 da 88,6. Nello stesso mese, la fiducia dei consumatori ha lievemente corretto al ribasso, attestandosi a 99,7 da 100,2. L'*HCPI* in novembre è cresciuto dello 0,2% a/a (come in ottobre) e il *core* dello 0,4% a/a dal precedente +0,5% a/a.

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

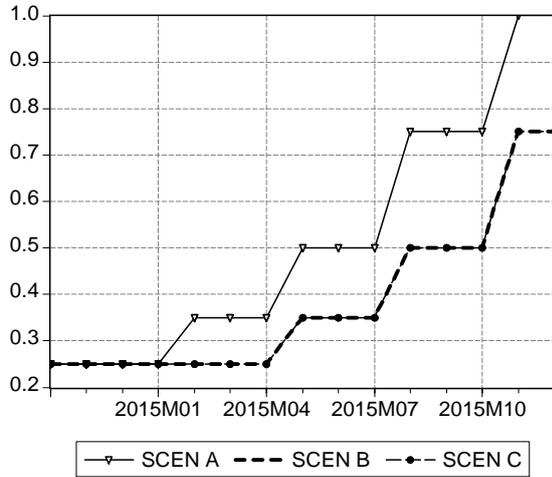
A (20%)	B (10%)	C (70%)
<p>Usa: la <i>Fed</i> anticipa il <i>timing</i> dell'inversione della politica monetaria a inizio 2015, a seguito di un duraturo miglioramento del mercato del lavoro e di una crescita brillante dell'economia, tra il 3% e il 3,5% a/a. Si attende, a causa del ciclo economico positivo, 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, nel primo trimestre del 2015, effettua l'acquisto di titoli di stato <i>e/o corporate</i>. L'intervento è motivato dall'ulteriore correzione al ribasso dell'inflazione e dal parziale fallimento delle aste TLTRO. Le politiche 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 alle difficoltà dei paesi non OPEC esportatori di greggio, in particolare della Russia, comporta maggiore afflusso di capitali anche nei paesi periferici dell'Area Euro. Tutti questi elementi 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%. A gennaio, a causa dell'incertezza circa la politica monetaria sia della BCE sia della <i>Fed</i>, più che per fattori economici e politici, si registra una elevata volatilità nei mercati finanziari.</p>	<p>Usa: la crescita è attorno al 2,5% a/a e l'inflazione rimane sotto controllo, grazie al trend decrescente del prezzo del petrolio. Questo consente al paese di crescere, nei primi mesi del 2015, in modo brillante, senza che si inneschino timori per un anticipo dell'inversione di politica monetaria, che non si verifica prima di marzo-giugno 2015. In tale situazione, i mercati azionari, ai massimi, correggono fisiologicamente senza brusche cadute, rimanendo tuttavia sensibili alle variazioni del tasso di inflazione <i>core</i> e dei salari orari. Questo contribuisce a mantenere elevata la volatilità 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, con grandi deflussi di capitali dall'Area Euro. Questo comporta l'indebolimento della moneta europea, con il cambio EUR/USD che si porta a quota 1,20. I rendimenti del decennale italiano e lo <i>spread</i> BTP-<i>Bund</i> salgono, rispettivamente, attorno al 2,8% e ai 160 punti base.</p>	<p>Usa: la crescita è attorno al 2,5% a/a e l'inflazione rimane sotto controllo, grazie al trend decrescente del prezzo del petrolio. Questo consente al paese di crescere, nei primi mesi del 2015, in modo brillante, senza che si inneschino timori per un anticipo dell'inversione di politica monetaria, che non si verifica prima di marzo-giugno 2015. In tale situazione, i mercati azionari, ai massimi, correggono fisiologicamente senza brusche cadute, rimanendo tuttavia sensibili alle variazioni del tasso di inflazione <i>core</i> e dei salari orari. Questo contribuisce a mantenere elevata la volatilità nei mercati finanziari.</p> <p>Area Euro: la BCE, nel primo trimestre del 2015, effettua l'acquisto di titoli di stato <i>e/o 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 maggiormente l'area dollaro. La discesa del prezzo del petrolio e le difficoltà dei paesi non OPEC esportatori di greggio, in particolare della Russia, porta flussi di capitali anche nei paesi periferici dell'Area Euro. Tutti questi elementi, 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%. A gennaio, a causa dell'incertezza circa la politica monetaria sia della BCE sia della <i>Fed</i>, più che per fattori economici e politici, si registra una elevata volatilità nei mercati finanziari.</p>

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili

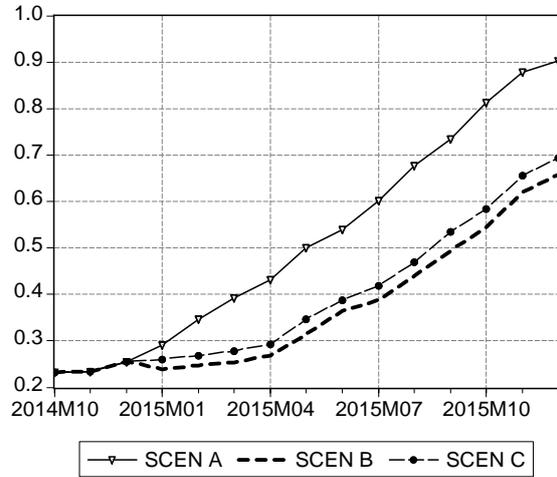


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili

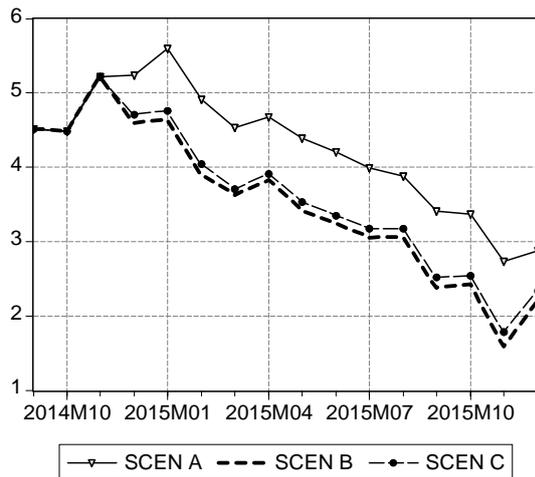
TASSO DI INTERVENTO FED



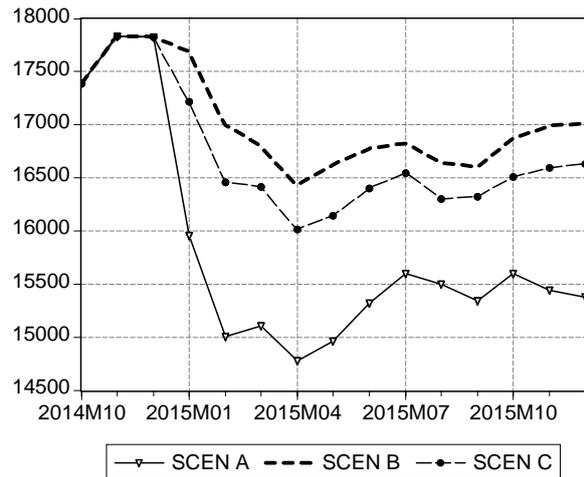
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



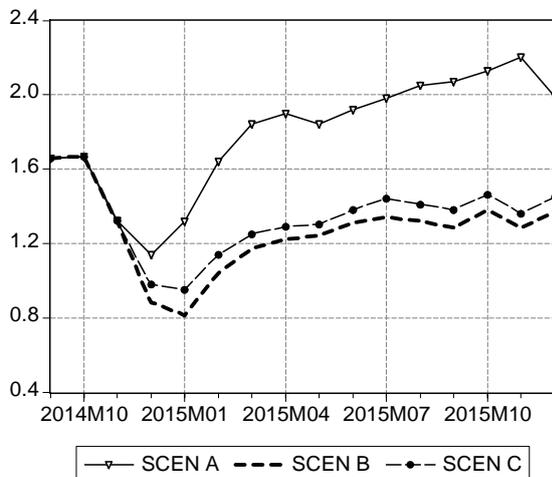
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



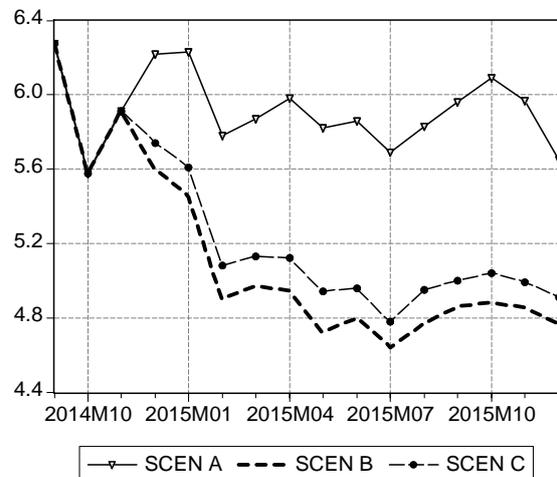
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

TASSI INTERBANCARI

I saggi interbancari europei in dicembre sono rimasti stabili sui valori registrati a ottobre e novembre per quel che riguarda le scadenze a 3 e 6 mesi (0,06% e 0,15% rispettivamente). Per la scadenza a 1 mese la variazione è stata minimale (0,01% da 0,00%). I tassi sono visti ai minimi 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 dicembre 2015, a +0,05% (1 mese) +0,09% (3 mesi) e +0,15% (3 mesi). Nello scenario A, alla fine dell'orizzonte di previsione, i tassi dovrebbero mantenersi sui livelli attuali (+0,02%, +0,06% e +0,11% rispettivamente l'1, il 3 e il 6 mesi). 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: a dicembre 2015, +0,08%, +0,15% e +0,21% per le scadenze a 1, 3 e 6 mesi.

STRUTTURA A TERMINE

In dicembre il rendimento dei titoli di stato a 3 anni è lievemente aumentato portandosi a +0,69% da +0,65%, il 5 anni è rimasto stabile a +1,03%, il 7 anni si è ridotto a quota +1,47% da +1,53%, maggiore la correzione del decennale, arrivato sotto la soglia dal 2%, a +1,97% da +2,11%. Se la BCE riuscisse ad attuare il *QE* nel corso del primo trimestre del 2015 e la *Fed* non anticipasse l'inversione della politica monetaria (scenario C) i rendimenti a dicembre 2015 potrebbero mantenersi su livelli di poco superiori agli attuali (+0,77% il 3 anni, +1,10% il 5 anni, +1,66% il 7 anni e +2,32% 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 inferiori agli attuali per le scadenze minori (+0,49%, +0,82%, +1,36% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7) mentre il decennale potrebbe rimanere per lo più sotto il 2% (+2,01% a dicembre 2015). 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: +1,38% il BTP a 3 anni, +1,81% il 5 anni, +2,39% il 7 anni e +2,95% il 10 anni.

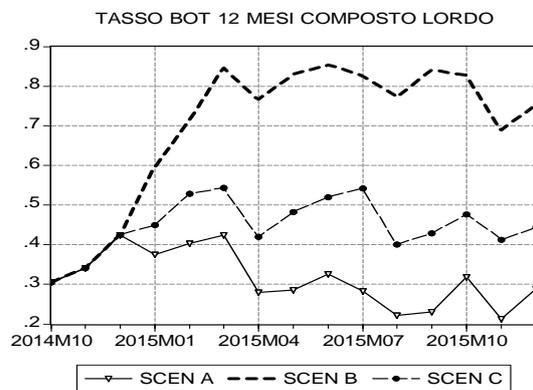
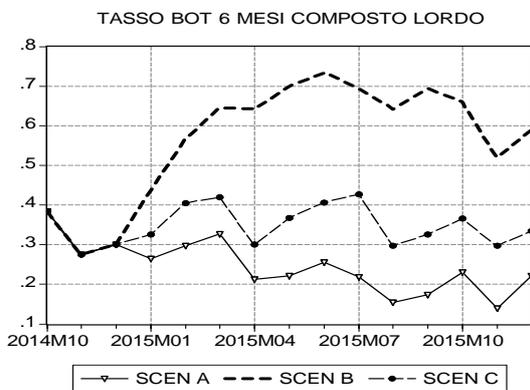
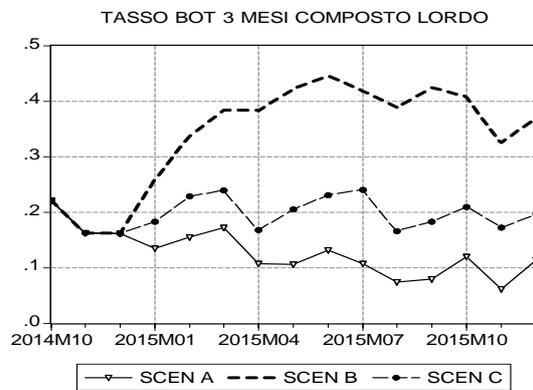
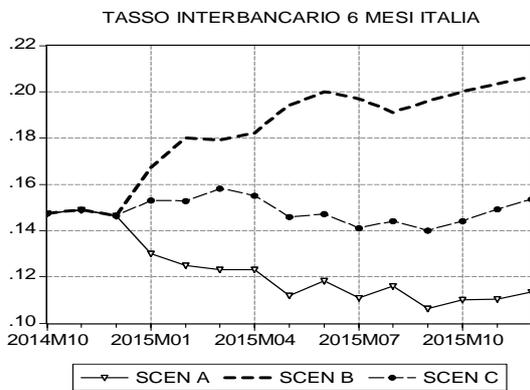
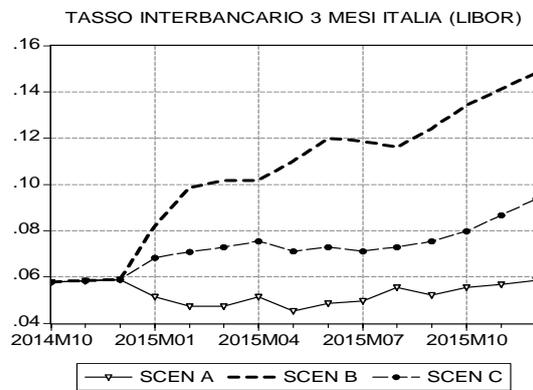
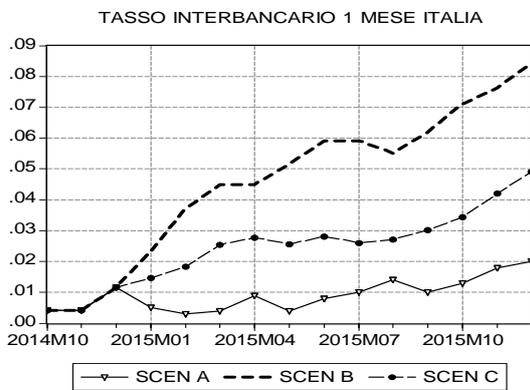
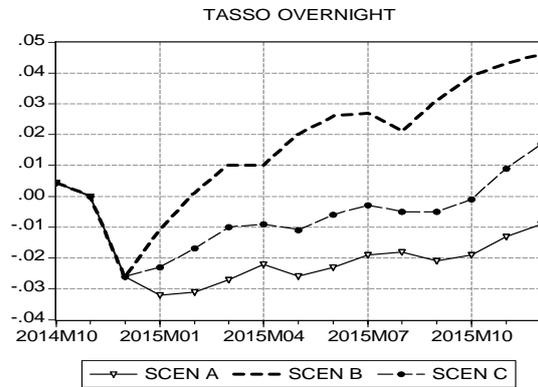
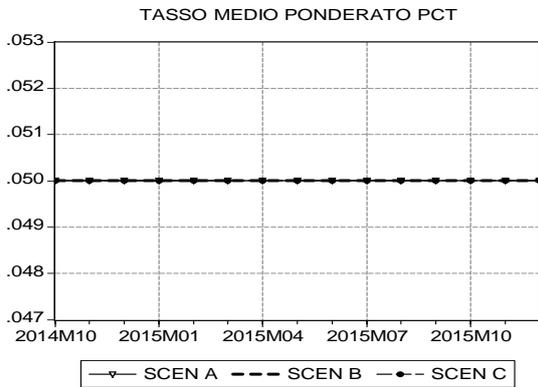
TASSI BANCARI

In ottobre il tasso medio sui depositi è rimasto stabile a +0,79%, mentre quello sui prestiti si è lievemente ridotto portandosi a +3,71% da +3,76%. Nei prossimi mesi, nello scenario C, si prevedono tassi prossimi agli attuali sui depositi (+0,79% a dicembre 2015) e lievemente inferiori sui prestiti (+3,68%). Nello scenario A, i due tassi potrebbero attestarsi, alla fine dell'orizzonte predittivo, sui livelli di poco inferiori: +0,75% per i depositi e +3,61 per gli impieghi. Nello scenario meno favorevole per l'Area Euro (B) il tasso medio sui depositi è visto a +0,83% a dicembre 2015 e quello sui prestiti a +3,77%.

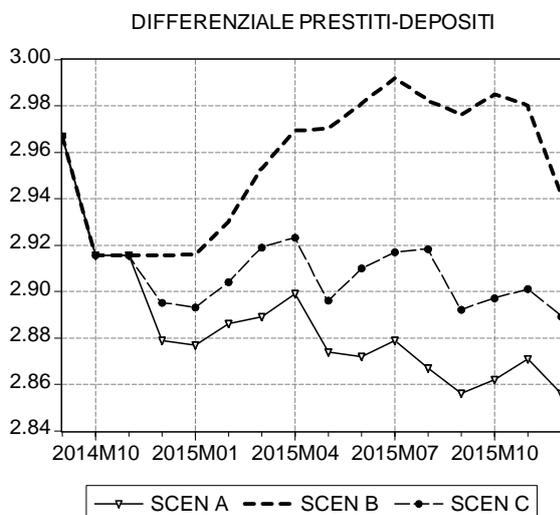
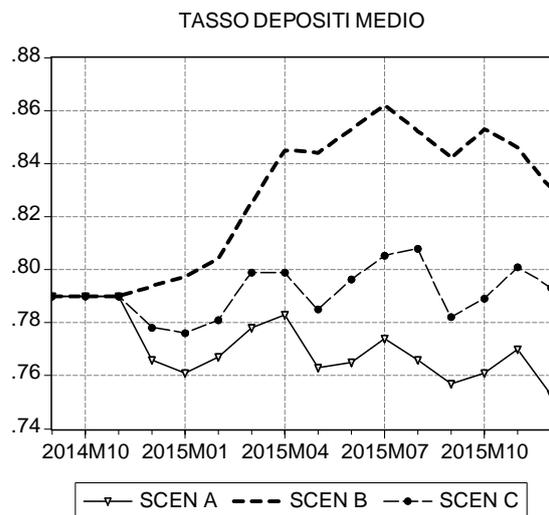
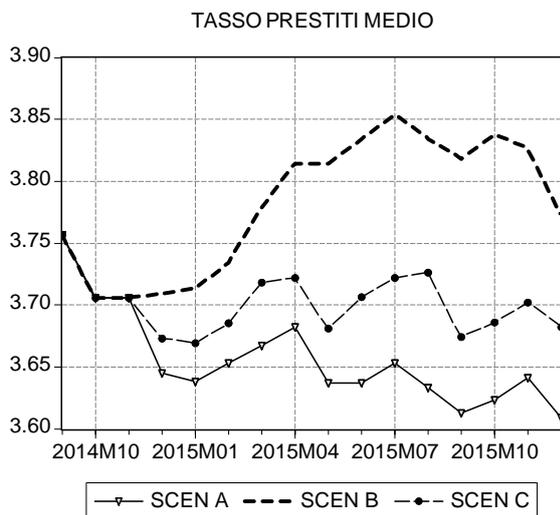
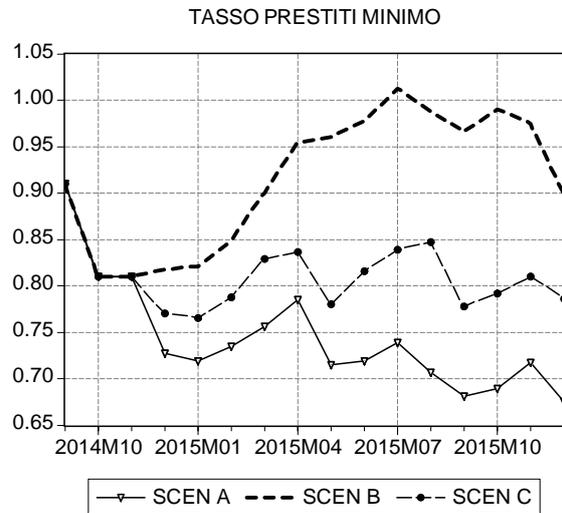
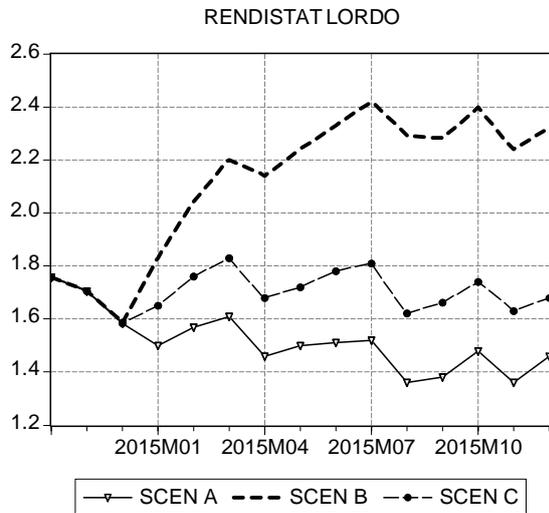
VOLUMI BANCARI

In ottobre, dopo la variazione nulla del mese precedente, si è registrato un incremento della raccolta dello 0,96% a/a. In base ai risultati delle simulazioni, nello scenario più probabile (C) la dinamica dei depositi potrebbe essere altalenante, anche se per lo più ancora negativa, durante l'intero periodo predittivo, attestandosi a quota -1,40% a/a a dicembre 2015. Nello scenario A l'andamento potrebbe essere meno negativo, con una variazione tendenziale a fine periodo pari a -0,90% a/a, mentre, se si dovesse verificare lo scenario più sfavorevole (B) la contrazione potrebbe essere del 2,50% a/a. I prestiti, invece, hanno registrato una nuova flessione a ottobre 2014 (-0,84% a/a) dopo il -0,35% a/a di settembre. Negli scenari C e A, nei quali, oltre alla vasta gamma di misure adottate per contrastare il *credit crunch*, la BCE attua il *QE*, la dinamica dei prestiti potrebbe tornare per lo più positiva: in C, a dicembre 2015, il tasso di variazione tendenziale previsto è pari +0,50% a/a, mentre in A a +0,80% a/a. Nello scenario B, il meno favorevole, il trend rimarrebbe negativo, con una variazione dei prestiti totali pari a -0,20% a/a alla fine del periodo di previsione.

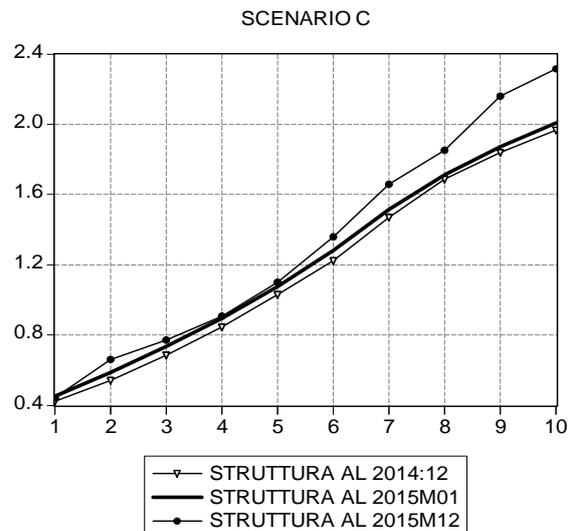
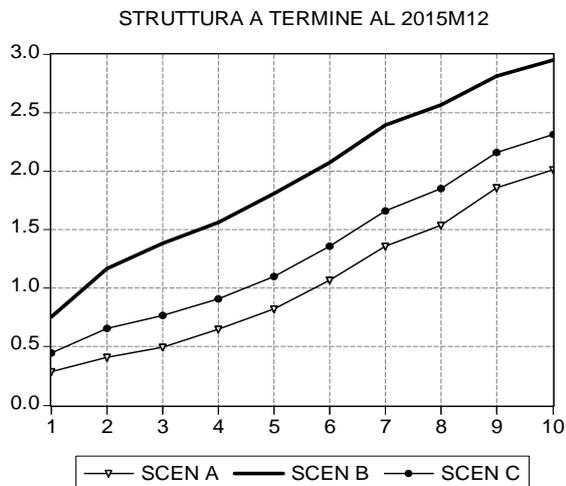
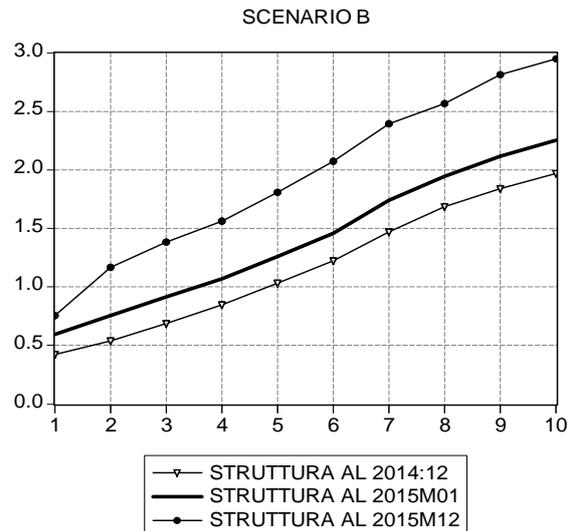
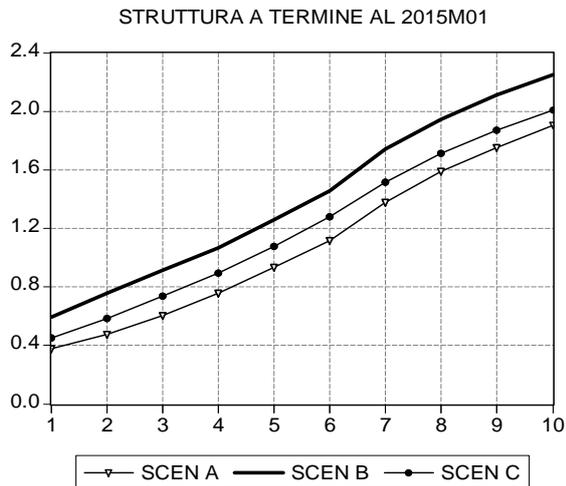
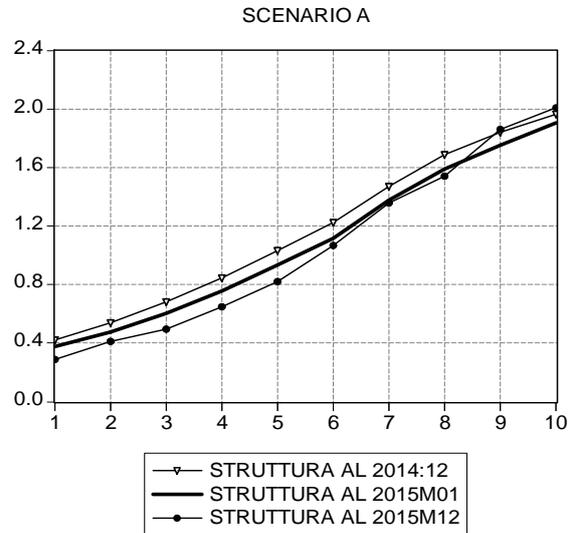
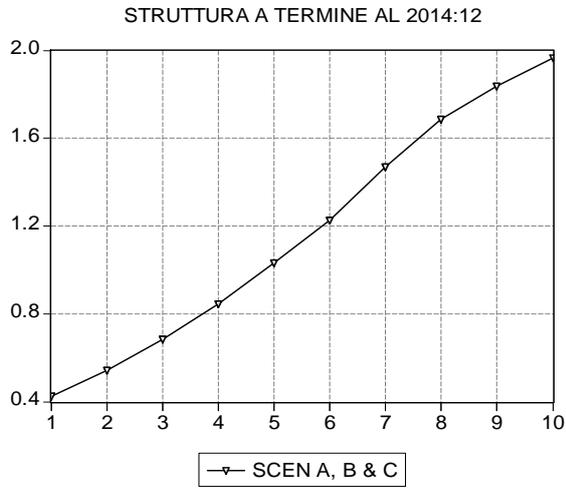
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



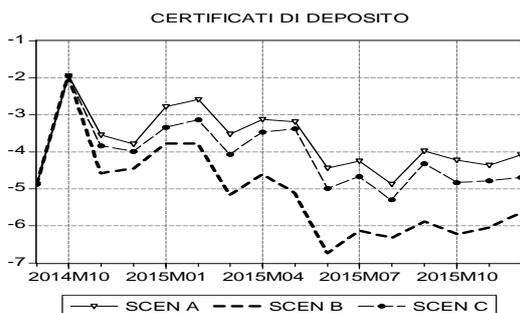
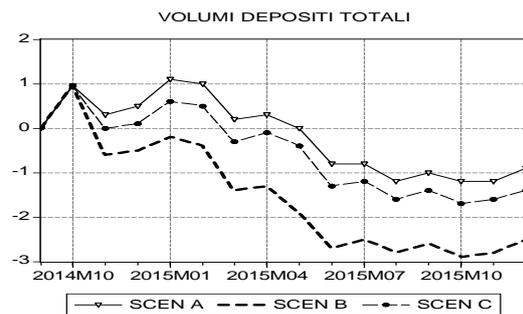
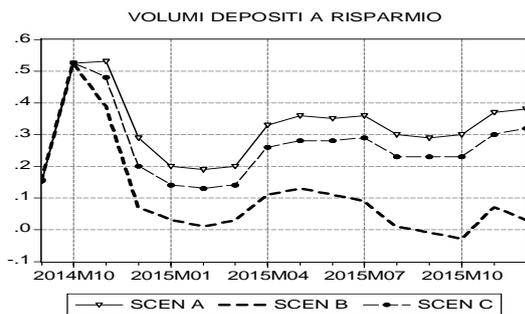
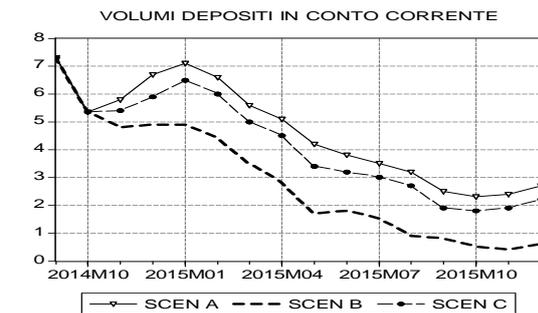
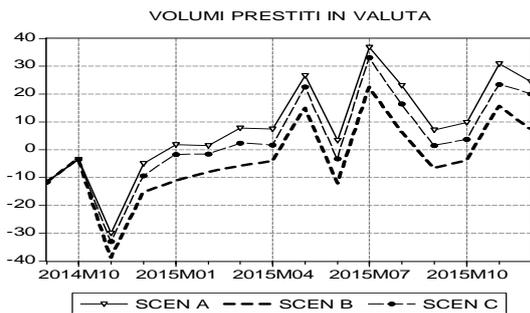
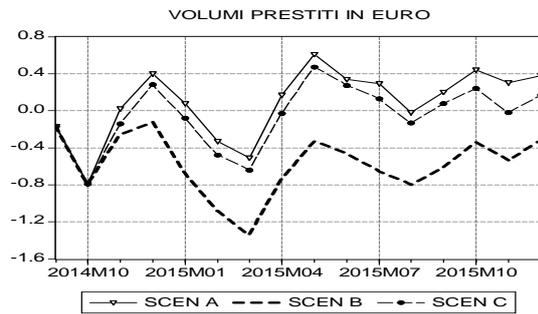
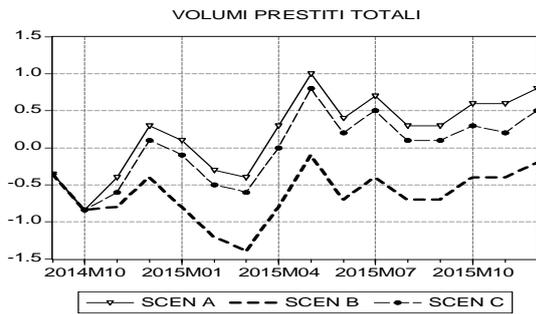
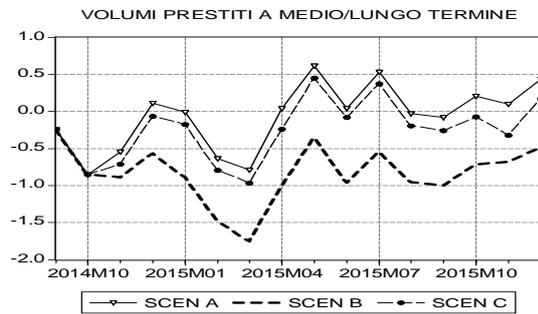
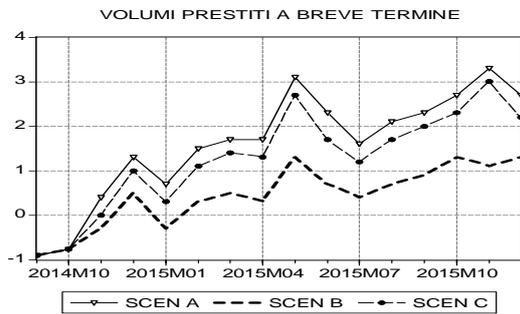
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



SCENARIO A	14 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	15 12	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	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	0.05
Indice COMIT	1155	1119	1114	1119	1059	1081	1038	1025	1021	1019	1015	1031	1039	1051	1043	1051	1057	1053	1057	1057
Produzione Industriale	-0.3	-1.3	-0.4	-2.2	-2.8	-2.5	-2.2	-2.1	-2.2	-1.7	-1.8	-0.8	-1.0	-0.2	0.3	0.3	0.6	1.0	1.5	1.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.2	0.0	-0.2	-0.1	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	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	0.05
T. Overnight media d/1	0.06	0.04	0.00	0.01	0.00	0.00	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.02	-0.03	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	-0.01
T. Interb. 1m lett.	0.13	0.09	0.08	0.01	0.00	0.00	0.01	0.01	0.00	0.00	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02
T. Interb. 3m lett.	0.21	0.17	0.16	0.06	0.06	0.06	0.06	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.06	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06
T. Interb. 6m lett.	0.30	0.26	0.26	0.16	0.15	0.15	0.15	0.13	0.13	0.12	0.12	0.11	0.12	0.11	0.12	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11
T. Depositi medio	0.86	0.83	0.81	0.79	0.79	0.79	0.77	0.76	0.77	0.78	0.78	0.76	0.77	0.77	0.77	0.76	0.76	0.77	0.77	0.75
T. Prestiti medio	3.86	3.81	3.77	3.76	3.71	3.71	3.65	3.64	3.65	3.67	3.68	3.64	3.64	3.65	3.63	3.61	3.62	3.64	3.61	3.61
T.prest. medio - T.dep. medio	3.00	2.98	2.96	2.97	2.92	2.92	2.88	2.88	2.89	2.89	2.90	2.87	2.87	2.88	2.87	2.86	2.86	2.87	2.86	2.86
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.20	0.16	0.09	0.13	0.22	0.16	0.16	0.13	0.15	0.17	0.11	0.11	0.13	0.11	0.07	0.08	0.12	0.06	0.11	0.11
T. BOT comp. lordo 6m	0.31	0.24	0.14	0.24	0.38	0.28	0.30	0.26	0.30	0.33	0.21	0.22	0.26	0.22	0.16	0.17	0.23	0.14	0.22	0.22
T. BOT comp. lordo 12m	0.50	0.39	0.28	0.28	0.30	0.34	0.42	0.38	0.40	0.42	0.28	0.29	0.33	0.28	0.22	0.23	0.32	0.21	0.29	0.29
Rendistat lordo	2.04	1.94	1.84	1.68	1.76	1.71	1.58	1.50	1.57	1.61	1.46	1.50	1.51	1.52	1.36	1.38	1.48	1.36	1.46	1.46
Rendistat netto	1.78	1.70	1.61	1.47	1.54	1.49	1.39	1.31	1.37	1.41	1.28	1.31	1.32	1.33	1.19	1.21	1.30	1.19	1.28	1.28
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.88	0.80	0.69	0.64	0.84	0.65	0.69	0.60	0.62	0.67	0.51	0.53	0.56	0.53	0.41	0.42	0.54	0.43	0.49	0.49
Rend. BTP a 5 anni	1.43	1.32	1.19	1.08	1.23	1.03	1.03	0.94	0.96	0.97	0.83	0.86	0.89	0.88	0.75	0.75	0.86	0.75	0.82	0.82
Rend. BTP a 7 anni	2.14	2.01	1.81	1.73	1.80	1.53	1.47	1.38	1.43	1.45	1.31	1.36	1.39	1.41	1.27	1.28	1.41	1.28	1.36	1.36
Rend. BTP a 10 anni	2.97	2.83	2.56	2.46	2.44	2.11	1.97	1.90	1.95	1.98	1.89	1.94	1.97	1.98	1.89	1.90	2.02	1.95	2.01	2.01
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2306.991	2305.042	2284.955	2298.089	2280.798	2285.332	2295.171	2311.476	2304.562	2313.675	2300.60	2298.12	2316.22	2321.18	2291.81	2304.98	2294.48	2299.04	2313.53	2313.53
Prestiti in euro	2261.414	2279.202	2253.254	2264.415	2241.757	2262.946	2255.212	2284.388	2264.729	2280.276	2256.622	2254.95	2269.102	2285.81	2252.80	2268.94	2251.62	2269.73	2263.78	2263.78
Prestiti in valuta	45.577	25.840	31.701	33.674	39.041	22.386	39.959	27.088	39.832	33.399	43.982	43.172	47.117	35.366	39.006	36.040	42.862	29.309	49.751	49.751
Prestiti a breve	365.793	363.803	355.882	366.785	361.883	359.764	367.420	372.997	370.100	370.694	368.326	366.315	374.206	369.624	363.356	375.221	371.654	371.637	377.341	377.341
Prestiti a m/1	1941.198	1941.239	1929.073	1931.304	1918.915	1925.568	1927.751	1938.479	1934.461	1942.981	1932.278	1931.808	1942.013	1951.553	1928.454	1929.762	1922.829	1927.407	1936.192	1936.192
Depositi totali	2110.968	2109.920	2122.118	2121.868	2127.762	2124.295	2108.618	2115.208	2134.628	2136.038	2113.981	2104.328	2094.080	2093.041	2096.653	2100.649	2102.229	2098.803	2089.640	2089.640
Depositi in c/c	759.852	761.969	774.545	778.934	778.449	784.760	791.424	783.325	782.698	788.935	790.159	796.980	788.726	788.638	799.330	798.407	796.353	803.594	812.792	812.792
Depositi a risparmio	298.159	297.279	298.258	298.639	298.458	298.832	300.389	301.157	301.245	301.180	300.196	299.276	299.203	298.349	299.153	299.505	299.353	299.938	301.530	301.530
Certif. deposito	1052.957	1050.672	1049.315	1044.295	1050.855	1040.702	1016.805	1030.726	1050.685	1045.922	1023.626	1008.073	1006.151	1006.054	998.169	1002.737	1006.522	995.271	975.318	975.318
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																				
Prestiti totali	-0.48	0.14	-0.64	-0.35	-0.84	-0.40	0.30	0.10	-0.30	-0.40	0.30	1.00	0.40	0.70	0.30	0.30	0.60	0.60	0.80	0.80
Prestiti in euro	-0.92	0.25	-0.62	-0.17	-0.79	0.02	0.40	0.08	-0.33	-0.51	0.17	0.61	0.34	0.29	-0.02	0.20	0.44	0.30	0.38	0.38
Prestiti in valuta	27.66	-8.74	-2.21	-11.59	-3.52	-30.08	-5.04	1.82	1.44	7.73	7.46	26.64	3.38	36.86	23.05	7.02	9.79	30.93	24.50	24.50
Prestiti a breve	-2.19	-3.88	-2.65	-0.91	-0.77	0.40	1.30	0.70	1.50	1.70	1.70	3.10	2.30	1.60	2.10	2.30	2.70	3.30	2.70	2.70
Prestiti a m/1	-0.16	0.93	-0.26	-0.25	-0.85	-0.55	0.11	-0.01	-0.64	-0.79	0.04	0.61	0.04	0.53	-0.03	-0.08	0.20	0.10	0.44	0.44
Depositi totali	-1.56	0.03	-0.24	0.00	0.96	0.30	0.50	1.10	1.00	0.20	0.30	0.00	-0.80	-0.80	-1.20	-1.00	-1.20	-1.20	-0.90	-0.90
Depositi in c/c	4.46	5.63	6.27	7.31	5.35	5.80	6.70	7.10	6.60	5.60	5.10	4.20	3.80	3.50	3.20	2.50	2.30	2.40	2.70	2.70
Depositi a risparmio	-0.11	-0.23	-0.07	0.15	0.52	0.53	0.29	0.20	0.19	0.20	0.33	0.36	0.35	0.36	0.30	0.29	0.30	0.37	0.38	0.38
Certif. deposito	-5.86	-3.60	-4.60	-4.87	-1.95	-3.54	-3.79	-2.78	-2.59	-3.52	-3.12	-3.19	-4.45	-4.25	-4.87	-3.98	-4.22	-4.37	-4.08	-4.08

(*) 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 31/12/2014.

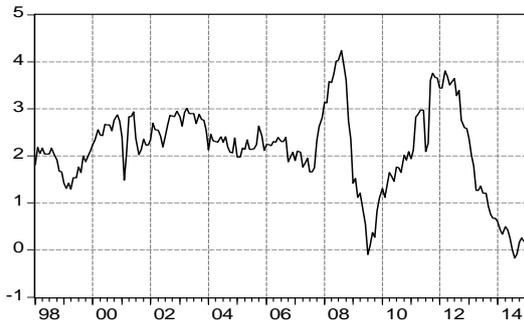
SCENARIO B	14 6	14 7	14 8	14 9	14 10	14 11	14 12	15 1	15 2	15 3	15 4	15 5	15 6	15 7	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.15	0.15	0.15	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT	1155	1119	1114	1119	1059	1081	1038	997	978	970	965	978	992	1000	990	998	1000	992	996
Produzione Industriale	-0.3	-1.3	-0.4	-2.2	-2.8	-3.0	-3.0	-3.3	-3.1	-2.8	-3.1	-2.6	-2.6	-2.0	-1.7	-1.5	-1.2	-0.9	-0.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.2	0.0	-0.2	-0.1	0.2	0.3	0.2	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	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	0.06	0.04	0.00	0.01	0.00	0.00	-0.03	-0.01	0.00	0.01	0.01	0.02	0.03	0.03	0.02	0.03	0.04	0.04	0.05
T. Interb. 1m lett.	0.13	0.09	0.08	0.01	0.00	0.00	0.01	0.02	0.04	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07	0.08	0.08
T. Interb. 3m lett.	0.21	0.17	0.16	0.06	0.06	0.06	0.06	0.08	0.10	0.10	0.10	0.11	0.12	0.12	0.12	0.12	0.13	0.14	0.15
T. Interb. 6m lett.	0.30	0.26	0.26	0.16	0.15	0.15	0.15	0.17	0.18	0.18	0.18	0.19	0.20	0.20	0.19	0.20	0.20	0.20	0.21
T. Depositi medio	0.86	0.83	0.81	0.79	0.79	0.79	0.79	0.80	0.80	0.83	0.85	0.84	0.85	0.86	0.85	0.84	0.85	0.85	0.83
T. Prestiti medio	3.86	3.81	3.77	3.76	3.71	3.71	3.71	3.71	3.73	3.78	3.81	3.81	3.83	3.85	3.83	3.82	3.84	3.83	3.77
T.prest.medio - T.dep.medio	3.00	2.98	2.96	2.97	2.92	2.92	2.92	2.92	2.93	2.95	2.97	2.97	2.98	2.99	2.98	2.98	2.99	2.98	2.94
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.20	0.16	0.09	0.13	0.22	0.16	0.16	0.26	0.34	0.38	0.38	0.42	0.45	0.42	0.39	0.42	0.41	0.33	0.37
T. BOT comp. lordo 6m	0.31	0.24	0.14	0.24	0.38	0.28	0.30	0.44	0.57	0.64	0.64	0.70	0.73	0.69	0.64	0.69	0.66	0.52	0.59
T. BOT comp. lordo 12m	0.50	0.39	0.28	0.28	0.30	0.34	0.42	0.60	0.71	0.85	0.77	0.83	0.85	0.83	0.77	0.84	0.83	0.69	0.75
Rendistat lordo	2.04	1.94	1.84	1.68	1.76	1.71	1.58	1.83	2.04	2.20	2.14	2.24	2.33	2.42	2.29	2.28	2.40	2.24	2.32
Rendistat netto	1.78	1.70	1.61	1.47	1.54	1.49	1.39	1.60	1.79	1.93	1.87	1.96	2.04	2.12	2.00	2.00	2.10	1.96	2.03
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.88	0.80	0.69	0.64	0.84	0.65	0.69	0.92	1.10	1.23	1.18	1.26	1.35	1.37	1.31	1.35	1.40	1.32	1.38
Rend. BTP a 5 anni	1.43	1.32	1.19	1.08	1.23	1.03	1.03	1.26	1.45	1.62	1.56	1.65	1.74	1.80	1.70	1.72	1.83	1.72	1.81
Rend. BTP a 7 anni	2.14	2.01	1.81	1.73	1.80	1.53	1.47	1.74	1.93	2.10	2.05	2.17	2.26	2.34	2.26	2.28	2.43	2.29	2.39
Rend. BTP a 10 anni	2.97	2.83	2.56	2.46	2.44	2.11	1.97	2.25	2.41	2.59	2.55	2.67	2.74	2.82	2.78	2.79	2.96	2.87	2.95
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2306.991	2305.042	2284.955	2298.089	2280.798	2276.154	2279.153	2290.694	2283.758	2290.445	2275.37	2273.09	2290.84	2295.82	2268.96	2282.00	2271.67	2267.05	2274.59
Prestiti in euro	2261.414	2279.202	2253.254	2264.415	2241.757	2256.611	2243.531	2267.041	2247.688	2261.253	2236.121	2233.88	2250.785	2264.16	2235.23	2250.60	2234.13	2244.43	2236.35
Prestiti in valuta	45.577	25.840	31.701	33.674	39.041	19.543	35.621	23.653	36.070	29.193	39.252	39.211	40.057	31.663	33.732	31.401	37.540	22.624	38.242
Prestiti a breve	365.793	363.803	355.882	366.785	361.883	357.256	364.519	369.293	365.725	366.320	363.256	359.920	368.354	365.258	358.373	370.086	366.587	361.186	369.257
Prestiti a m/1	1941.198	1941.239	1929.073	1931.304	1918.915	1918.898	1914.634	1921.401	1918.033	1924.125	1912.118	1913.175	1922.489	1930.564	1910.587	1911.916	1905.087	1905.863	1905.337
Depositi totali	2110.968	2109.920	2122.118	2121.868	2127.762	2105.233	2087.636	2088.010	2105.039	2101.929	2080.258	2064.346	2053.972	2057.172	2062.699	2066.699	2066.057	2046.287	2035.445
Depositi in c/c	759.852	761.969	774.545	778.934	778.449	777.342	778.073	767.234	766.544	773.246	772.867	777.859	773.529	773.399	781.516	785.165	782.341	780.452	782.741
Depositi a risparmio	298.159	297.279	298.258	298.639	298.458	298.416	299.730	300.646	300.704	300.669	299.538	298.590	298.487	297.547	298.288	298.609	298.368	298.625	299.820
Certif. deposito	1052.957	1050.672	1049.315	1044.295	1050.855	1029.475	1009.834	1020.129	1037.790	1028.014	1007.853	987.898	981.956	986.227	982.895	982.925	985.347	967.210	952.885
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	-0.48	0.14	-0.64	-0.35	-0.84	-0.80	-0.40	-0.80	-1.20	-1.40	-0.80	-0.10	-0.70	-0.40	-0.70	-0.70	-0.40	-0.40	-0.20
Prestiti in euro	-0.92	0.25	-0.62	-0.17	-0.79	-0.26	-0.12	-0.68	-1.08	-1.34	-0.74	-0.33	-0.47	-0.66	-0.80	-0.61	-0.34	-0.54	-0.32
Prestiti in valuta	27.66	-8.74	-2.21	-11.59	-3.52	-38.96	-15.35	-11.10	-8.14	-5.84	-4.10	15.02	-12.11	22.53	6.41	-6.75	-3.85	15.77	7.36
Prestiti a breve	-2.19	-3.88	-2.65	-0.91	-0.77	-0.30	0.50	-0.30	0.30	0.50	0.30	1.30	0.70	0.40	0.70	0.90	1.30	1.10	1.30
Prestiti a m/1	-0.16	0.93	-0.26	-0.25	-0.85	-0.89	-0.57	-0.90	-1.48	-1.75	-1.01	-0.36	-0.96	-0.55	-0.96	-1.00	-0.72	-0.68	-0.49
Depositi totali	-1.56	0.03	-0.24	0.00	0.96	-0.60	-0.50	-0.20	-0.40	-1.40	-1.30	-1.90	-2.70	-2.50	-2.80	-2.60	-2.90	-2.80	-2.50
Depositi in c/c	4.46	5.63	6.27	7.31	5.35	4.80	4.90	4.90	4.40	3.50	2.80	1.70	1.80	1.50	0.90	0.80	0.50	0.40	0.60
Depositi a risparmio	-0.11	-0.23	-0.07	0.15	0.52	0.39	0.07	0.03	0.01	0.03	0.11	0.13	0.11	0.09	0.01	-0.01	-0.03	0.07	0.03
Certif. deposito	-5.86	-3.60	-4.60	-4.87	-1.95	-4.59	-4.45	-3.78	-3.78	-5.17	-4.62	-5.13	-6.74	-6.13	-6.33	-5.88	-6.23	-6.05	-5.64

(*) 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 31/12/2014.

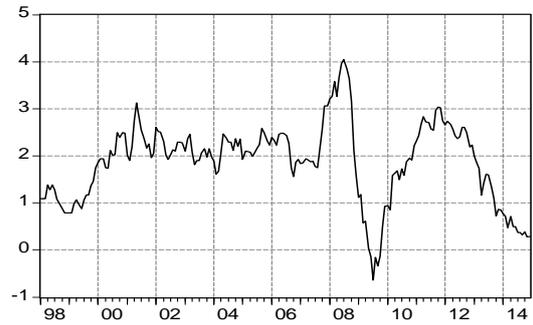
SCENARIO C	14 6	14 7	14 8	14 9	14 10	14 11	14 12	15 1	15 2	15 3	15 4	15 5	15 6	15 7	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.15	0.15	0.15	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT	1155	1119	1114	1119	1059	1081	1038	1035	1039	1039	1035	1053	1059	1070	1067	1071	1081	1073	1077
Produzione Industriale	-0.3	-1.3	-0.4	-2.2	-2.8	-2.7	-2.6	-2.5	-2.6	-2.2	-2.4	-1.4	-1.6	-0.9	-0.3	-0.4	0.0	0.5	0.9
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.2	0.0	-0.2	-0.1	0.2	0.3	0.2	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	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	0.06	0.04	0.00	0.01	0.00	0.00	-0.03	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	0.00	-0.01	-0.01	0.00	0.01	0.02
T. Interb. 1m lett.	0.13	0.09	0.08	0.01	0.00	0.00	0.01	0.01	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.04
T. Interb. 3m lett.	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	0.09	0.09
T. Interb. 6m lett.	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	0.14	0.14	0.14	0.14	0.15	0.15
T. Depositi medio	0.86	0.83	0.81	0.79	0.79	0.79	0.78	0.78	0.78	0.80	0.80	0.79	0.80	0.81	0.81	0.78	0.79	0.80	0.79
T. Prestiti medio	3.86	3.81	3.77	3.76	3.71	3.71	3.67	3.67	3.69	3.72	3.72	3.68	3.71	3.72	3.73	3.67	3.69	3.70	3.68
T.prest.medio - T.dep.medio	3.00	2.98	2.96	2.97	2.92	2.92	2.90	2.89	2.90	2.92	2.92	2.90	2.91	2.92	2.92	2.89	2.90	2.90	2.89
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.20	0.16	0.09	0.13	0.22	0.16	0.16	0.18	0.23	0.24	0.17	0.20	0.23	0.24	0.17	0.18	0.21	0.17	0.20
T. BOT comp. lordo 6m	0.31	0.24	0.14	0.24	0.38	0.28	0.30	0.33	0.41	0.42	0.30	0.37	0.41	0.43	0.30	0.33	0.37	0.30	0.33
T. BOT comp. lordo 12m	0.50	0.39	0.28	0.28	0.30	0.34	0.42	0.45	0.53	0.54	0.42	0.48	0.52	0.54	0.40	0.43	0.48	0.41	0.44
Rendistat lordo	2.04	1.94	1.84	1.68	1.76	1.71	1.58	1.65	1.76	1.83	1.68	1.72	1.78	1.81	1.62	1.66	1.74	1.63	1.68
Rendistat netto	1.78	1.70	1.61	1.47	1.54	1.49	1.39	1.44	1.54	1.60	1.47	1.51	1.56	1.58	1.42	1.45	1.52	1.43	1.47
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.88	0.80	0.69	0.64	0.84	0.65	0.69	0.74	0.83	0.87	0.73	0.78	0.84	0.88	0.72	0.75	0.83	0.74	0.77
Rend. BTP a 5 anni	1.43	1.32	1.19	1.08	1.23	1.03	1.03	1.07	1.16	1.19	1.05	1.10	1.18	1.21	1.05	1.08	1.16	1.07	1.10
Rend. BTP a 7 anni	2.14	2.01	1.81	1.73	1.80	1.53	1.47	1.51	1.61	1.65	1.52	1.59	1.68	1.73	1.59	1.62	1.69	1.61	1.66
Rend. BTP a 10 anni	2.97	2.83	2.56	2.46	2.44	2.11	1.97	2.01	2.11	2.16	2.08	2.14	2.21	2.27	2.17	2.20	2.30	2.27	2.32
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2306.991	2305.042	2284.955	2298.089	2280.798	2280.743	2290.594	2306.858	2299.939	2309.029	2293.72	2293.57	2311.60	2316.57	2287.24	2300.39	2287.64	2285.30	2302.05
Prestiti in euro	2261.414	2279.202	2253.254	2264.415	2241.757	2259.326	2252.516	2280.736	2261.321	2277.297	2252.116	2251.81	2267.519	2282.16	2250.33	2266.23	2247.14	2258.87	2256.35
Prestiti in valuta	45.577	25.840	31.701	33.674	39.041	21.417	38.078	26.122	38.618	31.733	41.607	41.759	44.086	34.402	36.915	34.161	40.504	26.430	45.702
Prestiti a breve	365.793	363.803	355.882	366.785	361.883	358.331	366.332	371.515	368.642	369.601	366.877	364.894	372.011	368.169	361.932	374.121	370.206	369.081	374.391
Prestiti a m/1	1941.198	1941.239	1929.073	1931.304	1918.915	1922.412	1924.262	1935.343	1931.297	1939.428	1926.846	1928.679	1939.594	1948.399	1925.308	1926.266	1917.434	1916.223	1927.656
Depositi totali	2110.968	2109.920	2122.118	2121.868	2127.762	2117.941	2100.225	2104.747	2124.060	2125.379	2105.550	2095.911	2083.525	2084.601	2088.164	2092.162	2091.590	2084.054	2070.822
Depositi in c/c	759.852	761.969	774.545	778.934	778.449	781.793	785.490	778.937	778.292	784.453	785.648	790.861	784.167	784.828	795.458	793.734	792.461	796.647	802.771
Depositi a risparmio	298.159	297.279	298.258	298.639	298.458	298.684	300.119	300.977	301.065	301.000	299.987	299.037	298.994	298.141	298.944	299.326	299.144	299.580	301.079
Certif. deposito	1052.957	1050.672	1049.315	1044.295	1050.855	1037.464	1014.616	1024.834	1044.703	1039.926	1019.916	1006.013	1000.364	1001.632	993.762	999.102	999.985	987.827	966.972
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	-0.48	0.14	-0.64	-0.35	-0.84	-0.60	0.10	-0.10	-0.50	-0.60	0.00	0.80	0.20	0.50	0.10	0.10	0.30	0.20	0.50
Prestiti in euro	-0.92	0.25	-0.62	-0.17	-0.79	-0.14	0.28	-0.08	-0.48	-0.64	-0.03	0.47	0.27	0.13	-0.13	0.08	0.24	-0.02	0.17
Prestiti in valuta	27.66	-8.74	-2.21	-11.59	-3.52	-33.11	-9.51	-1.82	-1.66	2.36	1.65	22.50	-3.27	33.14	16.45	1.44	3.75	23.41	20.02
Prestiti a breve	-2.19	-3.88	-2.65	-0.91	-0.77	0.00	1.00	0.30	1.10	1.40	1.30	2.70	1.70	1.20	1.70	2.00	2.30	3.00	2.20
Prestiti a m/1	-0.16	0.93	-0.26	-0.25	-0.85	-0.71	-0.07	-0.18	-0.80	-0.97	-0.24	0.45	-0.08	0.37	-0.20	-0.26	-0.08	-0.32	0.18
Depositi totali	-1.56	0.03	-0.24	0.00	0.96	0.00	0.10	0.60	0.50	-0.30	-0.10	-0.40	-1.30	-1.20	-1.60	-1.40	-1.70	-1.60	-1.40
Depositi in c/c	4.46	5.63	6.27	7.31	5.35	5.40	5.90	6.50	6.00	5.00	4.50	3.40	3.20	3.00	2.70	1.90	1.80	1.90	2.20
Depositi a risparmio	-0.11	-0.23	-0.07	0.15	0.52	0.48	0.20	0.14	0.13	0.14	0.26	0.28	0.28	0.29	0.23	0.23	0.23	0.30	0.32
Certif. deposito	-5.86	-3.60	-4.60	-4.87	-1.95	-3.84	-4.00	-3.34	-3.14	-4.07	-3.47	-3.39	-4.99	-4.67	-5.29	-4.33	-4.84	-4.78	-4.70

(*) 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 31/12/2014.

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



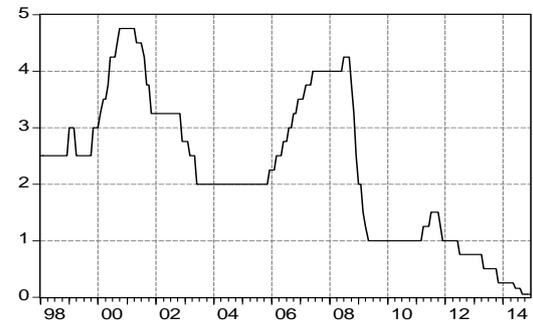
TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



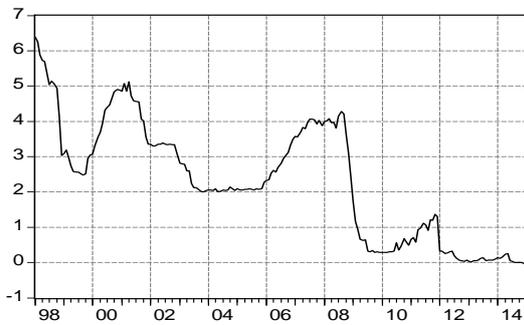
TASSO INFLAZIONE AREA EURO



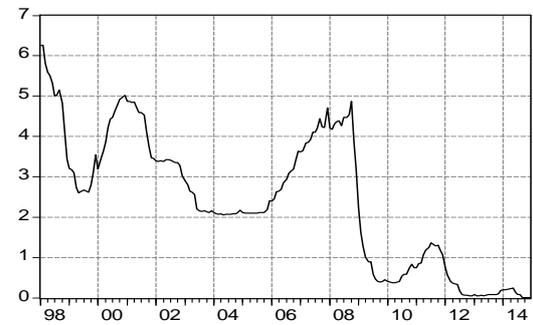
PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



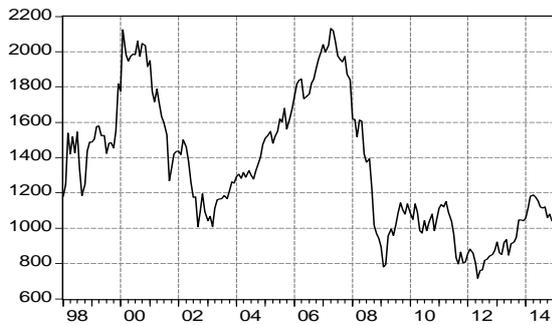
TASSO DI INTERVENTO BCE



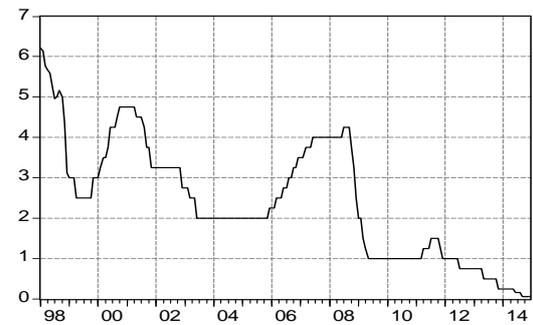
TASSO OVERNIGHT



TASSO INTERBANCARIO 1 MESE ITALIA

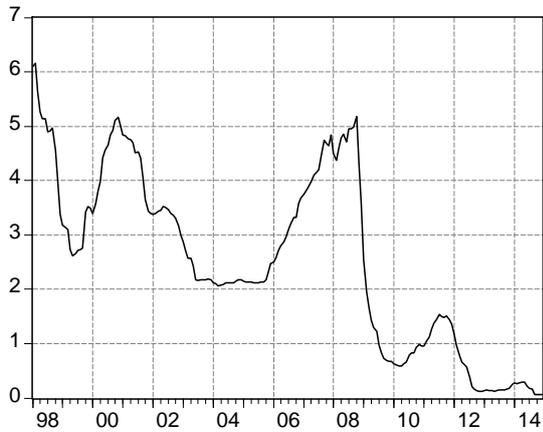


INDICE COMIT



TASSO MEDIO PONDERATO PCT

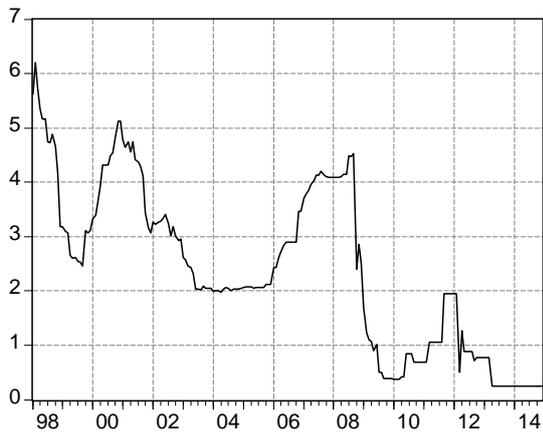
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



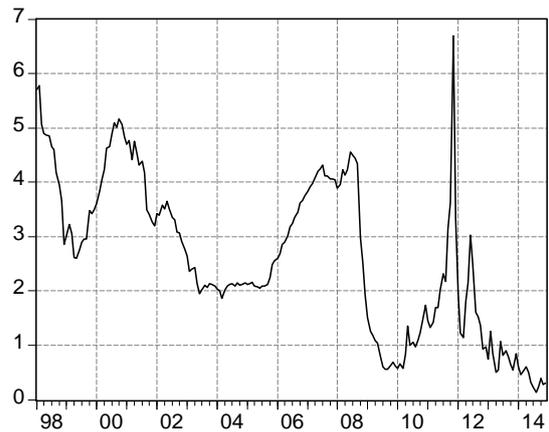
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI ITALIA (LIBOR)



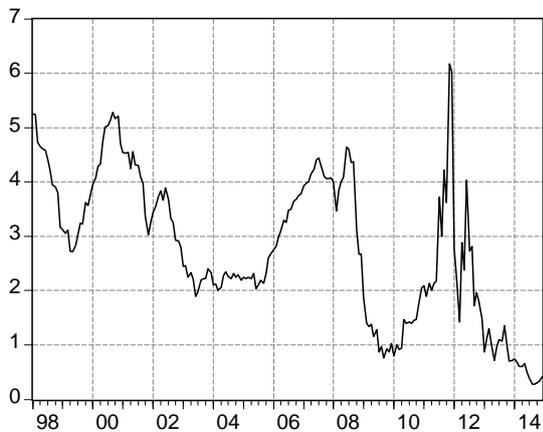
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI ITALIA



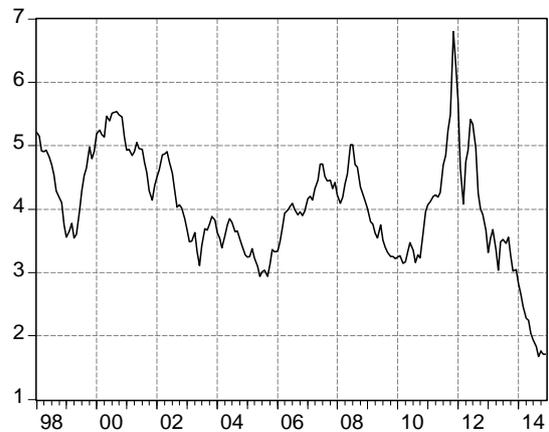
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO



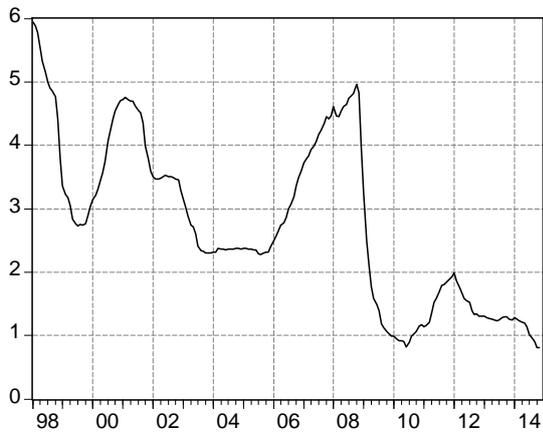
— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO



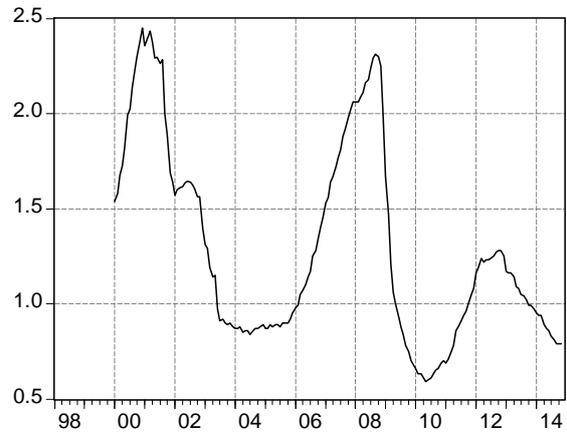
— RENDISTAT LORDO

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

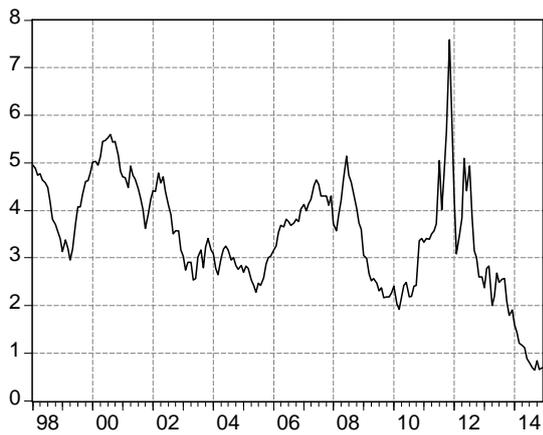
Dati mensili



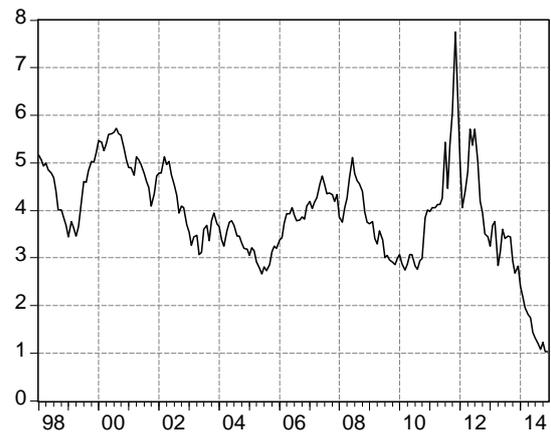
TASSO PRESTITI MINIMO



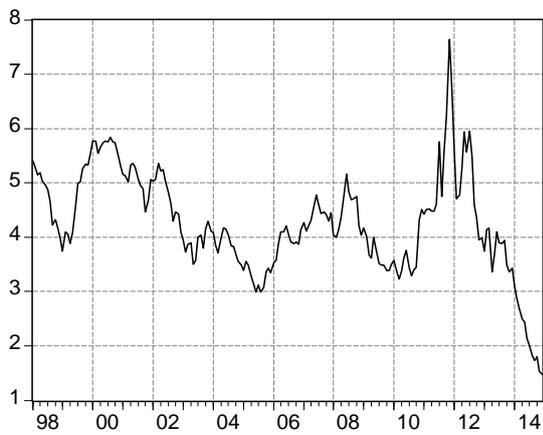
TASSO DEPOSITI MEDIO



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)

