



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 31/01/2015

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 Gennaio 2015.

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 tasso di cambio EUR/USD ha registrato un ulteriore deprezzamento, con una quotazione a 1,13 dollari per euro l'ultimo giorno di gennaio. Il trend decrescente dovrebbe proseguire, avendo finora scontato solo il *QE* annunciato dalla BCE il 22 gennaio e non il passaggio da parte della *Fed* a una politica monetaria restrittiva. Quando questo avverrà, il cambio potrebbe addirittura raggiungere la parità. La futura rapidità di discesa, tuttavia, potrebbe essere inferiore a quanto osservato finora, poiché la *Fed* potrebbe decidere di prendere tempo e abbandonare la neutralità attuale non prima di settembre-ottobre 2015. Nel quarto trimestre la crescita statunitense si è notevolmente ridimensionata rispetto al risultato sorprendente del trimestre precedente, soprattutto a causa dell'effetto del rafforzamento del dollaro sulla bilancia commerciale. Il deciso aumento delle importazioni rispetto a quello registrato per le esportazioni ha sottratto circa un punto alla crescita. L'attività è comunque cresciuta a un ritmo solido e la dinamica occupazionale è forte. Nelle minute della *Fed*, inoltre, è emersa una certa preoccupazione circa le attuali tensioni internazionali. Queste hanno probabilmente influenzato anche le nuove proiezioni di crescita rilasciate dalla banca mondiale, che ha deciso di tagliare le stime sulla crescita globale al 3% per il 2015, rispetto al 3,4% indicato in precedenza. Lo scenario macroeconomico continua a essere caratterizzato anche da prezzi del petrolio contenuti. Nel medio lungo periodo il greggio dovrebbe mantenersi attorno a 50 dollari al barile. Allo stesso tempo, grazie all'estrazione del petrolio "non convenzionale" (*shale oil*) la volatilità futura dei corsi dovrebbe essere piuttosto contenuta. Con gli attuali prezzi, la produzione industriale è diventata meno conveniente causando il fallimento di alcune piccole compagnie. Questa tecnica di produzione, tuttavia, consente maggiore facilità di entrata nel mercato rispetto a quelle tradizionali, perciò, se i prezzi dovessero tronare interessanti, i produttori di *shale oil* sarebbero in grado, in tempi brevi, di aumentare l'offerta di petrolio, contribuendo all'abbassamento dei corsi dello stesso. Ne consegue che l'impatto positivo derivante dalla diminuzione dei costi dei prodotti energetici sull'economia mondiale e soprattutto europea non sarà temporaneo ma di medio-lungo periodo. Nella zona dell'euro la flessione del petrolio contribuisce a sostenere i consumi, ma ha accresciuto i rischi di un radicamento di aspettative di riduzione dei prezzi e di un aumento dei tassi d'interesse reali, aggravando la situazione dei settori indebitati. Per contrastare questi rischi la BCE ha varato un programma di acquisto, che partirà a marzo, di portata rilevante e al di sopra delle attese dei mercati: la banca acquisterà mensilmente 60 miliardi di titoli dei settori pubblico e privato fino a settembre 2016 e oltre, se necessario. Vista la sopravvalutazione della borsa americana e i rendimenti ormai negativi dei titoli di debito europei, la nuova liquidità premierà probabilmente l'azionario europeo, così come il mercato dei cambi. Allo stesso tempo, la volatilità nei mercati finanziari è aumentata dopo le elezioni politiche in Grecia che hanno visto la vittoria del partito di Tsipras, sostenitore della permanenza del paese nell'euro, ma contrario all'austerità. In particolare Tsipras afferma di voler rinegoziare i termini di pagamento del debito. Ciò non intaccherà in modo sconvolgente e duraturo lo scenario europeo. Anche qualora la Grecia dichiarasse *default*, gli effetti sarebbero limitati a un aumento della volatilità: la percentuale di debito in mano ai privati si è fortemente ridimensionata negli ultimi anni. Anche la probabilità di contagio ad altri paesi dell'area si è ridotta rispetto al 2011, come dimostrato dal fatto che, sebbene in Grecia si sia nuovamente osservato un aumento marcato dei premi per il rischio sovrano, negli altri paesi periferici questi sono rimasti pressoché invariati.

USA

Nel quarto trimestre la crescita statunitense si è notevolmente ridimensionata rispetto al risultato sorprendente del trimestre precedente, soprattutto a causa del effetto del rafforzamento del dollaro sulla bilancia commerciale.

La stima *advance* relativa al quarto trimestre del 2014 mostra una variazione positiva del PIL del 2,6% rispetto al trimestre precedente e del 2,5% nei confronti dello stesso mese del 2013. Il precedente dato, relativo quindi al periodo luglio-settembre, era stato particolarmente brillante: +5% t/t (+2,7% a/a). I consumi privati si sono confermati la variabile predominante, aumentati del 4,3% t/t (+3,2% t/t nel terzo trimestre) e del 2,8% a/a, dal +2,7% a/a precedente, hanno contribuito alla crescita per il 2,87% t/t. Gli investimenti fissi sono invece cresciuti del 2,3% t/t (+4,9% a/a) a fronte del precedente +7,7% t/t (+5,9% a/a). Il contributo è stato debole, pari allo 0,37% t/t e ancora una volta la componente non residenziale è stata la più dinamica: +0,24% t/t, contro il +0,13% t/t di quella residenziale. L'accumulo di scorte ha avuto un impatto positivo dello 0,82% t/t, al contrario, la spesa pubblica ha avuto un effetto restrittivo di 0,4 punti. Questa è diminuita del 2,2% t/t (+0,7% a/a) dopo essere cresciuta nel terzo trimestre del 4,4% t/t (+0,3% a/a). Dalla lettura dei dati si evince che il ridimensionamento della dinamica del PIL rispetto al terzo trimestre è da imputare al rafforzamento del dollaro e al suo effetto sulle esportazioni nette, le quali, a causa del cospicuo aumento delle importazioni (+8,9% t/t, +5,3% a/a) e di un più contenuto incremento delle

esportazioni (+2,8% t/t, +2% a/a) hanno sottratto punti alla crescita (-1,02% t/t). Nel precedente trimestre le esportazioni erano cresciute molto più delle importazioni: rispettivamente +4,6% t/t (+3,8% a/a) e -0,9% t/t (+3,4% a/a). Questi dati, relativi al quarto trimestre, non incorporano ancora l'effetto del *QE* europeo sul cambio, pertanto ci si attende un contributo negativo anche nel prossimo trimestre. I dati di novembre riguardanti il commercio con l'estero mostrano una diminuzione sia delle esportazioni dello 0,99% m/m, dopo il +1,58% m/m di ottobre, sia delle importazioni del 2,17% m/m, dal +0,73% m/m precedente. Questo ha determinato un saldo della bilancia commerciale di -39,00 miliardi di dollari (-42,25 in precedenza). In dicembre, la dinamica occupazionale è migliorata ulteriormente con una diminuzione del tasso di disoccupazione al 5,6% (in precedenza 5,8%) e un contestuale aumento del numero di assunzioni. +252 mila unità nel settore non agricolo (+353 mila in novembre) e +240 mila unità nel settore privato, dopo il precedente +345 mila unità. Nello stesso mese, a causa della diminuzione della forza lavoro, il tasso di partecipazione è sceso al 62,7%, dal 62,9% di novembre. I salari orari, da monitorare per individuare segnali di surriscaldamento dell'economia, sono sotto controllo, risultando in gennaio in calo dello 0,29% m/m (+0,19% m/m in dicembre) e in aumento dell'1,62% a/a (+2,17% a/a il precedente). Anche osservando gli indici dei prezzi, si evince che al momento non vi sono preoccupazioni legate a possibili tensioni inflazionistiche. Il CPI è cresciuto dello 0,7% a/a, rallentando rispetto al precedente +1,3% a/a, e il CPI *core* ha subito una variazione positiva dell'1,6% a/a, inferiore a quella registrata nel mese precedente (+1,7% a/a). Passando agli indicatori dell'offerta, si denota qualche segnale di incertezza. La produzione industriale in dicembre è diminuita dello 0,1% m/m (+1,3% m/m in novembre). Il dato tendenziale risulta positivo (+4,9% a/a) sebbene l'incremento sia inferiore al +5,2% a/a di novembre. Significativa, invece, la riduzione degli ordini di beni durevoli (-3,4% m/m) che hanno deluso le aspettative di un moderato rialzo dello 0,4% m/m. Si tratta del secondo calo consecutivo, dopo il -2,1% m/m di novembre. Anche al netto della componente dei trasposti, il dato ha deluso le attese di consenso (+0,8% m/m) registrando una riduzione dello 0,8% m/m, dal -1,3% m/m precedente. Allo stesso tempo, l'utilizzo della capacità produttiva è scesa al 79,7% dal precedente 80%. Il settore edilizio in dicembre ha recuperato in parte la forte contrazione subita in novembre. Con riguardo all'avvio di nuovi cantieri, si è rilevato un incremento del 4,4% m/m (+5,3% a/a) dopo il -4,5% m/m (-5,6% a/a) di novembre. La vendita di case esistenti è aumentata del 2,4% m/m (-6,3% m/m in precedenza) mentre risulta più consistente il balzo dell'11,6% riguardante la vendita di quelle nuove. Quest'ultima era calata del 6,7% m/m a novembre. Per quel che concerne la fiducia delle imprese, si segnalano valori per gli indici ISM inferiori al dato sia di consenso sia di novembre: il manifatturiero in dicembre è passato da 57,6 a 55,1 (consenso: 57,3) e il non manifatturiero è sceso da 58,8 a 56,5 (consenso: 58,1). L'*NAPM* Chicago di gennaio è invece cresciuto a quota 59,4 dal precedente 58,8, contro le attese di un ridimensionamento a 57,5. Nello stesso mese, l'indice di fiducia di Philadelphia è calato a 6,3, dopo il 24,3 registrato nell'ultimo mese del 2014, e il *NY Empire State Manufacturing Index* è rimbalzato più del previsto (consenso: 5,4) da -1,2 a 10. Anche dal lato della domanda è positivo il segnale proveniente dall'indice di fiducia dei consumatori. Questo ha registrato il massimo valore da agosto 2007: 102,9 contro il già positivo 93,1 di dicembre. Nonostante alcune incertezze emerse dai dati relativi all'offerta, non vi sono quindi preoccupazioni in quanto il trend di crescita degli Stati Uniti dovrebbe continuare a essere trainato dai consumi privati. Le vendite al dettaglio di dicembre sono diminuite su base congiunturale dello 0,9% m/m (+0,4% m/m in novembre) risultando tuttavia in aumento del 3,2% su base tendenziale (+4,7% a/a in precedenza). Nel complesso, i dati riguardanti la crescita, l'occupazione e l'inflazione non sono tali da giustificare il passaggio affrettato da parte della *Fed* a una politica monetaria restrittiva.

GIAPPONE

Nel terzo trimestre del 2014, la variazione del PIL è stata negativa su base sia congiunturale (-0,5% t/t) sia tendenziale (-1,2% a/a). I nuovi dati relativi al quarto trimestre saranno pubblicati il 16 febbraio. Il commercio estero di dicembre mostra un incremento del 2% m/m per le esportazioni (+1,01% m/m in novembre). In misura minore sono cresciute anche le importazioni, dello 0,11% m/m, dopo aver registrato in novembre una variazione negativa dello 0,61% m/m. Ne è derivato un deficit della bilancia commerciale pari a -712,07 miliardi di Yen, dal -832,51 miliardi di Yen di novembre. Il tasso di disoccupazione è al 3,4%, in calo dal 3,5% dei mesi di ottobre e novembre. La contrazione degli ordinativi di macchinari è stata consistente, in novembre, su base tendenziale, -9,2% a/a (-4,5% a/a in ottobre) e non sufficiente da recuperare il -6,4% m/m di ottobre. La variazione congiunturale in novembre, infatti, è stata di appena +1,3% m/m. Questo ha comunque comportato un incremento della produzione industriale di dicembre dell'1% m/m, lasciando tuttavia il dato tendenziale in territorio negativo (-1,1% a/a). La variazione nel mese precedente era stata di -0,5% m/m e -1,6% a/a. Il PMI è rimasto pressoché stabile a gennaio passando da 52 a 52,1. Più confortanti i dati sul fronte della domanda. I consumi privati di dicembre sono cresciuti dello 0,2% m/m, dopo il +0,8% m/m di novembre. Nello stesso mese, il reddito reale disponibile è cresciuto del 3,2% m/m,

recuperando così il calo dell'1,3% m/m di novembre. Anche l'indice di fiducia dei consumatori, salendo a 38,8, ha recuperato la riduzione rilevata tra ottobre-novembre quando era arrivato a 37,7 da 38,9. Pari al 16,1% m/m l'incremento delle vendite al dettaglio (+2,4% m/m in novembre) tuttavia su base tendenziale l'aumento è stato dello 0,2% a/a (+0,5% a/a nel mese precedente). Escludendo gli effetti dell'imposta sui consumi, il CPI (esclusi i cibi freschi) è tra lo 0,5% a/a e l'1% a/a. Pur avendo tagliato in maniera decisa le stime sul tasso di inflazione a causa della caduta dei prezzi del petrolio, così come la crescita nel 2014, dal +0,5% al -0,5%, la riunione della *BoJ* del 20 gennaio 2015 si è conclusa senza modifiche allo stimolo monetario. Sono state, inoltre, riviste le stime di crescita, che dovrebbe essere più solida nel 2015 (rivista a +2,1% a/a da +1,5% a/a) e per il 2016 (a 1,6% a/a da 1,2% a/a).

AREA EURO

Nella zona dell'euro la flessione dei corsi petroliferi contribuisce a sostenere i consumi, ma ha accresciuto i rischi di un radicamento di aspettative di riduzione dei prezzi e di un aumento dei tassi d'interesse reali, aggravando la situazione dei settori indebitati.

La crescita nel quarto trimestre dovrebbe confermarsi debole, il dato sarà pubblicato il 13 febbraio. Nel terzo trimestre la variazione congiunturale è stata dello 0,2% (+0,8% a/a). I dati mensili relativi alla fine dell'anno e al primo mese del 2015 evidenziano comunque qualche timido segnale di miglioramento. In novembre, il commercio con l'estero ha mostrato un incremento delle esportazioni (+0,22% m/m, -0,13% in ottobre) mentre le importazioni sono rimaste pressoché invariate (-0,02% m/m) dopo la forte riduzione di ottobre (-1,22% m/m). Il tasso di disoccupazione di dicembre si è lievemente ridimensionato dall'11,5% di novembre all'11,4%. La produzione industriale di novembre è cresciuta dello 0,2% m/m, dopo l'incremento dello 0,3% m/m registrato in precedenza. La variazione tendenziale è negativa, pari a -0,3% a/a, dopo l'incremento dell'1% a/a di ottobre. Anche il comparto delle costruzioni ha registrato una flessione dello 0,1% m/m. L'incremento nel mese precedente era stato dell'1,2% m/m. Gli indici di fiducia delle imprese hanno marginalmente corretto al rialzo. Il dato relativo a gennaio mostra un PMI del settore manifatturiero in crescita a 51 (50,6 nel mese precedente) e quello relativo ai servizi a 52,3 da 51,6. La crescita delle vendite al dettaglio tra ottobre e novembre è poco variata (+0,5% m/m, da +0,6% a/a di ottobre) mentre il dato tendenziale, positivo (+1,3% a/a) è inferiore al +1,7% a/a precedente e superiore alle attese di consenso: +0,2% m/m e +0,3% a/a. Per quel che riguarda i prezzi, l'area è in deflazione e l'elemento di novità è l'avvicinamento a tale condizione anche da parte della Germania. Secondo la stima *flash*, l'HCPI di gennaio in AE dovrebbe mostrare una variazione negativa dello 0,6% a/a, dal -0,2% a/a di dicembre. Più in dettaglio, il calo del comparto energetico si attesterebbe a -8,9% a/a, dal -6,3% a/a di dicembre. Solo i prezzi che si riferiscono ai servizi dovrebbero crescere dell'1% a/a (+1,2% a/a in precedenza). Al contrario, il CPI *core* di dicembre è stabile al +0,7% a/a. Per contrastare la dinamica dell'inflazione che continua a essere più debole delle attese, e poiché l'attuale grado di accomodamento non è sufficiente a fronteggiare questi rischi, la BCE ha deciso di avviare un ampio programma di acquisto di attività. Con tale intervento, che partirà a marzo 2015 e si estenderà fino alla fine di settembre 2016 e oltre, se necessario, gli acquisti mensili di titoli dei settori pubblico e privato ammontano nell'insieme a 60 miliardi di euro. Per quanto riguarda i titoli pubblici, la BCE comprerà non più del 25% per emissione e non più del 33% del debito dell'emittente. I titoli in oggetto saranno di qualità elevata (*investment grade*) denominati in euro ed emessi da amministrazioni dei paesi dell'area dell'euro, agenzie situate nell'area e istituzioni europee. Non è prevista nessuna eccezione per la Grecia: la deroga che consente di comprare titoli con *rating* speculativo è soggetta alla presenza di un programma di assistenza della Troika. Un messaggio, quindi, per la Grecia, per la quale l'assistenza scadrà alla fine di febbraio. Senza un nuovo accordo, dunque, questo paese non potrà più far parte del programma di acquisti della BCE. In caso di ristrutturazione del debito, la BCE avrà un trattamento pari a quello degli altri investitori. Per quel che riguarda la ripartizione del rischio relativo all'acquisto di titoli di Stato da parte della BCE, si è previsto che il 20% sarà condiviso tra banche centrali nazionali e BCE, mentre l'80% ricadrà sulle banche centrali nazionali per la propria quota acquisti. L'introduzione della pubblicazione delle minute, il nuovo calendario delle riunioni e il linguaggio utilizzato nell'annunciare il *QE* avvicinano sempre più l'operare della BCE a quello della *Fed*. Nella medesima direzione spinge anche l'adesione della Lituania all'area dell'euro, che essendo il 19esimo paese, ha dato luogo a un cambiamento nel sistema dei diritti di voto, come previsto nel dicembre 2002. Si tratta di un sistema di rotazione dei voti per il Consiglio direttivo simile al sistema in uso presso il FOMC. A differenza del sistema della *Fed*, impostato su base annuale, questo prevede una rotazione mensile.

Germania

La crescita del PIL, ancora relativa al terzo trimestre, è stata dello 0,1% t/t e dell'1,2% a/a. Nel secondo trimestre la variazione congiunturale era risultata negativa (-0,1% t/t) e quella tendenziale positiva (+1,4% a/a). Il commercio con l'estero di novembre ha mostrato una diminuzione delle esportazioni (-1,92% m/m)

più consistente di quella registrata in ottobre (-0,45% m/m). Le importazioni sono invece cresciute dell'1,6% m/m, recuperando in parte il calo del 3,31% m/m di ottobre. Il tasso di disoccupazione è tornato a salire e in gennaio è pari al 7%, dopo il 6,4% registrato in dicembre. In novembre, la produzione industriale è diminuita leggermente su base congiunturale, -0,1% m/m (+0,6% m/m in ottobre) contro le attese di una crescita dello 0,3% m/m. La variazione rispetto allo stesso mese del 2013, anch'essa negativa, è stata pari a -0,6% a/a (da +1,3% a/a). Gli ordini all'industria manifatturiera, cresciuti ben al di sopra delle attese in ottobre (+2,9% m/m, +2,6% a/a) sono diminuiti del 2,4% m/m e dello 0,5% a/a in novembre. Il decremento è stato superiore alle attese di -0,5% m/m. Anche il dato relativo alle costruzioni è stato negativo: -0,6% m/m, dall'incremento dello 0,9% m/m di ottobre. Il clima di fiducia delle imprese in gennaio è tuttavia positivo. Lievi aggiustamenti per quanto riguarda gli indici PMI, quello manifatturiero a 51 (51,2 in precedenza) e quello relativo ai servizi a 52,7 da 52,1. Più significativo il rialzo dell'indice *Zew* da 34,9 di dicembre a 48,4 di gennaio e dell'*Ifo*, in aumento per il terzo mese consecutivo (da 105,5 a 106,7). In dicembre le vendite al dettaglio hanno mostrato una buona dinamica tendenziale (+4,2% a/a, +1,9% a/a in novembre) tuttavia, rispetto al mese precedente, la crescita è risultata limitata e pari allo 0,2% m/m (+0,9% m/m in precedenza). Il dato di inflazione relativo a dicembre riflette la tendenza deflazionistica in atto in tutta Europa. L'aumento dell'indice dei prezzi al consumo armonizzato è risultato dello 0,1% a/a (+0,5% a/a nel mese precedente). Il CPI *core* è invece aumentato dell'1,2% a/a, dal +0,9% a/a di novembre. L'inflazione potrebbe diventare negativa da gennaio.

Francia

Nel terzo trimestre la crescita si è attestata allo 0,3% t/t (+0,4% a/a). In novembre l'*export* è cresciuto dello 0,65% m/m (+0,45% m/m in ottobre) più dell'*import*, in calo dell'1,92% m/m. La variazione delle importazioni era stata pressoché nulla in ottobre, -0,03% m/m. Per quel che riguarda il mercato del lavoro, il tasso di disoccupazione in dicembre è stato del 10,3%, come in novembre. La variazione della produzione industriale è rimasta negativa in novembre sia su base congiunturale (-0,3% m/m) sia su base tendenziale (-2,6% a/a). La precedente variazione era stata di -0,7% m/m e -0,9% a/a. Le costruzioni sono invece cresciute per il secondo mese consecutivo (+1,1% m/m, da +0,5% m/m). I valori dei PMI di gennaio sono di poco inferiori alla soglia dei 50. Sia l'indice relativo al settore manifatturiero sia quello relativo ai servizi sono pari a 49,5. Il primo è aumentato da 47,5, mentre il secondo è diminuito da 50,6. L'indice di fiducia dei consumatori in gennaio è invece stabile a quota 90. Le vendite al dettaglio di novembre hanno registrato una variazione positiva dello 0,8% sia rispetto a ottobre sia allo stesso mese del 2013. In ottobre la variazione era stata nulla su base mensile e pari a +0,8% a/a su base annuale. I consumi delle famiglie sono, invece, relativi a dicembre: +1,2% m/m, da -0,1% m/m. Nello stesso mese, l'inflazione *core* è rimasta stabile a +0,7% a/a, mentre i prezzi armonizzati, compresi quelli dei beni energetici, sono cresciuti appena dello 0,1% a/a, da +0,4% a/a registrato in novembre.

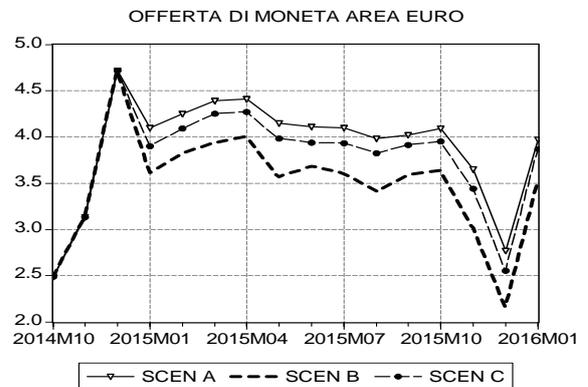
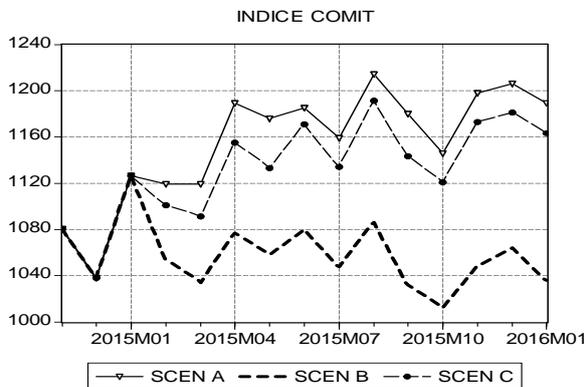
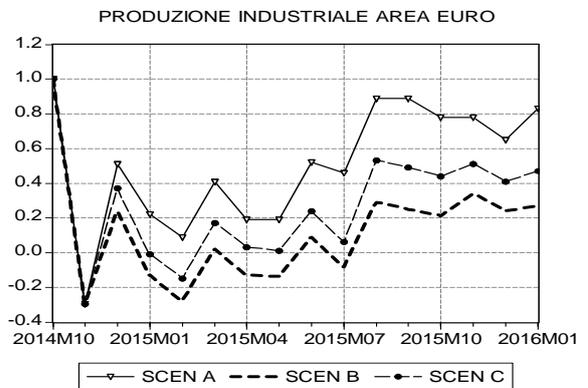
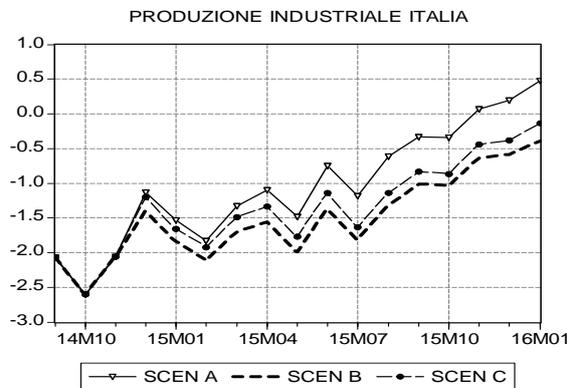
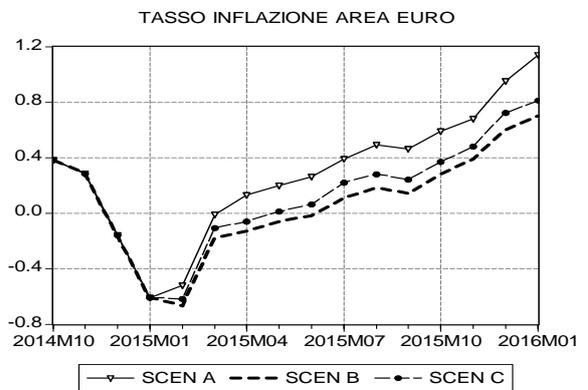
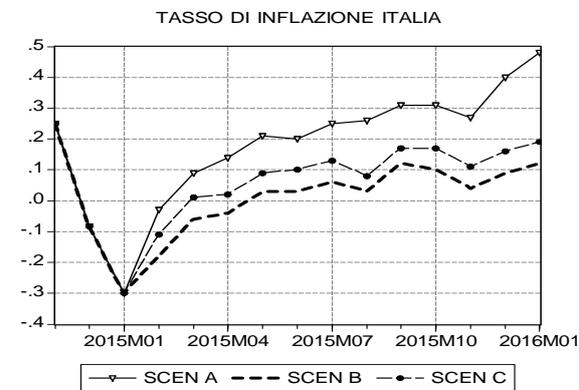
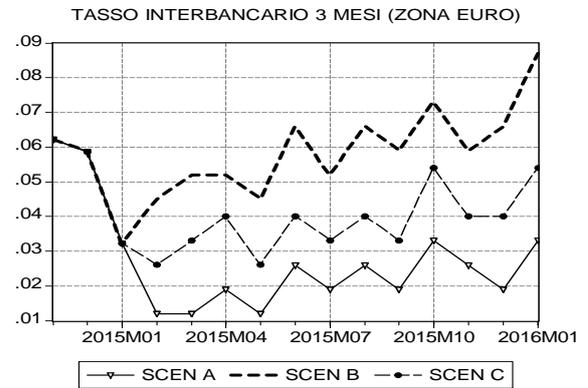
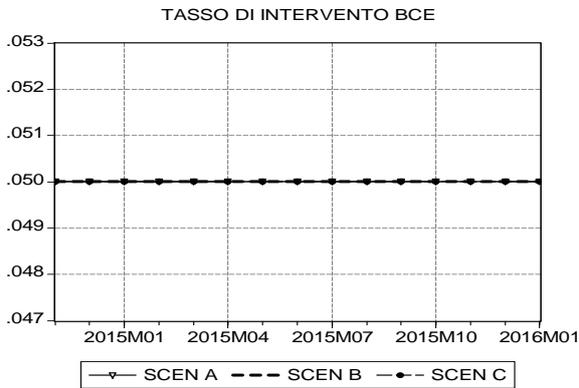
Italia

Per quanto riguarda la crescita nel terzo trimestre non si segnalano revisioni. Il PIL è diminuito dello 0,1% t/t, dopo il -0,2% t/t del secondo trimestre. Su base tendenziale la variazione è risultata negativa in entrambi i trimestri: nel secondo pari a -0,4% a/a e nel terzo a -0,5% a/a. Nel quarto trimestre la contrazione attesa è inferiore a quella osservata in precedenza. I dati sul commercio estero verso i paesi UE a novembre hanno mostrato un calo per entrambi i flussi commerciali, meno marcato quello delle esportazioni (-0,65% m/m) rispetto a quello delle importazioni (-1,63% m/m). In ottobre la variazione era stata positiva per le importazioni (+1,73% m/m) e negativa per le esportazioni (-0,74% m/m). Verso i paesi extra UE, invece, l'incremento delle esportazioni in dicembre, pari al +3,24% m/m, -1,68% m/m in novembre, è stato accompagnato da una frenata delle importazioni (-3,7% m/m, +1,38% m/m il dato precedente). Qualche positivo segnale arriva anche dal mercato del lavoro con il tasso di disoccupazione che a dicembre è diminuito al 12,9%, dopo il molto preoccupante 13,3% di ottobre e novembre. I ritmi produttivi soffrono della debolezza della domanda interna. In novembre la produzione industriale è salita dello 0,3% m/m (-2,1% a/a) dopo che in ottobre si era registrato un tasso di crescita nullo su base mensile (-2,6% a/a). Gli ordinativi, nello stesso mese, hanno mostrato una significativa contrazione: -1,1% m/m e -4,1% a/a. In ottobre, invece, erano aumentati dello 0,1% m/m (-0,2% a/a). Il clima di fiducia delle imprese in gennaio è rimasto stabile nel settore manifatturiero (97,1 da 97,3) mentre è migliorato nel settore dei servizi (94,7 da 86,8). A gennaio, la fiducia dei consumatori è passata da 99,9 a 104. Le vendite al dettaglio in novembre hanno continuato a registrare incrementi negativi rispetto allo scorso anno (-1,3% a/a, -1,4% a/a in ottobre). Secondo i dati di dicembre, l'*HCPI* è diminuito dello 0,1% a/a, dopo il precedente incremento dello 0,3% a/a, mentre l'inflazione *core* è rimasta in terreno positivo e lievemente superiore a novembre: +0,6% a/a da +0,5% a/a. Il consolidamento di bilancio resta un obiettivo essenziale.

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

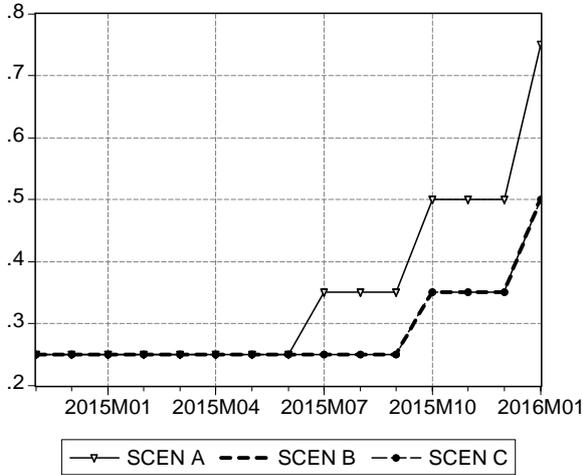
A (15%)	B (5%)	C (80%)
<p>Usa: la <i>Fed</i> decide di effettuare a giugno il rialzo annunciato già da mesi, a seguito di un duraturo miglioramento del mercato del lavoro e di una crescita brillante dell'economia, tra il 3% e il 3,5% a/a. Si attende, a causa del ciclo economico positivo, una maggiore inflazione, rispetto allo scenario C. In tale situazione, i mercati azionari correggono fisiologicamente senza brusche cadute, in anticipo rispetto a quanto ipotizzato nello scenario C.</p> <p>Area Euro: Le politiche della <i>Fed</i> e della BCE sono opposte, l'una restrittiva, l'altra fortemente espansiva. 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. Tale afflusso è diretto principalmente verso l'azionario europeo e il mercato dei cambi, a causa dalla sopravvalutazione della borsa americana e i rendimenti ormai negativi dei titoli di debito europei a breve-medio termine. Tutti questi elementi potrebbero portare il cambio EUR/USD sotto l'1,10 nel medio-lungo termine. La parità potrebbe anche essere raggiunta, e con una maggiore rapidità rispetto a quanto previsto nello scenario C, nel momento del rialzo dei tassi in USA p . 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 l'1,70%. A febbraio-marzo, a causa dell'incertezza circa la politica monetaria 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 solido seppur con qualche incertezza. Per questo motivo, per l'apprezzamento del dollaro e a causa delle tensioni internazionali, l'inversione della politica monetaria non si verifica prima di settembre-ottobre 2015. In tale situazione, i mercati azionari 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 Grecia decide di dichiarare il <i>default</i> . Il contagio verso il resto dell'area non si verifica ma si registra un incremento della volatilità. Il raggiungimento della parità del cambio EUR/USD è più probabile e si verifica prima rispetto agli scenari A e C.I rendimenti dei BTP a 10 anni tornano verso il 2% e lo <i>spread</i> rispetto al <i>Bund</i> si riporta verso i 140 punti.</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 solido seppur con qualche incertezza. Per questo motivo, per l'apprezzamento del dollaro e a causa delle tensioni internazionali, l'inversione della politica monetaria non si verifica prima di settembre-ottobre 2015. In tale situazione, i mercati azionari 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: L'aggressività della BCE, con l'annuncio dell'avvio del <i>QE</i> in marzo, 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. Tale afflusso è diretto principalmente verso l'azionario europeo e il mercato dei cambi, a causa dalla sopravvalutazione della borsa americana e i rendimenti ormai negativi dei titoli di debito europei a breve-medio termine. Tutti questi elementi, potrebbero portare il cambio EUR/USD vicino a quota 1,10 nel medio-lungo termine, non escludendo un movimento verso la parità nel momento del rialzo dei tassi da parte della <i>Fed</i>. 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 sotto l'1,8%. A febbraio-marzo, a causa dell'incertezza circa la politica monetaria 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

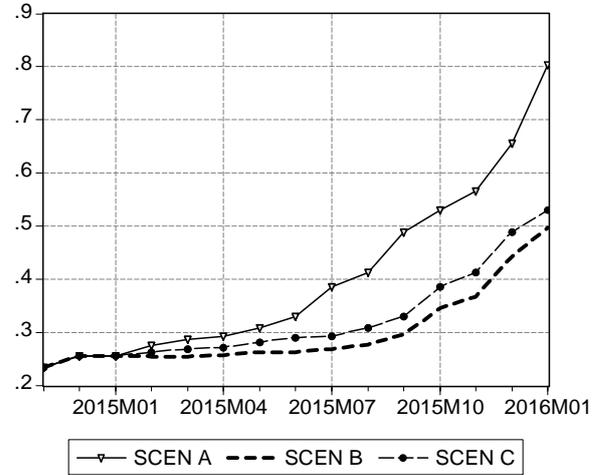


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili

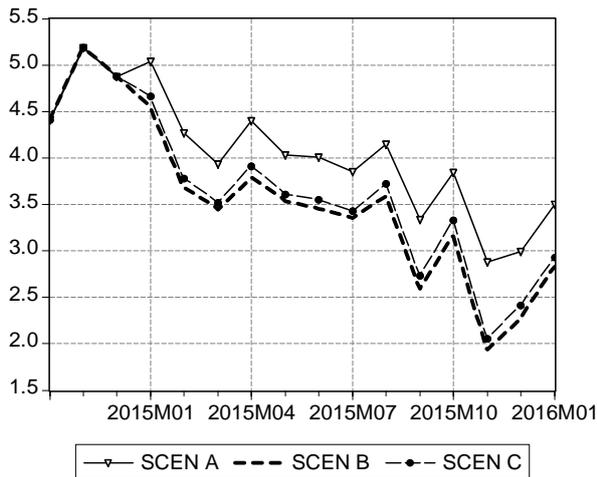
TASSO DI INTERVENTO FED



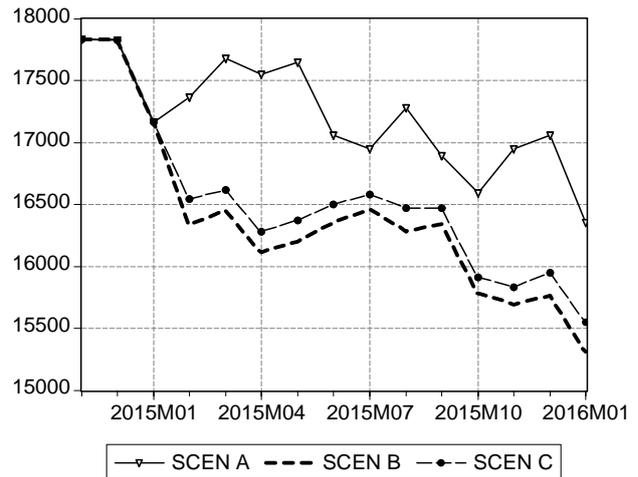
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



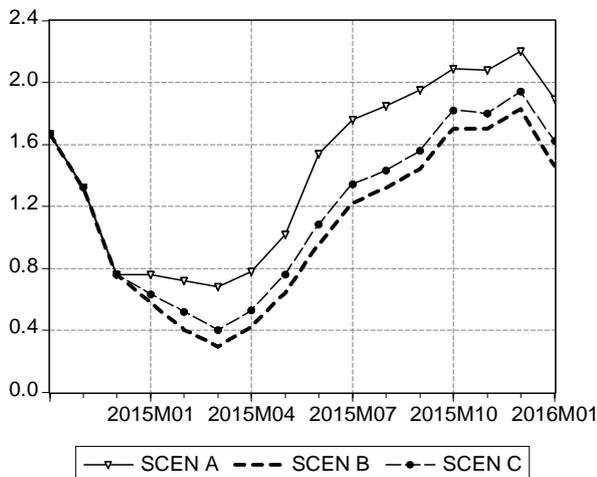
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



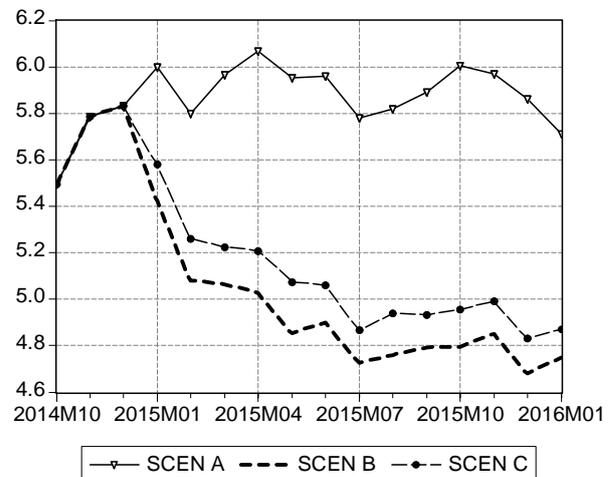
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

TASSI INTERBANCARI

I saggi interbancari europei in gennaio sono calati nuovamente e per la scadenza a un mese, il tasso è diventato negativo portandosi a -0,01% dal precedente 0,01%. Per quel che riguarda le scadenze a 3 e 6 mesi i tassi si sono rispettivamente portati allo 0,04% e allo 0,12% (0,00% e 0,15% in dicembre). I tassi sono visti ai minimi in tutti e tre gli scenari ipotizzati. Nello scenario più probabile (C) gli interbancari potrebbero essere lievemente superiori agli attuali nel periodo predittivo, portandosi, a gennaio 2016, a +0,01% (1 mese) +0,05% (3 mesi) e +0,12% (3 mesi). Nello scenario A, alla fine dell'orizzonte di previsione, i tassi dovrebbero mantenersi sui livelli attuali (-0,01%, +0,03% e +0,09% rispettivamente l'1, il 3 e il 6 mesi). Nello scenario B, nel quale la Grecia dichiara *default*, i tassi interbancari sarebbero di poco superiori agli attuali rimanendo, tuttavia, molto contenuti: a gennaio 2016, +0,03%, +0,08% e +0,16% per le scadenze a 1, 3 e 6 mesi.

STRUTTURA A TERMINE

In gennaio i rendimenti dei titoli di stato sono diminuiti per tutte le scadenze: il BTP a 3 anni si è portato a +,53% dallo +0,69% di dicembre, il 5 anni a +0,87% da +1,03%, il 7 anni si è ridotto a quota +1,26% da +1,47%, il decennale è arrivato a +1,66% dal +1,97% precedente. Se la *Fed* effettuasse il primo rialzo dei tassi a settembre-ottobre 2015 (scenario C) i rendimenti a gennaio 2016 potrebbero mantenersi su livelli di superiori agli attuali (+0,96% il 3 anni, +1,24% il 5 anni, +1,68% il 7 anni e +1,91% il 10 anni). Qualora la *Fed* decidesse di passare a una politica monetaria restrittiva a giugno del 2015 (scenario A) la struttura a termine alla fine dell'orizzonte predittivo potrebbe essere su livelli lievemente inferiori (+0,85%, +1,12%, +1,57%, 1,81% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni). Se la Grecia dichiarasse il *default* e la *Fed* si comportasse come previsto nello scenario C (scenario B) la struttura a termine si porterebbe su valori superiori: +1,22% il BTP a 3 anni, +1,50% il 5 anni, +1,93% il 7 anni e +2,15% il 10 anni.

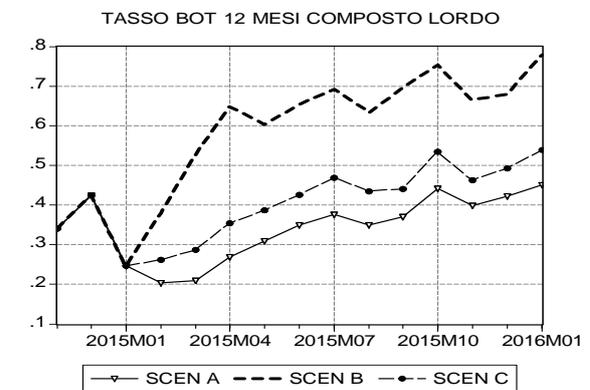
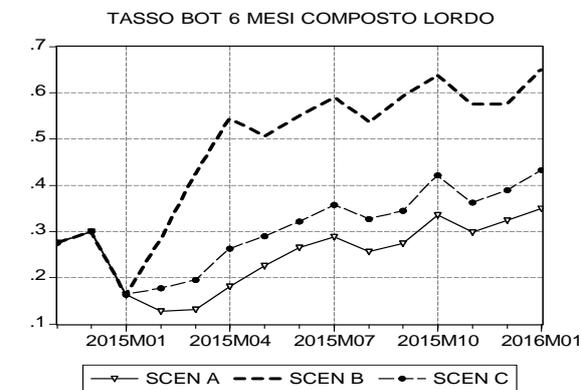
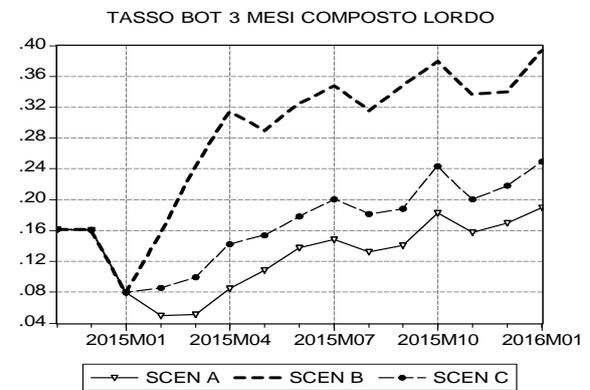
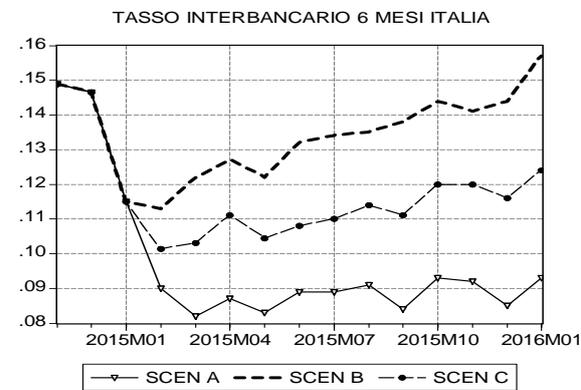
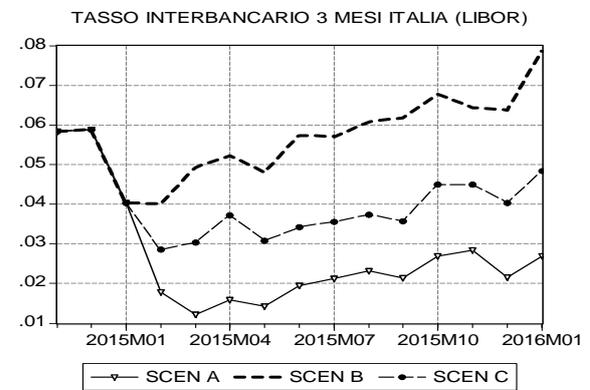
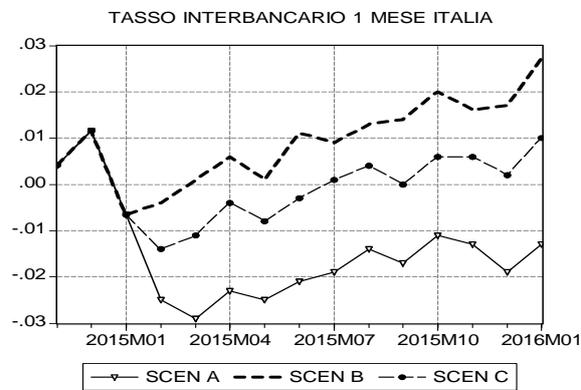
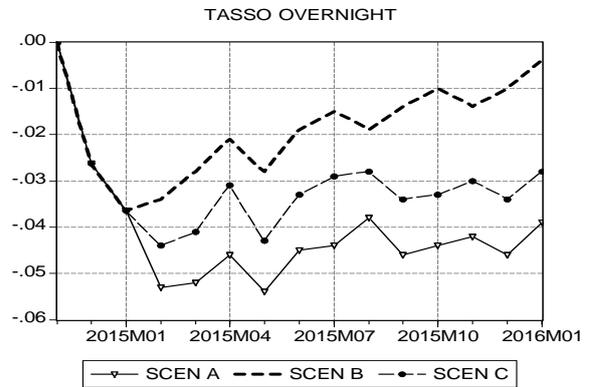
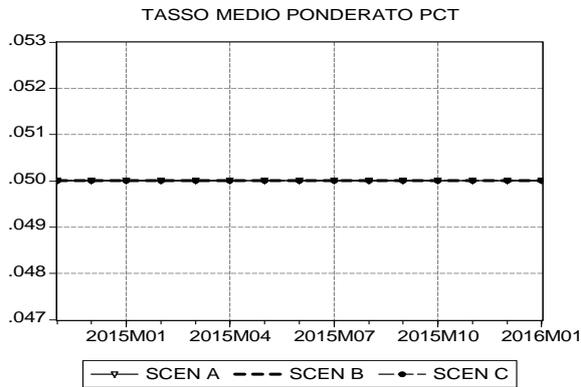
TASSI BANCARI

In ottobre il tasso medio sui depositi è rimasto pressoché invariato (+0,74% da +0,79%) e la flessione di quello sui prestiti è stata lieve (+3,65% da +3,71%). Per i prossimi mesi, nello scenario C, si prevedono tassi solo lievemente superiori agli attuali sia sui depositi (+0,77% a gennaio 2016) sia sui prestiti (+3,68%). Nello scenario A, i due tassi potrebbero attestarsi, alla fine dell'orizzonte predittivo, sui livelli attuali: +0,74% per i depositi e +3,64 per gli impieghi. Nello scenario meno favorevole per l'Area Euro (B) il tasso medio sui depositi è visto a +0,80% a gennaio 2016 e quello sui prestiti a +3,77%.

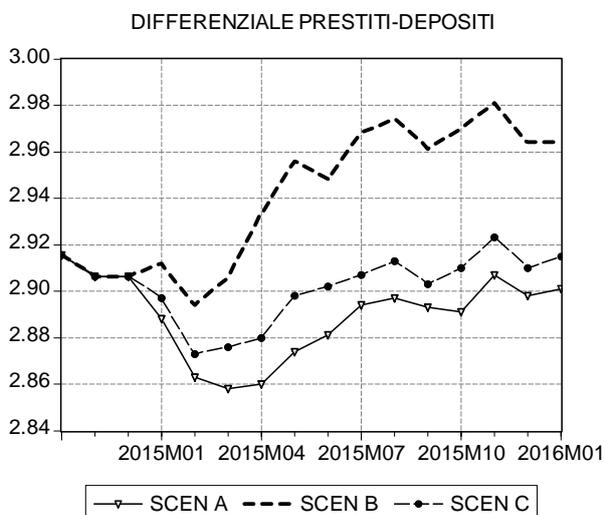
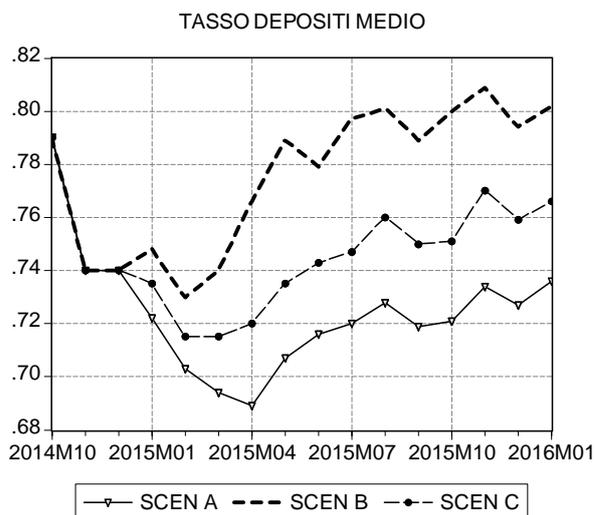
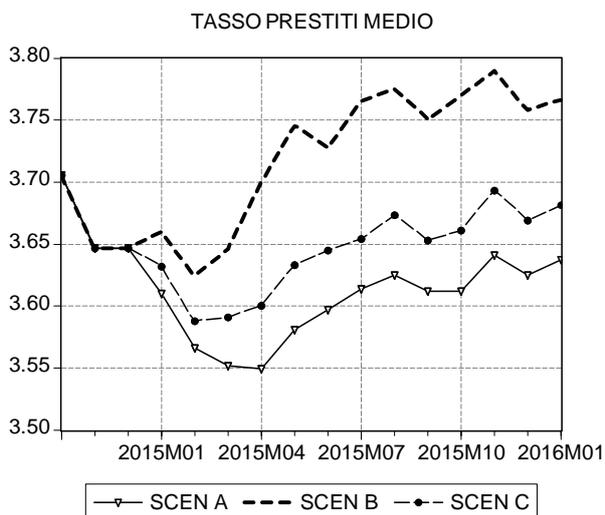
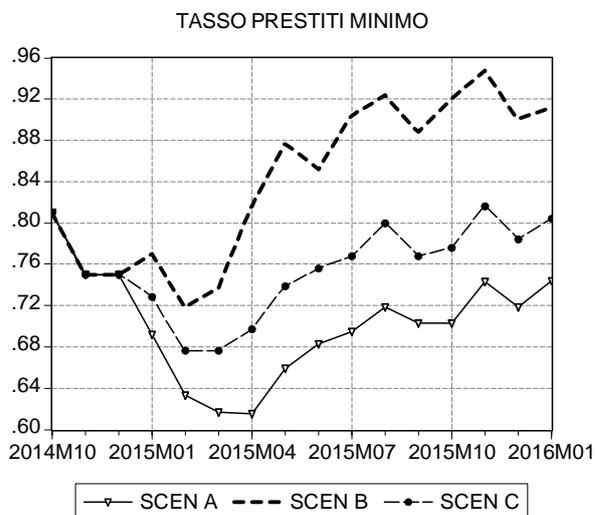
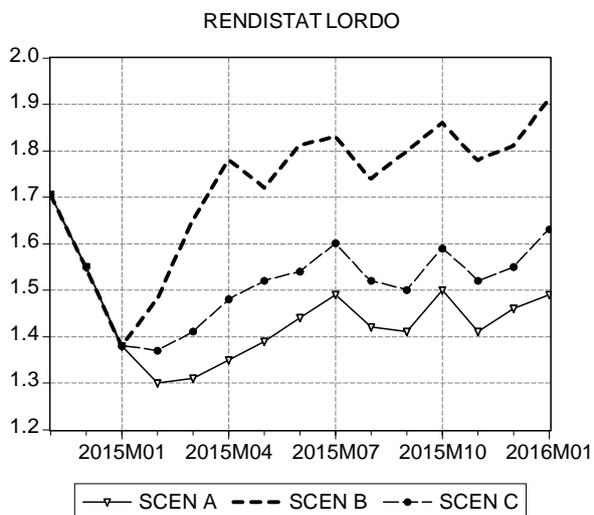
VOLUMI BANCARI

In novembre si è registrato un balzo della raccolta, aumentato dell'1,90% a/a, dopo l'incremento dello 0,95% a/a del mese precedente. In base ai risultati delle simulazioni, nello scenario più probabile (C) la dinamica dei depositi potrebbe essere positiva durante l'intero periodo predittivo, attestandosi a quota +0,40% a/a a gennaio 2016. Nello scenario A l'andamento potrebbe essere più positivo, con una variazione tendenziale a fine periodo pari a +0,70% a/a, mentre, se si dovesse verificare lo scenario più sfavorevole (B) la contrazione potrebbe essere dello 0,30% a/a. Anche i prestiti a novembre 2014 hanno registrato un incremento (+0,56% a/a) dopo tre mesi consecutivi di flessione (-0,84% a/a a ottobre). Negli scenari C e A, la dinamica dei prestiti potrebbe tornare positiva: in C, a gennaio 2016, il tasso di variazione tendenziale previsto è pari +0,40% a/a, mentre in A a +0,68% 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.

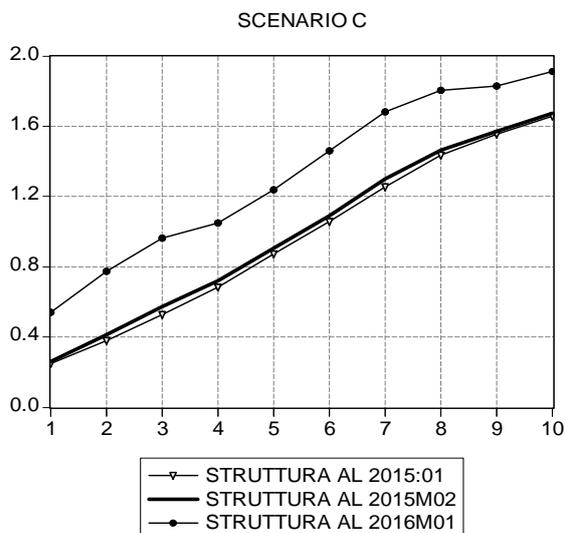
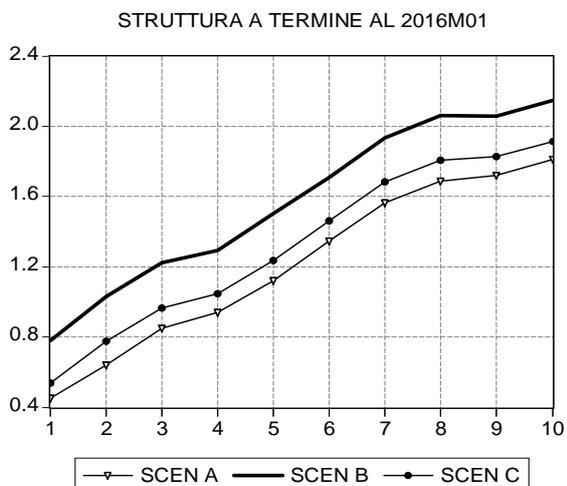
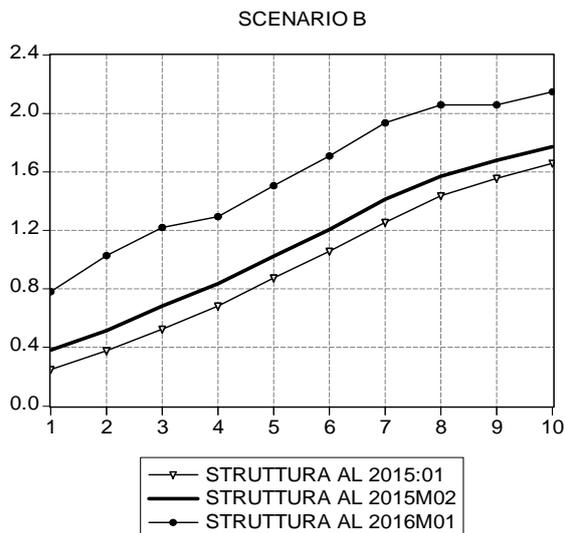
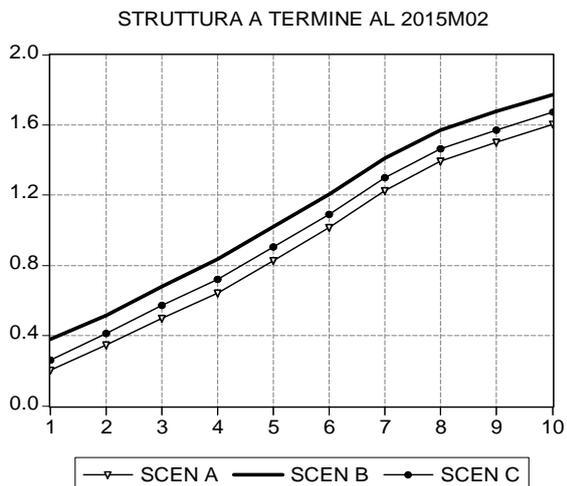
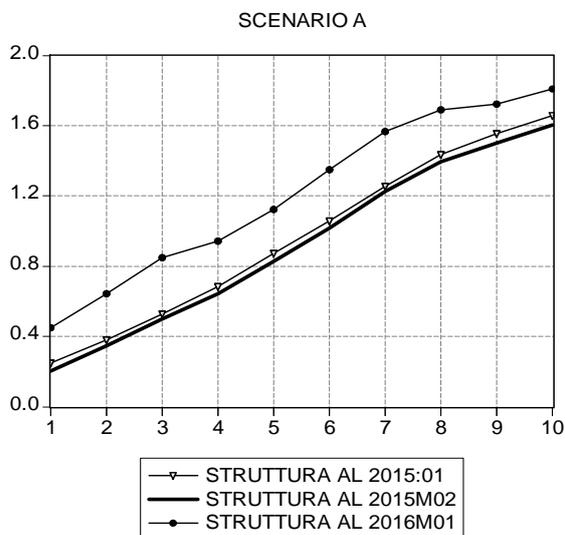
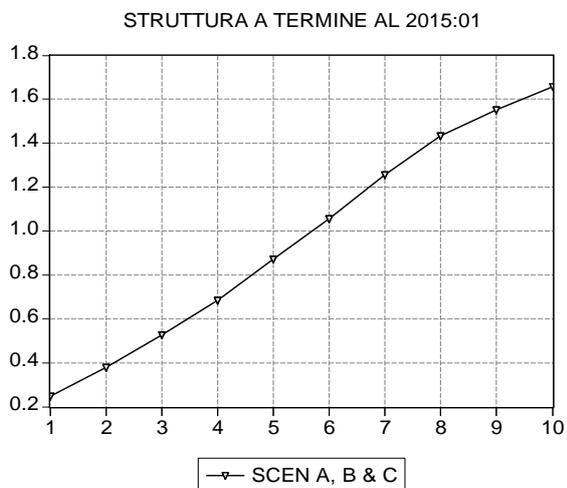
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



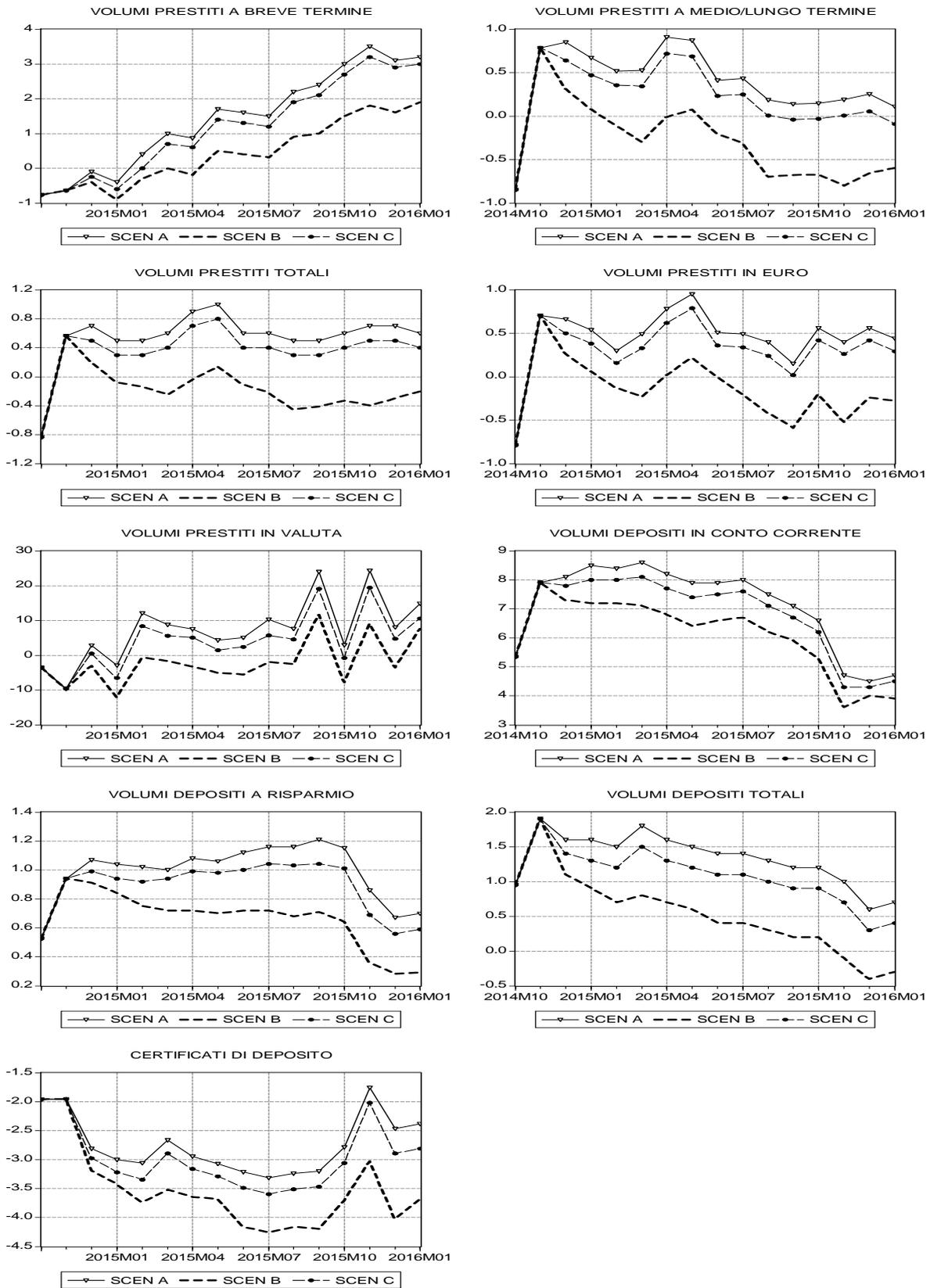
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



SCENARIO A	14 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	16 1	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	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	0.05
Indice COMIT	1119	1114	1119	1059	1081	1038	1126	1119	1119	1189	1176	1185	1159	1214	1180	1146	1198	1206	1189	
Produzione Industriale	-1.2	-0.4	-2.1	-2.6	-2.1	-1.1	-1.5	-1.8	-1.3	-1.1	-1.5	-0.7	-1.2	-0.6	-0.3	-0.3	0.1	0.2	0.5	
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.0	-0.2	-0.1	0.2	0.3	-0.1	-0.3	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	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	0.05
T. Overnight media d/1	0.04	0.00	0.01	0.00	0.00	-0.03	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.04	-0.04	-0.05	-0.04	-0.04	-0.05	-0.04	
T. Interb. 1m lett.	0.09	0.08	0.01	0.00	0.00	0.01	-0.01	-0.03	-0.03	-0.02	-0.03	-0.02	-0.02	-0.01	-0.02	-0.01	-0.01	-0.02	-0.01	
T. Interb. 3m lett.	0.17	0.16	0.06	0.06	0.06	0.06	0.04	0.02	0.01	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	0.02	0.03	
T. Interb. 6m lett.	0.26	0.26	0.16	0.15	0.15	0.15	0.12	0.09	0.08	0.09	0.08	0.09	0.09	0.09	0.08	0.09	0.09	0.09	0.09	
T. Depositi medio	0.83	0.81	0.79	0.79	0.74	0.74	0.72	0.70	0.69	0.69	0.71	0.72	0.72	0.73	0.72	0.72	0.73	0.73	0.73	
T. Prestiti medio	3.81	3.77	3.76	3.71	3.65	3.65	3.61	3.57	3.55	3.55	3.58	3.60	3.61	3.63	3.61	3.61	3.64	3.63	3.64	
T.prest. medio - T.dep. medio	2.98	2.96	2.97	2.92	2.91	2.91	2.89	2.86	2.86	2.86	2.87	2.88	2.89	2.90	2.89	2.89	2.91	2.90	2.90	
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.16	0.09	0.13	0.22	0.16	0.16	0.08	0.05	0.05	0.08	0.11	0.14	0.15	0.13	0.14	0.18	0.16	0.17	0.19	
T. BOT comp. lordo 6m	0.24	0.14	0.24	0.38	0.28	0.30	0.16	0.13	0.13	0.18	0.23	0.27	0.29	0.26	0.27	0.34	0.30	0.32	0.35	
T. BOT comp. lordo 12m	0.39	0.28	0.28	0.30	0.34	0.42	0.25	0.20	0.21	0.27	0.31	0.35	0.38	0.35	0.37	0.44	0.40	0.42	0.45	
Rendistat lordo	1.94	1.84	1.68	1.76	1.71	1.55	1.38	1.30	1.31	1.35	1.39	1.44	1.49	1.42	1.41	1.50	1.41	1.46	1.49	
Rendistat netto	1.70	1.61	1.47	1.54	1.49	1.36	1.21	1.14	1.15	1.18	1.22	1.26	1.30	1.24	1.23	1.31	1.23	1.28	1.30	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.80	0.69	0.64	0.84	0.65	0.69	0.53	0.50	0.52	0.60	0.65	0.71	0.75	0.71	0.74	0.82	0.78	0.82	0.85	
Rend. BTP a 5 anni	1.32	1.19	1.08	1.23	1.03	1.03	0.87	0.83	0.83	0.90	0.95	1.00	1.04	1.00	1.02	1.11	1.05	1.10	1.12	
Rend. BTP a 7 anni	2.01	1.81	1.73	1.80	1.53	1.47	1.26	1.23	1.25	1.34	1.39	1.43	1.47	1.44	1.46	1.55	1.50	1.55	1.57	
Rend. BTP a 10 anni	2.83	2.56	2.46	2.44	2.11	1.97	1.66	1.60	1.60	1.66	1.69	1.73	1.75	1.72	1.73	1.80	1.76	1.79	1.81	
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2305.042	2284.955	2298.089	2280.883	2307.417	2304.324	2320.713	2323.053	2336.905	2314.367	2298.12	2320.83	2318.87	2296.38	2309.58	2294.57	2323.57	2320.45	2334.64	
Prestiti in euro	2279.202	2253.254	2264.415	2241.840	2278.473	2261.052	2294.888	2279.044	2303.196	2270.364	2262.572	2272.95	2290.370	2262.27	2267.81	2254.39	2287.59	2273.71	2304.99	
Prestiti in valuta	25.840	31.701	33.674	39.043	28.944	43.272	25.825	44.009	33.709	44.003	35.552	47.886	28.502	34.112	41.768	40.174	35.982	46.741	29.652	
Prestiti a breve	363.803	355.882	366.785	361.898	356.031	362.342	368.922	366.090	368.143	365.301	361.341	371.646	369.260	363.711	375.588	372.755	368.492	373.575	380.728	
Prestiti a m/1	1941.239	1929.073	1931.304	1918.985	1951.386	1941.982	1951.790	1956.964	1968.762	1949.066	1936.783	1949.187	1949.612	1932.668	1933.992	1921.813	1955.077	1946.880	1953.909	
Depositi totali	2109.920	2122.118	2121.868	2127.616	2158.233	2131.697	2125.669	2145.195	2170.146	2141.381	2135.893	2140.522	2139.459	2149.706	2147.330	2153.147	2179.815	2144.487	2140.549	
Depositi in c/c	761.969	774.545	778.934	778.449	800.354	801.808	793.565	795.914	811.348	813.465	825.280	819.880	822.927	832.636	834.238	829.827	837.971	837.889	830.862	
Depositi a risparmio	297.279	298.258	298.639	298.458	300.050	302.725	303.682	303.741	303.585	302.440	301.363	301.498	300.727	301.718	302.253	301.890	302.630	304.753	305.808	
Certif. deposito	1050.672	1049.315	1044.295	1050.709	1057.829	1027.164	1028.423	1045.541	1055.213	1025.475	1009.250	1019.143	1015.805	1015.352	1010.840	1021.430	1039.214	1001.845	1003.879	
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																				
Prestiti totali	0.14	-0.64	-0.35	-0.84	0.56	0.70	0.50	0.50	0.60	0.90	1.00	0.60	0.60	0.50	0.50	0.60	0.70	0.70	0.60	
Prestiti in euro	0.25	-0.62	-0.17	-0.79	0.71	0.66	0.54	0.30	0.49	0.78	0.95	0.51	0.49	0.40	0.15	0.56	0.40	0.56	0.44	
Prestiti in valuta	-8.74	-2.21	-11.59	-3.51	-9.60	2.84	-2.93	12.07	8.73	7.50	4.29	5.07	10.30	7.61	24.04	2.90	24.32	8.02	14.82	
Prestiti a breve	-3.88	-2.65	-0.91	-0.77	-0.64	-0.10	-0.40	0.40	1.00	0.86	1.70	1.60	1.50	2.20	2.40	3.00	3.50	3.10	3.20	
Prestiti a m/1	0.93	-0.26	-0.25	-0.85	0.79	0.85	0.67	0.52	0.53	0.91	0.87	0.41	0.43	0.19	0.14	0.15	0.19	0.25	0.11	
Depositi totali	0.03	-0.24	0.00	0.95	1.90	1.60	1.60	1.50	1.80	1.60	1.50	1.40	1.40	1.30	1.20	1.20	1.00	0.60	0.70	
Depositi in c/c	5.63	6.27	7.31	5.35	7.90	8.10	8.50	8.40	8.60	8.20	7.90	7.90	8.00	7.50	7.10	6.60	4.70	4.50	4.70	
Depositi a risparmio	-0.23	-0.07	0.15	0.52	0.94	1.07	1.04	1.02	1.00	1.08	1.06	1.12	1.16	1.16	1.21	1.15	0.86	0.67	0.70	
Certif. deposito	-3.60	-4.60	-4.87	-1.97	-1.96	-2.81	-3.00	-3.06	-2.66	-2.95	-3.08	-3.21	-3.32	-3.24	-3.20	-2.79	-1.76	-2.46	-2.39	

(*) 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 31/01/2015.

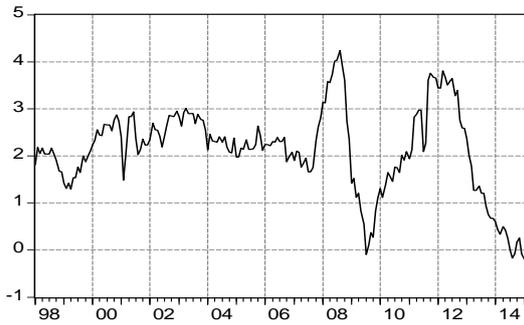
SCENARIO B	14 7	14 8	14 9	14 10	14 11	14 12	15 1	15 2	15 3	15 4	15 5	15 6	15 7	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.15	0.15	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT	1119	1114	1119	1059	1081	1038	1126	1054	1034	1077	1058	1080	1048	1086	1032	1012	1048	1064	1036	
Produzione Industriale	-1.2	-0.4	-2.1	-2.6	-2.1	-1.4	-1.8	-2.1	-1.7	-1.6	-2.0	-1.4	-1.8	-1.3	-1.0	-1.0	-0.6	-0.6	-0.4	
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.0	-0.2	-0.1	0.2	0.3	-0.1	-0.3	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	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	0.05
T. Overnight media d/1	0.04	0.00	0.01	0.00	0.00	-0.03	-0.04	-0.03	-0.03	-0.02	-0.03	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	0.00
T. Interb. 1m lett.	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	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03
T. Interb. 3m lett.	0.17	0.16	0.06	0.06	0.06	0.06	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07	0.06	0.06	0.06	0.08
T. Interb. 6m lett.	0.26	0.26	0.16	0.15	0.15	0.15	0.12	0.11	0.12	0.13	0.12	0.13	0.13	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14	0.16
T. Depositi medio	0.83	0.81	0.79	0.79	0.74	0.74	0.75	0.73	0.74	0.77	0.79	0.78	0.80	0.80	0.79	0.80	0.81	0.79	0.80	0.80
T. Prestiti medio	3.81	3.77	3.76	3.71	3.65	3.65	3.66	3.62	3.65	3.70	3.75	3.73	3.77	3.78	3.75	3.77	3.79	3.76	3.77	3.77
T.prest.medio - T.dep.medio	2.98	2.96	2.97	2.92	2.91	2.91	2.91	2.89	2.91	2.93	2.96	2.95	2.97	2.97	2.96	2.97	2.98	2.96	2.96	2.96
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.16	0.09	0.13	0.22	0.16	0.16	0.08	0.16	0.24	0.31	0.29	0.32	0.35	0.32	0.35	0.38	0.34	0.34	0.39	0.39
T. BOT comp. lordo 6m	0.24	0.14	0.24	0.38	0.28	0.30	0.16	0.28	0.43	0.54	0.51	0.55	0.59	0.54	0.59	0.64	0.58	0.58	0.65	0.65
T. BOT comp. lordo 12m	0.39	0.28	0.28	0.30	0.34	0.42	0.25	0.38	0.53	0.65	0.60	0.65	0.69	0.63	0.70	0.75	0.67	0.68	0.78	0.78
Rendistat lordo	1.94	1.84	1.68	1.76	1.71	1.55	1.38	1.48	1.65	1.78	1.72	1.81	1.83	1.74	1.80	1.86	1.78	1.81	1.91	1.91
Rendistat netto	1.70	1.61	1.47	1.54	1.49	1.36	1.21	1.30	1.44	1.56	1.51	1.58	1.60	1.52	1.58	1.63	1.56	1.58	1.67	1.67
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.80	0.69	0.64	0.84	0.65	0.69	0.53	0.68	0.86	1.01	0.96	1.03	1.11	1.05	1.12	1.20	1.09	1.10	1.22	1.22
Rend. BTP a 5 anni	1.32	1.19	1.08	1.23	1.03	1.03	0.87	1.02	1.19	1.34	1.28	1.34	1.40	1.34	1.41	1.48	1.38	1.39	1.50	1.50
Rend. BTP a 7 anni	2.01	1.81	1.73	1.80	1.53	1.47	1.26	1.41	1.59	1.75	1.70	1.77	1.82	1.77	1.83	1.91	1.81	1.82	1.93	1.93
Rend. BTP a 10 anni	2.83	2.56	2.46	2.44	2.11	1.97	1.66	1.77	1.91	2.02	1.97	2.02	2.06	2.01	2.07	2.13	2.04	2.05	2.15	2.15
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2305.042	2284.955	2298.089	2280.883	2307.417	2292.883	2307.320	2308.260	2317.160	2292.806	2278.56	2304.45	2299.97	2274.67	2288.67	2273.36	2298.19	2286.00	2302.71	2302.71
Prestiti in euro	2279.202	2253.254	2264.415	2241.840	2278.473	2252.067	2283.932	2269.274	2286.694	2253.243	2246.211	2261.41	2274.643	2243.79	2251.05	2237.36	2266.62	2246.66	2277.54	2277.54
Prestiti in valuta	25.840	31.701	33.674	39.043	28.944	40.816	23.388	38.986	30.466	39.563	32.345	43.040	25.327	30.882	37.612	36.000	31.562	39.342	25.168	25.168
Prestiti a breve	363.803	355.882	366.785	361.898	356.031	361.254	367.070	363.537	364.498	361.445	357.078	367.256	364.894	359.085	370.453	367.326	362.440	367.034	374.045	374.045
Prestiti a m/1	1941.239	1929.073	1931.304	1918.985	1951.386	1931.628	1940.249	1944.723	1952.662	1931.361	1921.478	1937.197	1935.076	1915.588	1918.214	1906.030	1935.748	1918.970	1928.660	1928.660
Depositi totali	2109.920	2122.118	2121.868	2127.616	2158.233	2121.206	2111.024	2128.287	2148.828	2122.412	2116.954	2119.412	2118.360	2128.484	2126.112	2131.871	2156.075	2112.722	2104.691	2104.691
Depositi in c/c	761.969	774.545	778.934	778.449	800.354	795.874	784.057	787.103	800.142	802.939	813.807	810.002	813.021	822.567	824.891	819.707	829.167	827.709	814.635	814.635
Depositi a risparmio	297.279	298.258	298.639	298.458	300.050	302.246	303.081	302.929	302.743	301.363	300.289	300.306	299.419	300.286	300.759	300.368	301.130	303.092	303.960	303.960
Certif. deposito	1050.672	1049.315	1044.295	1050.709	1057.829	1023.087	1023.887	1038.255	1045.943	1018.109	1002.858	1009.104	1005.919	1005.631	1000.461	1011.796	1025.778	981.921	986.096	986.096
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																				
Prestiti totali	0.14	-0.64	-0.35	-0.84	0.56	0.20	-0.08	-0.14	-0.25	-0.04	0.14	-0.11	-0.22	-0.45	-0.41	-0.33	-0.40	-0.30	-0.20	-0.20
Prestiti in euro	0.25	-0.62	-0.17	-0.79	0.71	0.26	0.06	-0.13	-0.23	0.02	0.22	0.00	-0.20	-0.42	-0.59	-0.20	-0.52	-0.24	-0.28	-0.28
Prestiti in valuta	-8.74	-2.21	-11.59	-3.51	-9.60	-3.00	-12.09	-0.72	-1.73	-3.34	-5.12	-5.57	-1.98	-2.58	11.69	-7.79	9.05	-3.61	7.61	7.61
Prestiti a breve	-3.88	-2.65	-0.91	-0.77	-0.64	-0.40	-0.90	-0.30	0.00	-0.20	0.50	0.40	0.30	0.90	1.00	1.50	1.80	1.60	1.90	1.90
Prestiti a m/1	0.93	-0.26	-0.25	-0.85	0.79	0.31	0.08	-0.11	-0.30	-0.01	0.07	-0.21	-0.32	-0.70	-0.68	-0.68	-0.80	-0.66	-0.60	-0.60
Depositi totali	0.03	-0.24	0.00	0.95	1.90	1.10	0.90	0.70	0.80	0.70	0.60	0.40	0.40	0.30	0.20	0.20	-0.10	-0.40	-0.30	-0.30
Depositi in c/c	5.63	6.27	7.31	5.35	7.90	7.30	7.20	7.20	7.10	6.80	6.40	6.60	6.70	6.20	5.90	5.30	3.60	4.00	3.90	3.90
Depositi a risparmio	-0.23	-0.07	0.15	0.52	0.94	0.91	0.84	0.75	0.72	0.72	0.70	0.72	0.72	0.68	0.71	0.64	0.36	0.28	0.29	0.29
Certif. deposito	-3.60	-4.60	-4.87	-1.97	-1.96	-3.20	-3.43	-3.74	-3.52	-3.65	-3.69	-4.16	-4.26	-4.16	-4.20	-3.70	-3.03	-4.02	-3.69	-3.69

(*) 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 31/01/2015.

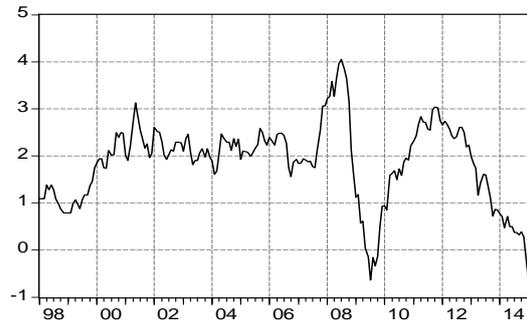
SCENARIO C	14 7	14 8	14 9	14 10	14 11	14 12	15 1	15 2	15 3	15 4	15 5	15 6	15 7	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.15	0.15	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT	1119	1114	1119	1059	1081	1038	1126	1101	1091	1155	1133	1171	1134	1191	1143	1121	1173	1181	1163	
Produzione Industriale	-1.2	-0.4	-2.1	-2.6	-2.1	-1.2	-1.7	-1.9	-1.5	-1.3	-1.8	-1.1	-1.6	-1.1	-0.8	-0.9	-0.4	-0.4	-0.1	
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.0	-0.2	-0.1	0.2	0.3	-0.1	-0.3	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	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	0.05
T. Overnight media d/1	0.04	0.00	0.01	0.00	0.00	-0.03	-0.04	-0.04	-0.04	-0.03	-0.04	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03
T. Interb. 1m lett.	0.09	0.08	0.01	0.00	0.00	0.01	-0.01	-0.01	-0.01	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.00	0.01	
T. Interb. 3m lett.	0.17	0.16	0.06	0.06	0.06	0.06	0.04	0.03	0.03	0.04	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	
T. Interb. 6m lett.	0.26	0.26	0.16	0.15	0.15	0.15	0.12	0.10	0.10	0.11	0.10	0.11	0.11	0.11	0.11	0.12	0.12	0.12	0.12	
T. Depositi medio	0.83	0.81	0.79	0.79	0.74	0.74	0.74	0.72	0.72	0.72	0.74	0.74	0.75	0.76	0.75	0.75	0.77	0.76	0.77	
T. Prestiti medio	3.81	3.77	3.76	3.71	3.65	3.65	3.63	3.59	3.59	3.60	3.63	3.65	3.65	3.67	3.65	3.66	3.69	3.67	3.68	
T.prest.medio - T.dep.medio	2.98	2.96	2.97	2.92	2.91	2.91	2.90	2.87	2.88	2.88	2.90	2.90	2.91	2.91	2.90	2.91	2.92	2.91	2.92	
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.16	0.09	0.13	0.22	0.16	0.16	0.08	0.09	0.10	0.14	0.15	0.18	0.20	0.18	0.19	0.24	0.20	0.22	0.25	
T. BOT comp. lordo 6m	0.24	0.14	0.24	0.38	0.28	0.30	0.16	0.18	0.20	0.26	0.29	0.32	0.36	0.33	0.34	0.42	0.36	0.39	0.43	
T. BOT comp. lordo 12m	0.39	0.28	0.28	0.30	0.34	0.42	0.25	0.26	0.29	0.35	0.39	0.43	0.47	0.44	0.44	0.53	0.46	0.49	0.54	
Rendistat lordo	1.94	1.84	1.68	1.76	1.71	1.55	1.38	1.37	1.41	1.48	1.52	1.54	1.60	1.52	1.50	1.59	1.52	1.55	1.63	
Rendistat netto	1.70	1.61	1.47	1.54	1.49	1.36	1.21	1.20	1.23	1.30	1.33	1.35	1.40	1.33	1.31	1.39	1.33	1.36	1.43	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.80	0.69	0.64	0.84	0.65	0.69	0.53	0.57	0.60	0.69	0.73	0.79	0.84	0.80	0.81	0.93	0.85	0.89	0.96	
Rend. BTP a 5 anni	1.32	1.19	1.08	1.23	1.03	1.03	0.87	0.91	0.93	1.01	1.04	1.10	1.15	1.10	1.11	1.21	1.14	1.17	1.24	
Rend. BTP a 7 anni	2.01	1.81	1.73	1.80	1.53	1.47	1.26	1.30	1.34	1.42	1.46	1.52	1.58	1.54	1.55	1.66	1.58	1.61	1.68	
Rend. BTP a 10 anni	2.83	2.56	2.46	2.44	2.11	1.97	1.66	1.67	1.68	1.75	1.77	1.81	1.85	1.81	1.82	1.90	1.83	1.86	1.91	
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2305.042	2284.955	2298.089	2280.883	2307.417	2299.748	2316.095	2318.430	2332.259	2309.779	2293.57	2316.22	2314.26	2291.81	2304.98	2290.01	2318.95	2311.25	2325.36	
Prestiti in euro	2279.202	2253.254	2264.415	2241.840	2278.473	2257.458	2291.236	2275.863	2299.529	2266.759	2258.986	2269.55	2286.951	2258.66	2264.87	2251.26	2284.40	2266.94	2297.88	
Prestiti in valuta	25.840	31.701	33.674	39.043	28.944	42.290	24.859	42.567	32.730	43.020	34.587	46.664	27.311	33.148	40.116	38.751	34.557	44.307	27.478	
Prestiti a breve	363.803	355.882	366.785	361.898	356.031	361.797	368.182	364.631	367.049	364.342	360.275	370.548	368.169	362.644	374.487	371.669	367.424	372.289	379.227	
Prestiti a m/1	1941.239	1929.073	1931.304	1918.985	1951.386	1937.951	1947.913	1953.799	1965.209	1945.437	1933.298	1945.671	1946.094	1929.166	1930.496	1918.337	1951.530	1938.957	1946.132	
Depositi totali	2109.920	2122.118	2121.868	2127.616	2158.233	2127.501	2119.393	2138.855	2163.751	2135.058	2129.580	2134.189	2133.129	2143.339	2140.965	2146.765	2173.341	2133.883	2127.870	
Depositi in c/c	761.969	774.545	778.934	778.449	800.354	799.583	789.908	792.977	807.613	809.706	821.455	816.841	819.879	829.538	831.123	826.713	834.769	833.965	825.454	
Depositi a risparmio	297.279	298.258	298.639	298.458	300.050	302.485	303.381	303.440	303.404	302.171	301.124	301.141	300.371	301.330	301.745	301.472	302.120	304.179	305.171	
Certif. deposito	1050.672	1049.315	1044.295	1050.709	1057.829	1025.433	1026.104	1042.438	1052.733	1023.181	1007.000	1016.207	1012.880	1012.471	1008.097	1018.579	1036.451	995.739	997.245	
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																				
Prestiti totali	0.14	-0.64	-0.35	-0.84	0.56	0.50	0.30	0.30	0.40	0.70	0.80	0.40	0.40	0.30	0.30	0.40	0.50	0.50	0.40	
Prestiti in euro	0.25	-0.62	-0.17	-0.79	0.71	0.50	0.38	0.16	0.33	0.62	0.79	0.36	0.34	0.24	0.02	0.42	0.26	0.42	0.29	
Prestiti in valuta	-8.74	-2.21	-11.59	-3.51	-9.60	0.50	-6.56	8.40	5.58	5.10	1.46	2.38	5.69	4.56	19.13	-0.75	19.39	4.77	10.54	
Prestiti a breve	-3.88	-2.65	-0.91	-0.77	-0.64	-0.25	-0.60	0.00	0.70	0.60	1.40	1.30	1.20	1.90	2.10	2.70	3.20	2.90	3.00	
Prestiti a m/1	0.93	-0.26	-0.25	-0.85	0.79	0.64	0.47	0.36	0.34	0.72	0.69	0.23	0.25	0.00	-0.04	-0.03	0.01	0.05	-0.09	
Depositi totali	0.03	-0.24	0.00	0.95	1.90	1.40	1.30	1.20	1.50	1.30	1.20	1.10	1.10	1.00	0.90	0.90	0.70	0.30	0.40	
Depositi in c/c	5.63	6.27	7.31	5.35	7.90	7.80	8.00	8.00	8.10	7.70	7.40	7.50	7.60	7.10	6.70	6.20	4.30	4.30	4.50	
Depositi a risparmio	-0.23	-0.07	0.15	0.52	0.94	0.99	0.94	0.92	0.94	0.99	0.98	1.00	1.04	1.03	1.04	1.01	0.69	0.56	0.59	
Certif. deposito	-3.60	-4.60	-4.87	-1.97	-1.96	-2.98	-3.22	-3.35	-2.89	-3.17	-3.29	-3.49	-3.60	-3.51	-3.47	-3.06	-2.02	-2.90	-2.81	

(*) 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 31/01/2015.

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



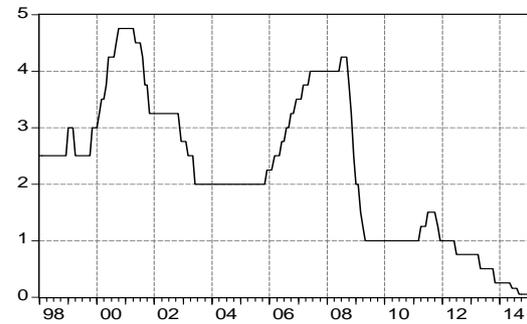
— TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



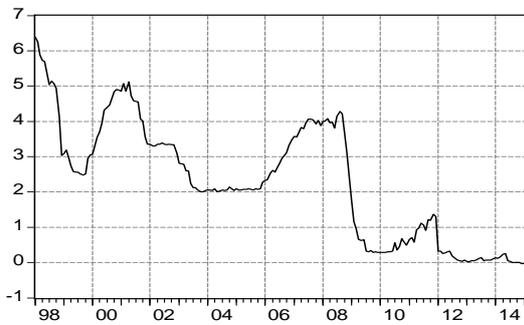
— TASSO INFLAZIONE AREA EURO



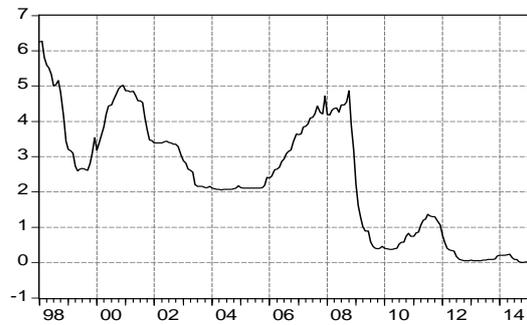
— PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



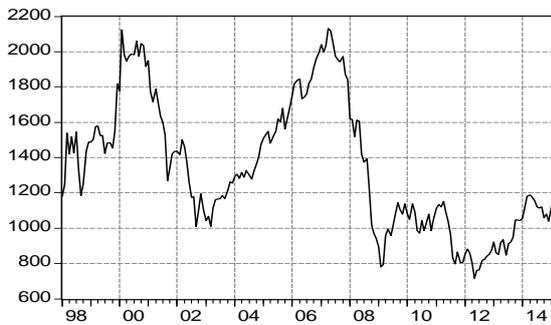
— TASSO DI INTERVENTO BCE



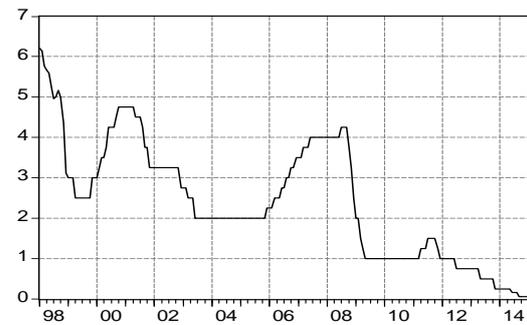
— TASSO OVERNIGHT



— TASSO INTERBANCARIO 1 MESE ITALIA



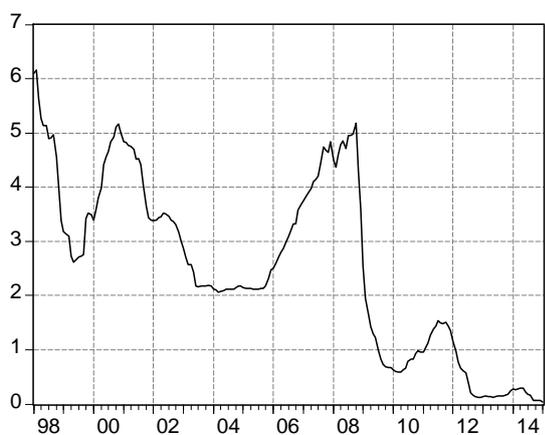
— INDICE COMIT



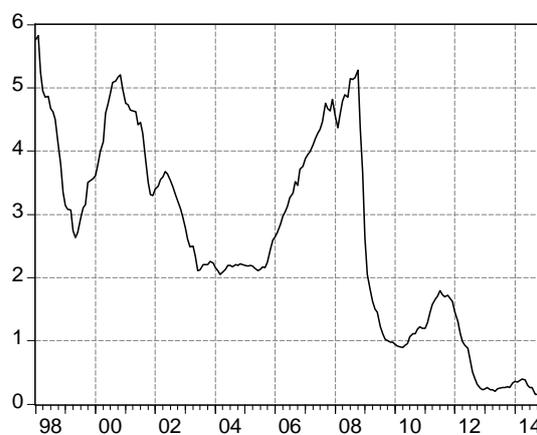
— TASSO MEDIO PONDERATO PCT

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

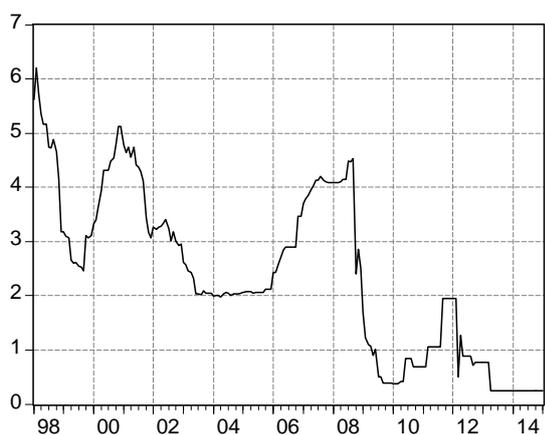
Dati mensili



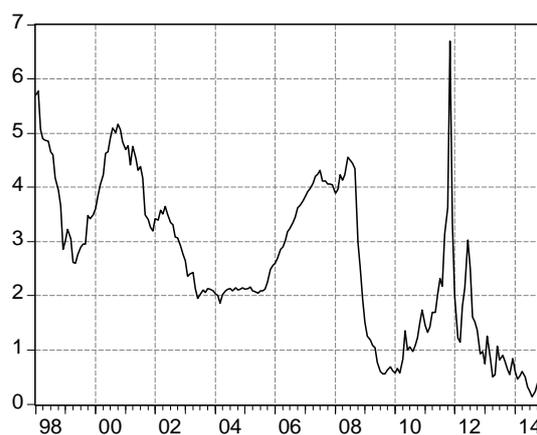
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI ITALIA (LIBOR)



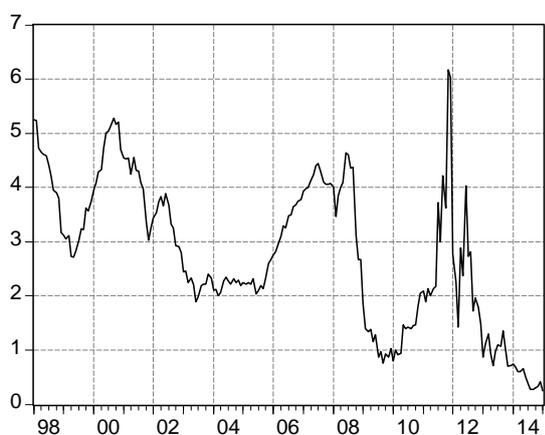
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI ITALIA



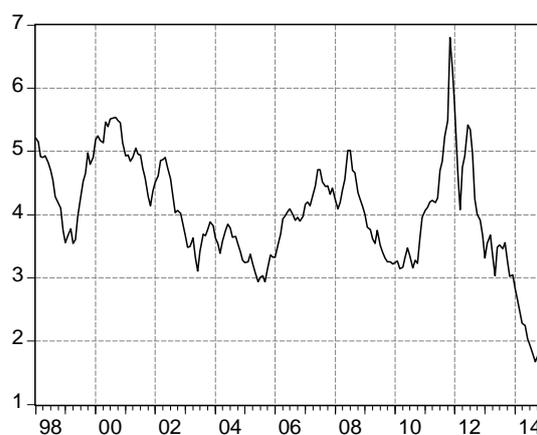
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO

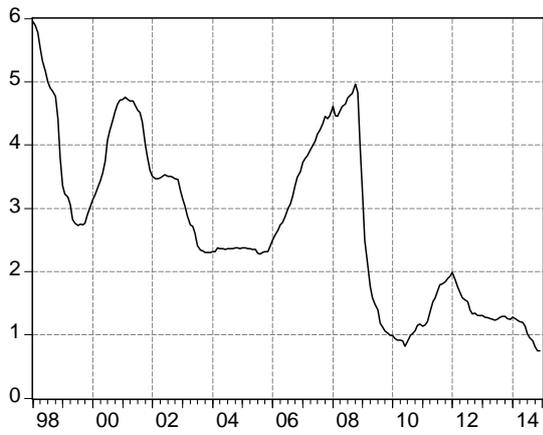


— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO

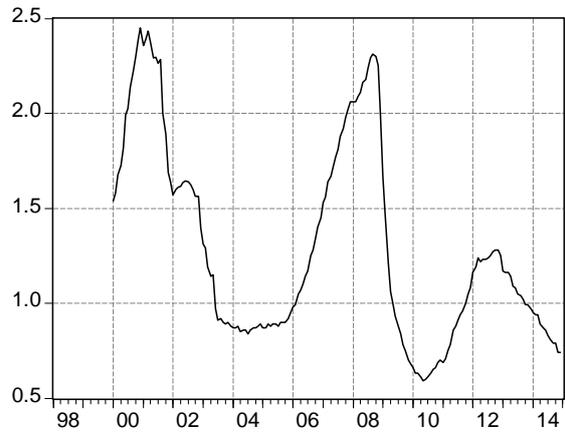


— RENDISTAT LORDO

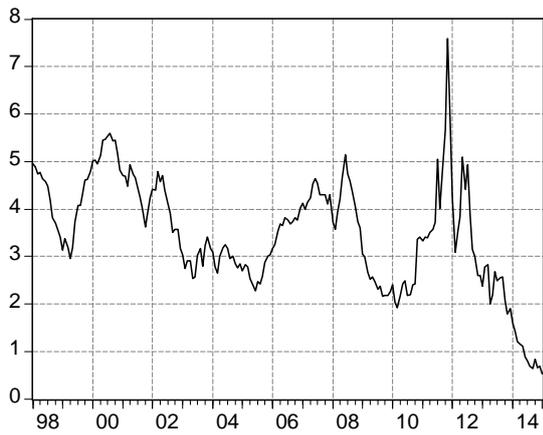
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



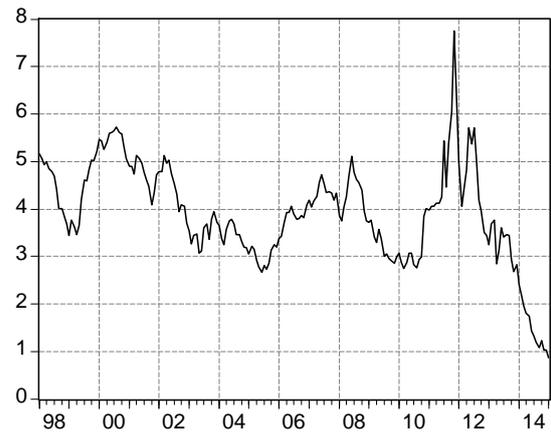
— TASSO PRESTITI MINIMO



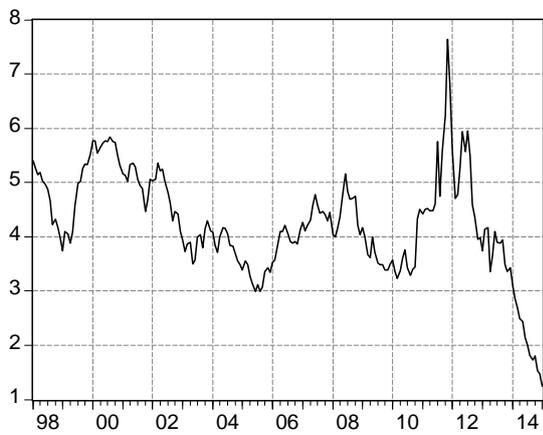
— TASSO DEPOSITI MEDIO



— 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)

