



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 31/03/2015

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 marzo 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

Le previsioni relative alla dinamica del dollaro, in particolare nei confronti dell'euro, restano uno dei temi più rilevanti. Il crollo dell'euro, avvenuto sul finire del 2014 e proseguito tra gennaio e marzo in seguito all'annuncio, prima, all'attuazione, poi, del *quantitative easing* in Europa, si è indebolito. Dopo l'accentuata discesa dei mesi scorsi, il cambio EUR\USD attraverserà probabilmente una fase laterale, attestandosi nei prossimi mesi attorno a 1,10. A sospendere la corsa del dollaro, che per scendere ben al di sotto quota 1,10 necessiterà del rialzo dei tassi da parte della *Fed*, hanno contribuito anche le ultime dichiarazioni della Yellen. Con l'obiettivo di tranquillizzare i mercati ed evitare un eccessivo rafforzamento del dollaro, il governatore ha fatto intendere che la stretta monetaria non prescindere dai dati dell'economia, che al momento presentano alcune incertezze. Secondo quanto dichiarato dalla Yellen, che ha anche rivisto al ribasso le stime sulla crescita e sull'inflazione, i tassi saliranno, ma non con lo stesso passo dei decenni passati, poiché gli USA stanno uscendo dalla recessione più grave dai tempi della grande depressione. Dal comunicato diffuso alla fine del vertice FOMC del 18 marzo si evince che un rialzo sarà ritenuto appropriato nel momento in cui si vedrà un ulteriore miglioramento nel mercato del lavoro (sebbene secondo alcuni sia già su livelli di pieno impiego) e ci sarà ragionevole fiducia che l'inflazione torni al 2% nel medio periodo, aggiungendo, quindi, una *forward guidance* non chiara sulle condizioni di svolta dei tassi. Il cambiamento nelle linee guida - con l'abbandono del riferimento al termine "pazienza" - sebbene per la prima volta in quasi un decennio suggerisca lo spazio di un intervento, a nostro avviso non riflette, al momento, alcun cambiamento nelle intenzioni di *policy*. La riduzione dello stimolo monetario avverrà con maggiore probabilità nella seconda metà del 2015 e non prima di settembre. L'andamento ribassista del dollaro, che verrebbe accentuato nel caso di un rialzo dei tassi target, è visto con una certa preoccupazione dalla *Fed*, preoccupazione più che giustificata dai dati relativi ai flussi commerciali. Nel quarto trimestre 2014, infatti, le esportazioni sono cresciute meno della metà delle importazioni e tali rilevazioni, essendo relative al quarto trimestre, non incorporano ancora l'apprezzamento subito dal dollaro nella prima parte del 2015. Negli ultimi tempi, inoltre, i dati riguardanti la domanda e l'offerta hanno mostrato qualche incertezza, risultando stazionari (o negativi) e inferiori alle attese. I segnali più che positivi che continuano a pervenire dal mercato del lavoro e dagli indici di fiducia più recenti, tuttavia, non giustificano di per sé un eventuale passaggio repentino alla politica restrittiva. L'intensità della ripresa nell'Eurozona si conferma disomogenea e la deflazione sta pian piano ridimensionandosi, anche grazie al piano di allentamento della BCE attuato il 9 marzo. Questo alimenta il miglioramento nel clima di fiducia di famiglie e imprese, che giovano anche di basse quotazioni nel mercato petrolifero e dell'euro debole. In chiave prospettica, quindi, sono state riviste al rialzo le stime di crescita di tutti i principali paesi. Il fattore destabilizzante resta, però, la situazione in Grecia, dove continua la trattativa con i creditori. Questi ultimi, sebbene abbiano deciso di prorogare da fine febbraio a fine giugno l'attuale programma economico, sono in attesa di nuove riforme, attualmente oggetto di acceso negoziato. La questione greca, nei prossimi mesi, potrà generare volatilità nei mercati finanziari, tuttavia, anche nell'ipotesi più nefasta, il contagio agli altri paesi dell'area è improbabile. In Asia lo scenario è perlopiù invariato con l'economia cinese su un trend di moderata crescita. L'obiettivo per il 2015 è al 7%, in calo rispetto al 7,4% del 2014. La Cina si conferma comunque il paese con il maggior sviluppo del G20. In Giappone, la *BoJ* ha deciso di mantenere invariato l'obiettivo per la base monetaria e l'economia sta lentamente recuperando grazie al calo dei prezzi petroliferi. Una novità nello scenario internazionale è la crisi nello Yemen, che potrebbe limitare la discesa del prezzo del petrolio. Sebbene questo paese non sia un produttore rilevante, si trova in una posizione geografica strategica dal punto di vista commerciale. Sul finire di marzo, infatti, la prospettiva di un'interruzione del transito attraverso lo stretto Bab el-Mandeb ha temporaneamente fatto salire le quotazioni del Brent, che comunque si manterranno attorno ai 50 dollari al barile.

USA

Con l'obiettivo di tranquillizzare i mercati ed evitare un eccessivo rafforzamento del dollaro, il governatore ha fatto intendere che la stretta monetaria non prescindere dai dati dell'economia, che al momento presentano alcune incertezze.

La stima finale del PIL del quarto trimestre 2014 conferma una variazione positiva del 2,2% t/t (+2,4% a/a). Le revisioni delle singole voci sono poco rilevanti e mantengono un quadro di crescita trainato dai consumi privati (+4,4% t/t, +2,9% a/a) e dagli investimenti fissi (+4,5% t/t, +5,4% a/a). Nel dettaglio, gli investimenti fissi non residenziali risultano ancora una volta più dinamici (+4,7% t/t, +6,2% a/a) di quelli residenziali (+3,8% t/t, +2,5% a/a). È, tuttavia, confermato il freno derivante dalla spesa pubblica (-1,9% t/t, +0,8% a/a) e soprattutto dal canale estero. Le esportazioni sono cresciute sia su base congiunturale (+4,5% t/t) sia su base tendenziale (+2,4% a/a) a un tasso inferiore a quanto registrato per le importazioni (+10,4% t/t e +5,6%

a/a). Rispetto al terzo trimestre la tendenza, che è attesa proseguire anche nei prossimi trimestri, si è invertita, a causa dell'apprezzamento del dollaro nei confronti delle principali valute e in particolare dell'euro. Per questo motivo la cautela con la quale la *Fed* sta preparando il primo rialzo dei tassi è aumentata e il cambiamento nel target sui *Fed funds* non dovrebbe verificarsi prima di settembre-ottobre 2015. Il contributo alla crescita nel quarto trimestre è stato positivo per i consumi privati (+2,98% t/t) e per gli investimenti fissi (+0,72% t/t) e negativo per la spesa pubblica (-0,35% t/t) per le esportazioni nette (-1,03% t/t) e le scorte (-0,1% t/t). Per quel che riguarda i dati mensili del commercio con l'estero, in gennaio entrambi i flussi commerciali hanno presentato una variazione congiunturale negativa, meno marcata per le esportazioni (-2,87% m/m) che per le importazioni (-3,92% m/m). Ne è risultato un saldo della bilancia commerciale pari a -41,75 miliardi di dollari da -45,60 miliardi di dollari di dicembre. I dati riguardanti il mercato del lavoro sono molto positivi e dovrebbero fugare i dubbi relativi alla solidità della crescita, tuttavia, non fanno emergere alcun segno di marcata inflazione. Il tasso di disoccupazione (5,5% a febbraio) è ormai prossimo al valore di piena impiego e ha toccato il minimo da giugno 2008, ma potrebbe scendere anche fino al 5%, senza per questo portare a un aumento repentino dei prezzi. Sempre in febbraio sono stati creati 295 mila nuovi posti di lavoro nel settore non agricolo e +288 mila nel settore privato, dati ampiamente oltre le attese rispettivamente di +235 mila e +224 mila. Nel mese precedente l'aumento era di +239 mila unità nel settore non agricolo e +237 mila unità nel settore privato. La partecipazione alla forza lavoro rimane, tuttavia, stagnante da diverso tempo (62,8%) e la crescita dei salari orari è nulla rispetto a gennaio (+1,56% a/a, da 1,96% a/a). Gli indicatori dell'attività di impresa e industria mostrano, nel complesso, una lieve correzione al ribasso. La debolezza dovrebbe riflettere la correzione nel settore energetico, ma anche il clima avverso, come si era verificato nel 2014. È chiaro, tuttavia, che le preoccupazioni della Yellen, evidenziate da dichiarazioni più caute circa il possibile rialzo dei tassi, siano fondate. La produzione industriale in febbraio è cresciuta dello 0,1% m/m (consenso: +0,2% m/m) ma il dato di gennaio è stato ampiamente rivisto al ribasso (-0,3% m/m da 0,2% m/m). Nei confronti di febbraio 2014 la crescita è stata del 3,5% (+4,4% a/a in gennaio) con l'utilizzo della capacità produttiva al 78,9%, ulteriore segnale che non ci sono al momento segnali di fiammate inflazionistiche. Gli ordini di beni durevoli, aumentati precedentemente del 2% m/m (dato rivisto da +2,8% m/m) sono diminuiti dell'1,4% m/m. Escludendo la componente dei trasporti, la riduzione è risultata più contenuta: -0,4% m/m dal -0,7% m/m registrato a febbraio. Il clima di fiducia delle imprese in febbraio è peggiorato nel settore manifatturiero, l'ISM è passato da 53,5 a 52,9, e pressoché stabile in quello non manifatturiero (56,9 da 56,7). In marzo sono diminuiti gli indici di fiducia regionali (l'indice di Philadelphia è a 5 da 5,2 e il *NY Empire State Manufacturing Index* a 6,9 da 7,8, entrambi sotto le attese), tuttavia, sul fronte delle imprese (NAPM: 46,3 da 45,8) e dei consumatori (*Conference Board*: 101,3 da 98,8) la fiducia ha toccato ottimi livelli, coerenti con una crescita attorno al 2,5% a/a nel 2015. Dal lato della domanda i consumi privati reali sono risultati deboli (-0,1% m/m in marzo) mentre, sempre in termini reali, il reddito personale è cresciuto (+0,2% m/m). Le vendite al dettaglio, pur rimanendo positive su base tendenziale (+1,7% a/a) si sono contratte rispetto al mese precedente dello 0,6% m/m. I segnali nel comparto edilizio sono contrastanti. L'avvio di nuovi cantieri in febbraio ha registrato una brusca contrazione (-17% m/m e -3,3% a/a) ma è stato rivisto al rialzo il dato precedente (+0% m/m e +20,5% a/a da -2% m/m e +18,7% a/a). Positivo, anche se debole, l'incremento delle vendite di case esistenti (+1,2% m/m) mentre è più sostenuto quello di nuove case (+7,8% m/m). Il CPI di febbraio, in linea con le attese di consenso, ha registrato una variazione pari a -0,1% a/a dal precedente -0,2% a/a. Anche il *core* ha segnato un leggero miglioramento (+1,7% a/a dal +1,6% a/a di gennaio). I verbali della riunione del FOMC di marzo dovrebbero dare importanti indicazioni sul dibattito relativo alla svolta dei tassi così come dell'evoluzione e dei rischi legati allo scenario macroeconomico. Sembra che i tassi di interesse resteranno ai minimi storici almeno fino a settembre-ottobre 2015. Nel complesso infatti, i dati riguardanti la crescita, frenata anche dal rafforzamento del dollaro, l'occupazione, con una crescita dei salari orari sotto controllo e l'inflazione, non sono tali da giustificare un repentino passaggio a una politica monetaria restrittiva.

GIAPPONE

Nei mesi finali del 2014, il PIL è cresciuto dello 0,4% t/t (-0,7% a/a) meno delle attese (+0,5% t/t) e della stima preliminare (+0,6% t/t, -0,4% a/a). Questo conferma l'uscita dalla recessione, anche se evidenzia le difficoltà del paese nel prendere slancio. I consumi privati, aumentati dello 0,5% t/t (-2,2% a/a) hanno contribuito alla crescita per lo 0,3% t/t. Gli investimenti fissi, fermi rispetto al trimestre precedente, sono scesi dell'1,7% a/a, non contribuendo quindi alla crescita congiunturale. La spesa pubblica, invece, ha dato un apporto positivo di 0,1 punti percentuali, aumentando dello 0,3% t/t (+0,6% a/a). Infine, il contributo delle esportazioni nette è risultato positivo, pari a +0,2% t/t, grazie a un aumento delle esportazioni (+2,8% t/t e +10,8% a/a) più consistente rispetto alla variazione delle importazioni (+1,3% t/t e +3,5% a/a). La valutazione congiunturale rileva un sentiero di moderata ripresa che dovrebbe essere sostenuto da consumi e

investimenti fissi delle imprese, oltre che da un'espansione dei profitti delle imprese e delle esportazioni. I prezzi del petrolio convenienti, i bassi tassi d'interesse e la debolezza dello Yen dovrebbero, infatti, rappresentare un valore aggiunto per l'economia. Relativamente al commercio con l'estero, le esportazioni di febbraio si sono contratte del 7,02% m/m, più delle importazioni (-3,42% m/m) portando il deficit della bilancia commerciale a -638,77 miliardi di Yen da -412,34. Nello stesso mese il tasso disoccupazione è stato pari al 3,5%, in calo dal 3,6% di gennaio. La produzione industriale si è ridimensionata sia nei confronti di gennaio (-3,4% m/m) sia di febbraio 2014 (-2,6% a/a). Il PMI manifatturiero (50,4) registra il terzo calo consecutivo, contro le attese di rialzo (consenso: 52). Dal lato della domanda, i dati mensili, tutti relativi a febbraio, confermano il periodo non particolarmente brillante. L'indice di fiducia dei consumatori è cresciuto lievemente (a 40,7 da 39,1) e il reddito disponibile ha registrato un +0,7% m/m dal precedente -0,6%. Al contrario, la variazione nei consumi privati è stata negativa (-1% m/m) così come le vendite al dettaglio. Queste ultime, già in forte contrazione in gennaio (-15% m/m, -2% a/a) hanno mostrato una variazione negativa sia rispetto al mese precedente (-6,7% m/m) sia rispetto a febbraio 2014 (-1,8% a/a). Sul fronte dei prezzi, non ci sono state particolari novità: +2,2% a/a l'*headline* e +2% a/a il *core*. Escludendo gli effetti del rialzo dell'imposta del 2014, tutte le misure di inflazione sono intorno a zero e secondo la *BoJ* l'inflazione potrebbe diventare temporaneamente negativa nei prossimi mesi a causa del contributo dell'energia.

AREA EURO

L'intensità della ripresa nell'Eurozona si conferma disomogenea e la deflazione sta pian piano ridimensionandosi, anche grazie al piano di allentamento della BCE attuato il 9 marzo.

Il PIL nel quarto trimestre del 2014 è cresciuto su base tendenziale dello 0,3% e dello 0,9% rispetto allo stesso trimestre del 2013. Le variazioni sono coerenti con la stima preliminare del 13 febbraio e in lieve aumento rispetto a quanto registrato nel terzo trimestre (+0,2% t/t, +0,8% a/a). I consumi privati sono saliti dello 0,4% t/t (+1,4% a/a) contribuendo alla crescita per lo 0,2% t/t. Il dato congiunturale è di poco inferiore a quanto registrato nel terzo trimestre (+0,5% t/t) ma superiore su base tendenziale (+1,1% a/a). Al contrario, l'aumento degli investimenti fissi è stato maggiore rispetto al trimestre precedente (+0,4% t/t da 0%) e inferiore su base tendenziale (+0,3% a/a da +0,4%). L'apporto alla crescita è stato dello 0,1% t/t. La spesa pubblica ha mostrato la medesima variazione rispetto al trimestre precedente (+0,2% t/t) e di poco superiore su base tendenziale, pari allo 0,8% a/a, con un contributo nullo alla crescita. La variazione delle esportazioni è stata dello 0,8% t/t (+4,1% a/a) superiore alle importazioni (+0,4% t/t e +4% a/a). Questa tendenza dovrebbe essere confermata anche nel prossimo trimestre, quando dovrebbero essere più evidenti gli effetti di un euro più debole. Ciononostante, i dati di gennaio relativi al commercio con l'estero evidenziano una contrazione sia delle esportazioni (-0,95% m/m) sia delle importazioni (-0,23% m/m). Anche il dato di dicembre era risultato negativo per entrambi i flussi, più accentuato il calo delle importazioni rispetto a quello delle esportazioni (-2,13% m/m e -0,9% m/m rispettivamente). Il mercato del lavoro resta fragile, con un tasso di disoccupazione molto elevato (11,3% a febbraio) ma in calo (+11,4% il precedente). Oltre agli sviluppi positivi in Germania, la crescita dell'occupazione è stata trainata dai miglioramenti nei paesi che mostrano attualmente i tassi di disoccupazione più alti. A gennaio, nel confronto con dicembre, la produzione industriale è diminuita dello 0,1, restando positiva rispetto allo scorso anno (+0,2% a/a). L'attività nell'Area Euro dovrebbe accelerare grazie al significativo calo dei prezzi del petrolio e all'indebolimento del tasso di cambio. Il miglioramento del clima di fiducia delle imprese in marzo (PMI manifatturiero a 51,9 da 51 e nei servizi a 54,3 da 53,7) favorirà, inoltre, la trasmissione efficace dell'allentamento monetario, contribuendo a migliorare ulteriormente le prospettive di crescita. Segnali positivi anche dal lato dell'inflazione, passata, secondo le stime *flash*, a -0,1% a/a dal precedente -0,3% a/a. La riunione della BCE ha fornito qualche dettaglio in più sul programma di acquisto di attività (PAA) che integra, a partire dal 9 marzo, il programma di acquisto di titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (ABSPP) e quello per l'acquisto di obbligazioni garantite (CBPP3). Gli acquisti saranno pesati in base al debito in circolazione con attenzione ai flussi giornalieri e nel rispetto del principio di neutralità. La BCE, che altrimenti si troverebbe a sopportare una perdita addizionale, non comprerà titoli che hanno un rendimento inferiore al tasso di deposito (-0,2%). In generale, i rendimenti dei titoli dell'Area Euro hanno subito un calo che ha interessato tutti gli strumenti e le scadenze, scendendo in molti casi ai minimi storici. In Grecia si è però assistito a una tendenza inversa a causa delle difficoltà del paese di rinnovare gli accordi con i creditori, a livello di sistema ciò non dovrebbe avere impatti significativi. I corsi azionari sono aumentati in misura significativa e il tasso di cambio dell'euro si è notevolmente indebolito.

Germania

I dati definitivi confermano che l'economia è cresciuta nel quarto trimestre 2014 dello 0,7% t/t. L'incremento tendenziale, pari a +1,5% a/a, dovrebbe essere confermato anche nel corso del 2015. La Bundesbank ha rivisto al rialzo la stima di dicembre dall'1% all'1,5% appunto. Weidmann ha però dichiarato

che nonostante la situazione tedesca sia da valutare con ottimismo, l'allentamento monetario della BCE dovrebbe far calare ulteriormente l'utile della Bundesbank, già sceso nel 2014 a 2,9 miliardi di euro dai 4,59 miliardi del 2013. Anche per l'OCSE le previsioni sono riviste al rialzo, a +1,7% per il 2015 e +2,2% per il 2016, rispettivamente 0,6 e 0,4 punti in più rispetto alla stima di novembre. I dati riguardanti la bilancia commerciale di gennaio hanno mostrato un calo delle esportazioni (-2,07% m/m) e una flessione più lieve delle importazioni (-0,22% m/m) portando il surplus della bilancia commerciale a 19,65 milioni di euro. Il tasso di disoccupazione a marzo è stato pari a 6,8%, il più basso in Europa. I dati della produzione industriale a inizio anno sono abbastanza positivi (+0,6% m/m e +0,8% a/a) e in linea con le attese. Gli ordini all'industria manifatturiera sono però scesi del 3,9% m/m (-0,3% a/a) riassorbendo in gran parte l'incremento che si era registrato a fine anno (+4,4% m/m, +4% a/a). Positivo, invece, l'andamento delle costruzioni (+5% m/m). Gli indici di fiducia relativi a marzo sono tutti in crescita e, a esclusione dello *Zew*, superiori alle attese. Quest'ultimo è risultato pari a 54,8, da 53, contro le attese di 59,4. L'*Ifo* è salito a 107,9 da 106,8 (consenso: 107,3). Nello stesso mese, il PMI manifatturiero si è portato a 52,4 (51,1 in precedenza) mentre nei servizi a 55,3, da 54,7. Le attese erano rispettivamente di 51,6 e 54,9. Le vendite al dettaglio, aumentate molto più delle attese, a gennaio l'incremento era stato del 2,3% m/m (+5% a/a) sono risultate a febbraio in calo dello 0,5% rispetto al mese precedente ma comunque positive su base tendenziale (+3,6% a/a). Sulla misura armonizzata, la dinamica dei prezzi al consumo di febbraio è a -0,1% a/a (-0,5% a/a a gennaio). Il *core* è aumentato dallo 0,8% a/a all'1% a/a. La buona crescita del quarto trimestre, combinata con la debolezza dell'euro e con i bassi prezzi dell'energia, ha rafforzato la fiducia nell'economia.

Francia

La seconda stima conferma la crescita del PIL di +0,1% t/t nel quarto trimestre del 2014, in rallentamento dal +0,3% t/t del terzo. Anche su base tendenziale è confermato il lieve rallentamento (+0,2% a/a, da +0,4% a/a). Il risultato è imputabile all'aumento dei consumi privati (0,2% t/t e +0,5% a/a) della spesa pubblica (+0,5% t/t, +1,9% a/a) e delle esportazioni (+2,5% t/t e +4,4% a/a). In aumento anche le importazioni (+1,7 t/t e +5,1% a/a) mentre risultano in calo gli investimenti fissi (-0,5% t/t e -2,6% a/a). Complessivamente le variazioni sono molto simili a quelle registrate nel terzo trimestre. Per quanto riguarda il commercio con l'estero in gennaio è risultata negativa sia la variazione delle esportazioni (-2,53% m/m) sia delle importazioni (-1,28% m/m). Il PIL è atteso in accelerazione, spinto principalmente dai consumi, grazie al miglioramento del potere di acquisto associato al calo dei prezzi del petrolio e di quelli al consumo. L'inflazione, infatti, è rimasta in territorio negativo sulla misura armonizzata (-0,3% a/a). Sul fronte di offerta e domanda i dati di gennaio sono buoni. Gli indici di fiducia in marzo sono contrastanti (99 da 100 l'Insee per le imprese, 48,2 da 47,6 il PMI manifatturiero e a 52,8 da 53,4 quello dei servizi).

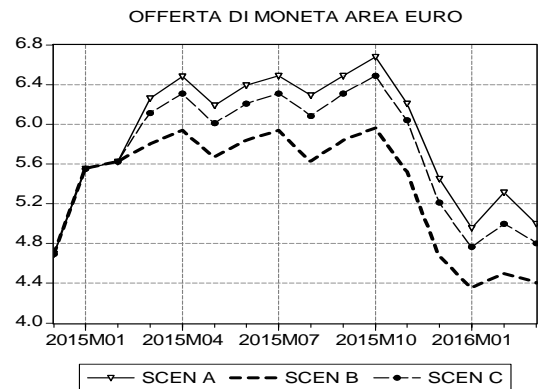
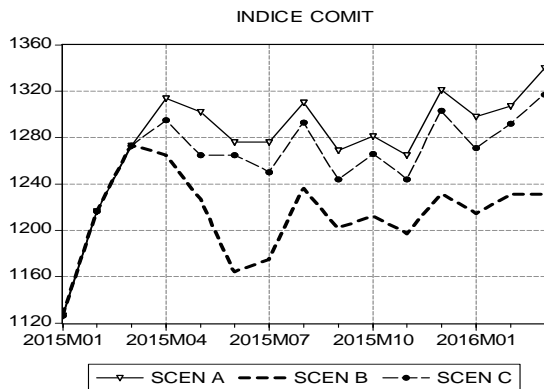
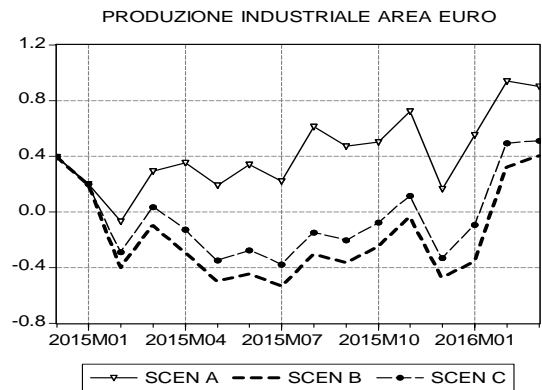
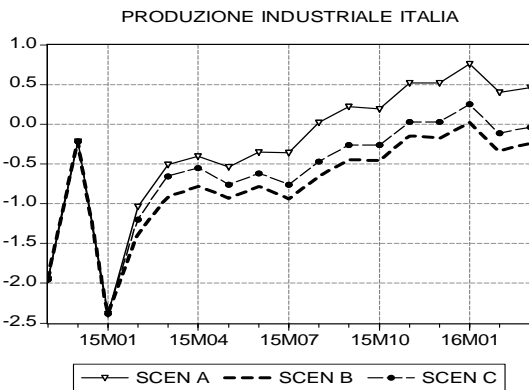
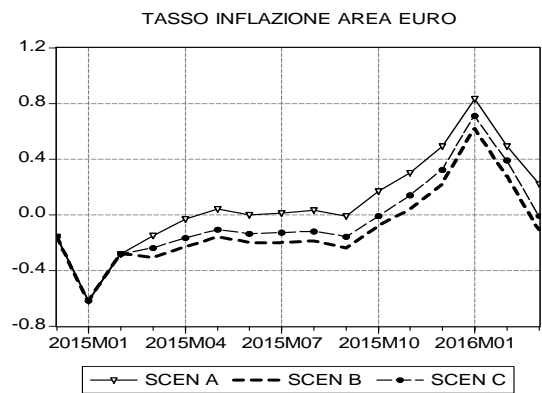
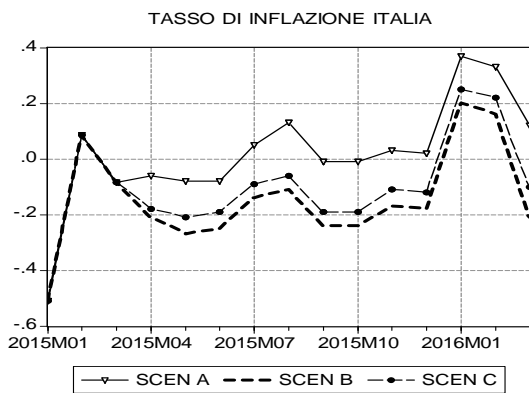
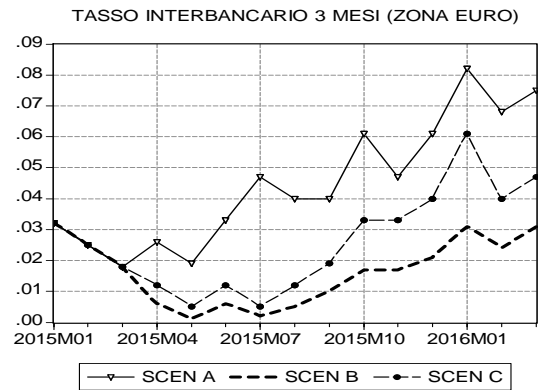
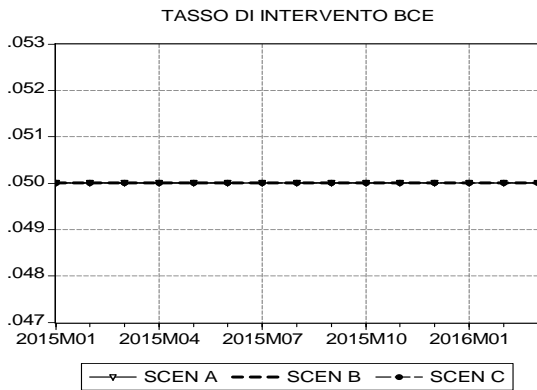
Italia

Nel quarto trimestre del 2014 il PIL ha registrato una variazione nulla rispetto al trimestre precedente (-0,1% t/t il precedente) e del -0,5% a/a, stesso dato, rivisto da -0,4% a/a, del terzo trimestre. La stima preliminare aveva rilevato una diminuzione tendenziale più contenuta (-0,3% a/a). Nel dettaglio, la crescita dei consumi privati è stata dello 0,1% t/t e dello 0,5% a/a. Gli investimenti fissi, in calo su base tendenziale (-3% a/a) sono aumentati dello 0,2% t/t. La dinamica è risultata simile per la spesa pubblica, contrattasi dello 0,3% su base tendenziale, ma aumentata su base congiunturale (+0,4% t/t). Le esportazioni e le importazioni sono invece cresciute, con incrementi rispettivamente dell'1,6% t/t (+3,8% a/a) e dello 0,3% t/t (+2% a/a). Risultano nulli l'apporto dei consumi privati e degli investimenti fissi, mentre la spesa pubblica e la domanda estera netta hanno contribuito rispettivamente per lo 0,1% t/t e lo 0,4% t/t. Al contrario le scorte hanno sottratto lo 0,6% t/t alla variazione del PIL. Per quanto riguarda il commercio con l'estero, in gennaio il surplus della bilancia commerciale nei confronti degli altri paesi UE è peggiorato: -2,64% m/m le esportazioni e +1,96% m/m le importazioni. In febbraio, invece, le esportazioni extra UE sono aumentate del 4,47% m/m e le importazioni hanno registrato un +1,14% m/m. Gli effetti del deprezzamento dell'euro sulla bilancia commerciale dovrebbero ampliarsi nel corso dell'anno. La performance dell'occupazione resta critica, tra le peggiori in Area Euro, tuttavia, con l'approvazione del Jobs Act, potrebbe gradualmente riportarsi su livelli accettabili. Il tasso di disoccupazione, infatti, è tornato a salire (12,7%) dopo il calo a gennaio al 12,6%. La fiducia di imprese e consumatori, in generale aumento a marzo, spinta anche dalla politica espansiva della BCE, potrebbe trainare la ripresa. L'indice di fiducia relativo al settore manifatturiero è stato pari a 103,7 e quello relativo ai servizi a 108,1, entrambi in aumento. Anche dal lato della domanda, l'indice di fiducia dei consumatori è salito (110,9 da 107,7). Le spinte deflazionistiche dovrebbero essere in diminuzione grazie all'ulteriore deprezzamento del tasso di cambio e agli effetti del *QE*. In marzo l'inflazione è stata di -0,1% a/a (+0,1% a/a in febbraio) e il *core* di +0,5% a/a (+0,9% a/a).

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

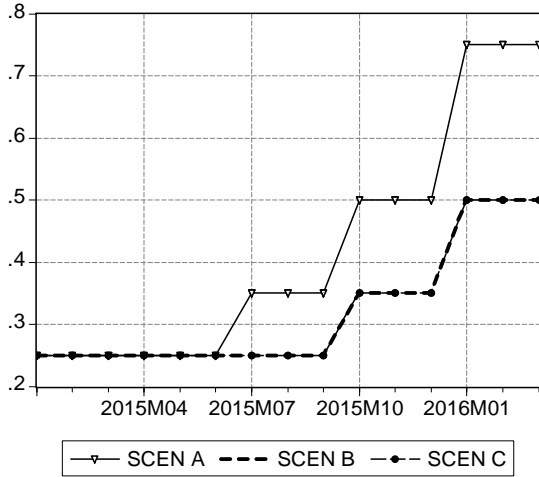
A (15%)	B (5%)	C (80%)
<p>Usa: la <i>Fed</i> decide di effettuare a giugno il rialzo annunciato già da mesi, a seguito di un duraturo miglioramento del mercato del lavoro e di una crescita brillante dell'economia, tra il 3% e il 3,5% a/a. Si attende, a causa del ciclo economico positivo, una maggiore 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. L'avvio del <i>QE</i> da parte della BCE e il basso prezzo del petrolio comportano un maggiore afflusso di capitali nell'Area Euro e nei paesi periferici. I capitali sono diretti principalmente verso l'azionario europeo e il mercato dei cambi, a causa della sopravvalutazione della borsa americana e dei rendimenti ormai negativi dei titoli di debito europei a breve-medio termine. Questo potrebbe portare a un eccesso nelle quotazioni azionarie. In tale contesto, il cambio EUR/USD, per poter scendere sotto quota 1,10, necessita del rialzo dei tassi da parte della <i>Fed</i>, atteso a giugno 2015. In vista di tale intervento, lo <i>spread</i> tra BTP a 10 anni e <i>Bund</i> si porta intorno a 110 punti base, con il rendimento dei primi sopra l'1,4%. A maggio-giugno, 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 basso 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>, senza che si inneschi alcun contagio verso il resto dell'area. Si registra, tuttavia, un incremento della volatilità. Il cambio EUR/USD potrebbe raggiungere la parità. I rendimenti dei BTP a 10 anni tornano sopra l'1,5% e lo <i>spread</i> rispetto al <i>Bund</i> si riporta sopra i 130 punti base.</p>	<p>Usa: la crescita è attorno al 2,5% a/a e l'inflazione rimane sotto controllo, grazie al basso 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'avvio del <i>QE</i>, incrementa la divergenza con la politica monetaria della <i>Fed</i>. Il <i>QE</i> e il basso prezzo del petrolio comportano un maggiore afflusso di capitali nell'Area Euro e nei paesi periferici. I capitali sono diretti principalmente verso l'azionario europeo e il mercato dei cambi, a causa della sopravvalutazione della borsa americana e dei rendimenti ormai negativi dei titoli di debito europei a breve-medio termine. Questo potrebbe portare a un eccesso nelle quotazioni azionarie. In tale contesto, il cambio EUR/USD, per poter scendere sotto quota 1,10, necessita del rialzo dei tassi da parte della <i>Fed</i>, atteso a settembre-ottobre 2015. Lo <i>spread</i> tra i BTP a 10 anni e il <i>Bund</i> rimane sotto i 110 punti base e il rendimento dei primi si mantiene sotto l'1,4%. A maggio-giugno, 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

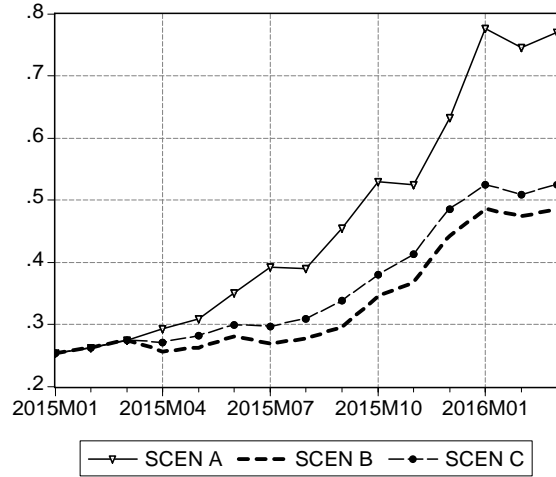


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili

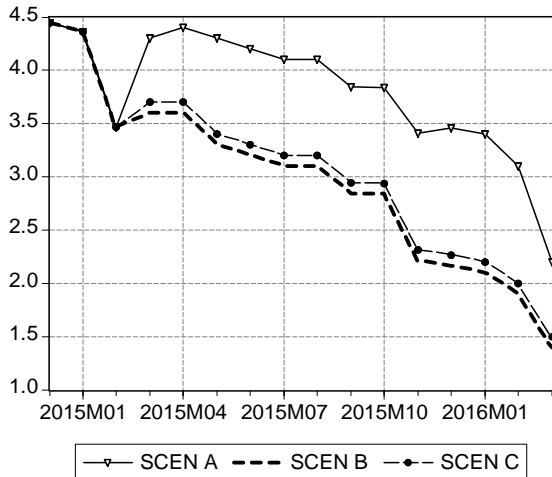
TASSO DI INTERVENTO FED



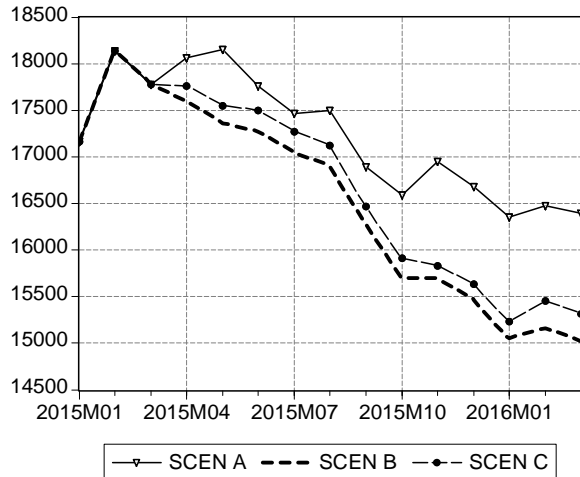
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



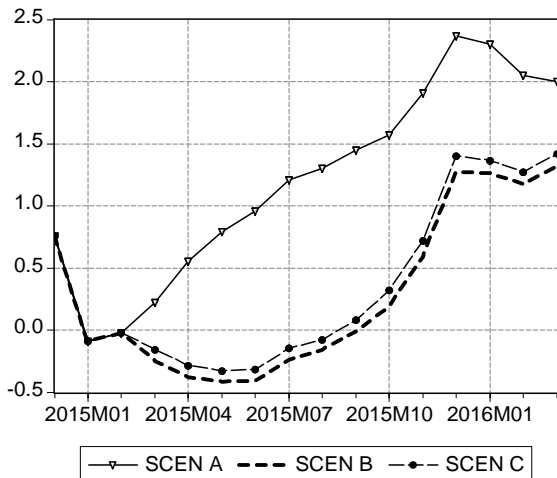
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



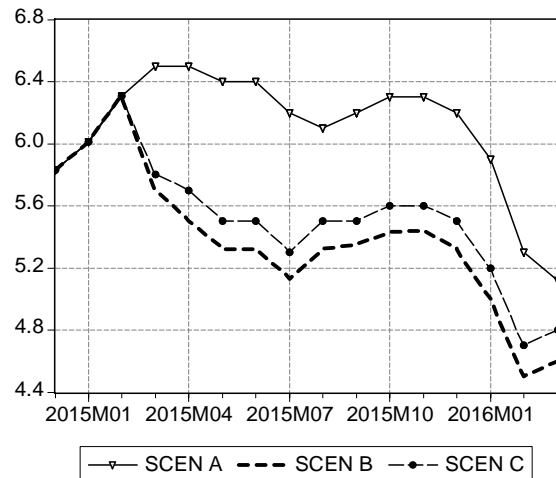
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

TASSI INTERBANCARI

I saggi interbancari europei in marzo sono rimasti pressoché invariati rispetto al mese precedente: il tasso a 1 mese è stabile a -0,01%, mentre per le scadenze a 3 e 6 mesi, i tassi si sono rispettivamente portati allo 0,02% e allo 0,08% (0,03% e 0,09% in febbraio). Gli interbancari sono visti ai minimi in tutti e tre gli scenari ipotizzati. Nello scenario più probabile (C) i tassi potrebbero mantenersi in linea con i livelli attuali nel periodo predittivo, attestandosi, a marzo 2016, a +0,01% (1 mese) +0,04% (3 mesi) e +0,11% (6 mesi). Nello scenario A, alla fine dell'orizzonte di previsione, i tassi potrebbero essere solo lievemente superiori (+0,04%, +0,07% e +0,15% rispettivamente l'1, il 3 e il 6 mesi). Nel caso la Grecia dichiarasse *default*, scenario B, i tassi interbancari sarebbero lievemente più contenuti: +0,00%, +0,03% e +0,08% per le scadenze a 1, 3 e 6 mesi, a marzo 2016.

STRUTTURA A TERMINE

Con l'avvio, in marzo, del *QE* da parte della BCE, i rendimenti dei titoli di stato si sono ulteriormente ridimensionati per tutte le scadenze, sebbene gran parte dell'effetto fosse già scontato nei tassi del mese precedente: il BTP a 3 anni si è portato a +0,39% da +0,31%, il 5 anni a +0,61% da +0,62%, il 7 anni si è ridotto a quota +0,94% da +1,00% e il decennale è arrivato a +1,30% da +1,39%. Se la Fed effettuasse il primo rialzo dei tassi a settembre-ottobre 2015 (scenario C) i rendimenti, a marzo 2016, potrebbero portarsi su livelli superiori agli attuali (+0,46% il 3 anni, +0,78% il 5 anni, +1,11% il 7 anni e +1,40% il 10 anni). Qualora la Fed decidesse di passare a una politica monetaria restrittiva già a giugno del 2015 (scenario A) la struttura a termine alla fine dell'orizzonte predittivo potrebbe essere su livelli lievemente superiori (+0,55%, +0,88%, +1,19%, 1,49% 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) il decennale potrebbe toccare quota +1,66% a marzo 2016, +0,70% il 3 anni, +1,04% il 5 anni e +1,36% il 7 anni.

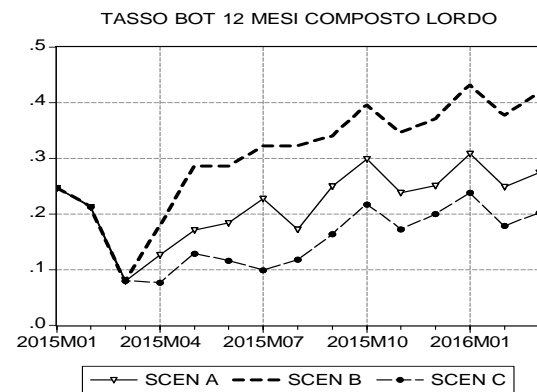
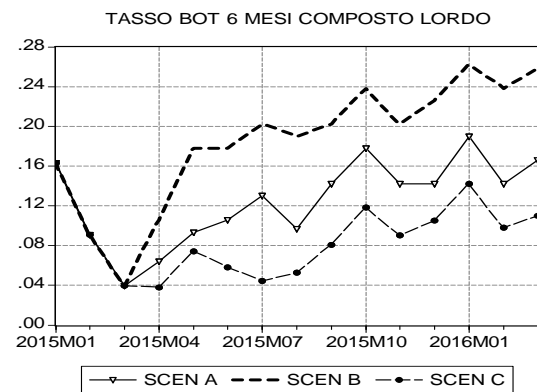
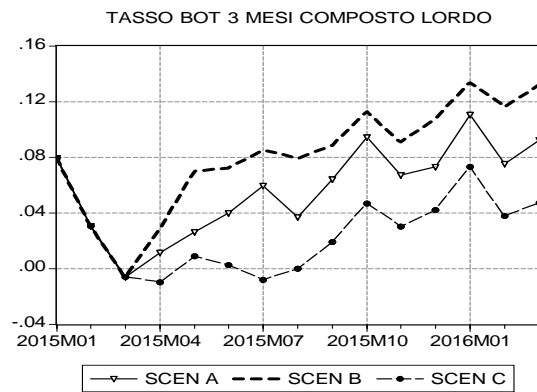
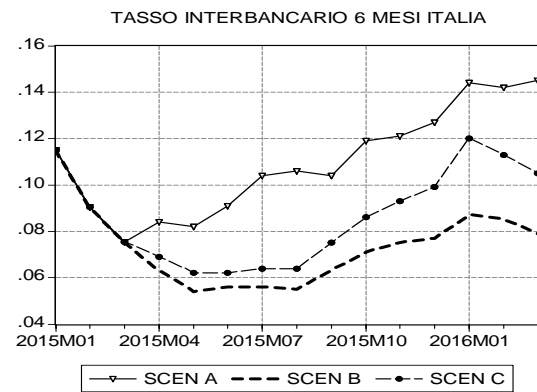
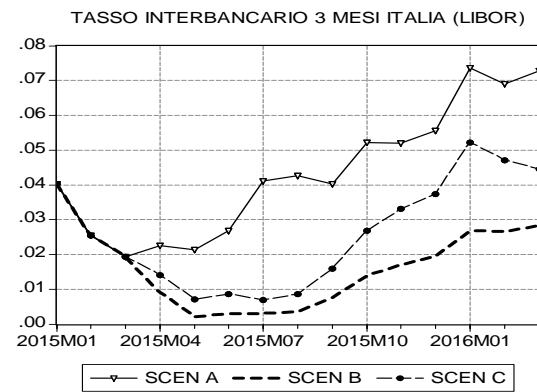
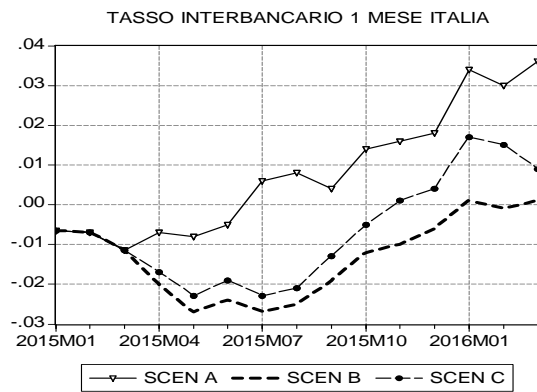
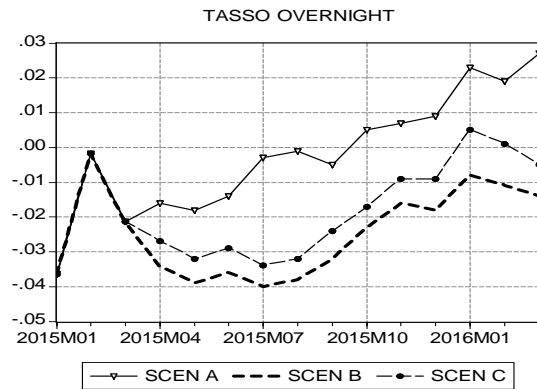
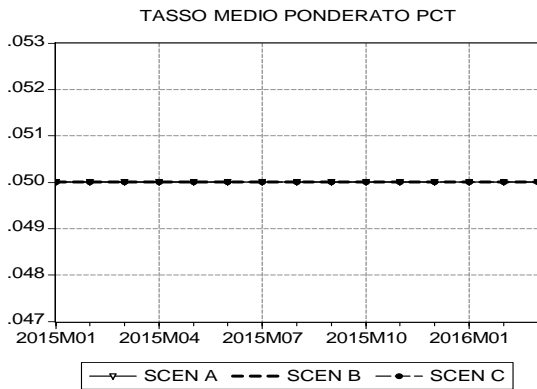
TASSI BANCARI

In gennaio i tassi bancari sono scesi rispetto ai livelli precedenti: il tasso medio sui depositi è calato in modo più marcato portandosi a +0,67% da +0,73%, mentre il decremento di quello sui prestiti è stato più lieve (+3,62% da +3,65%). Nello scenario C, per i prossimi mesi, si prevedono tassi in linea con gli attuali sia sui depositi (+0,66% a marzo 2016) sia sui prestiti (+3,61%). Nello scenario A, i due tassi potrebbero attestarsi, alla fine dell'orizzonte predittivo, su livelli di poco superiori: +0,68% per i depositi e +3,62 per gli impieghi. Anche nello scenario B, meno favorevole per l'Area Euro, i tassi potrebbero rimanere di poco superiori agli attuali: il tasso medio sui depositi è visto a +0,68% a marzo 2016 e quello sui prestiti a +3,65%.

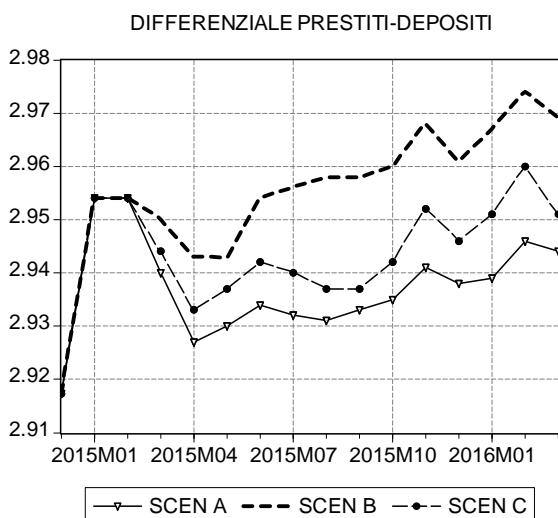
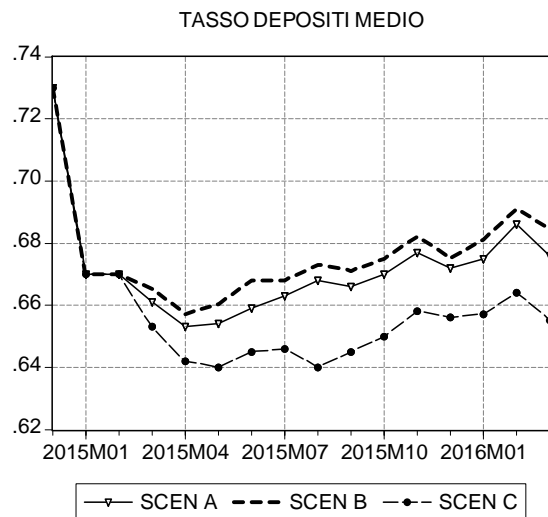
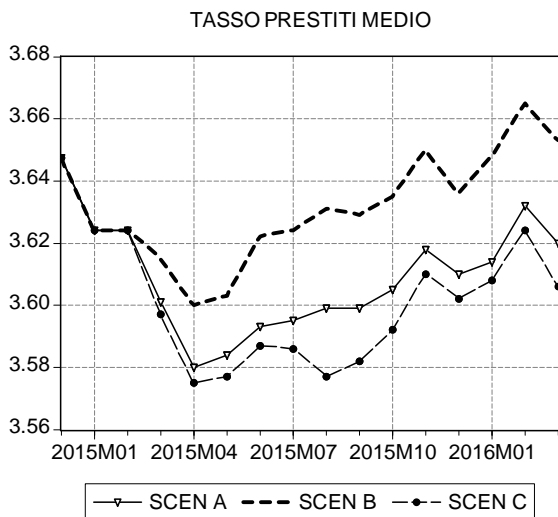
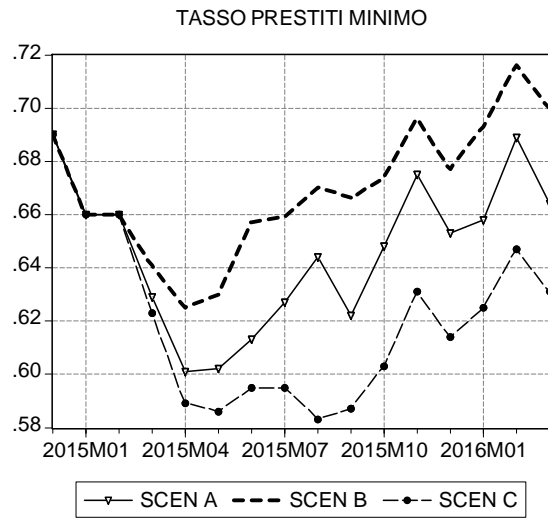
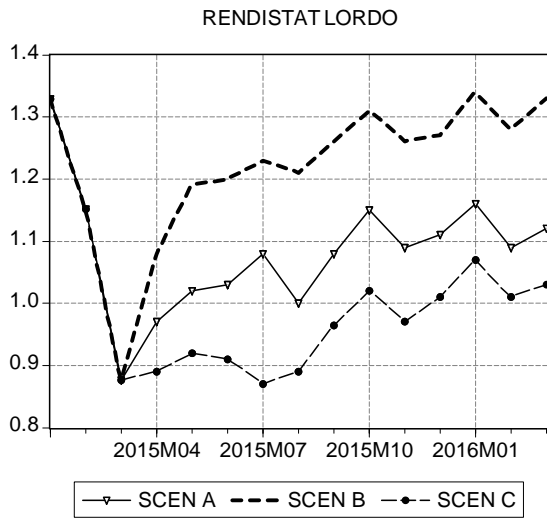
VOLUMI BANCARI

In gennaio si è registrato un nuovo balzo della raccolta (+4,09% a/a) dopo la variazione già più che positiva di dicembre (+2,84% a/a). Gli impieghi, invece, dopo il buon risultato del mese precedente (+1,12% a/a) hanno rallentato, sebbene siano rimasti in territorio positivo (+0,28% a/a). In base ai risultati delle simulazioni, nello scenario più probabile (C) la dinamica dei depositi potrebbe mantenersi positiva durante l'intero periodo predittivo, attestandosi, a marzo 2016, a quota +1,50% a/a. I prestiti potrebbero invece mantenersi deboli, anche se per lo più positivi (-0,10% a/a alla fine del periodo di previsione). Nello scenario A l'andamento potrebbe essere influenzato positivamente dalla migliore congiuntura economica, con una variazione tendenziale a fine periodo pari a +1,80% della raccolta e a +0,10% degli impieghi. Se si dovesse verificare lo scenario più sfavorevole (B) i depositi tornerebbero comunque a crescere, durante l'intero arco predittivo, anche se in modo più lento e contenuto rispetto agli scenari A e C, mentre i prestiti tornerebbero a contrarsi. Nel caso la Grecia dichiarasse *default*, i depositi totali potrebbero registrare un incremento dell'1,00% a/a a marzo 2016 e i prestiti totali un decremento dello 0,50% a/a.

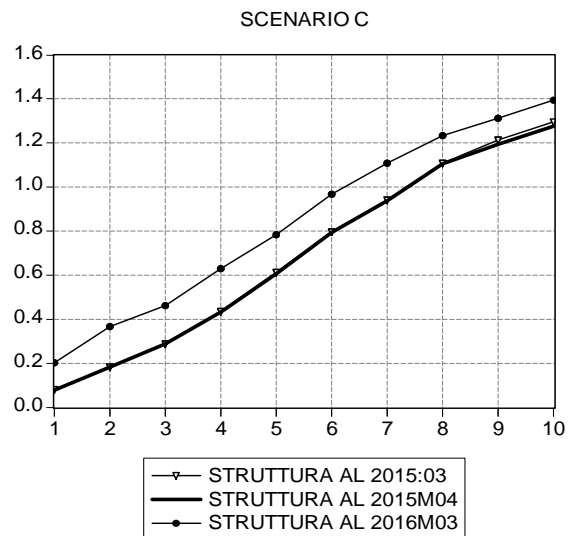
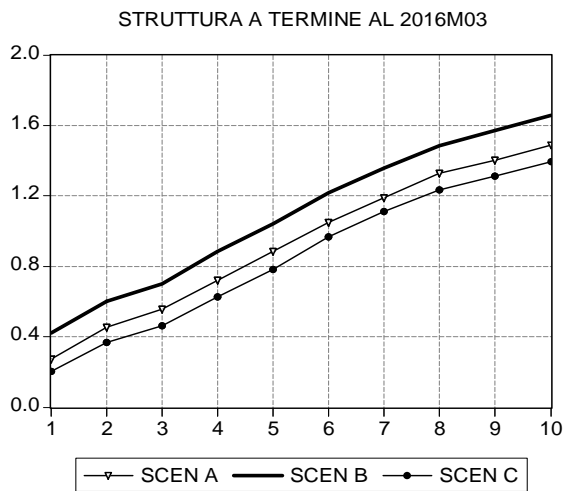
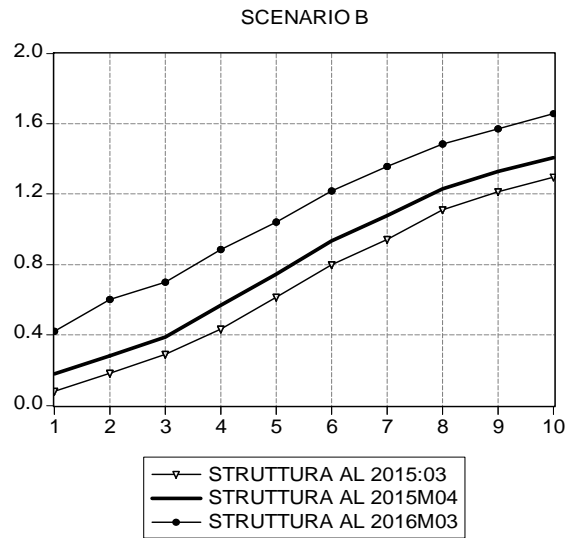
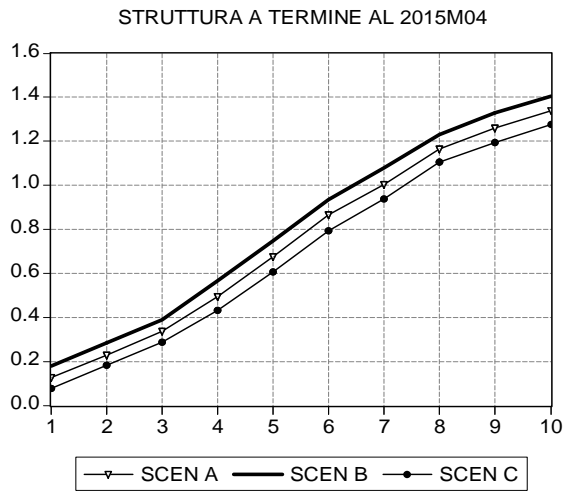
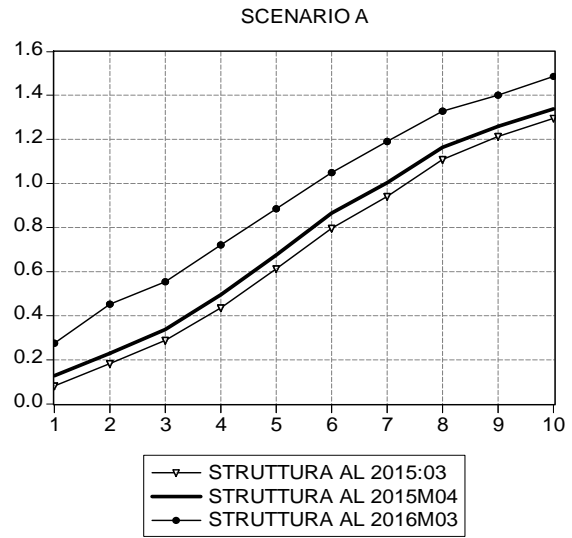
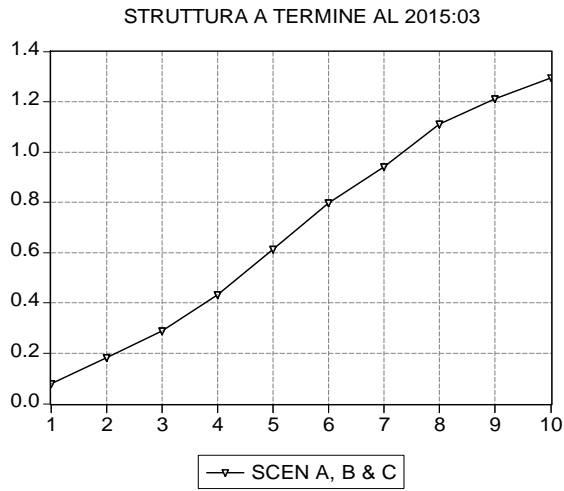
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



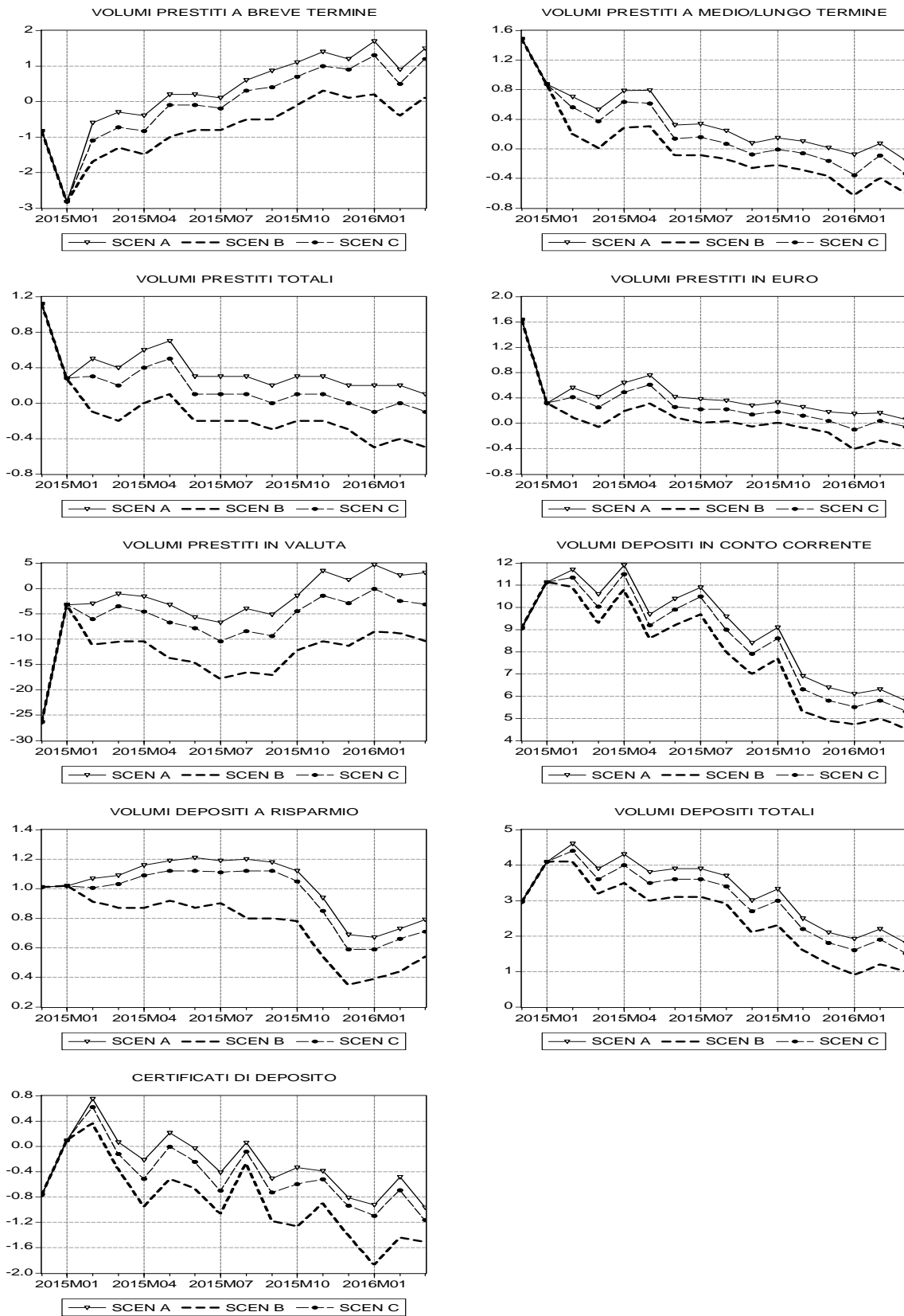
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



SCENARIO A	14 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	16 2	16 3
ESOGENE																			
Tasso di intervento	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	0.05
Indice COMIT	1119	1059	1081	1038	1126	1216	1273	1314	1302	1276	1276	1310	1269	1281	1265	1321	1298	1307	1340
Produzione Industriale	-2.0	-2.5	-2.0	-0.2	-2.4	-1.0	-0.5	-0.4	-0.5	-0.3	-0.4	0.0	0.2	0.2	0.5	0.5	0.8	0.4	0.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.1	0.2	0.3	-0.1	-0.5	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.3	0.1
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	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	0.05
T. Overnight media d/1	0.01	0.00	0.00	-0.03	-0.04	0.00	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01	0.00	0.00	-0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.03
T. Interb. 1m lett.	0.01	0.00	0.00	0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	0.01	0.01	0.00	0.01	0.02	0.02	0.03	0.03	0.04
T. Interb. 3m lett.	0.06	0.06	0.06	0.06	0.04	0.03	0.02	0.02	0.02	0.03	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05	0.06	0.07	0.07	0.07
T. Interb. 6m lett.	0.16	0.15	0.15	0.15	0.12	0.09	0.08	0.08	0.08	0.09	0.10	0.11	0.10	0.12	0.12	0.13	0.14	0.14	0.15
T. Depositi medio	0.79	0.79	0.74	0.73	0.67	0.67	0.66	0.65	0.65	0.66	0.66	0.67	0.67	0.67	0.68	0.67	0.68	0.69	0.68
T. Prestiti medio	3.74	3.68	3.63	3.65	3.62	3.62	3.60	3.58	3.58	3.59	3.60	3.60	3.60	3.61	3.62	3.61	3.61	3.63	3.62
T.prest. medio - T.dep. medio	2.95	2.89	2.89	2.92	2.95	2.95	2.94	2.93	2.93	2.93	2.93	2.93	2.93	2.94	2.94	2.94	2.94	2.95	2.94
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.13	0.22	0.16	0.16	0.08	0.03	-0.01	0.01	0.03	0.04	0.06	0.04	0.06	0.09	0.07	0.07	0.11	0.08	0.09
T. BOT comp. lordo 6m	0.24	0.38	0.28	0.30	0.16	0.09	0.04	0.06	0.09	0.11	0.13	0.10	0.14	0.18	0.14	0.14	0.19	0.14	0.17
T. BOT comp. lordo 12m	0.28	0.30	0.34	0.42	0.25	0.21	0.08	0.13	0.17	0.18	0.23	0.17	0.25	0.30	0.24	0.25	0.31	0.25	0.27
Rendistat lordo	1.68	1.76	1.71	1.55	1.33	1.15	0.88	0.97	1.02	1.03	1.08	1.00	1.08	1.15	1.09	1.11	1.16	1.09	1.12
Rendistat netto	1.47	1.54	1.49	1.36	1.16	1.01	0.77	0.85	0.89	0.90	0.95	0.88	0.95	1.01	0.95	0.97	1.02	0.95	0.98
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.64	0.84	0.65	0.69	0.53	0.31	0.29	0.34	0.41	0.42	0.47	0.41	0.50	0.57	0.49	0.52	0.60	0.52	0.55
Rend. BTP a 5 anni	1.08	1.23	1.03	1.03	0.87	0.62	0.61	0.68	0.74	0.75	0.82	0.74	0.84	0.91	0.83	0.85	0.92	0.85	0.88
Rend. BTP a 7 anni	1.73	1.80	1.53	1.47	1.26	1.00	0.94	1.00	1.07	1.08	1.14	1.06	1.15	1.21	1.14	1.16	1.25	1.15	1.19
Rend. BTP a 10 anni	2.46	2.44	2.11	1.97	1.66	1.39	1.30	1.34	1.39	1.40	1.44	1.38	1.46	1.52	1.44	1.46	1.53	1.46	1.49
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2298.089	2280.883	2307.342	2313.854	2315.584	2323.053	2332.259	2307.485	2291.298	2313.912	2311.96	2291.81	2302.69	2287.73	2314.26	2318.48	2320.22	2327.70	2334.59
Prestiti in euro	2264.415	2241.840	2278.399	2282.893	2289.829	2284.952	2301.591	2267.210	2258.314	2270.912	2287.863	2261.37	2270.755	2249.24	2284.32	2287.00	2293.26	2288.61	2302.97
Prestiti in valuta	33.674	39.043	28.943	30.961	25.755	38.101	30.667	40.275	32.984	43.000	24.094	30.444	31.930	38.487	29.941	31.479	26.951	39.092	31.619
Prestiti a breve	366.785	361.898	356.026	359.676	359.946	362.443	363.405	360.720	356.012	366.525	364.167	358.017	369.952	365.879	361.010	363.992	366.065	365.705	368.856
Prestiti a m/1	1931.304	1918.985	1951.316	1954.178	1955.638	1960.610	1968.854	1946.765	1935.286	1947.387	1947.790	1933.793	1932.733	1921.847	1953.254	1954.490	1954.150	1961.994	1965.736
Depositi totali	2121.868	2127.616	2157.572	2160.342	2177.679	2210.714	2214.913	2198.287	2184.292	2193.296	2192.207	2200.636	2185.524	2198.253	2211.511	2205.709	2219.490	2259.349	2254.782
Depositi in c/c	778.934	778.449	800.354	808.992	812.848	820.144	826.290	841.282	839.047	838.877	845.030	848.901	844.364	849.288	855.578	860.767	862.432	871.813	874.215
Depositi a risparmio	298.639	298.458	300.048	302.550	303.620	303.891	303.855	302.680	301.751	301.767	300.817	301.837	302.163	301.801	302.868	304.638	305.654	306.110	306.256
Certif. deposito	1044.295	1050.709	1057.170	1048.800	1061.211	1086.679	1084.767	1054.325	1043.495	1052.652	1046.360	1049.898	1038.997	1047.164	1053.064	1040.304	1051.404	1081.427	1074.311
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	-0.35	-0.84	0.56	1.12	0.28	0.50	0.40	0.60	0.70	0.30	0.30	0.30	0.20	0.30	0.30	0.20	0.20	0.20	0.10
Prestiti in euro	-0.17	-0.79	0.70	1.63	0.32	0.56	0.42	0.64	0.76	0.42	0.38	0.36	0.28	0.33	0.26	0.18	0.15	0.16	0.06
Prestiti in valuta	-11.59	-3.51	-9.60	-26.42	-3.20	-2.97	-1.08	-1.60	-3.24	-5.65	-6.76	-3.96	-5.18	-1.42	3.45	1.67	4.65	2.60	3.10
Prestiti a breve	-0.91	-0.77	-0.64	-0.84	-2.82	-0.60	-0.30	-0.40	0.20	0.20	0.10	0.60	0.86	1.10	1.40	1.20	1.70	0.90	1.50
Prestiti a m/1	-0.25	-0.85	0.78	1.48	0.87	0.71	0.53	0.79	0.79	0.32	0.34	0.24	0.07	0.15	0.10	0.02	-0.08	0.07	-0.16
Depositi totali	0.00	0.95	1.87	2.97	4.09	4.60	3.90	4.30	3.80	3.90	3.90	3.70	3.00	3.32	2.50	2.10	1.92	2.20	1.80
Depositi in c/c	7.31	5.35	7.90	9.07	11.14	11.70	10.60	11.90	9.70	10.40	10.90	9.60	8.40	9.10	6.90	6.40	6.10	6.30	5.80
Depositi a risparmio	0.15	0.52	0.94	1.01	1.02	1.07	1.09	1.16	1.19	1.21	1.19	1.20	1.18	1.12	0.94	0.69	0.67	0.73	0.79
Certif. deposito	-4.87	-1.97	-2.02	-0.76	0.09	0.75	0.06	-0.22	0.21	-0.03	-0.41	0.06	-0.51	-0.34	-0.39	-0.81	-0.92	-0.48	-0.96

(*) 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 31/03/2015.

SCENARIO B	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	16 2	16 3
ESOGENE																			
Tasso di intervento	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	0.05
Indice COMIT	1119	1059	1081	1038	1126	1216	1273	1265	1227	1164	1175	1236	1202	1212	1197	1231	1214	1231	1231
Produzione Industriale	-2.0	-2.5	-2.0	-0.2	-2.4	-1.4	-0.9	-0.8	-0.9	-0.8	-0.9	-0.7	-0.5	-0.5	-0.1	-0.2	0.0	-0.3	-0.2
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.1	0.2	0.3	-0.1	-0.5	0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	0.2	0.2	-0.2
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	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	0.05
T. Overnight media d/1	0.01	0.00	0.00	-0.03	-0.04	0.00	-0.02	-0.03	-0.04	-0.04	-0.04	-0.04	-0.03	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	-0.01
T. Interb. 1m lett.	0.01	0.00	0.00	0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.02	-0.03	-0.02	-0.03	-0.03	-0.02	-0.01	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00
T. Interb. 3m lett.	0.06	0.06	0.06	0.06	0.04	0.03	0.02	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03
T. Interb. 6m lett.	0.16	0.15	0.15	0.15	0.12	0.09	0.08	0.06	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07	0.08	0.08	0.09	0.09	0.08
T. Depositi medio	0.79	0.79	0.74	0.73	0.67	0.67	0.67	0.66	0.66	0.67	0.67	0.67	0.67	0.68	0.68	0.68	0.68	0.69	0.68
T. Prestiti medio	3.74	3.68	3.63	3.65	3.62	3.62	3.62	3.60	3.60	3.62	3.62	3.63	3.63	3.64	3.65	3.64	3.65	3.67	3.65
T.prest.medio - T.dep.medio	2.95	2.89	2.89	2.92	2.95	2.95	2.95	2.94	2.94	2.95	2.96	2.96	2.96	2.96	2.97	2.96	2.97	2.97	2.97
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.13	0.22	0.16	0.16	0.08	0.03	-0.01	0.03	0.07	0.07	0.08	0.08	0.09	0.11	0.09	0.11	0.13	0.12	0.13
T. BOT comp. lordo 6m	0.24	0.38	0.28	0.30	0.16	0.09	0.04	0.11	0.18	0.18	0.20	0.19	0.20	0.24	0.20	0.23	0.26	0.24	0.26
T. BOT comp. lordo 12m	0.28	0.30	0.34	0.42	0.25	0.21	0.08	0.18	0.29	0.29	0.32	0.32	0.34	0.40	0.35	0.37	0.43	0.38	0.42
Rendistat lordo	1.68	1.76	1.71	1.55	1.33	1.15	0.88	1.08	1.19	1.20	1.23	1.21	1.26	1.31	1.26	1.27	1.34	1.28	1.33
Rendistat netto	1.47	1.54	1.49	1.36	1.16	1.01	0.77	0.95	1.04	1.05	1.08	1.06	1.10	1.15	1.10	1.11	1.17	1.12	1.16
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.64	0.84	0.65	0.69	0.53	0.31	0.29	0.39	0.50	0.52	0.55	0.56	0.59	0.66	0.61	0.64	0.71	0.65	0.70
Rend. BTP a 5 anni	1.08	1.23	1.03	1.03	0.87	0.62	0.61	0.75	0.89	0.90	0.94	0.90	0.95	1.01	0.94	0.98	1.05	0.99	1.04
Rend. BTP a 7 anni	1.73	1.80	1.53	1.47	1.26	1.00	0.94	1.08	1.22	1.23	1.26	1.24	1.27	1.34	1.28	1.31	1.37	1.31	1.36
Rend. BTP a 10 anni	2.46	2.44	2.11	1.97	1.66	1.39	1.30	1.41	1.53	1.53	1.56	1.56	1.58	1.64	1.58	1.60	1.67	1.61	1.66
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2298.089	2280.883	2307.342	2313.854	2315.584	2309.185	2318.321	2293.723	2277.645	2302.377	2300.43	2280.39	2291.19	2276.32	2302.73	2306.91	2304.01	2299.95	2306.73
Prestiti in euro	2264.415	2241.840	2278.399	2282.893	2289.829	2274.273	2290.590	2257.072	2248.228	2263.449	2279.202	2253.93	2263.283	2242.06	2276.80	2279.47	2280.44	2268.13	2281.89
Prestiti in valuta	33.674	39.043	28.943	30.961	25.755	34.912	27.731	36.651	29.418	38.928	21.230	26.455	27.912	34.257	25.923	27.443	23.565	31.816	24.844
Prestiti a breve	366.785	361.898	356.026	359.676	359.946	358.432	359.760	356.736	351.748	362.867	360.893	354.103	364.951	361.536	357.094	360.036	360.666	356.999	360.119
Prestiti a m/1	1931.304	1918.985	1951.316	1954.178	1955.638	1950.752	1958.562	1936.987	1925.897	1939.510	1939.539	1926.283	1926.244	1914.785	1945.633	1946.877	1943.340	1942.949	1946.610
Depositi totali	2121.868	2127.616	2157.572	2160.342	2177.679	2200.146	2199.991	2181.426	2167.458	2176.408	2175.328	2183.659	2166.427	2176.551	2192.093	2186.266	2197.278	2226.548	2221.991
Depositi in c/c	778.934	778.449	800.354	808.992	812.848	814.270	816.578	833.012	830.634	829.758	835.880	836.509	833.459	838.390	842.773	848.633	851.052	854.983	853.324
Depositi a risparmio	298.639	298.458	300.048	302.550	303.620	303.410	303.194	301.812	300.945	300.753	299.955	300.644	301.028	300.786	301.668	303.609	304.804	304.745	304.831
Certif. deposito	1044.295	1050.709	1057.170	1048.800	1061.211	1082.466	1080.219	1046.602	1035.879	1045.897	1039.493	1046.507	1031.940	1037.376	1047.652	1034.025	1041.422	1066.819	1063.835
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	-0.35	-0.84	0.56	1.12	0.28	-0.10	-0.20	0.00	0.10	-0.20	-0.20	-0.20	-0.30	-0.20	-0.20	-0.30	-0.50	-0.40	-0.50
Prestiti in euro	-0.17	-0.79	0.70	1.63	0.32	0.09	-0.06	0.19	0.31	0.09	0.00	0.03	-0.05	0.01	-0.07	-0.15	-0.41	-0.27	-0.38
Prestiti in valuta	-11.59	-3.51	-9.60	-26.42	-3.20	-11.09	-10.55	-10.46	-13.71	-14.59	-17.84	-16.55	-17.11	-12.26	-10.43	-11.36	-8.50	-8.87	-10.41
Prestiti a breve	-0.91	-0.77	-0.64	-0.84	-2.82	-1.70	-1.30	-1.50	-1.00	-0.80	-0.80	-0.50	-0.50	-0.10	0.30	0.10	0.20	-0.40	0.10
Prestiti a m/1	-0.25	-0.85	0.78	1.48	0.87	0.20	0.00	0.28	0.30	-0.09	-0.09	-0.14	-0.26	-0.22	-0.29	-0.37	-0.63	-0.40	-0.61
Depositi totali	0.00	0.95	1.87	2.97	4.09	4.10	3.20	3.50	3.00	3.10	3.10	2.90	2.10	2.30	1.60	1.20	0.90	1.20	1.00
Depositi in c/c	7.31	5.35	7.90	9.07	11.14	10.90	9.30	10.80	8.60	9.20	9.70	8.00	7.00	7.70	5.30	4.90	4.70	5.00	4.50
Depositi a risparmio	0.15	0.52	0.94	1.01	1.02	0.91	0.87	0.87	0.92	0.87	0.90	0.80	0.80	0.78	0.54	0.35	0.39	0.44	0.54
Certif. deposito	-4.87	-1.97	-2.02	-0.76	0.09	0.36	-0.36	-0.95	-0.52	-0.67	-1.06	-0.27	-1.18	-1.27	-0.90	-1.41	-1.86	-1.45	-1.52

(*) 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 31/03/2015.

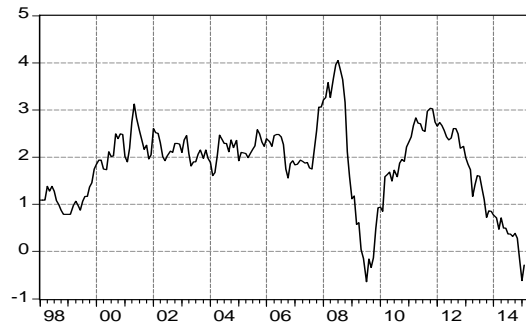
SCENARIO C	14 9	14 10	14 11	14 12	15 1	15 2	15 3	15 4	15 5	15 6	15 7	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2	16 3	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT	1119	1059	1081	1038	1126	1216	1273	1295	1265	1265	1250	1293	1244	1266	1244	1303	1271	1292	1317	
Produzione Industriale	-2.0	-2.5	-2.0	-0.2	-2.4	-1.2	-0.7	-0.5	-0.8	-0.6	-0.8	-0.5	-0.3	-0.3	0.0	0.0	0.2	-0.1	0.0	
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.1	0.2	0.3	-0.1	-0.5	0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	0.2	0.2	-0.1	
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	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	0.05	0.05
T. Overnight media d/1	0.01	0.00	0.00	-0.03	-0.04	0.00	-0.02	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	0.01	0.00	-0.01	
T. Interb. 1m lett.	0.01	0.00	0.00	0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.02	0.02	0.01	
T. Interb. 3m lett.	0.06	0.06	0.06	0.06	0.04	0.03	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.03	0.03	0.04	0.05	0.05	0.04	
T. Interb. 6m lett.	0.16	0.15	0.15	0.15	0.12	0.09	0.08	0.07	0.06	0.06	0.06	0.06	0.08	0.09	0.09	0.10	0.12	0.11	0.11	
T. Depositi medio	0.79	0.79	0.74	0.73	0.67	0.67	0.65	0.64	0.64	0.65	0.65	0.64	0.65	0.65	0.66	0.66	0.66	0.66	0.66	
T. Prestiti medio	3.74	3.68	3.63	3.65	3.62	3.62	3.60	3.58	3.58	3.59	3.59	3.58	3.58	3.59	3.61	3.60	3.61	3.62	3.61	
T.prest.medio - T.dep.medio	2.95	2.89	2.89	2.92	2.95	2.95	2.94	2.93	2.94	2.94	2.94	2.94	2.94	2.94	2.95	2.95	2.95	2.96	2.95	
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.13	0.22	0.16	0.16	0.08	0.03	-0.01	-0.01	0.01	0.00	-0.01	0.00	0.02	0.05	0.03	0.04	0.07	0.04	0.05	
T. BOT comp. lordo 6m	0.24	0.38	0.28	0.30	0.16	0.09	0.04	0.04	0.07	0.06	0.04	0.05	0.08	0.12	0.09	0.11	0.14	0.10	0.11	
T. BOT comp. lordo 12m	0.28	0.30	0.34	0.42	0.25	0.21	0.08	0.08	0.13	0.12	0.10	0.12	0.16	0.22	0.17	0.20	0.24	0.18	0.20	
Rendistat lordo	1.68	1.76	1.71	1.55	1.33	1.15	0.88	0.89	0.92	0.91	0.87	0.89	0.96	1.02	0.97	1.01	1.07	1.01	1.03	
Rendistat netto	1.47	1.54	1.49	1.36	1.16	1.01	0.77	0.78	0.81	0.80	0.76	0.78	0.84	0.89	0.85	0.88	0.94	0.88	0.90	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.64	0.84	0.65	0.69	0.53	0.31	0.29	0.29	0.35	0.33	0.31	0.35	0.40	0.47	0.42	0.46	0.51	0.43	0.46	
Rend. BTP a 5 anni	1.08	1.23	1.03	1.03	0.87	0.62	0.61	0.61	0.68	0.66	0.61	0.67	0.73	0.80	0.75	0.78	0.83	0.75	0.78	
Rend. BTP a 7 anni	1.73	1.80	1.53	1.47	1.26	1.00	0.94	0.94	1.01	1.00	0.95	1.00	1.05	1.12	1.07	1.10	1.14	1.07	1.11	
Rend. BTP a 10 anni	2.46	2.44	2.11	1.97	1.66	1.39	1.30	1.28	1.34	1.31	1.28	1.31	1.36	1.42	1.36	1.40	1.44	1.37	1.40	
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2298.089	2280.883	2307.342	2313.854	2315.584	2318.430	2327.613	2302.898	2286.747	2309.298	2307.35	2287.24	2298.09	2283.16	2309.65	2313.85	2313.27	2318.43	2325.29	
Prestiti in euro	2264.415	2241.840	2278.399	2282.893	2289.829	2281.544	2297.695	2263.831	2254.952	2267.293	2284.216	2258.21	2267.585	2245.88	2281.13	2283.81	2287.54	2282.46	2296.32	
Prestiti in valuta	33.674	39.043	28.943	30.961	25.755	36.887	29.918	39.067	31.795	42.005	23.131	29.029	30.504	37.288	28.516	30.047	25.729	35.974	28.969	
Prestiti a breve	366.785	361.898	356.026	359.676	359.946	360.620	361.836	359.147	354.946	365.427	363.075	356.950	368.252	364.431	359.586	362.913	364.625	362.423	366.178	
Prestiti a m/1	1931.304	1918.985	1951.316	1954.178	1955.638	1957.810	1965.777	1943.751	1931.801	1943.871	1944.272	1930.290	1929.837	1918.733	1950.063	1950.941	1948.643	1956.007	1959.107	
Depositi totali	2121.868	2127.616	2157.572	2160.342	2177.679	2206.487	2208.518	2191.964	2177.979	2186.963	2185.877	2194.270	2179.158	2191.444	2205.039	2199.228	2212.522	2248.410	2241.646	
Depositi in c/c	778.934	778.449	800.354	808.992	812.848	817.551	822.041	838.275	835.223	835.077	841.976	844.254	840.470	845.396	850.776	855.914	857.555	864.969	865.609	
Depositi a risparmio	298.639	298.458	300.048	302.550	303.620	303.698	303.675	302.470	301.542	301.498	300.579	301.598	301.984	301.592	302.598	304.335	305.411	305.702	305.831	
Certif. deposito	1044.295	1050.709	1057.170	1048.800	1061.211	1085.238	1082.802	1051.219	1041.215	1050.387	1043.323	1048.417	1036.705	1044.457	1051.664	1038.980	1049.556	1077.739	1070.205	
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																				
Prestiti totali	-0.35	-0.84	0.56	1.12	0.28	0.30	0.20	0.40	0.50	0.10	0.10	0.10	0.00	0.10	0.10	0.00	-0.10	0.00	-0.10	
Prestiti in euro	-0.17	-0.79	0.70	1.63	0.32	0.41	0.25	0.49	0.61	0.26	0.22	0.22	0.14	0.18	0.12	0.04	-0.10	0.04	-0.06	
Prestiti in valuta	-11.59	-3.51	-9.60	-26.42	-3.20	-6.07	-3.50	-4.55	-6.73	-7.84	-10.48	-8.43	-9.41	-4.49	-1.47	-2.95	-0.10	-2.47	-3.17	
Prestiti a breve	-0.91	-0.77	-0.64	-0.84	-2.82	-1.10	-0.73	-0.83	-0.10	-0.10	-0.20	0.30	0.40	0.70	1.00	0.90	1.30	0.50	1.20	
Prestiti a m/1	-0.25	-0.85	0.78	1.48	0.87	0.56	0.37	0.63	0.61	0.14	0.16	0.06	-0.08	-0.01	-0.06	-0.17	-0.36	-0.09	-0.34	
Depositi totali	0.00	0.95	1.87	2.97	4.09	4.40	3.60	4.00	3.50	3.60	3.60	3.40	2.70	3.00	2.20	1.80	1.60	1.90	1.50	
Depositi in c/c	7.31	5.35	7.90	9.07	11.14	11.35	10.03	11.50	9.20	9.90	10.50	9.00	7.90	8.60	6.30	5.80	5.50	5.80	5.30	
Depositi a risparmio	0.15	0.52	0.94	1.01	1.02	1.01	1.03	1.09	1.12	1.12	1.11	1.12	1.12	1.05	0.85	0.59	0.59	0.66	0.71	
Certif. deposito	-4.87	-1.97	-2.02	-0.76	0.09	0.62	-0.12	-0.51	-0.01	-0.24	-0.70	-0.09	-0.73	-0.60	-0.52	-0.94	-1.10	-0.69	-1.16	

(*) 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 31/03/2015.

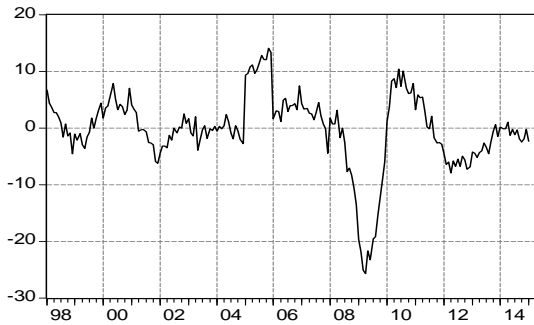
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



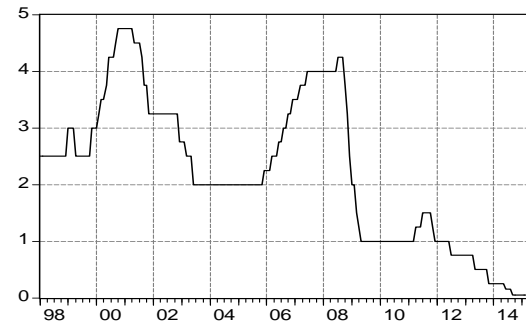
— TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



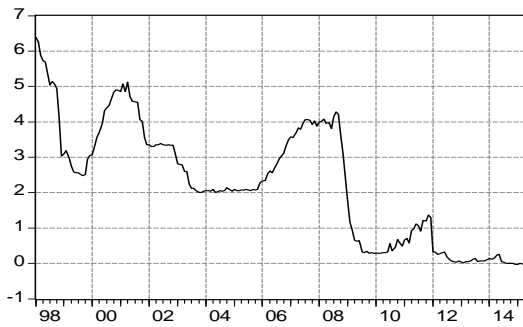
— TASSO INFLAZIONE AREA EURO



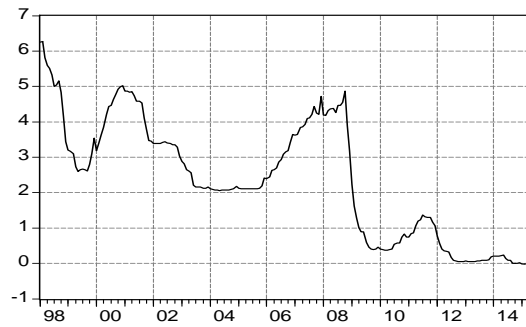
— PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



— TASSO DI INTERVENTO BCE



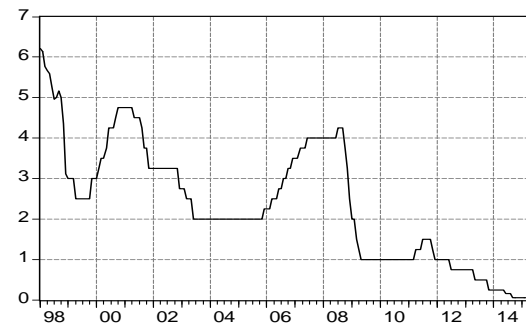
— TASSO OVERNIGHT



— TASSO INTERBANCARIO 1 MESE ITALIA

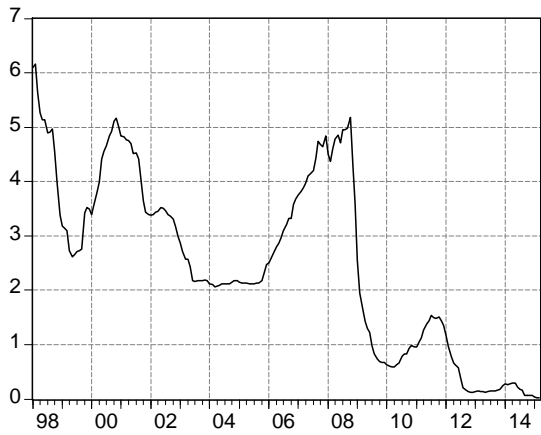


— INDICE COMIT



— TASSO MEDIO PONDERATO PCT

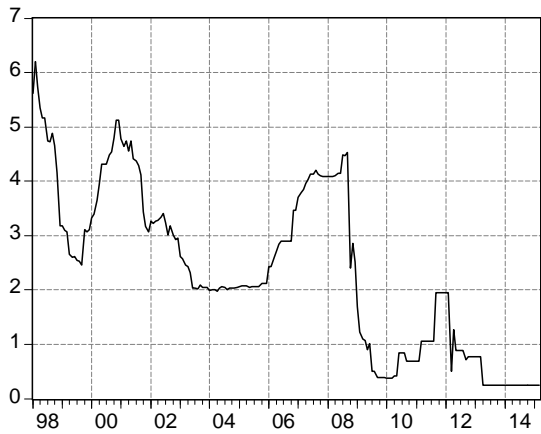
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



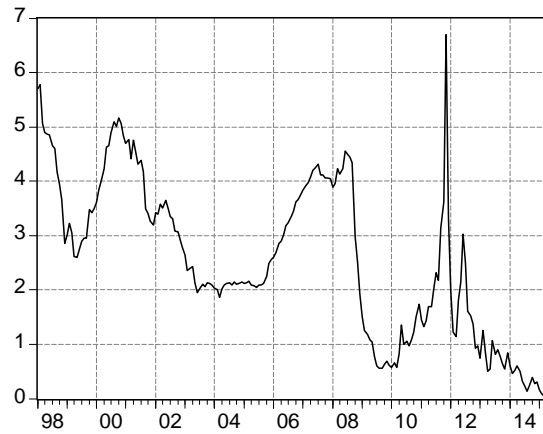
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI ITALIA (LIBOR)



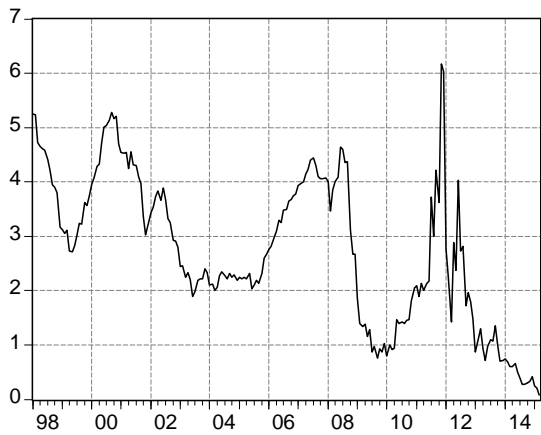
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI ITALIA



— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO

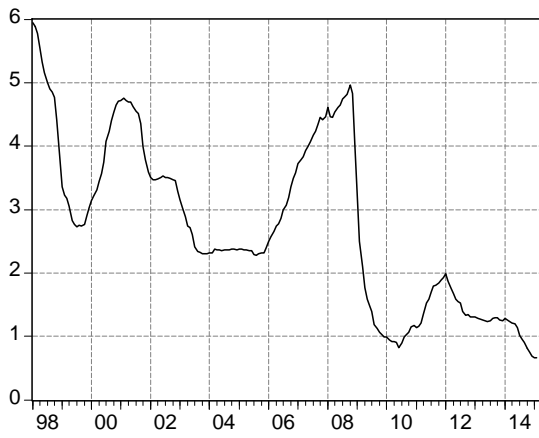


— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO

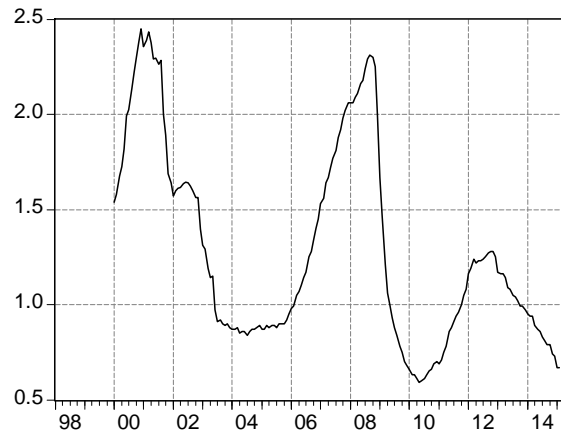


— RENDISTAT LORDO

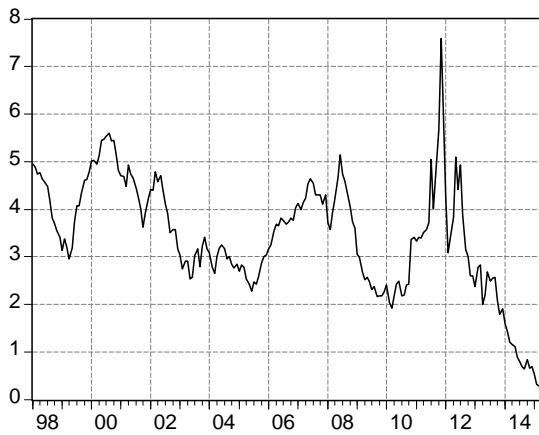
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



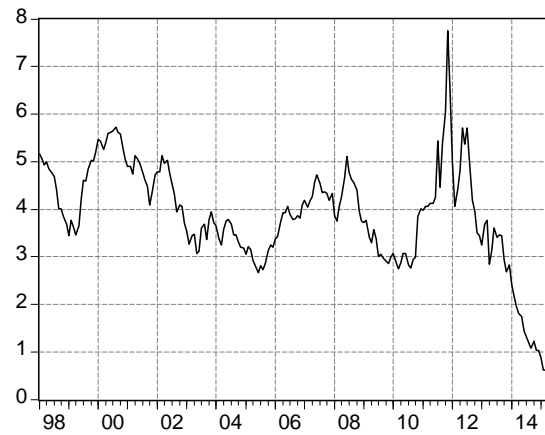
— TASSO PRESTITI MINIMO



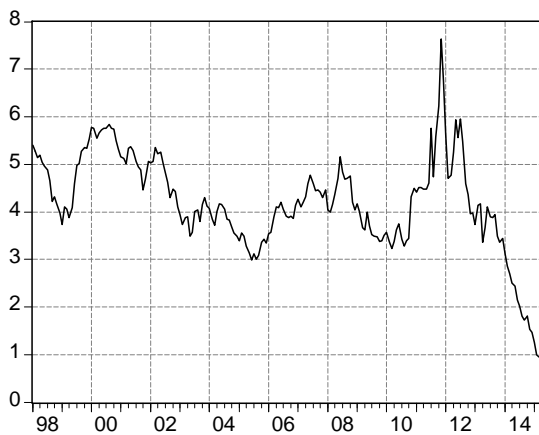
— TASSO DEPOSITI MEDIO



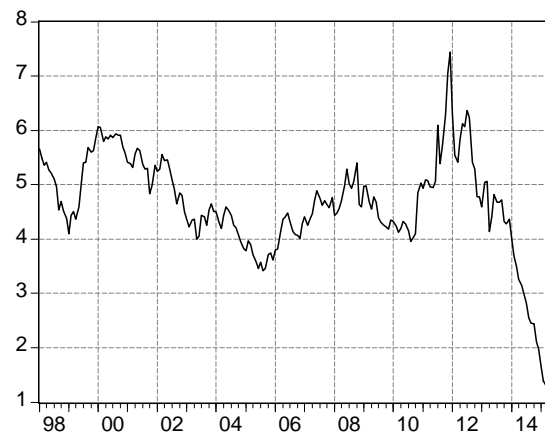
— RENDIMENTO A 3 ANNI



— RENDIMENTO A 5 ANNI



— RENDIMENTO A 7 ANNI



— RENDIMENTO A 10 ANNI

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

