



MEFIM

MODELLO ECONOMETRICO FINANZIARIO INTERNAZIONALE MENSILE

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

I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 30/06/2015

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 giugno 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

Nei mercati obbligazionari, nel mese di giugno, si è verificato un aumento generalizzato dei rendimenti. Durante la prima metà del mese si è assistito al *sell-off* dei *Bund* tedeschi e dei *Bond* americani. Tale movimento può essere stato determinato da diversi fattori, tutti in parte validi. Innanzitutto, una volta esaurito il trend di rafforzamento del dollaro, iniziato a novembre-dicembre 2014, i capitali si sono mossi verso un altro mercato, quello obbligazionario. Di conseguenza, i titoli governativi, in particolare tedeschi, hanno raggiunto rendimenti negativi, non ulteriormente comprimibili, per le scadenze a breve-medio termine. Gli investitori si sono quindi riversati su questo mercato, assumendo posizioni *short* e portando così al rialzo generalizzato dei rendimenti. Oltre a questo, lo scenario europeo si è dimostrato meno deflattivo di quanto potesse sembrare, contribuendo alla correzione dei rendimenti. Nella seconda metà dell'anno, inoltre, è possibile che venga implementata una nuova regolamentazione dell'*High Frequency Trading*, quindi gli operatori sono portati a uscire dal mercato in attesa dei nuovi algoritmi di investimento. Nella seconda metà di giugno, il fattore Grecia è stato cruciale nello scenario economico e politico e ha portato all'innalzamento degli *spread* dei paesi periferici nei confronti del *Bund* tedesco. In mancanza di un accordo tra il governo greco e la Troika, Tsipras ha indetto un referendum per il 5 luglio, invitando i cittadini a decidere se accettare o meno le richieste dei creditori. Nel caso dovesse vincere il sì, vi è la possibilità che Tsipras, se non si dimette, modifichi la composizione del governo per riuscire ad attuare almeno alcune delle riforme strutturali necessarie al paese. In tal modo l'Europa potrebbe accettare la ristrutturazione del debito e potrebbe aprirsi la fase risolutiva della crisi. Dovesse vincere il no, invece, lo scenario che si aprirebbe è difficilmente delineabile, non essendoci precedenti. L'uscita del paese dall'Euro non è scontata, tuttavia, vi è il rischio che la crisi contagi la Spagna, dove le elezioni previste in autunno potrebbero portare al rafforzamento del partito antieuropeista, già al terzo posto nelle preferenze degli elettori. Le conseguenze per l'intera area potrebbero, a quel punto, essere nefaste. Nonostante l'incertezza sull'esito del referendum, i mercati sembrano al momento fiduciosi, scommettendo sull'accordo tra le parti. L'ottimismo, a nostro avviso, non è giustificato, visto che, in ogni caso, oltre all'1,6 mld di euro che non sono stati restituiti al FMI, la Grecia deve alla BCE 3,5 mld di euro con scadenza 20 luglio e 3,2 mld con scadenza 20 agosto. Intorno a tali date la volatilità sarà molto elevata e caratterizzerà i mercati almeno fino alla fine di agosto, mese comunque difficile per l'assottigliamento dei volumi trattati. In contemporanea con la Grecia, si sta verificando anche il *default* del Porto Rico. Sebbene si tratti di un fallimento di peso inferiore rispetto a quello ellenico, contribuisce comunque all'aumento della tensione nei mercati globali, soprattutto statunitensi. Le ultime revisioni confermano la battuta d'arresto dell'economia americana nel primo trimestre, dovuta soprattutto al rafforzamento del dollaro, che agisce deprimendo il canale estero. Il FMI ha tagliato, per la seconda volta consecutiva, le stime di crescita degli Stati Uniti. I dati relativi al secondo trimestre saranno cruciali per capire se la contrazione del primo trimestre è stata generata, per lo più, da fattori temporanei, come il clima rigido e gli scioperi portuali nella West Coast, o se è sintomo di un indebolimento del ciclo economico. La delicata situazione in Europa, il caso Porto Rico e l'incertezza derivante dai deboli segnali provenienti dal sistema economico hanno aumentato la probabilità che il *timing* del rialzo dei tassi sia posticipato all'inizio del 2016. La normalizzazione della politica monetaria della *Fed* implicherebbe, infatti, un nuovo rafforzamento del dollaro, con ulteriore penalizzazione del PIL americano. La *Fed* cercherà quindi di agire in modo che il cambio EUR/USD continui a muoversi in fase laterale attorno a quota 1,10-1,12, in attesa della risoluzione della questione greca. Il fallimento della Grecia, infatti, potrebbe contribuire notevolmente al rafforzamento del dollaro per effetto del così detto fenomeno *flight to quality*. Dal punto di vista macroeconomico, in Area Euro, i segnali sono incoraggianti, grazie alla valuta debole e al prezzo del petrolio stabile. I primi risultati del *QE* sono soddisfacenti e, anche se i prossimi sviluppi saranno positivi, come ci attendiamo, il programma di acquisti della BCE proseguirà, come previsto, fino a settembre 2016.

USA

La delicata situazione in Europa, il caso Porto Rico e l'incertezza derivante dai deboli segnali provenienti dal sistema economico hanno aumentato la probabilità che il timing del rialzo dei tassi sia posticipato all'inizio del 2016.

L'ultima revisione del PIL del primo trimestre 2015 conferma la debolezza della crescita americana congiunturale (-0,2% t/t) sebbene la variazione sia meno negativa di quella preliminare (-0,7% t/t) e perfettamente in linea con le attese. La crescita tendenziale è continuata comunque a un buon passo (+2,9% a/a) e in rialzo rispetto al preliminare (+2,7% a/a). Questa battuta d'arresto è dipesa, in parte, dalla contrazione degli investimenti fissi (-0,3% t/t, +5,3% a/a, rivisti al rialzo da -1,3% t/t e da 5,1% a/a) soprattutto non residenziali (-2% t/t e +5,2% a/a, dopo la prima stima di -2,8% t/t e +5% a/a) con un

contributo dei primi pressoché nullo e negativo dei secondi (-0,26% t/t). Il motivo principale del rallentamento del PIL è, tuttavia, da imputare al rafforzamento del dollaro, che ha influito negativamente sulle esportazioni (-5,8% t/t e +3,4% a/a, -7,6% t/t e +2,9% a/a i preliminari) con un apporto alla crescita pari a -0,79% t/t. Dall'altro lato, il rafforzamento del dollaro ha portato anche all'aumento delle importazioni (+7,1% t/t e +6,8% a/a, ritoccate al rialzo da +5,6% t/t e +6,5% a/a a). In totale il canale estero ha sottratto l'1,89% t/t alla variazione del PIL. I dati mensili mostrano una ripresa delle esportazioni in aprile (+1,01% m/m dal precedente +0,66% m/m) e una contrazione delle importazioni (-3,65% m/m da +6,5% m/m). Questi dati, in miglioramento, suggeriscono uno spostamento a inizio 2016 del *timing* del primo rialzo dei tassi di riferimento da parte della *Fed*, per evitare un'ulteriore penalizzazione della competitività del paese attraverso il canale valutario. L'andamento dei consumi privati è stato positivo (+2,1% t/t e +3,1% a/a, rivisti dalla precedente stima di +1,8% t/t e +3,1% a/a) con un apporto dell'1,43% t/t alla variazione del PIL. L'apporto delle scorte è stato positivo (+0,45% t/t) diversamente dal trimestre precedente (-0,1% t/t). A determinare la performance negativa del primo trimestre, oltre al rafforzamento del dollaro, hanno contribuito anche fattori temporanei come le avverse condizioni meteorologiche e gli scioperi portuali nella West Coast. Per comprendere se il rallentamento della crescita è rappresentativo del vero stato dell'economia bisognerà attendere, quindi, i dati del secondo trimestre e porre attenzione alle rilevazioni mensili. I segnali derivanti dal mercato del lavoro sono incoraggianti. L'occupazione nel settore non agricolo è cresciuta in maggio di 280 mila unità (221 mila il precedente) ben oltre il consenso (226 mila). La variazione è quasi completamente imputabile al settore privato, in aumento di 262 mila unità (206 mila il precedente) sottostimato dalle attese (217 mila). Il tasso di disoccupazione in maggio è lievemente aumentato, dal 5,4% al 5,5%, così come il tasso di partecipazione (62,9% da 62,8%). Dal lato dell'offerta i dati, sempre relativi a maggio, alimentano l'incertezza. La produzione industriale è diminuita dello 0,2% m/m, variazione inferiore alla previsione (+0,2% m/m) ma superiore rispetto al -0,5% m/m di aprile. In peggioramento il dato tendenziale: +1,4% a/a rispetto al +2% a/a precedente. Negativi, oltre le attese (-1% m/m) anche gli ordini di beni durevoli (-1,8% m/m dopo il precedente -1,5% m/m). Esclusi i trasporti la variazione è in linea con le previsioni di consenso e pari a +0,5% m/m (-0,3% m/m in aprile). Nonostante la debolezza dell'offerta, gli indici di fiducia delle imprese sono coerenti con un clima di ottimismo. Hanno corretto, infatti, al rialzo e oltre le attese l'ISM manifatturiero di maggio (52,8 da 51,5 – 51,8 il consenso) e l'indice di fiducia di Philadelphia di giugno (15,2 da 6,7 – 8,2 il consenso). Al di sotto delle attese, seppur in crescita in giugno, l'ISM Chicago (49,4 da 46,2 – 50,5 il consenso). Solo l'ISM non manifatturiero è risultato in lieve calo in maggio (55,7 da 57,8) e al di sotto del consenso (57,1). Dal lato della domanda l'indice di fiducia dei consumatori in giugno è aumentato notevolmente, passando da 94,6 a 101,4, ben oltre le attese (97,2). In maggio buone anche le vendite al dettaglio, +1,2% m/m, superiori sia alla previsione sia al dato precedente (entrambi +0,2% m/m). Nello stesso mese, tuttavia, i consumi privati non sono stati brillanti (+0,6% m/m, 0% m/m il precedente). In maggio il livello dei prezzi è rimasto invariato rispetto allo stesso mese dell'anno precedente (-0,1% a/a in aprile) mentre l'inflazione *core* è passata all'1,7% a/a dall'1,8% a/a precedente. La lettura dei dati mensili evidenzia quindi segnali positivi dal lato della domanda e una certa debolezza dal lato dell'offerta, senza nessun rischio di inflazione, grazie anche al prezzo del petrolio stabile attorno al valore di 60 dollari al barile. Anche da questo punto di vista, quindi, sembra plausibile che la *Fed* attenda l'inizio del nuovo anno prima di intervenire sui tassi di riferimento.

GIAPPONE

L'economia giapponese continua a mostrare segnali di ripresa. L'ultima revisione dei dati di contabilità nazionale del primo trimestre ha corretto al rialzo l'aumento il PIL giapponese. La crescita congiunturale è stata dell'1% t/t (+0,6% t/t il preliminare) mentre a livello tendenziale si è registrata una contrazione dell'1% a/a (rivista dal precedente -1,4% a/a). I dati finali sono stati superiori anche alle attese (+0,7% t/t). La revisione al rialzo è da attribuirsi all'aumento degli investimenti fissi, corretti da +0,1% t/t e -5,3% a/a a +1,6% t/t e -3,4% a/a, con un contributo positivo alla crescita dello 0,3% t/t. Secondo la *BoJ*, il recupero degli investimenti fissi delle imprese è stato positivo grazie al miglioramento degli utili societari. Per quel che riguarda il commercio estero, in maggio le esportazioni si sono nuovamente contratte (-2,67% m/m) dopo il forte calo di aprile (-1,93% m/m) e le importazioni hanno cambiato rotta, diminuendo in modo consistente (-3,45% m/m) dopo il +1,67% del mese precedente. Il saldo della bilancia commerciale si è di conseguenza ridotto da -208,68 mld di yen a -182,46 mld. Il mercato del lavoro in maggio è rimasto stabile sui valori di aprile per quel che riguarda la disoccupazione (+3,3%) mentre gli occupati sono aumentati di 190 mila unità, portandosi a 63,6 milioni dai precedenti 63,4. I dati dal lato della domanda sono positivi. In maggio si è verificato un aumento consistente dei consumi privati (+4,9% m/m dal -5,8% m/m di aprile) in linea con il miglioramento del reddito disponibile (+2,2% m/m da +0,1% m/m). Nello stesso mese bene anche le vendite al dettaglio (+3% a/a) superiori anche alle attese (+2% a/a). L'indice di fiducia dei

consumatori è rimasto praticamente stabile sui livelli di aprile (41,4 da 41,5). Dal lato dell'offerta si è assistito, in maggio, a una contrazione della produzione industriale del 2,2% m/m (+1,2% m/m il precedente) molto più accentuata di quella attesa (-0,8% m/m). In lieve calo in giugno la fiducia delle imprese manifatturiere, con il PMI portatosi a quota 50,1 da 50,9 di maggio, al di sotto del consenso di 50,5. Per quanto riguarda l'inflazione, la variazione del CPI, a maggio, è stata pari a +0,5% a/a (+0,6% a/a in aprile) di poco superiore alle attese (+0,4%). Il CPI *core* è rimasto invece stabile rispetto allo stesso mese del 2014 (+0,3% a/a il precedente). Ci si attende che l'inflazione rimanga attorno allo zero per un certo periodo e non è improbabile che la *BoJ* annunci a fine 2015 un ulteriore accomodamento della politica monetaria.

AREA EURO

Dal punto di vista macroeconomico, in Area Euro, i segnali sono incoraggianti, grazie alla valuta debole e al prezzo del petrolio stabile.

La seconda lettura del PIL conferma la stima flash di maggio. La recessione sembra essere ormai alle spalle, la ripresa è lenta anche se i segnali sono incoraggianti. Il PIL è aumentato lievemente rispetto al periodo precedente sia a livello congiunturale (+0,4% t/t come nel IV trim.) sia tendenziale (+1% a/a da +0,9% a/a). Hanno contribuito positivamente alla crescita tutte le componenti (consumi privati e esportazioni +0,3% t/t, investimenti fissi +0,2% t/t, scorte e spesa pubblica +0,1% t/t) con la sola eccezione delle importazioni (-0,5% t/t). Il commercio estero, grazie al vantaggio competitivo generato dalla valuta debole, continua a trainare la ripresa, ma si inizia a intravedere anche qualche segnale positivo dal lato della domanda interna. Per quanto riguarda le rilevazioni mensili del commercio estero, la variazione delle esportazioni di aprile è stata positiva (+1,13% m/m) anche se inferiore a quella del mese precedente (+1,72% m/m). Le importazioni hanno subito una contrazione (-1,62% m/m) dopo il +3,91% m/m registrato in marzo. Il saldo della bilancia commerciale è risultato quindi in aumento, a 24,25 mld di euro dal precedente 19,73 mld. Dati positivi provengono anche dal mercato del lavoro: in maggio il tasso di disoccupazione è rimasto stabile all'11,1%, in linea con le attese e, nel primo trimestre, l'occupazione ha subito un incremento di 223 mila unità, dopo essere aumentata nel periodo precedente di 182 mila. Dal lato dell'offerta gli indicatori di giugno evidenziano ottimismo. Gli indici PMI sia manifatturiero (52,5) sia dei servizi (54,4) sono superiori al dato precedente (52,2 e 53,8 rispettivamente) e alle attese (52,2, e 53,6). La produzione industriale in aprile ha invece subito un nuovo lieve calo a livello congiunturale (-0,1% m/m, -0,4% m/m il precedente) quando ci si attendeva una crescita dello 0,3% m/m. A livello tendenziale, tuttavia, la variazione è rimasta positiva (+0,7% a/a) anche se inferiore alla precedente (+1,8% a/a). In crescita, seppur lieve, in aprile anche il comparto delle costruzioni (+0,3% m/m da +0,6% m/m). Dal lato della domanda, nello stesso mese, le vendite al dettaglio hanno registrato un aumento dello 0,7% m/m (+2,4% a/a) dopo la contrazione dello 0,6% m/m di marzo (+1,7% a/a) superiore alle attese (+0,6% m/m, +2% a/a). Sul fronte dei prezzi non vi sono novità e i dati sono in linea con le previsioni di consenso: l'inflazione in giugno è stata dello 0,2% a/a (+0,3% a/a il precedente) e la componente di fondo è aumentata dello 0,8% a/a (+0,9% in maggio). L'inflazione rimane quindi lontana dall'obiettivo del 2%, nonostante vi sia un generale ritorno all'ottimismo, alimentato anche dalla certezza che il *QE* continuerà almeno fino a settembre 2016. Il fattore di rischio principale è rappresentato dalla Grecia. I risultati del referendum, con il quale i cittadini esprimeranno il loro consenso o meno ad accettare le condizioni dei creditori, determineranno gli scenari futuri. Nel caso le condizioni della Troika fossero accettate, l'attuale presidente si troverebbe a scegliere tra le dimissioni e una nuova composizione di governo. Scendendo a patti con gli avversari potrebbe infatti riuscire a far approvare alcune riforme strutturali. Se si dovesse affermare il fronte del no, le ripercussioni sono difficilmente prevedibili. Non si esclude la possibilità di un contagio della crisi verso paesi politicamente più fragili, in primis la Spagna, dove in autunno si svolgeranno le elezioni. La questione Greca terrà banco almeno fino all'autunno e la volatilità dei mercati, specialmente in agosto con l'assottigliamento dei volumi, sarà elevata.

Germania

I dati di contabilità nazionale non hanno subito revisioni in giugno. L'economia tedesca è stata in lieve espansione nel primo trimestre (+0,3% t/t, +1% a/a) anche se la crescita è stata inferiore al periodo precedente (+0,7% t/t, +1,5% a/a) e alle attese (+0,5% t/t, +1,3% a/a). A maggio si è registrata una lieve contrazione delle importazioni (-0,83% m/m) e un incremento delle esportazioni (+1,97% m/m) che hanno portato il saldo della bilancia commerciale a 21,98 mln di euro da 19,37 mln, grazie all'indebolimento dell'euro. Il mercato del lavoro è stabile. Il tasso di disoccupazione in giugno è stato pari al 6,2%, in linea con i dati di maggio che lo vedevano a 6,3%. L'inflazione, in maggio, è aumentata sia se misurata sul paniere complessivo (+0,7% a/a da +0,3% a/a) sia nella versione *core* (a +1,4% a/a da +1,1% a/a). Dal lato dell'offerta ci sono stati segnali positivi. Dopo lo stallo di marzo su base tendenziale, la produzione industriale è tornata a crescere in aprile (+1,4% a/a). Anche a livello congiunturale si è registrato un aumento (+0,9% m/m, -0,4% m/m il precedente) superiore alle attese (+0,5% m/m). Nello stesso mese gli ordini

all'industria manifatturiera hanno continuato a crescere (+1,4% m/m, +1,1% m/m il precedente). Rispetto allo stesso periodo del 2014 gli ordini sono aumentati debolmente (+0,5% a/a da +2% a/a). Mentre la produzione industriale presenta dati ottimistici, gli indicatori di fiducia delle imprese in giugno sono contrastanti: in calo oltre le attese gli indici *Zew* (a 31,5 da 41,9) e *Ifo* (107,4 da 108,5); in aumento, oltre il consenso, sia il PMI manifatturiero (51,9 da 51,1) sia quello dei servizi (54,2 da 53). Dal lato della domanda, in maggio, le vendite al dettaglio (+0,5% m/m) più deboli rispetto a maggio (+1,3% m/m) hanno sorpreso al rialzo, visto che il consenso le vedeva in calo dello 0,1% m/m. I dati sono complessivamente positivi per l'economia tedesca. L'indebolimento del euro, il calo del prezzo del petrolio e le politiche di *QE* dovrebbero continuare a incidere positivamente sull'economia.

Francia

La revisione di giugno della contabilità nazionale ha lievemente corretto le stime precedenti. In coerenza con le attese di consenso, nel primo trimestre il PIL è aumentato dello 0,6% t/t e dello 0,8% a/a (0,7% a/a la prima stima). Nonostante la revisione, i contributi alla crescita non sono mutati, con il maggior apporto dato da consumi privati (+0,4% t/t) e scorte (+0,5% t/t) e con il canale estero che sottrae lo 0,5% t/t a causa della maggior crescita delle importazioni (+2,6% t/t). In aprile si è verificato un aumento delle esportazioni (+1,37% t/t) e un calo delle importazioni (-2,1% m/m). Il mercato del lavoro non offre dati particolarmente entusiasmanti. Il tasso di disoccupazione in maggio è aumentato al 10,3% (10,2% in aprile) e l'occupazione nel primo trimestre si è ridotta di 38 mila unità (+14 mila il precedente). Negativi in aprile i segnali dal lato dell'offerta: produzione industriale in calo sia a livello congiunturale (-0,9% m/m da 0% m/m) sia tendenziale (-0,1% a/a da +1,8% a/a) e costruzioni in contrazione (-0,8% m/m da +0,5% m/m). In giugno, secondo l'indagine *Insee*, la fiducia delle imprese è diminuita (100 da 103) mentre è aumentata secondo gli indici PMI manifatturiero (50,5 da 49,4) e servizi (54,1 da 52,8) portando segnali positivi riguardo l'espansione di questi settori nei mesi successivi. Dal lato della domanda le vendite al dettaglio in maggio (+0,8% m/m) hanno cambiato rotta rispetto al periodo precedente (-0,7% m/m). L'indice di fiducia dei consumatori in giugno è rimasto stabile (a 94). Ancora debole l'inflazione in maggio (+0,3% a/a) anche se in lieve aumento rispetto al mese precedente (+0,1% a/a). L'inflazione *core* si è attestata allo 0,7% a/a dallo 0,5% a/a di aprile.

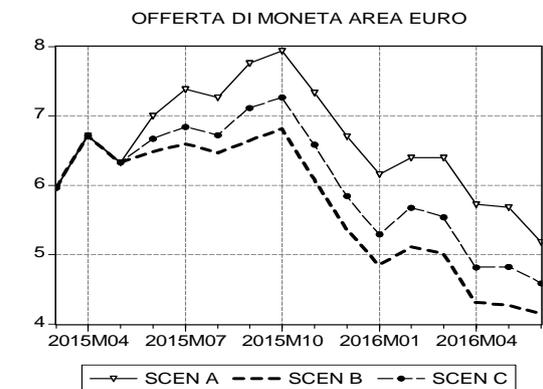
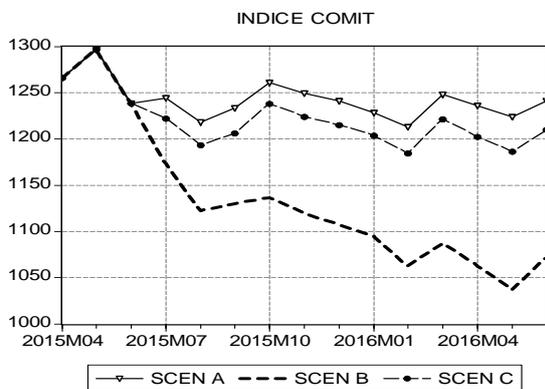
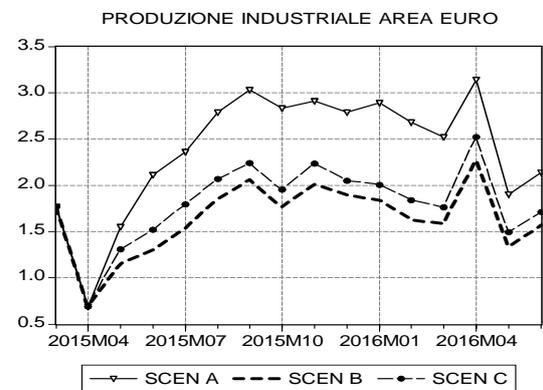
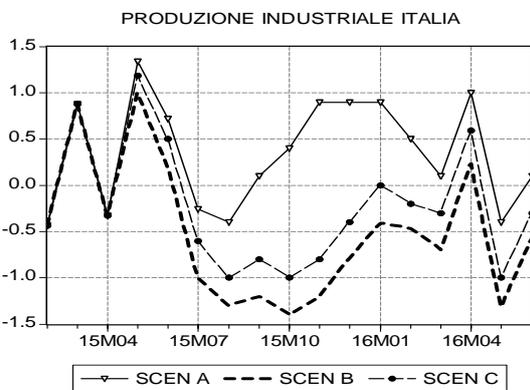
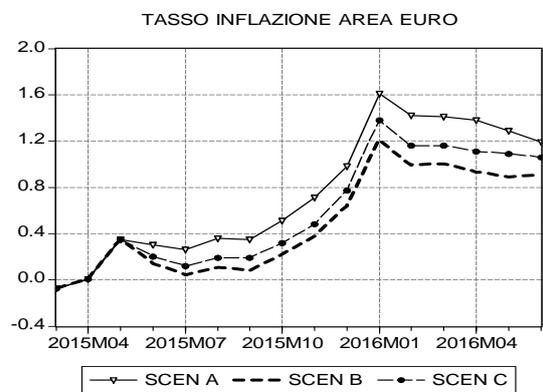
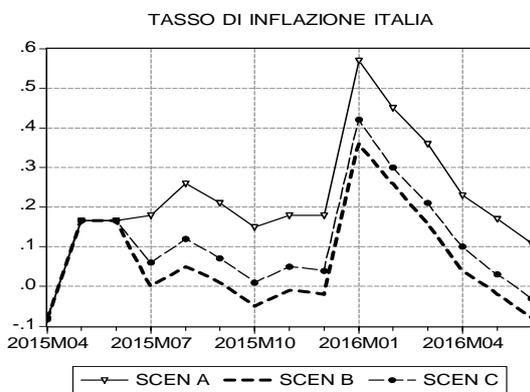
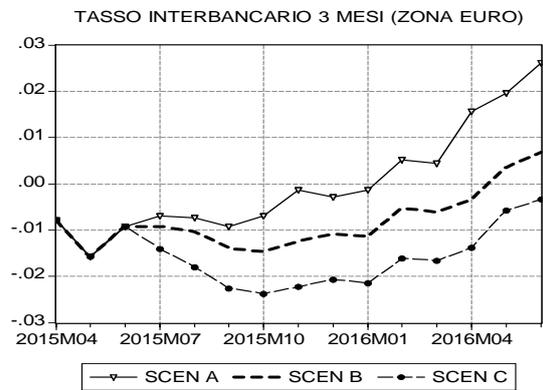
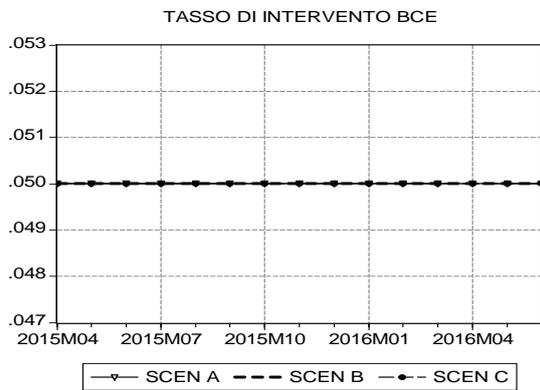
Italia

Il PIL del primo trimestre mostra una crescita dello 0,3% t/t e dello 0,1% a/a, dati migliori rispetto alla previsione di consenso (0% t/t e -0,3% a/a). I contributi maggiori sono stati quelli delle scorte (+0,5% t/t) e degli investimenti fissi (+0,3% t/t) mentre hanno sottratto punti alla crescita i consumi privati (-0,1% t/t) e le esportazioni nette (-0,4% t/t). I dati mensili di aprile relativi al commercio verso i paesi UE evidenziano una contrazione delle importazioni (-1,08% m/m da +3,32% m/m) e un lieve incremento delle esportazioni (+0,25% m/m da +1,21% m/m). Per quanto riguarda il commercio verso i paesi extra UE, si evince che in maggio vi è stato un aumento delle esportazioni (+0,39% m/m da -1,95% m/m) e una riduzione delle importazioni (-1,93% m/m da +1,58% m/m) portando il saldo della bilancia commerciale da 2652 mln di euro a 2970 mln. Il mercato del lavoro non offre spunti né positivi né negativi. Il tasso di disoccupazione in maggio è rimasto stabile al 12,4%, e, secondo la rilevazione trimestrale della forza lavoro, nel primo trimestre gli occupati si sono ridotti di 2377 unità. La produzione industriale in aprile è scesa (-0,3% m/m, -0,3% a/a) dopo i dati positivi del mese precedente (+0,5% m/m e +0,9% a/a) disattendendo le attese (+0,2% m/m). Nello stesso mese anche il settore delle costruzioni ha presentato un dato negativo (-0,3% m/m) mentre gli ordini all'industria sono stati in sensibile aumento (+5,4% m/m e +4,2% a/a da -0,2% m/m e -0,3% a/a). I segnali sono comunque incoraggianti visto che le imprese in giugno esibiscono un certo ottimismo: indice di fiducia delle imprese manifatturiere a 103,9 da 103,4, oltre le attese (103,7) e indice di fiducia dei servizi a 109 da 105,1. Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio, che in marzo avevano registrato un lieve calo (-0,1% m/m) in aprile sono aumentate dello 0,7% m/m. In giugno la fiducia è migliorata passando a 109,5 da 106. L'inflazione *headline*, in giugno, è rimasta stabile allo 0,2% a/a, mentre il *core* è passato allo 0,8% dal precedente 0,7%. L'economia italiana, supportata dalle politiche della BCE, sta tentando di agganciare la ripresa, anche se i dati sono abbastanza deboli e dovrebbero essere sostenuti da riforme di carattere strutturale. L'eventuale vittoria del no al referendum greco potrebbe essere uno stimolo per il parlamento ad affrettare l'approvazione delle riforme ancora in attesa, al fine di minimizzare le probabilità di contagio della crisi anche nel nostro paese.

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

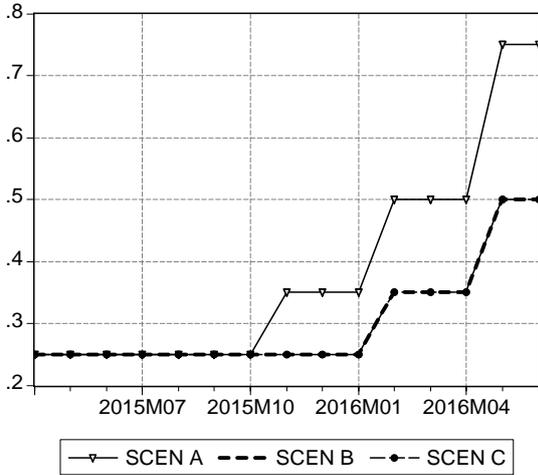
A (10%)	B (30%)	C (60%)
<p>Usa: Il trend di rialzo generalizzato dei rendimenti continua grazie a una crescita del PIL più sostenuta, tra il 3% e il 3,5% a/a. La <i>Fed</i> decide di effettuare il rialzo graduale dei tassi a ottobre-dicembre 2015, in attesa che la situazione in Europa si stabilizzi. L'avvio della normalizzazione della politica monetaria in autunno avviene comunque dopo un duraturo miglioramento del mercato del lavoro e attese di inflazione in aumento nel medio-lungo termine.</p> <p>Area Euro: Al referendum dei primi di luglio il popolo greco accetta le condizioni dei creditori. Il presidente Tsipras non si dimette, ma decide di rivedere la composizione del governo in modo da poter effettuare almeno alcune delle riforme strutturali richieste. L'Europa accetta la ristrutturazione del debito greco e la situazione lentamente si avvia alla risoluzione con un rinnovato ottimismo. Il tasso di cambio EUR/USD prosegue in una fase laterale fino all'autunno. In prossimità del rialzo dei tassi statunitensi il cambio potrebbe andare sotto quota 1,10. Anche in Area Euro i rendimenti registrano un rialzo generalizzato. Lo <i>spread</i> tra i BTP a 10 anni e il <i>Bund</i> si porta attorno ai 130 punti base e il rendimento dei primi al 2,20%. I mercati azionari sono caratterizzati da elevata volatilità fino alla fine di agosto a causa degli scarsi volumi trattati.</p>	<p>Usa: la crescita è attorno al 2,5% a/a e l'inflazione rimane sotto controllo. Le incertezze circa l'andamento del ciclo economico nei prossimi trimestri, alimentate dall'inatteso risultato del primo trimestre, e la delicata situazione in Europa spostano a inizio 2016 il <i>timing</i> del primo rialzo dei tassi, che sarà comunque graduale. Il rinvio della normalizzazione della politica monetaria sottolinea anche l'attenzione della <i>Fed</i> a evitare un ulteriore rafforzamento del dollaro, diventato bene rifugio a causa delle tensioni generate in Europa dal rifiuto del popolo greco delle condizioni dei creditori.</p> <p>Area Euro: In Grecia il referendum sancisce la vittoria del fronte del no. La Grecia dichiara il <i>default</i>, con conseguenze imprevedibili per il paese. Il contagio della crisi potrebbe investire in primis la Spagna, che affronta in novembre le elezioni politiche, dalle quali potrebbe uscire fortemente rafforzato il partito antieuropeista. Il dollaro si rafforza notevolmente divenendo bene rifugio. Il cambio EUR/USD potrebbe raggiungere la parità. I rendimenti dei BTP a 10 anni si portano ben al di sopra del 2,5% e lo <i>spread</i> rispetto al <i>Bund</i> si riporta sopra i 170 punti base. In Italia la crisi greca velocizza l'approvazione delle riforme in atto.</p>	<p>Usa: la crescita è attorno al 2,5% a/a e l'inflazione rimane sotto controllo. Le incertezze circa l'andamento del ciclo economico nei prossimi trimestri, alimentate dall'inatteso risultato del primo trimestre, e la delicata situazione in Europa spostano a inizio 2016 il <i>timing</i> del primo rialzo dei tassi, che sarà comunque graduale. Il rinvio della normalizzazione della politica monetaria sottolinea anche l'attenzione della <i>Fed</i> a evitare un ulteriore rafforzamento del dollaro, con nuove conseguenze negative sull'export.</p> <p>Area Euro: Al referendum dei primi di luglio il popolo greco accetta le condizioni dei creditori. Il presidente Tsipras non si dimette, ma decide di rivedere la composizione del governo in modo da poter effettuare almeno alcune delle riforme strutturali richieste. L'Europa accetta la ristrutturazione del debito greco e la situazione lentamente si avvia alla risoluzione con un rinnovato ottimismo. Il tasso di cambio EUR/USD prosegue in una fase laterale, mantenendosi a quota 1,10. Lo <i>spread</i> tra i BTP a 10 anni e il <i>Bund</i> può andare sotto i 150 punti base e il rendimento dei primi tornare gradualmente al 2%. I mercati azionari sono caratterizzati da elevata volatilità fino alla fine di agosto a causa degli scarsi volumi trattati.</p>

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili

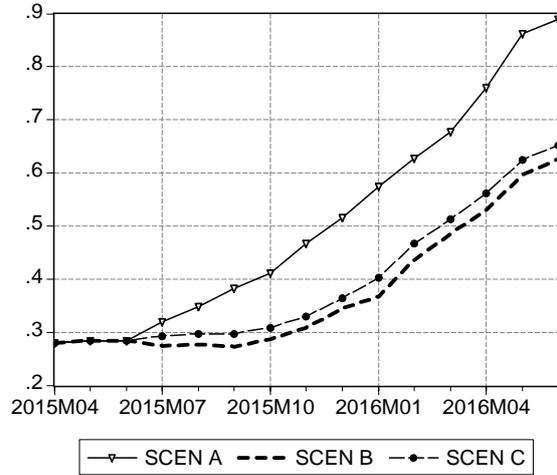


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili

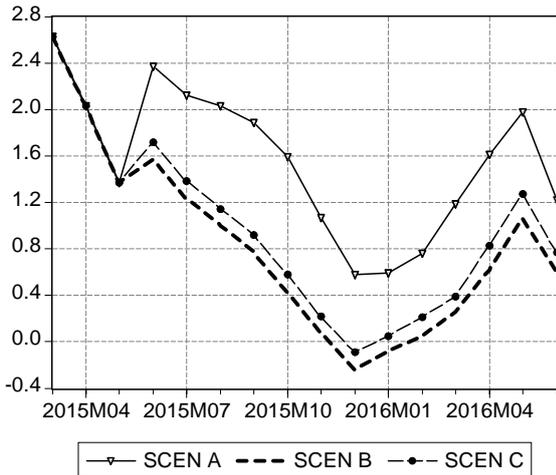
TASSO DI INTERVENTO FED



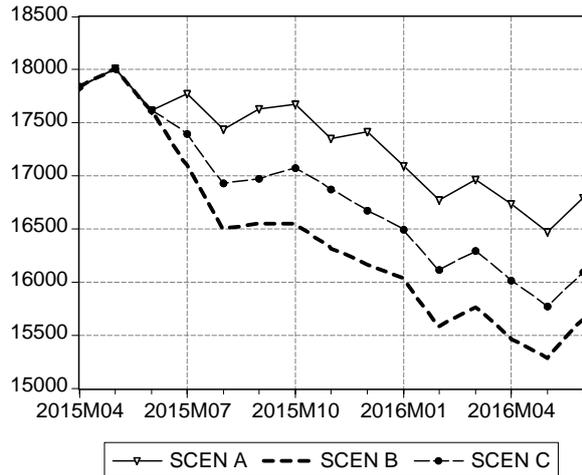
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



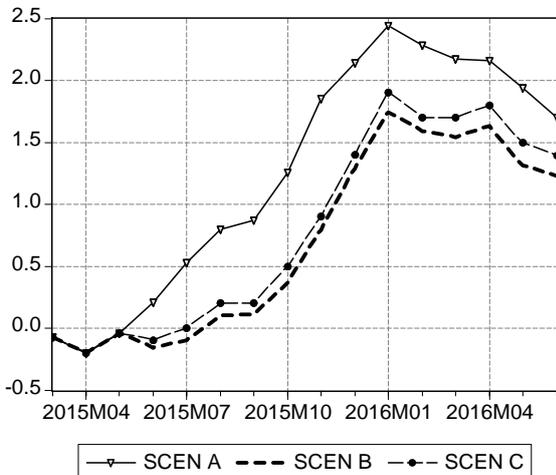
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



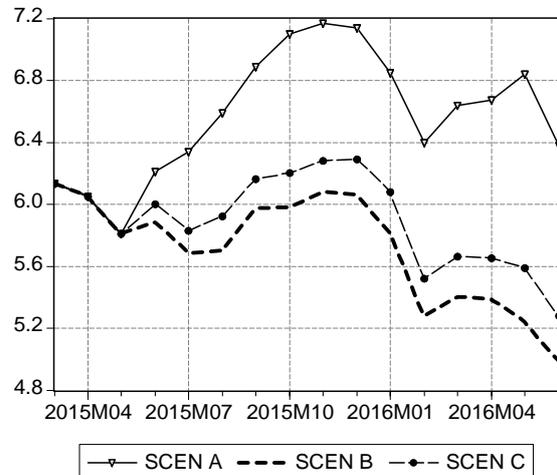
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

TASSI INTERBANCARI

I saggi interbancari europei in giugno hanno avuto movimenti diversi per le tre scadenze considerate: il tasso a 1 mese è diminuito ulteriormente portandosi a -0,07% da -0,06%, il 3 mesi è rimasto stabile a -0,01 e il 6 mesi è lievemente aumentato allo 0,06% da 0,05%. Gli interbancari sono visti ai minimi in tutti e tre gli scenari delineati. Nello scenario più probabile (C) i tassi potrebbero essere di poco al di sotto dei livelli attuali nel periodo predittivo, attestandosi, a giugno 2016, a -0,08% (1 mese) -0,02% (3 mesi) e +0,06% (6 mesi). Nello scenario A, alla fine dell'orizzonte di previsione, i tassi potrebbero essere lievemente superiori agli attuali (-0,06%, +0,01% e +0,08% rispettivamente l'1, il 3 e il 6 mesi) mentre, nel caso i greci non accettassero le richieste dei creditori, scenario B, sarebbero in linea con gli attuali: -0,07%, -0,01% e +0,07% per le scadenze a 1, 3 e 6 mesi.

STRUTTURA A TERMINE

Come anticipato, in giugno si è verificato un incremento notevole e generalizzato dei rendimenti, in primo luogo, soprattutto nella seconda parte del mese, a causa dell'incertezza generata dalla situazione greca: il 3 anni si è portato a +0,68% da +0,39%, il 5 anni a +1,32% da +0,93%, il 7 anni a +1,89% da +1,45% e il decennale è arrivato a +2,44% da +1,91%. Nello scenario C, nel quale la Fed posticipa il primo rialzo dei tassi a inizio 2016 per evitare un eccessivo rafforzamento del dollaro e in Europa, dopo la vittoria del sì al referendum greco, la situazione di avvia a lenta normalizzazione, i rendimenti potrebbero riportarsi sui livelli attuali, gradualmente, attestandosi a giugno 2016 a +0,41% (3 anni) +1,03% (5 anni) +1,63% (7 anni) +2,12% (10 anni). Se, a parità di condizioni in Europa, la Fed decidesse di effettuare il primo rialzo a ottobre-dicembre 2015, a seguito di un netto miglioramento delle condizioni economiche, i rendimenti dopo un generale lieve incremento, correggerebbero debolmente (+0,58%, +1,20%, +1,80% e 2,28% alla fine dell'orizzonte di previsione). Nello scenario meno favorevole e anche più difficile da delineare (scenario B) a causa del maggior premio per il rischio, il decennale potrebbe toccare quota +2,69% (+0,97% il 3 anni, +1,65% il 5 anni e +2,21% il 7 anni).

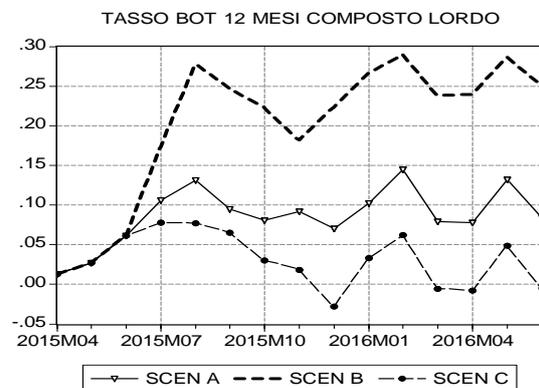
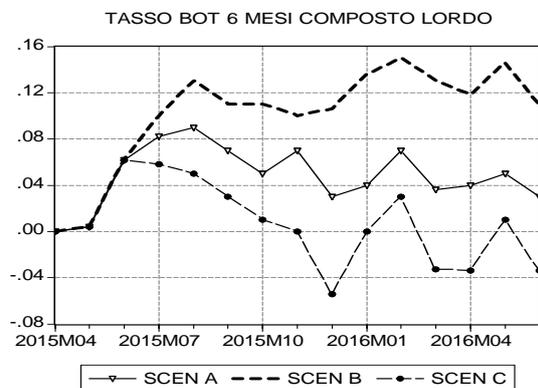
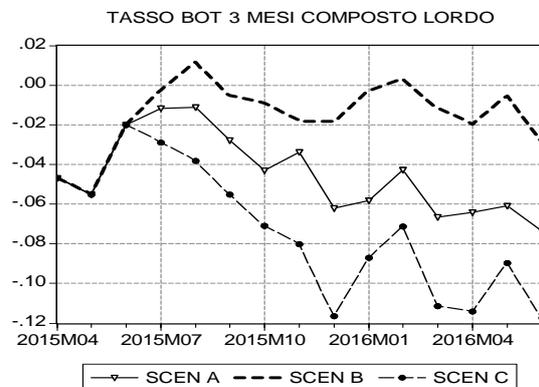
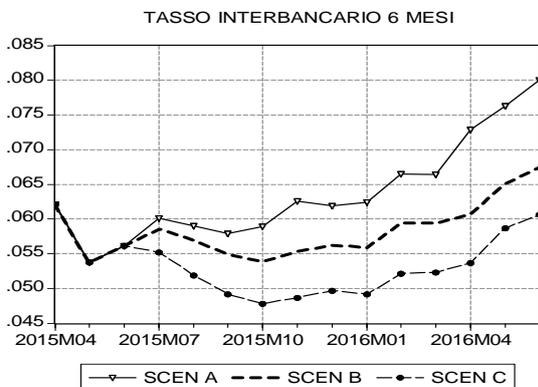
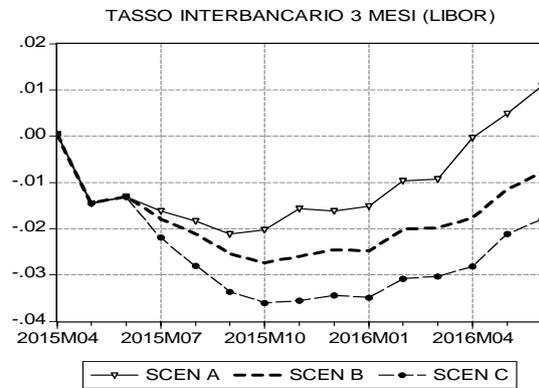
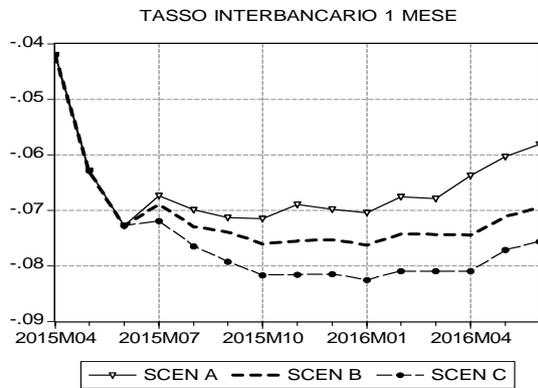
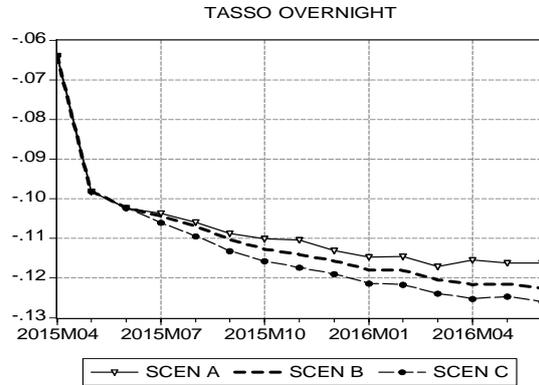
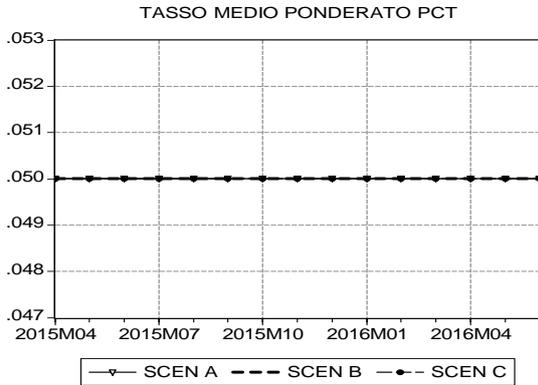
TASSI BANCARI

In aprile i tassi bancari hanno proseguito sul sentiero di una lenta e debole discesa: il tasso medio sui depositi è calato a +0,62% da +0,65% e quello sui prestiti si è portato a +3,49% da +3,53%. In tutti e tre gli scenari proposti si prevede una sostanziale stabilità del tasso medio sui depositi (a giugno 2016 +0,60% in C, +0,61% in A e +0,62% in B). Negli scenari A e C è invece prevista un'ulteriore debole contrazione del tasso sui prestiti (+3,44% e 3,43% rispettivamente) mentre una debole ripresa caratterizzerebbe lo scenario B (+3,50% alla fine dell'orizzonte di previsione).

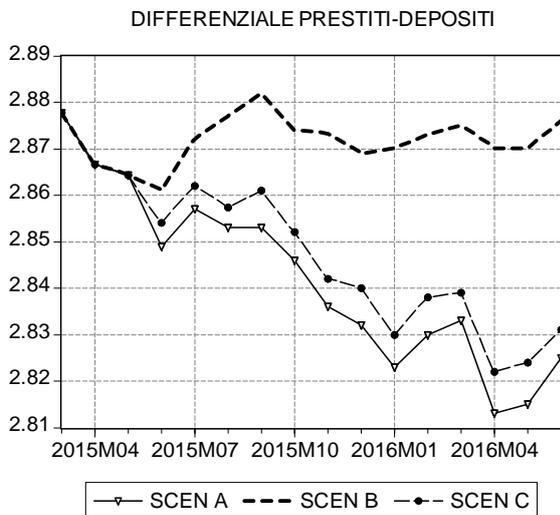
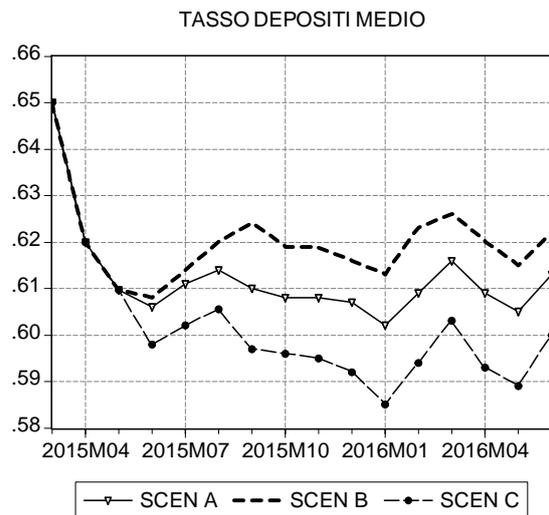
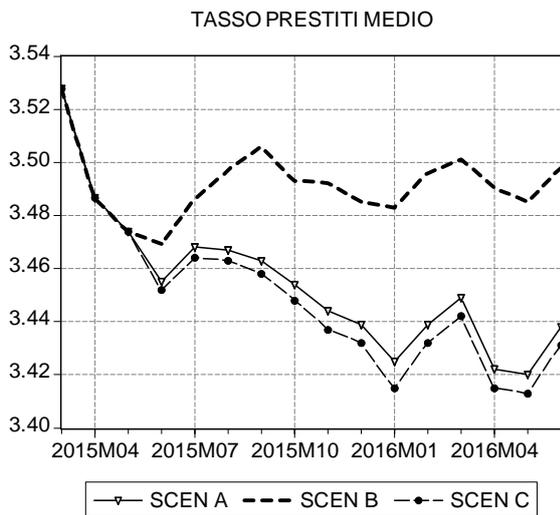
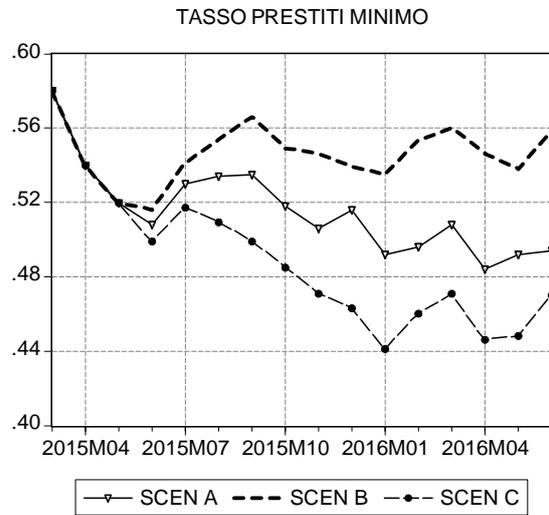
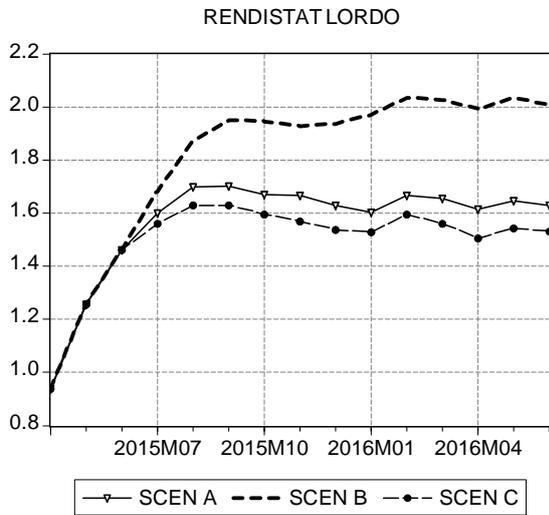
VOLUMI BANCARI

In aprile la raccolta ha proseguito nella sua fase di ripresa (+3,65% a/a) a conferma dell'aumentata propensione al risparmio delle famiglie, già evidenziata nei mesi precedenti (+3,29% a/a la variazione dei depositi in marzo). Anche gli impieghi (+1,18% a/a) grazie alle migliori condizioni per il credito e alla politica fortemente accomodante della BCE, hanno confermato la crescita registrata nel mese precedente (+0,43% a/a). In base ai risultati delle simulazioni, nello scenario più probabile (C) la dinamica dei depositi e dei prestiti dovrebbe mantenersi positiva durante l'intero periodo predittivo, attestandosi, a giugno 2016, a quota +2,78% a/a i primi e +1,14% a/a i secondi. Nello scenario A l'andamento potrebbe essere influenzato positivamente dalla migliore congiuntura economica, con una variazione tendenziale a fine periodo pari a +3,07% a/a della raccolta e a +1,36% a/a degli impieghi. Se si dovesse verificare lo scenario più sfavorevole (B) sia i depositi sia i prestiti rimarrebbero per lo più positivi, durante l'intero arco predittivo, seppur su livelli inferiori rispetto agli scenari A e C. I depositi totali potrebbero registrare un incremento dell'1,77% a/a a giugno 2016 e i prestiti totali dello 0,40% a/a.

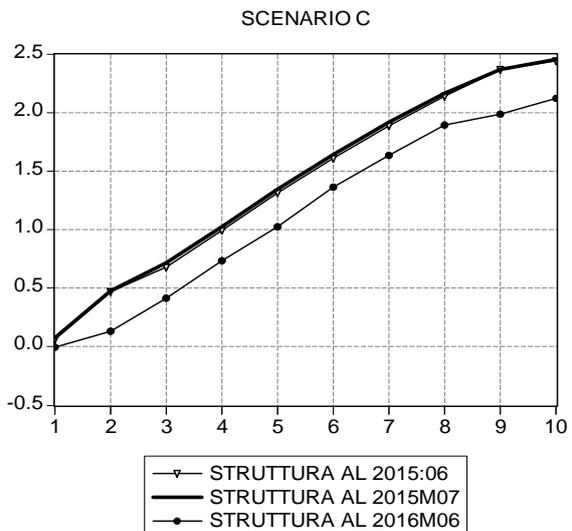
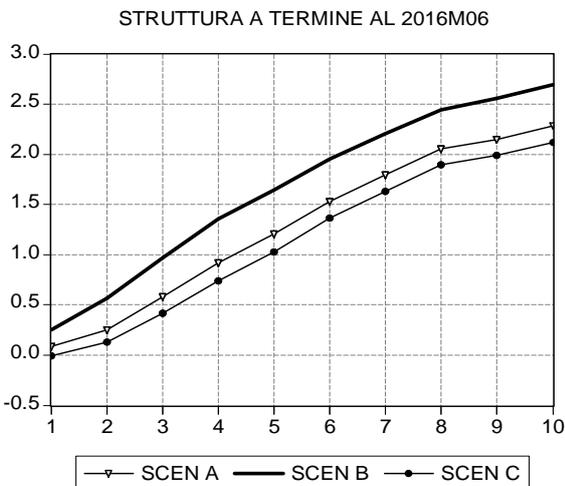
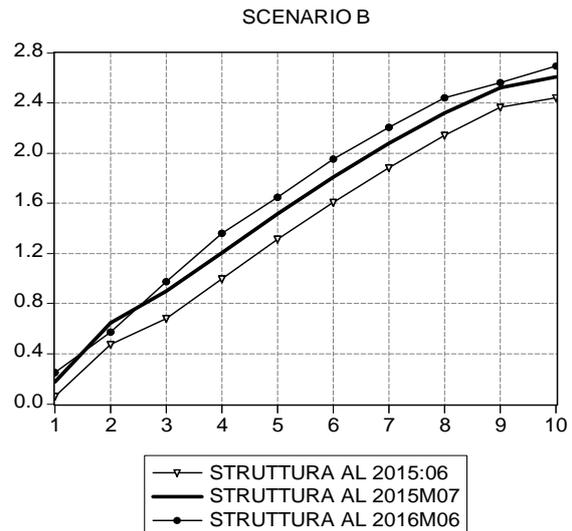
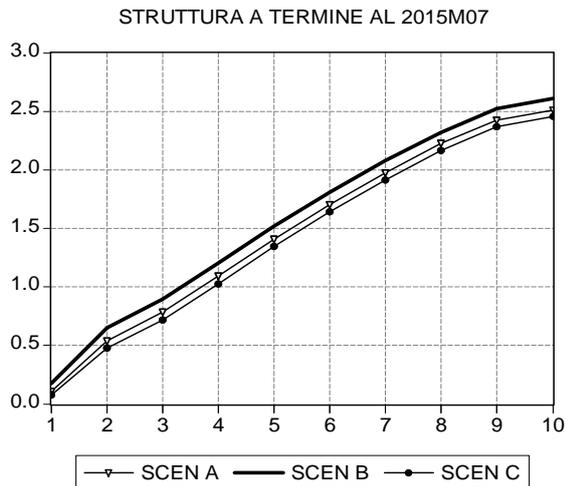
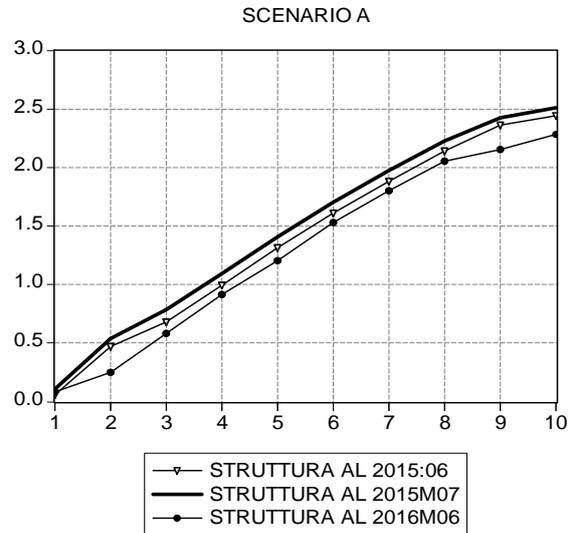
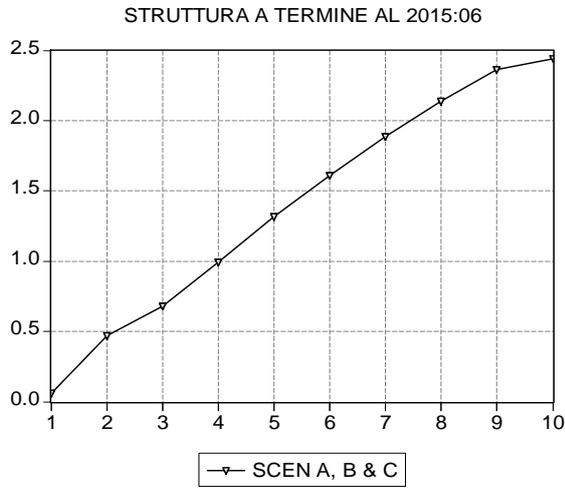
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



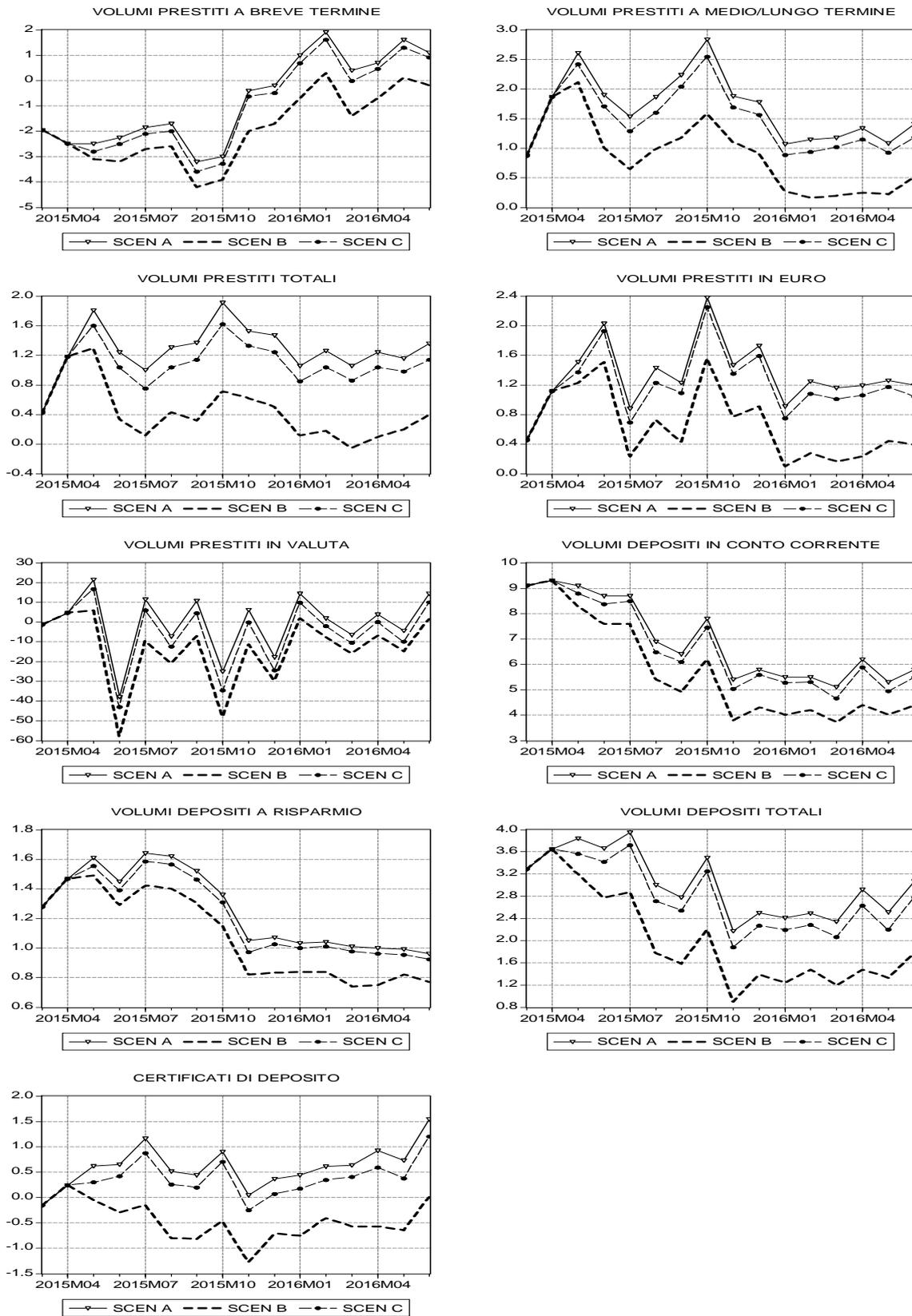
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



SCENARIO A	14 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	16 4	16 5	16 6
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	1038	1126	1216	1273	1266	1297	1238	1244	1218	1233	1261	1249	1241	1228	1213	1248	1236	1224	1241
Produzione Industriale	0.3	-1.9	-0.4	0.9	-0.3	1.3	0.7	-0.3	-0.4	0.1	0.4	0.9	0.9	0.9	0.5	0.1	1.0	-0.4	0.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.1	-0.5	0.1	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.6	0.4	0.4	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
T. Overnight media d/1	-0.03	-0.04	0.00	-0.02	-0.06	-0.10	-0.10	-0.10	-0.11	-0.11	-0.11	-0.11	-0.11	-0.11	-0.11	-0.12	-0.12	-0.12	-0.12
T. Interb. 1m lett.	0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.04	-0.06	-0.07	-0.07	-0.07	-0.07	-0.07	-0.07	-0.07	-0.07	-0.07	-0.07	-0.06	-0.06	-0.06
T. Interb. 3m lett.	0.06	0.04	0.03	0.02	0.00	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.01
T. Interb. 6m lett.	0.15	0.12	0.09	0.08	0.06	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07	0.07	0.08	0.08
T. Depositi medio	0.73	0.67	0.66	0.65	0.62	0.61	0.61	0.61	0.61	0.61	0.61	0.61	0.61	0.60	0.61	0.62	0.61	0.61	0.61
T. Prestiti medio	3.65	3.63	3.60	3.53	3.49	3.47	3.46	3.47	3.47	3.46	3.45	3.44	3.44	3.43	3.44	3.45	3.42	3.42	3.44
T.prest. medio - T.dep. medio	2.92	2.96	2.94	2.88	2.87	2.86	2.85	2.86	2.85	2.85	2.85	2.84	2.83	2.82	2.83	2.83	2.81	2.82	2.83
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.16	0.08	0.03	-0.01	-0.05	-0.06	-0.02	-0.01	-0.01	-0.03	-0.04	-0.03	-0.06	-0.06	-0.04	-0.07	-0.06	-0.06	-0.07
T. BOT comp. lordo 6m	0.30	0.16	0.09	0.04	0.00	0.00	0.06	0.08	0.09	0.07	0.05	0.07	0.03	0.04	0.07	0.04	0.04	0.05	0.03
T. BOT comp. lordo 12m	0.42	0.25	0.21	0.08	0.01	0.03	0.06	0.11	0.13	0.10	0.08	0.09	0.07	0.10	0.15	0.08	0.08	0.13	0.08
Rendistat lordo	1.55	1.33	1.15	0.90	0.94	1.26	1.46	1.60	1.70	1.70	1.67	1.67	1.63	1.60	1.67	1.65	1.61	1.65	1.63
Rendistat netto	1.36	1.16	1.01	0.79	0.82	1.10	1.28	1.40	1.48	1.49	1.46	1.46	1.43	1.40	1.46	1.45	1.41	1.44	1.43
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.69	0.53	0.31	0.29	0.31	0.39	0.68	0.78	0.78	0.73	0.65	0.67	0.53	0.59	0.67	0.56	0.57	0.65	0.58
Rend. BTP a 5 anni	1.03	0.87	0.62	0.61	0.71	0.93	1.32	1.41	1.41	1.35	1.27	1.29	1.15	1.21	1.28	1.18	1.19	1.27	1.20
Rend. BTP a 7 anni	1.47	1.26	1.00	0.94	1.12	1.45	1.89	1.98	1.98	1.93	1.85	1.88	1.74	1.80	1.87	1.78	1.79	1.86	1.80
Rend. BTP a 10 anni	1.97	1.66	1.39	1.30	1.54	1.91	2.44	2.51	2.50	2.44	2.37	2.38	2.25	2.30	2.36	2.27	2.27	2.34	2.28
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2313.854	2314.749	2307.290	2332.890	2320.752	2316.554	2335.598	2328.092	2314.888	2329.573	2324.45	2342.64	2347.87	2339.29	2336.36	2357.62	2349.53	2343.43	2367.36
Prestiti in euro	2282.893	2289.004	2277.529	2302.299	2277.927	2275.123	2307.320	2299.259	2285.476	2292.267	2295.196	2311.89	2322.387	2309.83	2306.00	2329.01	2305.03	2303.79	2335.01
Prestiti in valuta	30.961	25.745	29.761	30.591	42.825	41.431	28.277	28.834	29.412	37.306	29.252	30.753	25.480	29.452	30.364	28.613	44.495	39.637	32.354
Prestiti a breve	359.676	359.943	353.729	357.385	353.148	346.473	357.577	357.066	349.832	355.048	351.041	354.602	358.957	363.542	360.450	358.815	355.620	352.016	361.510
Prestiti a m/1	1954.178	1954.806	1953.561	1975.505	1967.604	1970.081	1978.021	1971.027	1965.056	1974.525	1973.407	1988.042	1988.911	1975.743	1975.912	1998.804	1993.909	1991.410	2005.851
Depositi totali	2160.342	2178.003	2175.941	2201.881	2184.535	2185.134	2188.229	2193.262	2185.782	2180.856	2201.870	2204.391	2214.351	2230.493	2230.122	2253.405	2248.323	2239.981	2255.408
Depositi in c/c	808.992	812.850	808.759	815.068	821.776	834.458	825.959	828.260	827.989	828.786	839.168	843.573	855.914	857.557	853.241	856.636	872.726	878.684	873.865
Depositi a risparmio	302.550	303.620	304.003	304.418	303.595	303.003	302.482	302.154	303.090	303.178	302.517	303.199	305.787	306.754	307.169	307.496	306.627	306.011	305.390
Certif. deposito	1048.800	1061.533	1063.179	1082.395	1059.164	1047.673	1059.788	1062.847	1054.703	1048.892	1060.185	1057.620	1052.650	1066.182	1069.712	1089.273	1068.971	1055.286	1076.153
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	1.12	0.24	-0.18	0.43	1.18	1.81	1.24	1.00	1.31	1.37	1.91	1.53	1.47	1.06	1.26	1.06	1.24	1.16	1.36
Prestiti in euro	1.63	0.28	0.23	0.45	1.12	1.51	2.03	0.88	1.43	1.23	2.38	1.47	1.73	0.91	1.25	1.16	1.19	1.26	1.20
Prestiti in valuta	-26.42	-3.23	-24.21	-1.32	4.63	21.53	-37.96	11.58	-7.22	10.78	-25.08	6.25	-17.70	14.40	2.03	-6.47	3.90	-4.33	14.42
Prestiti a breve	-0.84	-2.82	-2.99	-1.95	-2.49	-2.48	-2.25	-1.85	-1.70	-3.20	-3.00	-0.40	-0.20	1.00	1.90	0.40	0.70	1.60	1.10
Prestiti a m/1	1.48	0.83	0.34	0.87	1.87	2.60	1.90	1.53	1.87	2.24	2.84	1.88	1.78	1.07	1.14	1.18	1.34	1.08	1.41
Depositi totali	2.97	4.10	2.95	3.29	3.65	3.84	3.66	3.95	3.00	2.78	3.49	2.17	2.50	2.41	2.49	2.34	2.92	2.51	3.07
Depositi in c/c	9.07	11.14	10.15	9.10	9.31	9.10	8.70	8.70	6.90	6.40	7.80	5.40	5.80	5.50	5.50	5.10	6.20	5.30	5.80
Depositi a risparmio	1.01	1.02	1.11	1.28	1.47	1.61	1.45	1.64	1.62	1.52	1.36	1.05	1.07	1.03	1.04	1.01	1.00	0.99	0.96
Certif. deposito	-0.76	0.12	-1.43	-0.16	0.24	0.61	0.65	1.16	0.51	0.44	0.90	0.04	0.37	0.44	0.61	0.64	0.93	0.73	1.54

(*) Il rendimento dei BOT a 3 mesi, in assenza d'asta, è stimato. I dati storici sono in grigio scuro, gli stimati in grigio chiaro.
I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 30/06/2015.

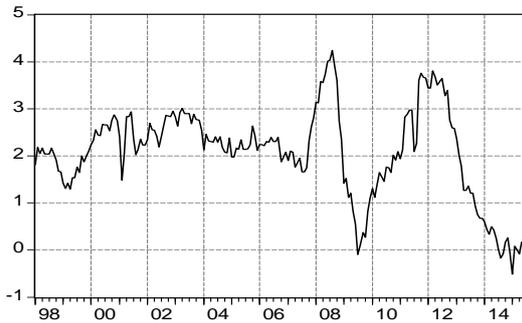
SCENARIO B	14 12	15 1	15 2	15 3	15 4	15 5	15 6	15 7	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT	1038	1126	1216	1273	1266	1297	1238	1173	1122	1130	1136	1119	1107	1094	1063	1087	1062	1037	1071
Produzione Industriale	0.3	-1.9	-0.4	0.9	-0.3	1.0	0.2	-1.0	-1.3	-1.2	-1.4	-1.2	-0.8	-0.4	-0.5	-0.7	0.2	-1.3	-0.6
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.1	-0.5	0.1	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.3	0.2	0.0	0.0	-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	-0.03	-0.04	0.00	-0.02	-0.06	-0.10	-0.10	-0.10	-0.11	-0.11	-0.11	-0.11	-0.12	-0.12	-0.12	-0.12	-0.12	-0.12	-0.12
T. Interb. 1m lett.	0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.04	-0.06	-0.07	-0.07	-0.07	-0.07	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.07	-0.07	-0.07	-0.07	-0.07
T. Interb. 3m lett.	0.06	0.04	0.03	0.02	0.00	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	-0.03	-0.03	-0.03	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01
T. Interb. 6m lett.	0.15	0.12	0.09	0.08	0.06	0.05	0.06	0.06	0.06	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07
T. Depositi medio	0.73	0.67	0.66	0.65	0.62	0.61	0.61	0.61	0.62	0.62	0.62	0.62	0.62	0.61	0.62	0.63	0.62	0.62	0.62
T. Prestiti medio	3.65	3.63	3.60	3.53	3.49	3.47	3.47	3.49	3.50	3.51	3.49	3.49	3.49	3.48	3.50	3.50	3.49	3.49	3.50
T.prest.medio - T.dep.medio	2.92	2.96	2.94	2.88	2.87	2.86	2.86	2.87	2.88	2.88	2.87	2.87	2.87	2.87	2.87	2.88	2.87	2.87	2.88
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.16	0.08	0.03	-0.01	-0.05	-0.06	-0.02	0.00	0.01	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	0.00	0.00	-0.01	-0.02	-0.01	-0.03
T. BOT comp. lordo 6m	0.30	0.16	0.09	0.04	0.00	0.00	0.06	0.10	0.13	0.11	0.11	0.10	0.11	0.14	0.15	0.13	0.12	0.15	0.11
T. BOT comp. lordo 12m	0.42	0.25	0.21	0.08	0.01	0.03	0.06	0.17	0.28	0.25	0.22	0.18	0.22	0.27	0.29	0.24	0.24	0.29	0.25
Rendistat lordo	1.55	1.33	1.15	0.90	0.94	1.26	1.46	1.68	1.87	1.95	1.94	1.93	1.94	1.97	2.03	2.02	1.99	2.03	2.00
Rendistat netto	1.36	1.16	1.01	0.79	0.82	1.10	1.28	1.47	1.64	1.71	1.70	1.69	1.69	1.72	1.78	1.77	1.74	1.78	1.75
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.69	0.53	0.31	0.29	0.31	0.39	0.68	0.90	1.12	1.06	1.02	0.97	0.98	1.06	1.14	1.04	1.05	1.13	0.97
Rend. BTP a 5 anni	1.03	0.87	0.62	0.61	0.71	0.93	1.32	1.52	1.73	1.69	1.66	1.62	1.63	1.71	1.78	1.70	1.71	1.79	1.65
Rend. BTP a 7 anni	1.47	1.26	1.00	0.94	1.12	1.45	1.89	2.08	2.28	2.24	2.21	2.18	2.19	2.27	2.34	2.25	2.27	2.35	2.21
Rend. BTP a 10 anni	1.97	1.66	1.39	1.30	1.54	1.91	2.44	2.61	2.79	2.75	2.72	2.68	2.68	2.76	2.82	2.74	2.76	2.83	2.69
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2313.854	2314.749	2307.290	2332.890	2320.752	2304.950	2314.835	2307.808	2294.780	2305.443	2297.08	2321.65	2325.42	2317.53	2311.44	2331.72	2323.07	2309.56	2324.09
Prestiti in euro	2282.893	2289.004	2277.529	2302.299	2277.927	2268.848	2295.561	2284.444	2269.703	2274.152	2276.813	2295.94	2303.668	2291.29	2283.91	2305.98	2283.17	2278.83	2304.51
Prestiti in valuta	30.961	25.745	29.761	30.591	42.825	36.102	19.274	23.364	25.077	31.291	20.264	25.705	21.756	26.234	27.537	25.741	39.907	30.729	19.580
Prestiti a breve	359.676	359.943	353.729	357.385	353.148	344.287	354.088	353.980	346.629	351.380	347.784	348.905	353.562	357.423	354.790	352.382	350.676	344.631	353.379
Prestiti a m/1	1954.178	1954.806	1953.561	1975.505	1967.604	1960.663	1960.747	1953.828	1948.151	1954.063	1949.293	1972.742	1971.862	1960.103	1956.653	1979.342	1972.397	1964.929	1970.715
Depositi totali	2160.342	2178.003	2175.941	2201.881	2184.535	2171.666	2169.442	2170.475	2159.679	2155.394	2174.424	2176.990	2190.155	2205.010	2208.145	2228.083	2216.866	2200.550	2207.841
Depositi in c/c	808.992	812.850	808.759	815.068	821.776	828.339	817.601	819.879	816.370	817.102	826.713	830.767	843.779	845.364	842.727	845.226	857.934	861.473	853.575
Depositi a risparmio	302.550	303.620	304.003	304.418	303.595	302.645	302.005	301.500	302.434	302.521	301.890	302.508	305.061	306.170	306.557	306.671	305.872	305.127	304.331
Certif. deposito	1048.800	1061.533	1063.179	1082.395	1059.164	1040.682	1049.836	1049.096	1040.875	1035.770	1045.820	1043.714	1041.315	1053.476	1058.861	1076.187	1053.060	1033.950	1049.935
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	1.12	0.24	-0.18	0.43	1.18	1.30	0.34	0.12	0.43	0.32	0.71	0.62	0.50	0.12	0.18	-0.05	0.10	0.20	0.40
Prestiti in euro	1.63	0.28	0.23	0.45	1.12	1.23	1.51	0.23	0.73	0.43	1.56	0.77	0.91	0.10	0.28	0.16	0.23	0.44	0.39
Prestiti in valuta	-26.42	-3.23	-24.21	-1.32	4.63	5.90	-57.71	-9.58	-20.89	-7.08	-48.10	-11.19	-29.73	1.90	-7.47	-15.85	-6.81	-14.88	1.59
Prestiti a breve	-0.84	-2.82	-2.99	-1.95	-2.49	-3.10	-3.20	-2.70	-2.60	-4.20	-3.90	-2.00	-1.70	-0.70	0.30	-1.40	-0.70	0.10	-0.20
Prestiti a m/1	1.48	0.83	0.34	0.87	1.87	2.11	1.01	0.65	0.99	1.18	1.58	1.10	0.90	0.27	0.16	0.19	0.24	0.22	0.51
Depositi totali	2.97	4.10	2.95	3.29	3.65	3.20	2.77	2.87	1.77	1.58	2.20	0.90	1.38	1.24	1.48	1.19	1.48	1.33	1.77
Depositi in c/c	9.07	11.14	10.15	9.10	9.31	8.30	7.60	7.60	5.40	4.90	6.20	3.80	4.30	4.00	4.20	3.70	4.40	4.00	4.40
Depositi a risparmio	1.01	1.02	1.11	1.28	1.47	1.49	1.29	1.42	1.40	1.30	1.15	0.82	0.83	0.84	0.84	0.74	0.75	0.82	0.77
Certif. deposito	-0.76	0.12	-1.43	-0.16	0.24	-0.06	-0.30	-0.15	-0.80	-0.82	-0.47	-1.27	-0.71	-0.76	-0.41	-0.57	-0.58	-0.65	0.01

(*) Il rendimento dei BOT a 3 mesi, in assenza d'asta, è stimato. I dati storici sono in grigio scuro, gli stimati in grigio chiaro.
I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 30/06/2015.

SCENARIO C	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	16 4	16 5	16 6
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	1038	1126	1216	1273	1266	1297	1238	1222	1193	1206	1238	1224	1215	1203	1184	1221	1202	1186	1210
Produzione Industriale	0.3	-1.9	-0.4	0.9	-0.3	1.2	0.5	-0.6	-1.0	-0.8	-1.0	-0.8	-0.4	0.0	-0.2	-0.3	0.6	-1.0	-0.3
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.1	-0.5	0.1	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.4	0.3	0.2	0.1	0.0	0.0
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	-0.03	-0.04	0.00	-0.02	-0.06	-0.10	-0.10	-0.11	-0.11	-0.11	-0.12	-0.12	-0.12	-0.12	-0.12	-0.12	-0.13	-0.12	-0.13
T. Interb. 1m lett.	0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.04	-0.06	-0.07	-0.07	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08
T. Interb. 3m lett.	0.06	0.04	0.03	0.02	0.00	-0.01	-0.01	-0.02	-0.03	-0.03	-0.04	-0.04	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.02	-0.02
T. Interb. 6m lett.	0.15	0.12	0.09	0.08	0.06	0.05	0.06	0.06	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06
T. Depositi medio	0.73	0.67	0.66	0.65	0.62	0.61	0.60	0.60	0.61	0.60	0.60	0.60	0.59	0.59	0.59	0.60	0.59	0.59	0.60
T. Prestiti medio	3.65	3.63	3.60	3.53	3.49	3.47	3.45	3.46	3.46	3.46	3.45	3.44	3.43	3.42	3.43	3.44	3.42	3.41	3.43
T.prest.medio - T.dep.medio	2.92	2.96	2.94	2.88	2.87	2.86	2.85	2.86	2.86	2.86	2.85	2.84	2.84	2.83	2.84	2.84	2.82	2.82	2.83
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.16	0.08	0.03	-0.01	-0.05	-0.06	-0.02	-0.03	-0.04	-0.06	-0.07	-0.08	-0.12	-0.09	-0.07	-0.11	-0.11	-0.09	-0.12
T. BOT comp. lordo 6m	0.30	0.16	0.09	0.04	0.00	0.00	0.06	0.06	0.05	0.03	0.01	0.00	-0.05	0.00	0.03	-0.03	-0.03	0.01	-0.03
T. BOT comp. lordo 12m	0.42	0.25	0.21	0.08	0.01	0.03	0.06	0.08	0.08	0.07	0.03	0.02	-0.03	0.03	0.06	-0.01	-0.01	0.05	-0.01
Rendistat lordo	1.55	1.33	1.15	0.90	0.94	1.26	1.46	1.56	1.63	1.63	1.59	1.57	1.54	1.53	1.59	1.56	1.50	1.54	1.53
Rendistat netto	1.36	1.16	1.01	0.79	0.82	1.10	1.28	1.37	1.43	1.42	1.39	1.37	1.34	1.34	1.39	1.36	1.32	1.35	1.34
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.69	0.53	0.31	0.29	0.31	0.39	0.68	0.72	0.68	0.64	0.55	0.54	0.41	0.51	0.56	0.42	0.43	0.52	0.41
Rend. BTP a 5 anni	1.03	0.87	0.62	0.61	0.71	0.93	1.32	1.34	1.31	1.26	1.17	1.16	1.04	1.13	1.18	1.04	1.04	1.13	1.03
Rend. BTP a 7 anni	1.47	1.26	1.00	0.94	1.12	1.45	1.89	1.92	1.88	1.84	1.76	1.75	1.64	1.73	1.77	1.64	1.65	1.73	1.63
Rend. BTP a 10 anni	1.97	1.66	1.39	1.30	1.54	1.91	2.44	2.45	2.41	2.36	2.28	2.26	2.15	2.22	2.26	2.14	2.14	2.22	2.12
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2313.854	2314.749	2307.290	2332.890	2320.752	2311.776	2330.984	2322.330	2308.719	2324.287	2317.83	2338.03	2342.55	2334.42	2331.29	2352.95	2344.89	2334.43	2357.56
Prestiti in euro	2282.893	2289.004	2277.529	2302.299	2277.927	2271.985	2305.059	2294.928	2280.969	2289.097	2292.282	2309.16	2319.191	2306.17	2302.13	2325.55	2302.07	2298.57	2329.03
Prestiti in valuta	30.961	25.745	29.761	30.591	42.825	39.791	25.925	27.401	27.749	35.190	25.552	28.872	23.354	28.253	29.159	27.401	42.815	35.864	28.525
Prestiti a breve	359.676	359.943	353.729	357.385	353.148	345.353	356.648	356.163	348.764	353.581	350.022	353.792	357.906	362.377	359.432	357.323	354.746	349.842	359.858
Prestiti a m/1	1954.178	1954.806	1953.561	1975.505	1967.604	1966.423	1974.336	1966.167	1959.954	1970.706	1967.811	1984.238	1984.640	1972.048	1971.854	1995.630	1990.142	1984.589	1997.699
Depositi totali	2160.342	2178.003	2175.941	2201.881	2184.535	2179.242	2183.163	2188.409	2179.627	2175.763	2196.764	2198.134	2209.382	2225.701	2225.552	2247.240	2241.988	2227.185	2243.855
Depositi in c/c	808.992	812.850	808.759	815.068	821.776	832.066	823.502	826.606	824.749	826.413	836.356	840.669	854.205	855.698	851.681	853.077	870.079	873.199	868.744
Depositi a risparmio	302.550	303.620	304.003	304.418	303.595	302.831	302.301	301.988	302.924	303.003	302.366	302.965	305.653	306.656	307.074	307.388	306.515	305.720	305.090
Certif. deposito	1048.800	1061.533	1063.179	1082.395	1059.164	1044.345	1057.360	1059.816	1051.954	1046.347	1058.042	1054.500	1049.524	1063.347	1066.797	1086.775	1065.394	1048.267	1070.021
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	1.12	0.24	-0.18	0.43	1.18	1.60	1.04	0.75	1.04	1.14	1.62	1.33	1.24	0.85	1.04	0.86	1.04	0.98	1.14
Prestiti in euro	1.63	0.28	0.23	0.45	1.12	1.37	1.93	0.69	1.23	1.09	2.25	1.35	1.59	0.75	1.08	1.01	1.06	1.17	1.04
Prestiti in valuta	-26.42	-3.23	-24.21	-1.32	4.63	16.72	-43.12	6.04	-12.47	4.50	-34.55	-0.24	-24.57	9.74	-2.02	-10.43	-0.02	-9.87	10.03
Prestiti a breve	-0.84	-2.82	-2.99	-1.95	-2.49	-2.80	-2.50	-2.10	-2.00	-3.60	-3.28	-0.63	-0.49	0.68	1.61	-0.02	0.45	1.30	0.90
Prestiti a m/1	1.48	0.83	0.34	0.87	1.87	2.41	1.71	1.28	1.60	2.04	2.54	1.69	1.56	0.88	0.94	1.02	1.15	0.92	1.18
Depositi totali	2.97	4.10	2.95	3.29	3.65	3.56	3.42	3.72	2.71	2.54	3.25	1.88	2.27	2.19	2.28	2.06	2.63	2.20	2.78
Depositi in c/c	9.07	11.14	10.15	9.10	9.31	8.79	8.38	8.48	6.48	6.10	7.44	5.04	5.59	5.27	5.31	4.66	5.88	4.94	5.49
Depositi a risparmio	1.01	1.02	1.11	1.28	1.47	1.55	1.39	1.58	1.56	1.46	1.31	0.97	1.03	1.00	1.01	0.98	0.96	0.95	0.92
Certif. deposito	-0.76	0.12	-1.43	-0.16	0.24	0.30	0.42	0.87	0.25	0.20	0.70	-0.25	0.07	0.17	0.34	0.40	0.59	0.38	1.20

(*) Il rendimento dei BOT a 3 mesi, in assenza d'asta, è stimato. I dati storici sono in grigio scuro, gli stimati in grigio chiaro.
I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 30/06/2015.

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



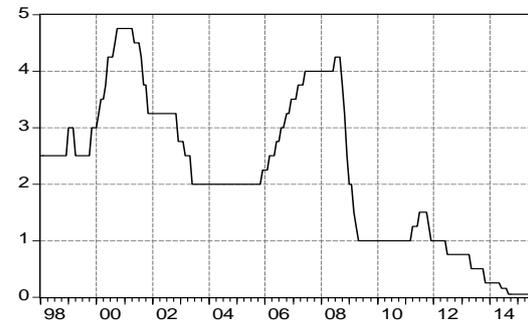
— TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



— TASSO INFLAZIONE AREA EURO



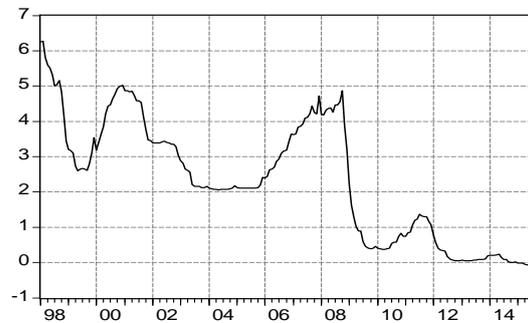
— PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



— TASSO DI INTERVENTO BCE



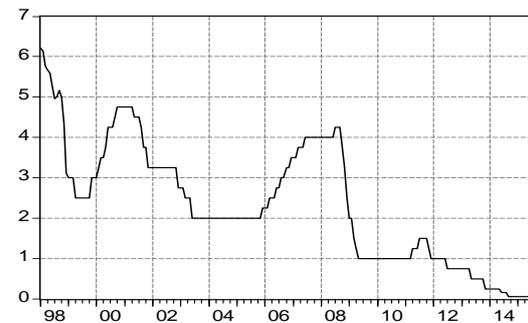
— TASSO OVERNIGHT



— TASSO INTERBANCARIO 1 MESE

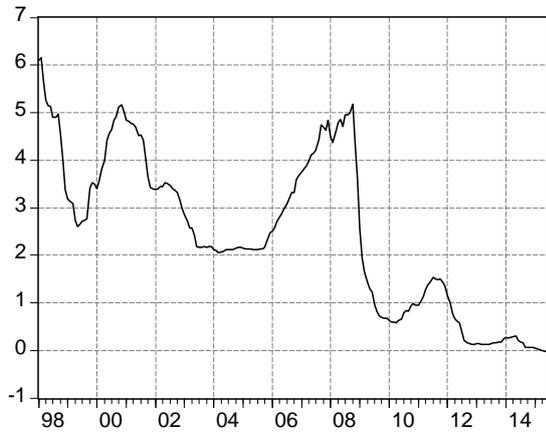


— INDICE COMIT

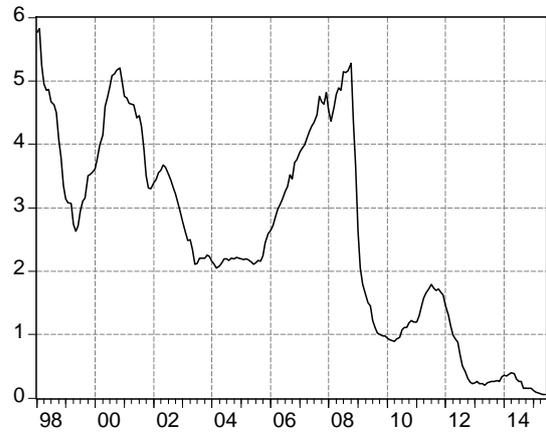


— TASSO MEDIO PONDERATO PCT

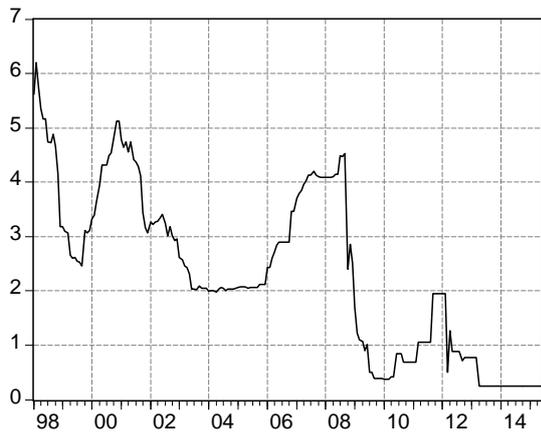
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



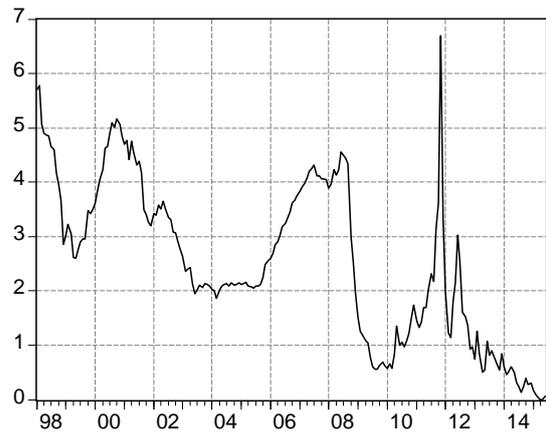
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI (LIBOR)



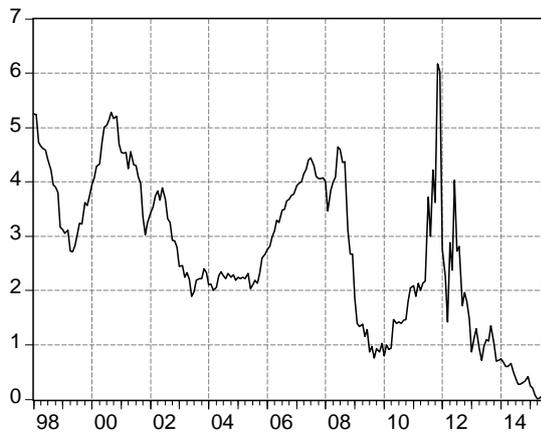
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI



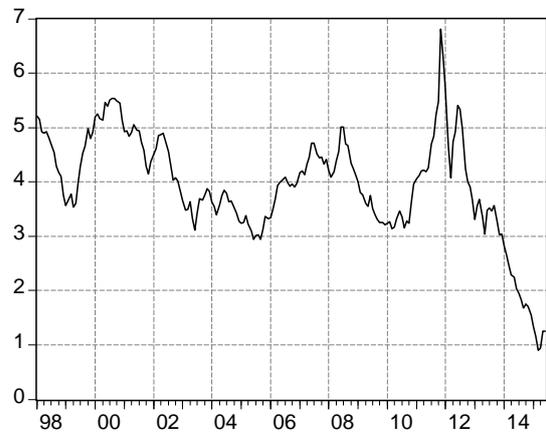
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO

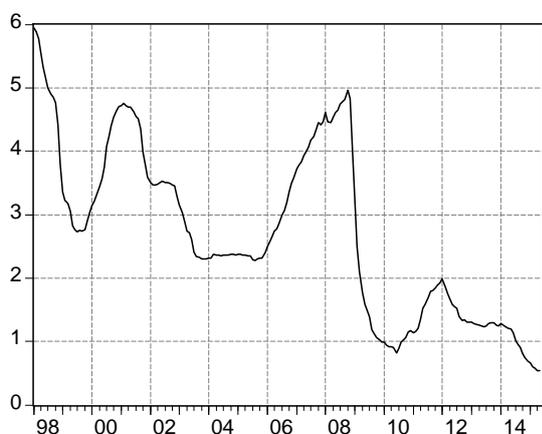


— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO

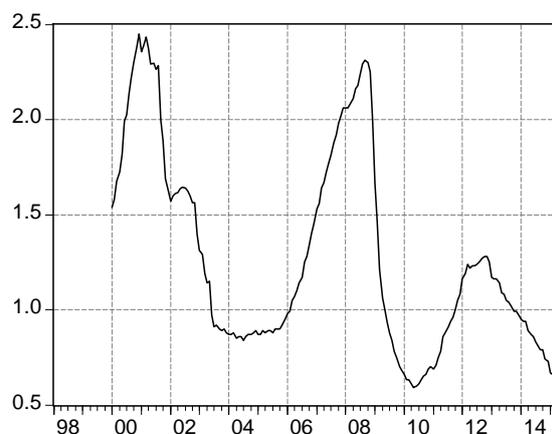


— RENDISTAT LORDO

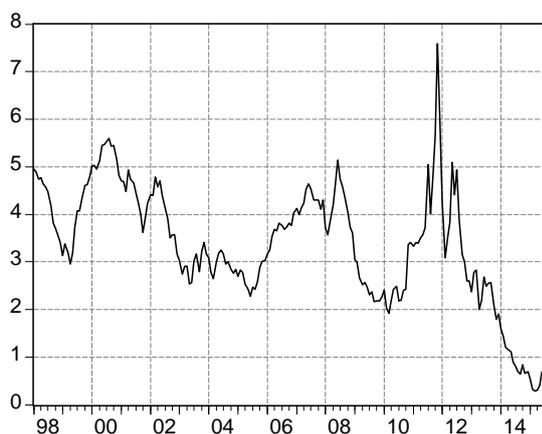
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



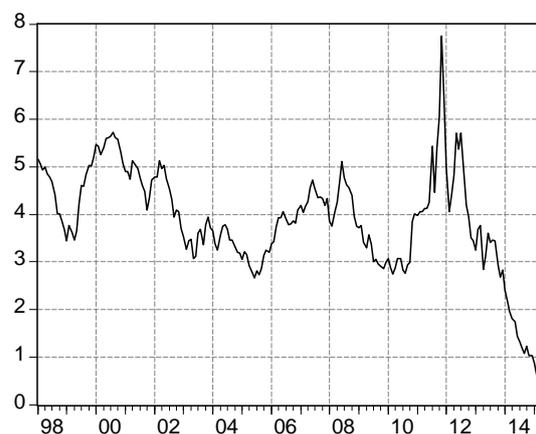
— TASSO PRESTITI MINIMO



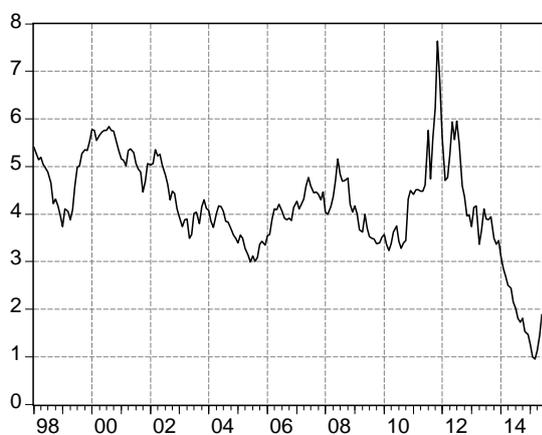
— TASSO DEPOSITI MEDIO



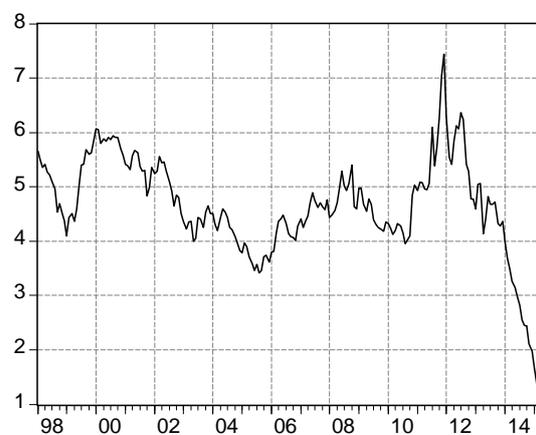
— RENDIMENTO A 3 ANNI



— RENDIMENTO A 5 ANNI



— RENDIMENTO A 7 ANNI



— RENDIMENTO A 10 ANNI

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

