



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 31/07/2015

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 luglio 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

Dopo mesi d'incertezza, finalmente la tensione causata dalla situazione greca si è temperata, con l'accordo tra governo e BCE che dovrebbe consentire, se le riforme concordate con i creditori internazionali andranno a buon fine, l'avvio del terzo programma di aiuti. Nonostante l'esito del referendum del 5 luglio, che ha visto vincere il fronte del "no", già a metà mese, infatti, si era raggiunta una nuova intesa tra il governo di Tsipras e la BCE per consentire alla Grecia di restituire le *tranche* in sospenso. La questione ellenica potrebbe quindi essere temporaneamente archiviata e ripresentarsi forse tra circa un anno, salvo che si decida di svolgere nuove elezioni in autunno. In tal caso, il fattore Grecia tornerebbe alla ribalta prima di quanto ci si attenda, causando nuove agitazioni nei mercati finanziari. Protagonista attuale dello scenario economico mondiale è la Cina, con la sua bolla speculativa immobiliare e borsistica. Dal 12 giugno scorso il mercato azionario cinese ha iniziato a correggere pesantemente: la borsa di Shanghai, la principale piazza affari cinese, in circa due mesi ha perso il 30%. Tra giugno 2014 e metà giugno 2015 gli indici asiatici avevano registrato una crescita del 150%, in seguito i mercati azionari cinesi hanno iniziato a mostrare una volatilità fuori dalla norma. Oltre alla borsa di Shanghai, sono state coinvolte da questa crisi anche l'altra piazza cinese, quella di Shenzhen, e quella di Hong Kong. Il crollo in atto, che finora ha riguardato solo i mercati cinesi, senza coinvolgere le altre borse asiatiche, dipende dal ridimensionamento dell'economia del sol levante che, di fatto, sta crescendo meno delle attese. Questo sta avendo un effetto dirompente anche sui prezzi di quasi tutte le materie prime. A luglio, oltre agli indici di borsa cinesi, anche i prezzi delle *commodity* sono scesi in breve tempo. Il rame, per esempio, è tornato ai livelli del 2009, così come oro e argento, i quali hanno tuttavia subito una correzione meno drammatica. Il calo dei corsi delle materie prime, se dovesse proseguire, potrebbe creare tensioni soprattutto nei paesi in via di sviluppo, in quanto maggiori esportatori. Il ridimensionamento della crescita cinese potrebbe sconvolgere lo scenario internazionale anche attraverso il mercato dei capitali. Negli ultimi trent'anni, durante i quali lo sviluppo cinese è stato caratterizzato da tassi di crescita assolutamente superiori a quelli del mondo occidentale, gli investitori locali hanno continuato ad acquisire quote rilevanti all'interno delle principali multinazionali estere, in particolare statunitensi. La Cina detiene, inoltre, parte del debito pubblico di diversi paesi, Stati Uniti *in primis*. Per questo motivo, in caso di un forte rientro del ciclo economico cinese, il canale di trasmissione degli effetti verso gli altri paesi potrebbe non essere quello classico del commercio internazionale. La trasmissione potrebbe essere diretta e, attraverso i mercati dei capitali pubblici e privati, potrebbe determinare un calo degli investimenti in vari paesi, destabilizzando così il sistema economico-finanziario internazionale. Il venir meno dei capitali cinesi potrebbe compromettere la ripresa, appena iniziata, in diverse macro aree e avere un effetto restrittivo sull'economia americana, la quale, secondo gli ultimi dati, sembrerebbe aver intrapreso un sentiero di crescita solida. L'andamento del PIL americano nel secondo trimestre 2015, infatti, è buono, con un aumento dei consumi e una stabilizzazione della bilancia commerciale, dopo gli effetti penalizzanti del dollaro visti nei periodi precedenti. Nonostante i buoni risultati di crescita, il positivo andamento del mercato del lavoro e la stabilizzazione, seppur temporanea, della situazione in Grecia, si ritiene che la *Fed* attenderà almeno la fine dell'anno prima di rialzare i tassi. Questo sia in attesa di quantificare gli effetti del rallentamento cinese sia per la presenza di alcune incertezze evidenziate, tra giugno e luglio, dal lato della domanda interna. Le attese di un rinvio del rialzo dei tassi potrebbero alimentare il trend laterale, già in atto, del tasso di cambio EUR/USD a quota 1,10. L'economia dell'Eurozona rimane stabile, per effetto delle politiche della BCE. Nonostante i dati incerti dal lato della domanda, il fatto che il *QE* proseguirà comunque fino a settembre 2016 e i segnali incoraggianti dal lato dell'offerta mantengono le aspettative positive.

USA

Nonostante i buoni risultati di crescita, il positivo andamento del mercato del lavoro e la stabilizzazione, seppur temporanea, della situazione in Grecia, si ritiene che la Fed attenderà almeno la fine dell'anno prima di rialzare i tassi.

La stima del secondo trimestre del PIL riflette la ripresa dell'economia statunitense. La variazione congiunturale è consistente, pari a +2,3% t/t (dal precedente +0,6% t/t) inferiore, tuttavia, alle attese di consenso (+2,9% t/t). La variazione tendenziale, di conseguenza, si porta a +2,3% a/a (dal precedente 2,9% a/a). Positivi anche i dati concernenti le componenti del PIL. I consumi privati sono aumentati considerevolmente, +2,9% t/t e +3,1% a/a (+1,7% t/t e +3,3% a/a i precedenti) contribuendo per l'1,99% t/t alla crescita. L'aumento dei consumi potrebbe essere collegato al calo del prezzo del petrolio e al conseguente aumento del potere d'acquisto delle famiglie. Buone notizie anche dalla bilancia commerciale. Le esportazioni sono aumentate del 5,3% t/t (+1,5% a/a), dopo il disastroso -6% t/t (+2,6% a/a) del periodo precedente, con un apporto alla variazione del PIL dello 0,67% t/t. Le importazioni sono cresciute del 3,5%

t/t (+4,9% a/a) dal precedente +7,1% t/t (+6,5% a/a). Come conseguenza, le esportazioni nette hanno contribuito per lo 0,13% t/t alla crescita in questo trimestre, risultato molto più bilanciato rispetto al -1,92% t/t del periodo precedente. Il miglioramento del canale estero potrebbe essere imputabile alla stabilizzazione del cambio EUR/USD attorno a quota 1,10. Per quanto riguarda i dati mensili, il deficit commerciale di maggio si è ampliato (-41,87 miliardi di dollari da -40,70) a causa del maggior calo delle esportazioni (-0,77% m/m, +1,1% m/m di aprile) rispetto a quello che ha caratterizzato le importazioni (-0,13% m/m, -3,27% m/m il precedente). Tornando al *breakdown* del PIL, nel secondo trimestre si è verificato un rallentamento degli investimenti fissi (+0,8% t/t, +3,6% a/a) dopo il buon risultato precedente (+3,3% t/t, +4,8% a/a). La debole variazione è stata determinata, da un lato, dal buon andamento degli investimenti residenziali (+6,6% t/t, +7,5% a/a) dall'altro dalla contrazione dei non residenziali (-0,6% t/t dal precedente +1,6% t/t). L'apporto totale degli investimenti alla crescita è stato dello 0,14% t/t (+0,21% t/t i residenziali e -0,07% t/t i non residenziali). In aumento, nell'ultimo trimestre, anche la spesa pubblica (+0,8% t/t, +0,3% a/a) con un contributo alla variazione del PIL pari a +0,14% t/t. Le scorte hanno invece sottratto punti alla crescita (-0,08% t/t) lasciando presagire, quindi, per il prossimo trimestre un risultato positivo, grazie anche alla ricostituzione dei magazzini. Continua il trend positivo del mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione in giugno è arrivato ai livelli minimi dal 2008: al 5,3%, in ulteriore calo rispetto al precedente 5,5% e alle attese di 5,4%. Nello stesso mese, l'aumento del numero degli occupati mantiene il trend di crescita superiore alle 220 mila unità (+223 mila sia nel settore agricolo sia in quello privato) seppur in lieve rallentamento rispetto al mese precedente (+254 mila e + 250 mila rispettivamente) e alle attese (+230 mila e +225 mila). Riguardo all'inflazione, la componente *core* in giugno è aumentata da +1,7% a/a a +1,8% a/a, comunque sotto l'obiettivo del 2% a/a. L'inflazione *headline* rimane invece piuttosto debole (+0,2% a/a, 0% a/a in maggio). Al momento, nonostante la ripresa economica, non si ravvisano rischi di pressioni inflazionistiche, grazie anche all'effetto restrittivo del rallentamento del ciclo cinese sui corsi delle materie prime, con la sola eccezione del petrolio, per il quale si prevede un trend laterale attorno ai 50-60 dollari a barile, per lungo tempo. Nemmeno dal mercato del lavoro emergono segnali di rischi inflazionistici. Seppur in miglioramento da qualche mese, la variazione dei salari orari si mantiene, infatti, attorno al 2% (+1,94% a/a in giugno, da 2,04% a/a di maggio). Si evincono dati confortanti dal lato dell'offerta. La produzione industriale di giugno è aumentata dello 0,2% m/m (+1,3% a/a) dopo il calo dello 0,2% t/t di maggio (+1,5% a/a). Anche gli ordini di beni durevoli in giugno sono positivi: +3,4% m/m dal precedente -2,1% m/m. Esclusi i trasporti, il dato rimane comunque corposo (+0,8% m/m, -0,1% m/m in maggio). In linea con questo andamento incoraggiante, anche gli indici di fiducia delle imprese sono in crescita. In giugno sia l'ISM manifatturiero (53,5 da 52,8) sia quello non manifatturiero (56 da 55,7) hanno confermato le attese di consenso (53,2 e 56 rispettivamente). In luglio, inoltre, NAPM Chicago si è riportato sopra quota 50 (54,7 da 49,4). Se dal lato dell'offerta i dati mensili hanno confermato il buon momento dell'economia americana, dal lato della domanda provengono le maggiori incertezze. Le vendite al dettaglio, dopo il balzo di maggio (+1% m/m, +2,3% a/a) in giugno sono diminuite dello 0,3% m/m (+1,4% a/a). Anche l'indice di fiducia dei consumatori in luglio ha subito un forte calo, portandosi dal precedente 99,8 a 90,9, ben sotto le attese (99,6). Sebbene i dati provenienti dall'economia statunitense siano buoni, la performance incerta dal lato della domanda, la stasi degli investimenti, l'assenza di evidenti pressioni inflazionistiche e soprattutto l'incertezza circa l'evoluzione cinese, fanno presagire che la *Fed* probabilmente non alzerà i tassi prima della fine dell'anno, se non oltre. In ogni caso, come dichiarato da Yellen, le decisioni al riguardo, d'ora in avanti, saranno prese "meeting by meeting" e guidate principalmente dall'andamento macroeconomico.

GIAPPONE

I dati riguardanti il PIL del primo trimestre non presentano revisioni: +1% t/t e -1% a/a dopo il +0,3% t/t e -0,9% a/a del trimestre precedente. Bisognerà attendere il prossimo 17 agosto per la stima preliminare del secondo trimestre, tuttavia, si può osservare che l'indice Tankan trimestrale del periodo è rimasto fisso a 7, confermando la stabilità dell'economia giapponese. L'indice relativo al settore non manifatturiero è aumentato da 9 a 10, mentre quello del manifatturiero si è indebolito passando da 5 a 4. Per quanto riguarda il canale estero, le esportazioni e le importazioni in giugno sono aumentate rispettivamente del 4,4% m/m (da -2,91% m/m) e del 5,82% m/m (da -4,35% m/m) portando il saldo della bilancia commerciale a -251,69 miliardi di yen (da -155,21 miliardi). Nello stesso mese, segnali complessivamente positivi sono emersi dal mercato del lavoro, con un aumento degli occupati di 340 mila unità. Si è registrato un lieve incremento del tasso di disoccupazione da 3,3% a 3,4%, imputabile al maggior ampliamento delle forze lavoro. Per quanto riguarda i prezzi, escludendo gli effetti dell'imposta sui consumi, la variazione del CPI *core* in giugno è rimasta stabile allo 0% a/a, mentre quella dell'indice globale è stata lievemente inferiore alla precedente (0,4% a/a da 0,5% a/a). L'economia giapponese continuerà a crescere lungo un trend moderato, per il momento, però l'inflazione rimarrà attorno allo 0% a/a a causa del calo dei prezzi energetici. Le aspettative

d'inflazione nel lungo periodo sono tuttavia in aumento. La Banca Centrale Giapponese ha confermato, nell'ultima riunione del 15 luglio, che continuerà con le politiche di *QQE* al fine di raggiungere la stabilità dei prezzi al 2% a/a. Dal lato dell'offerta la produzione industriale in giugno ha registrato un aumento dello 0,8% m/m e dello 0,4% a/a, dopo la brusca frenata di maggio (-2,1% m/m e -2,3% a/a) e l'indice di fiducia PMI manifatturiero è salito in luglio da 50,1 a 51,4. In giugno, dopo un mese di espansione della domanda, i dati sono tornati negativi presentando un consistente calo dei consumi privati (da +4,9% m/m a -4,3% m/m) e del reddito disponibile (da +2,2% m/m a -3,1% m/m). In linea con il calo dei consumi e del reddito, anche le vendite al dettaglio si sono contratte del 2,7% m/m (+0,9% a/a) dopo il precedente +1,9% m/m (+3% a/a). L'unico dato positivo, dal lato della domanda, proviene dalla fiducia dei consumatori, in aumento in giugno da 41,4 a 41,7.

AREA EURO

Nonostante i dati incerti dal lato della domanda, il fatto che il QE proseguirà comunque fino a settembre 2016 e i segnali incoraggianti dal lato dell'offerta mantengono le aspettative positive.

In luglio non vi sono state revisioni riguardanti i conti nazionali: nel primo trimestre 2015 il PIL è cresciuto dello 0,4% t/t e dell'1% a/a, dopo il +0,4% t/t e +0,9% a/a del periodo precedente. La stima *flash* del secondo trimestre sarà divulgata a metà agosto. Si attendono nuovi dati positivi, coerenti con la ripresa graduale in atto da qualche mese. Gli effetti del basso prezzo del petrolio, del cambio EUR/USD favorevole e dei tassi d'interesse contenuti, insieme alle politiche attuate dalla BCE, nel complesso dovrebbero aver contribuito all'accelerazione del PIL nel secondo trimestre. Per quel che riguarda il commercio estero, dopo gli aumenti dei due mesi precedenti, le esportazioni in maggio hanno subito un calo (-1,54% m/m da +1,03% m/m) e le importazioni una lieve crescita (+0,04% m/m da -1,62% m/m). Ne è risultato un saldo di bilancia commerciale di 21,21 miliardi di euro, minore rispetto ai 23,93 di aprile. Il mercato del lavoro in giugno è rimasto stabile, con un tasso di disoccupazione fermo all'11,1% per il terzo mese consecutivo, in linea con le attese di consenso. Per quanto concerne gli indici di prezzo, l'inflazione dell'Area Euro rimane ampiamente sotto il target del 2% a/a. In luglio, secondo la stima *flash*, l'inflazione calcolata sull'indice armonizzato globale è stata pari allo 0,2% a/a e lievemente inferiore al mese precedente (+0,3% a/a). L'indice *core* di giugno, allo 0,8% (0,9% a/a in maggio) ha deluso le attese che lo vedevano all'1%. La riunione della BCE del 16 luglio si è conclusa senza novità sulle misure di politica monetaria. La banca centrale ritiene che nell'area sia in atto una ripresa moderata e valuta ancora possibile un ritorno dell'inflazione verso il 2% a/a nel medio-lungo termine. Dal lato dell'offerta si evince un calo della produzione industriale in maggio dello 0,4% m/m (+1,3% a/a, 0% m/m e +0,7% a/a in aprile) contro le attese di una lieve crescita dello 0,2% m/m (2% a/a). Un aumento si registra tuttavia per la componente delle costruzioni (+0,3% m/m da -0,2% m/m). Gli indici riguardanti la fiducia delle imprese in luglio sono contrastanti, pur anticipando un periodo di crescita: ESI a 104 da 103,5 (103,3 in consenso); PMI manifatturiero a 52,2 da 52,5 (52,5) e PMI servizi a 53,8 da 54,4 (54,1). Dal lato della domanda le vendite al dettaglio in maggio sono rimaste in territorio positivo (+0,2% m/m, +0,7 m/m il precedente) e oltre il consenso (+0,1% m/m). Gli effetti positivi attesi del contenuto prezzo del petrolio, del cambio favorevole e dei bassi tassi d'interesse sono stati in parte attenuati dal rallentamento della domanda globale. In futuro ci si attende un aumento della domanda interna, sorretta dalle misure di politica monetaria e dall'impatto favorevole delle condizioni finanziarie e delle riforme strutturali.

Germania

Nel primo trimestre il PIL è cresciuto dello 0,3% t/t e dell'1% a/a (+0,7% t/t e +1,5% a/a i precedenti). I primi dati concernenti il secondo trimestre usciranno il 14 agosto. Per quel che riguarda il canale estero, le rilevazioni di maggio indicano una variazione delle esportazioni uguale a quella verificatasi ad aprile (+1,63% m/m) e un incremento delle importazioni dello 0,38% m/m (-0,83% m/m in aprile). Il saldo della bilancia commerciale che ne è derivato è pari a 22,84 milioni di euro, in aumento rispetto ai 21,50 di aprile. Il mercato del lavoro in luglio sembra essere stato meno brillante rispetto ai mesi precedenti con un tasso di disoccupazione in lieve ampliamento (6,3% da 6,2% di giugno) comunque inferiore alle attese di consenso (6,4%). Aumentano i rischi di deflazione: l'inflazione misurata sull'HCPI *global* è passata dallo 0,7% a/a di maggio allo 0,1% a/a di giugno. In calo anche l'indice *core*, passato da +1,4% a/a a +0,9% a/a. Dal lato dell'offerta i dati sono abbastanza deboli. La produzione industriale in maggio è rimasta invariata rispetto al mese precedente (0% m/m da +0,6% m/m) seppur in aumento rispetto a maggio 2014 (+2,2% a/a da 1% a/a). Nello stesso mese sono calati anche gli ordini all'industria manifatturiera (-0,2% m/m) dopo i forti aumenti verificatisi nei due periodi precedenti (+2,2% m/m in aprile). Sempre in maggio è continuato lo stallo nel settore delle costruzioni (-0,5% m/m). La contrazione dell'offerta dovrebbe essere temporanea, dovuta al clima d'incertezza derivante del caso Grecia, tuttavia gli indici PMI in luglio sono stati in calo: il

manifatturiero è passato da 51,9 a 51,5 e quello dei servizi da 53,8 a 53,7, entrambi sotto le attese (52,1 e 53,8 rispettivamente). Anche l'indice *Zew* è diminuito per effetto della maggiore volatilità sui mercati finanziari, rimanendo comunque sopra le attese (29,7 da 31,5, consenso 29,4). L'indice *Ifo* invece ha registrato un lieve aumento (da 107,5 a 108) superiore alle aspettative (107,1). Dal lato della domanda si è verificata una forte contrazione delle vendite (-2,3% m/m da +0,4% m/m) contrariamente a quel che si attendevano gli analisti (+0,3% m/m). La contrazione si evince anche a livello tendenziale: +0,3% a/a dal precedente +3,8% a/a.

Francia

I dati disponibili sulla crescita del PIL sono ancora quelli riguardanti il primo trimestre: +0,6% t/t e +0,8% a/a, dopo i precedenti +0,1% t/t e 0% a/a. In maggio si è registrato nuovamente un saldo negativo della bilancia commerciale (-4,02 miliardi di euro, -3,31 in aprile) derivante da un calo delle esportazioni dello 0,59% m/m (+1,34% m/m il precedente) e un aumento delle importazioni dell'1,17% m/m (da -1,49% m/m). Il tasso di disoccupazione in giugno si è ridotto di 0,1 punti percentuali rispetto a maggio passando al 10,2%. Le variazioni degli indici di prezzo in giugno sono rimaste stabili: +0,3% a/a l'*headline* e +0,7% a/a il *core*. Dati più confortanti dal lato dell'offerta, con la produzione industriale in aumento in maggio dello 0,4% m/m (+2,8% a/a) dopo la contrazione dello 0,8% m/m di aprile (0,2% a/a). Anche le costruzioni sono state in crescita: +1% m/m da -0,7% m/m. In luglio gli indici di fiducia delle imprese PMI hanno corretto lievemente al ribasso (manifatturiero a 49,6 da 50,7 – attese 50,7 – servizi a 52 da 54,1 – attese 53,8) mentre l'indice *Insee* è salito a 102 da 100, oltre il consenso (100). L'incertezza dei mercati rispetto alla bolla finanziaria cinese potrebbe aver pesato sulla fiducia. Dati ottimistici provengono dal lato della domanda. Le vendite al dettaglio di maggio sono aumentate dello 0,8% m/m (-0,7% m/m in aprile) così come i consumi delle famiglie in giugno (+0,2% m/m, +0,1% m/m il precedente). In calo in luglio anche la fiducia dei consumatori (93 da 94).

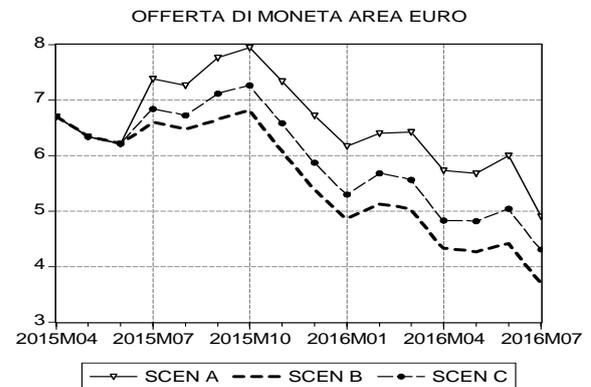
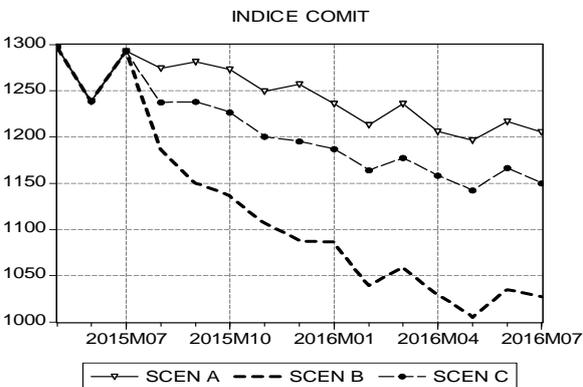
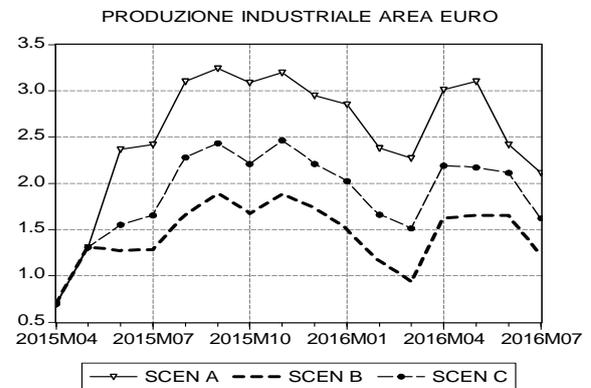
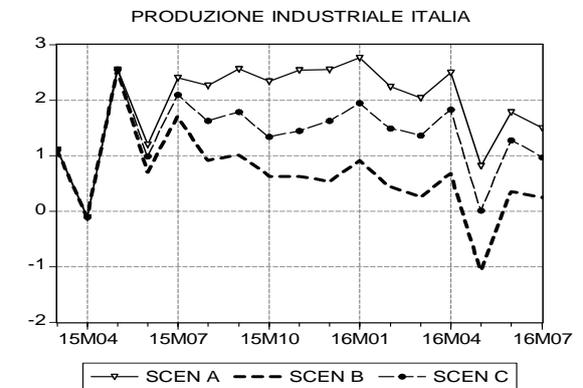
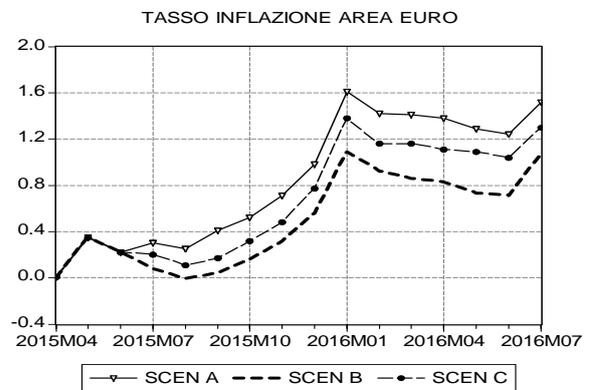
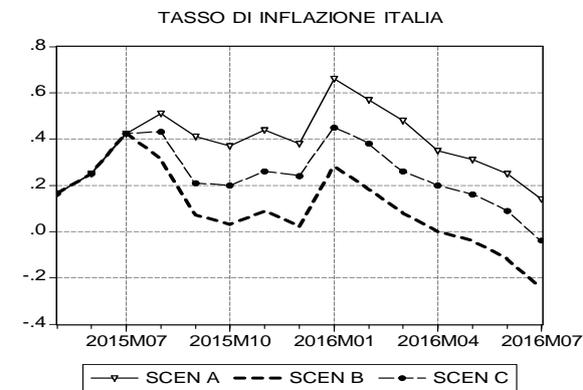
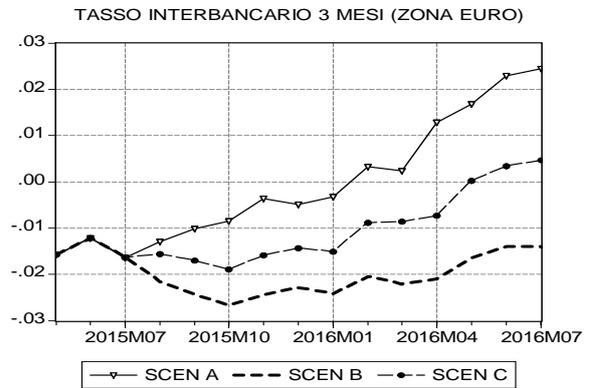
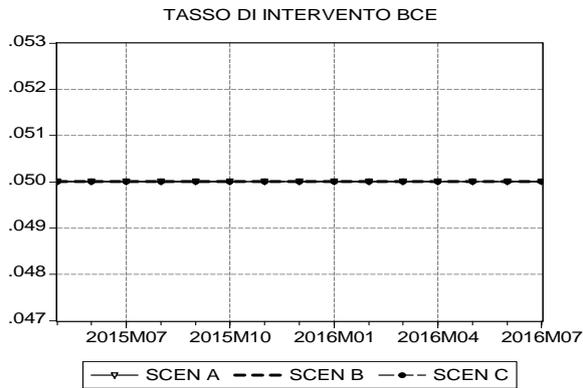
Italia

I dati di contabilità nazionale non hanno subito revisioni in luglio. Nel primo trimestre il PIL era cresciuto su base congiunturale dello 0,3% t/t e su base tendenziale dello 0,1% a/a (0% t/t e -0,4% a/a nel IV trim. 2014). I dati riguardanti il secondo periodo sono attesi per il 14 agosto. Per quanto riguarda il commercio estero con i paesi UE, in maggio si è verificato un aumento considerevole delle esportazioni (+2,47% m/m, +0,48% m/m in aprile). Anche le importazioni hanno registrato una crescita dello 0,81% m/m, dopo la contrazione dell'1,14% m/m di aprile. Ne consegue un saldo della bilancia commerciale di 1287 milioni di euro, superiore ai precedenti 967. Verso i paesi extra UE in giugno le esportazioni hanno subito un forte ridimensionamento (-1,79% m/m, +0,39% m/m in maggio) mentre le importazioni sono cresciute del 5,76% m/m (-1,93% m/m il precedente) portando il saldo della bilancia commerciale a 1934 milioni di euro (2970 milioni il precedente). I deboli segnali di ripresa avranno bisogno di diversi mesi prima di ripercuotersi positivamente sul mercato del lavoro. In giugno si è, infatti, registrato un nuovo aumento della disoccupazione, che ha portato il tasso al 12,7% dal 12,5% di maggio, vicino ai massimi toccati nell'autunno scorso. Prosegue, invece, seppur a fatica, la ripresa dell'inflazione *headline*, che dopo lo 0,2% a/a di giugno, in luglio si è portata allo 0,4% a/a. In aumento di un decimo di punto anche l'inflazione *core*, allo 0,9% a/a in luglio. Dati incoraggianti dal lato dell'offerta. La produzione industriale a maggio è cresciuta più del previsto (+0,9% m/m, -0,3% m/m in aprile, consenso +0,3% m/m) portando anche il tendenziale in territorio ampiamente positivo (+2,5% a/a, -0,1% a/a in precedenza). L'aumento della produzione industriale è un segnale di recupero dell'economia, che finalmente inizia a trarre vantaggio dal calo del prezzo del petrolio, dal cambio favorevole e dal *QE*. L'indice di fiducia delle imprese manifatturiere, tuttavia, in luglio si è lievemente contratto rispetto a giugno, portandosi a 103,6 da 103,9 (104 il consenso). Lo stesso indicatore riguardante i servizi, invece, ha registrato nello stesso mese un aumento (110 da 109,2). Dal lato della domanda ritorna l'incertezza, con vendite al dettaglio in calo dello 0,1% m/m a maggio (+1,1% a/a) dopo l'aumento dello 0,7% m/m di aprile (0,3% a/a). In calo in luglio anche la fiducia dei consumatori (106,5 da 109,3) portatasi a un livello ben inferiore a quello atteso (109). Considerando la situazione di partenza dell'economia italiana e l'incertezza nei mercati causata dalla vicenda greca, prima, e dalla bolla speculativa cinese, poi, i dati sono complessivamente incoraggianti. Ci attendiamo una crescita positiva anche nel secondo trimestre.

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

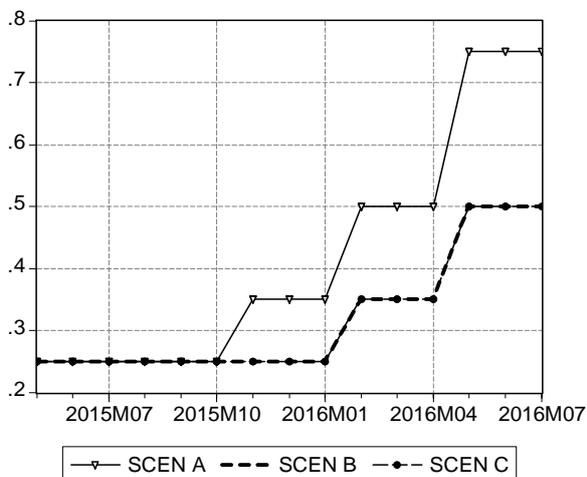
A (20%)	B (10%)	C (70%)
<p>Usa: Il trend di rialzo generalizzato dei rendimenti riprende grazie a una crescita del PIL più sostenuta, tra il 3% e il 3,5% a/a. La <i>Fed</i> decide di compiere il rialzo graduale dei tassi a ottobre-dicembre 2015. L'avvio della normalizzazione della politica monetaria in autunno avviene comunque dopo un duraturo miglioramento del mercato del lavoro e attese d'inflazione in aumento nel medio-lungo termine.</p> <p>Area Euro: Nonostante la vittoria del fronte del "no" al referendum dei primi di luglio, sembra essere stata trovata una via per consentire al governo greco di restituire le <i>tranche</i> insolute ai creditori internazionali, grazie all'accordo con la BCE. Ci si avvia quindi all'approvazione del terzo programma di aiuti. 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 sopra al 2%. I mercati azionari sono caratterizzati da elevata volatilità fino alla fine di agosto a causa degli scarsi volumi trattati.</p>	<p>Usa: La crescita cinese si ridimensiona più del previsto e si porta sotto il 7% a/a. Non si esclude la possibilità che, attraverso il mercato dei capitali, vi sia un trasferimento degli effetti del rientro del ciclo cinese anche in altri paesi. L'economia statunitense risente dell'effetto restrittivo dovuto a tale ridimensionamento. Si registrano pesanti perdite nei mercati azionari e forti cali dei prezzi delle materie prime. Pur rimanendo l'aspettativa di un rialzo a inizio 2016, in tale situazione la normalizzazione della politica monetaria potrebbe essere ulteriormente rinviata.</p> <p>Area Euro: Nonostante la vittoria del fronte del "no" al referendum dei primi di luglio, sembra essere stata trovata una via per consentire al governo greco di restituire le <i>tranche</i> insolute ai creditori internazionali, grazie all'accordo con la BCE. Ci si avvia quindi all'approvazione del terzo programma di aiuti. Il ridimensionamento del ciclo cinese comporta l'assottigliamento dei flussi di capitali verso gli altri paesi, di conseguenza il dollaro potrebbe indebolirsi e il cambio EUR/USD dirigersi verso quota 1,20. Si registra una generalizzata riduzione dei rendimenti e lo <i>spread</i> tra BTP a 10 anni e <i>Bund</i> si riporta attorno ai 130 punti base. I mercati azionari, in calo, sono caratterizzati da elevata volatilità.</p>	<p>Usa: Dopo l'inatteso risultato negativo del primo trimestre dell'anno, il buon dato del secondo conferma un'attesa di crescita attorno al 2,5% a/a nel 2015. L'inflazione rimane sotto controllo. I dati mensili continuano a mostrare qualche incertezza dal lato della domanda. La crescita cinese si ridimensiona, seppur senza gravi turbolenze a livello finanziario. Tutto ciò considerato, la <i>Fed</i> decide di spostare a inizio 2016 il <i>timing</i> del primo rialzo dei tassi, che sarà comunque graduale.</p> <p>Area Euro: Nonostante la vittoria del fronte del "no" al referendum dei primi di luglio, sembra essere stata trovata una via per consentire al governo greco di restituire le <i>tranche</i> insolute ai creditori internazionali, grazie all'accordo con la BCE. Ci si avvia quindi all'approvazione del terzo programma di aiuti. 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> si porta tra i 110 e i 120 punti base e il rendimento dei primi rimane sotto il 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

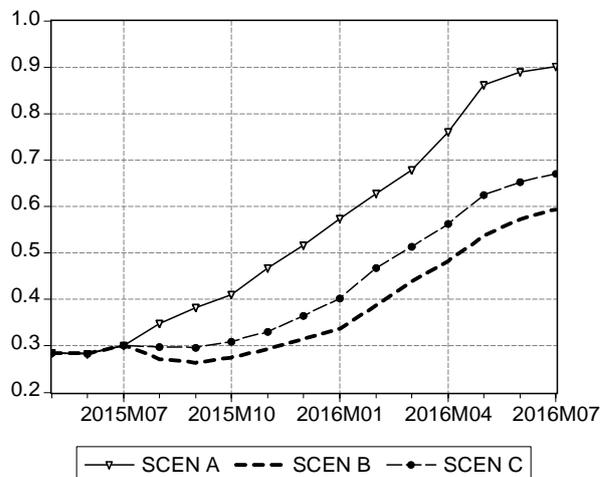


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili

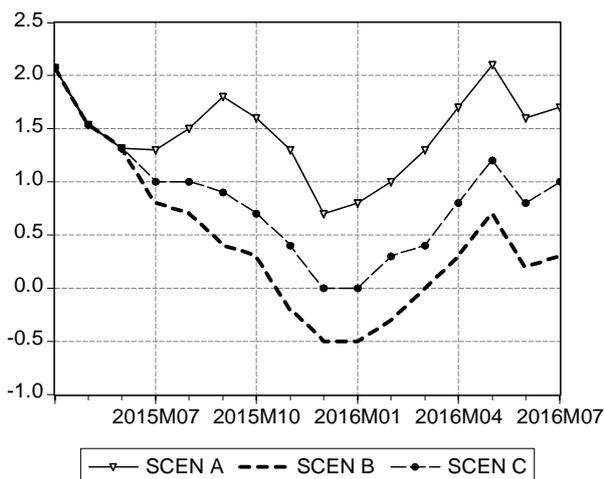
TASSO DI INTERVENTO FED



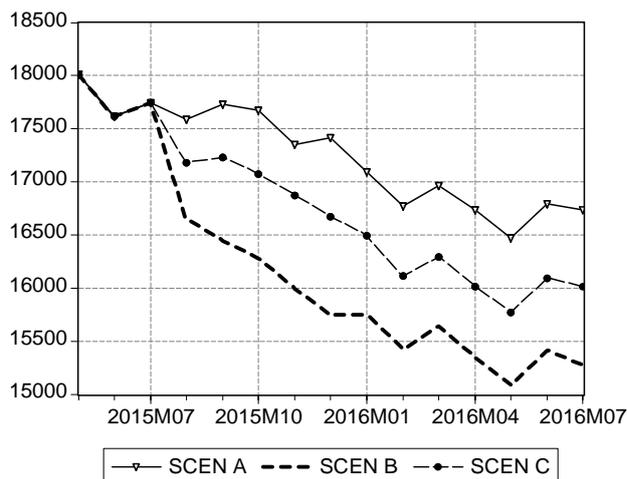
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



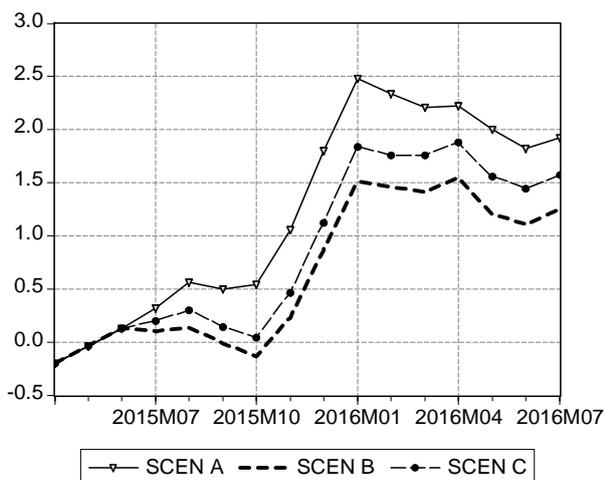
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



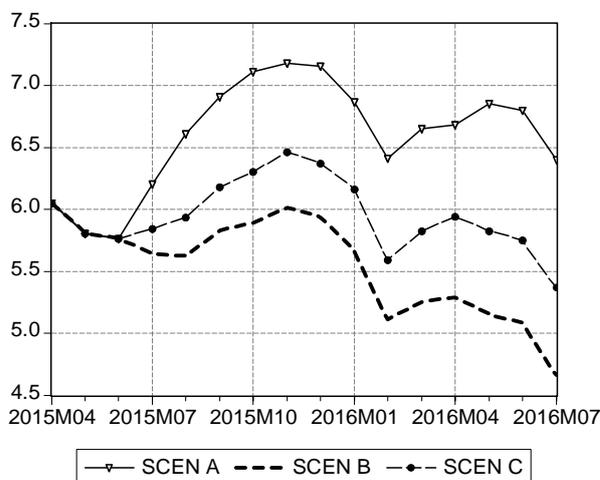
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

TASSI INTERBANCARI

I saggi interbancari europei in luglio sono rimasti pressoché costanti per tutte e tre scadenze considerate: il tasso a 1 mese è diminuito portandosi a -0,08% da -0,07%, il 3 mesi ha raggiunto quota -0,02 da -0,01 e il 6 mesi è rimasto stabile allo 0,06%. Gli interbancari sono visti ai minimi in tutti e tre gli scenari delineati. Nello scenario più probabile (C) i tassi potrebbero mantenersi sui livelli attuali nel periodo predittivo, attestandosi, a luglio 2016, a -0,08% (1 mese) -0,01% (3 mesi) e +0,07% (6 mesi). Nello scenario A, alla fine dell'orizzonte di previsione, i tassi potrebbero essere lievemente superiori agli attuali (-0,07%, +0,01% e +0,08% rispettivamente l'1, il 3 e il 6 mesi) mentre nello scenario B, il meno favorevole, sarebbero inferiori o in linea con gli attuali: -0,09%, -0,03% e +0,06% per le scadenze a 1, 3 e 6 mesi.

STRUTTURA A TERMINE

Con il rientro, seppur temporaneo, delle tensioni dovute alla situazione in Grecia, in luglio si è verificato un abbassamento generalizzato della curva dei rendimenti. Il tasso dei BTP a 3 anni si è portato allo 0,35% dallo 0,68% precedente, il 5 anni allo 0,88% da 1,32%, il 7 anni all'1,39% da 1,89% e il decennale è tornato all'1,9% dal 2,44% di giugno. 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 la situazione si avvia a lenta normalizzazione, i rendimenti potrebbero crescere lievemente, attestandosi a luglio 2016 allo 0,49% (3 anni) all'1,05% (5 anni) all'1,58% (7 anni) e al 2,01% (10 anni). Se, a parità di condizioni in Europa, la Fed decidesse di compiere il primo rialzo a ottobre-dicembre 2015, a seguito di un netto miglioramento delle condizioni economiche, i tassi subirebbero un incremento più marcato (+0,72%, +1,29%, +1,81% e 2,24% alla fine dell'orizzonte di previsione). Nello scenario meno favorevole (scenario B) i rendimenti potrebbero subire una contrazione, a seguito del possibile rinvio dell'intervento della Fed, per tornare poi sui livelli attuali alla fine dell'orizzonte di previsione (+0,38% il 3 anni, +0,93% il 5 anni, 1,47% il 7 anni e +1,90% il 10 anni).

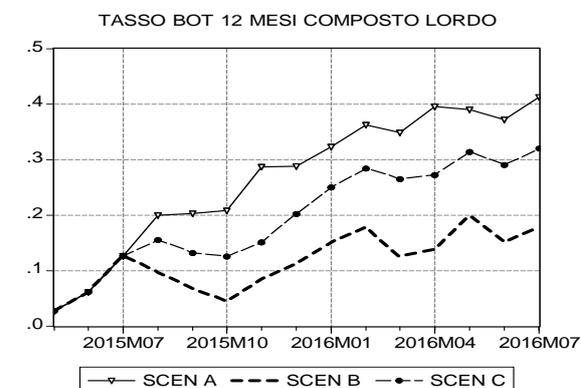
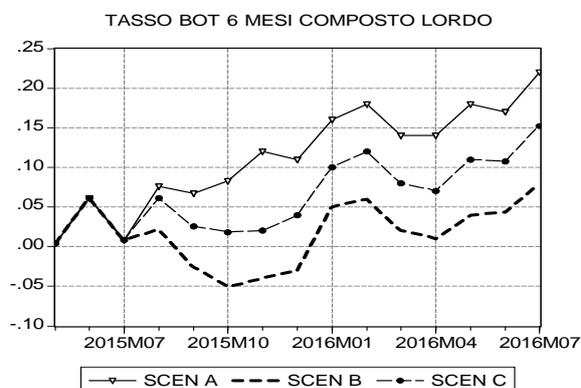
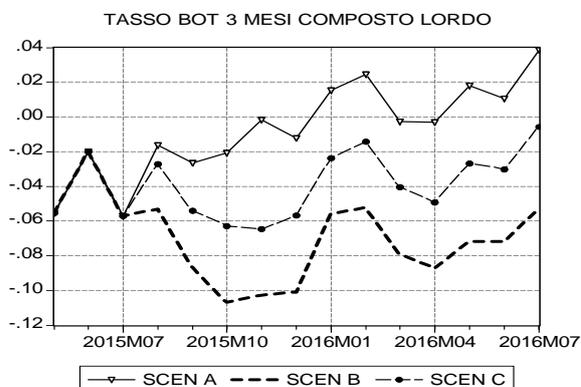
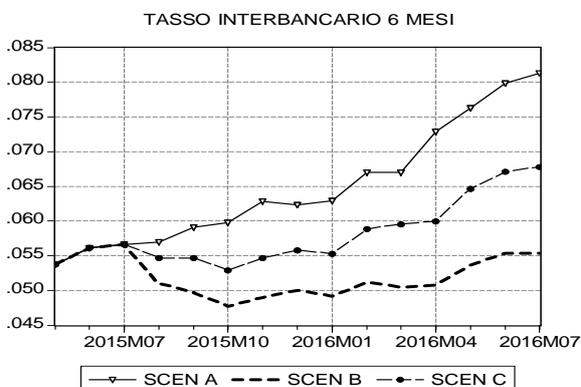
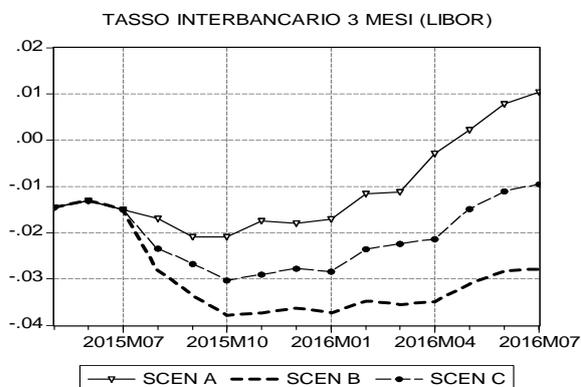
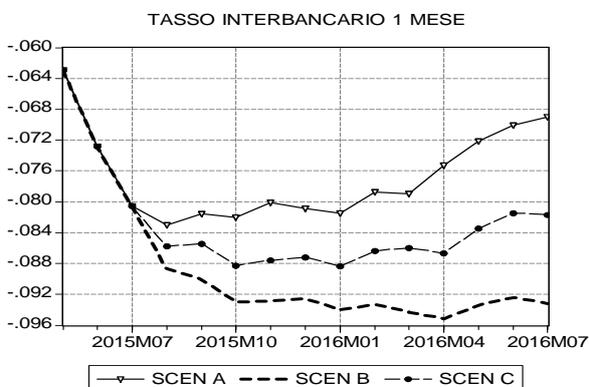
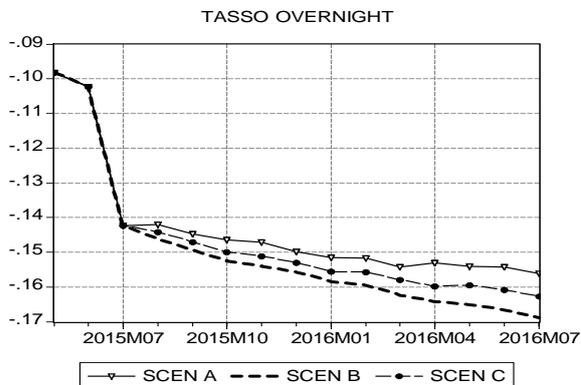
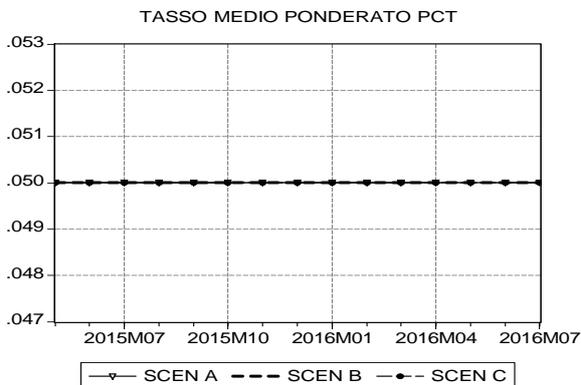
TASSI BANCARI

In maggio il tasso medio sui prestiti ha proseguito sul sentiero di una lenta e debole discesa portandosi al 3,43 dal precedente 3,49, mentre il tasso medio sui depositi è tornato a crescere raggiungendo i livelli di gennaio 2015 (+0,67% da +0,62% di aprile). In tutti e tre gli scenari proposti si prevede un nuovo calo del tasso medio sui prestiti (a luglio 2016 +3,40% in C, +3,41% in A e +3,38% in B). Negli scenari A e C è invece attesa un'ulteriore debole ripresa del tasso sui depositi (+0,69% e +0,72% rispettivamente) mentre una lieve contrazione caratterizzerebbe lo scenario B (+0,66% alla fine dell'orizzonte di previsione).

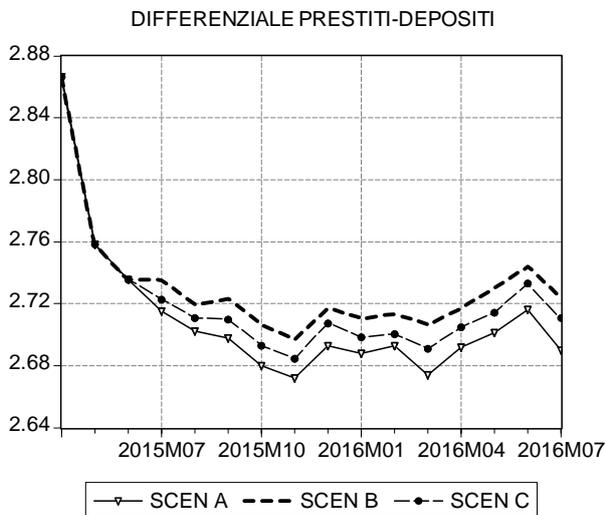
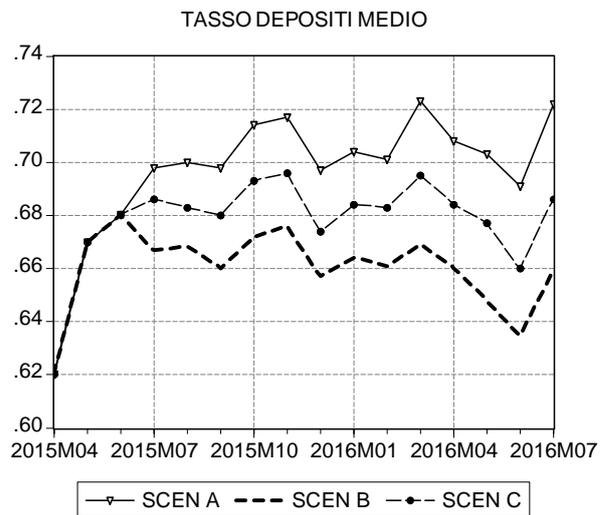
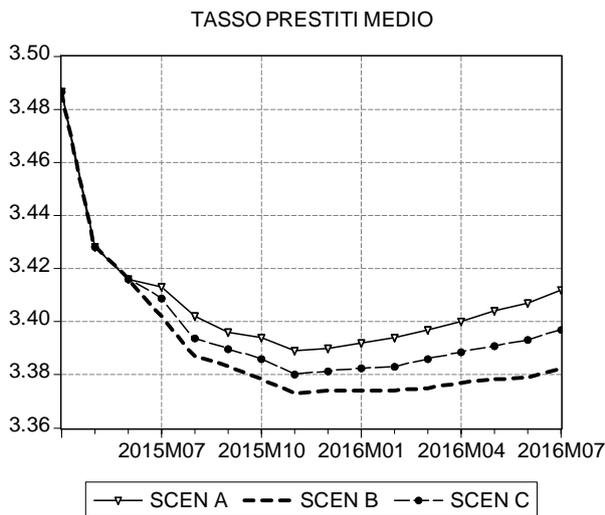
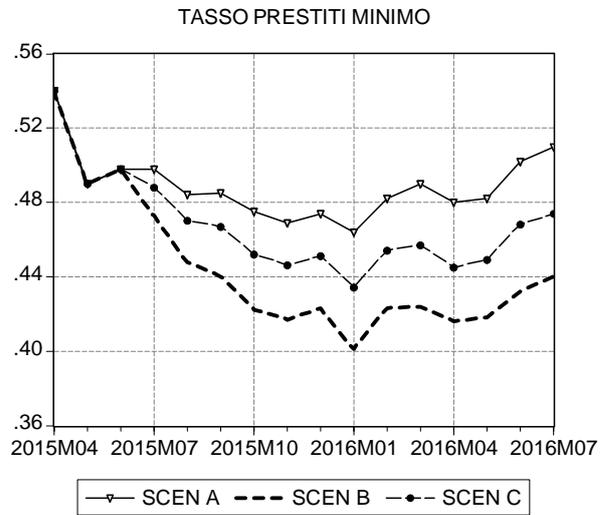
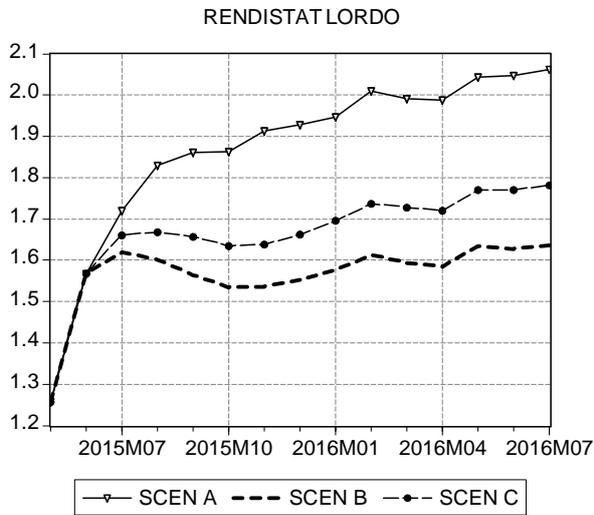
VOLUMI BANCARI

In maggio la raccolta ha registrato un nuovo balzo (+4,31% a/a) a conferma dell'aumentata propensione al risparmio delle famiglie, già evidenziata nei mesi precedenti (+3,61% a/a la variazione dei depositi in aprile). Anche gli impieghi (+1,88% a/a) grazie alle migliori condizioni per il credito e alla politica molto accomodante della BCE, hanno confermato la crescita registrata nel mese precedente (+1,18% 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 luglio 2016, a quota +3,21% a/a i primi e +0,94% a/a i secondi. Nello scenario A l'andamento potrebbe essere influenzato positivamente dalla migliore congiuntura economica, con una variazione tendenziale alla fine del periodo pari a +3,79% a/a della raccolta e a +1,21% a/a degli impieghi. Se si dovesse verificare lo scenario più sfavorevole (B) sia i depositi, sia i prestiti rimarrebbero positivi durante l'intero arco predittivo, seppur su livelli inferiori rispetto agli scenari A e C. I depositi totali potrebbero registrare un incremento del 2,59% a/a a luglio 2016 e i prestiti totali dello 0,72% a/a.

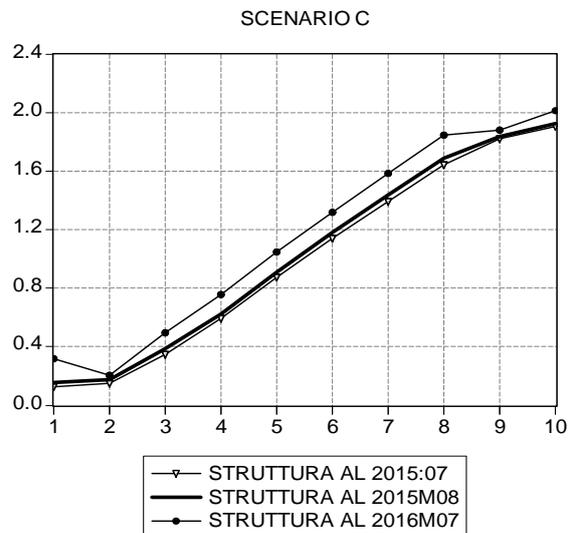
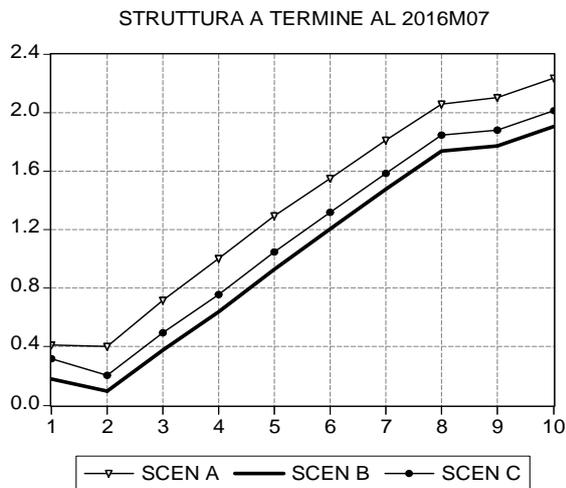
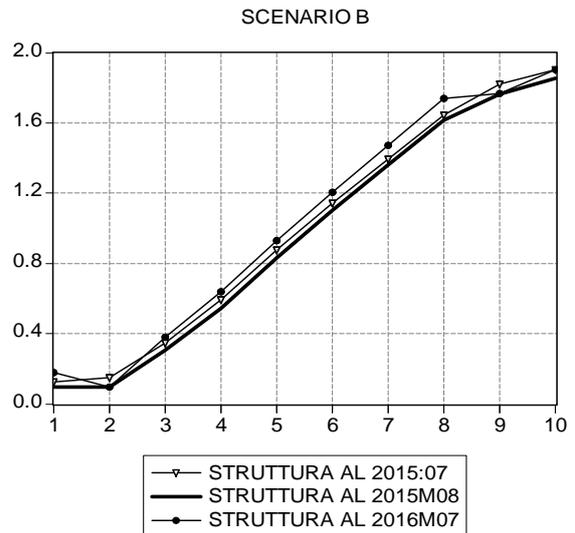
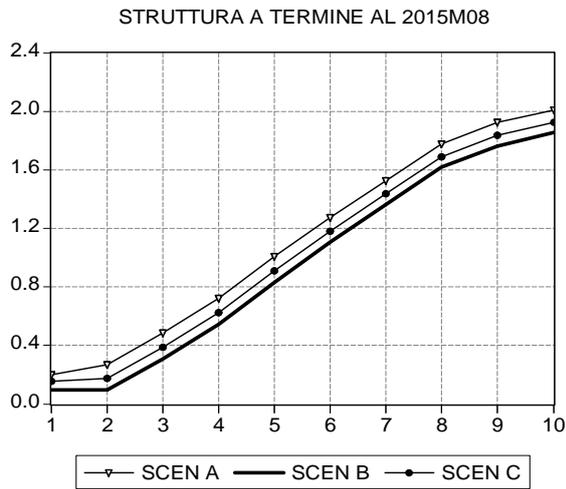
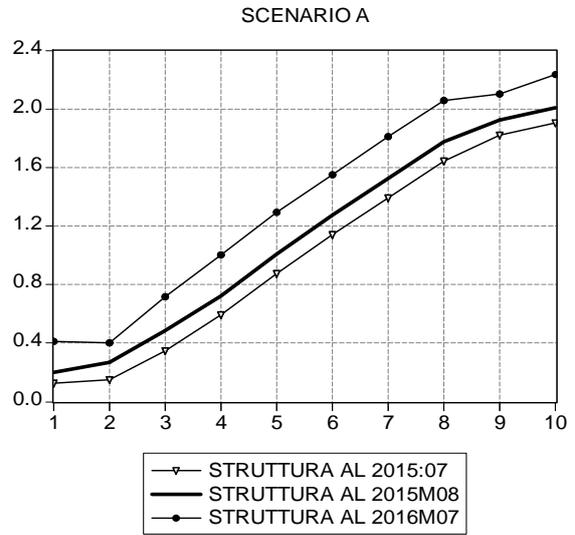
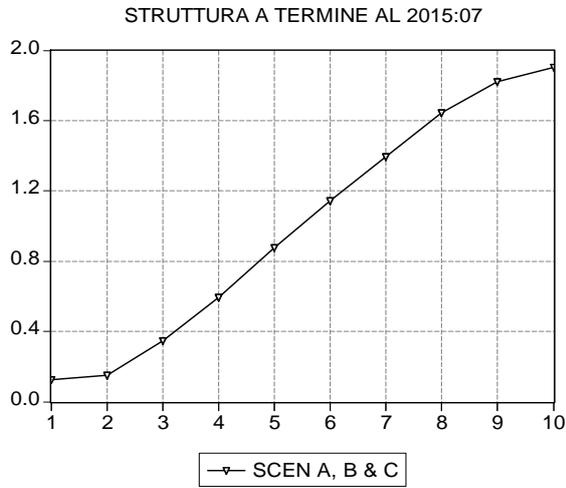
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



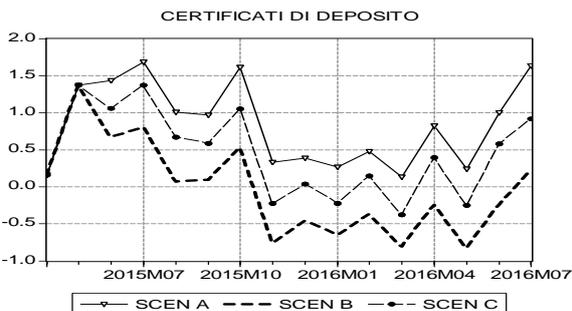
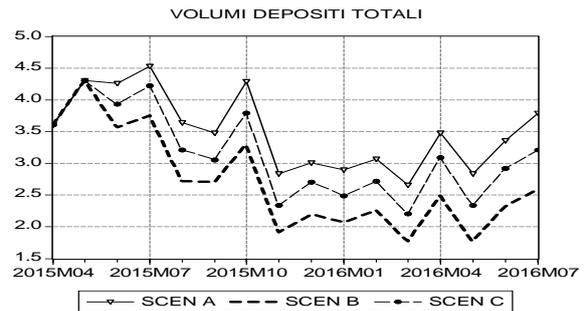
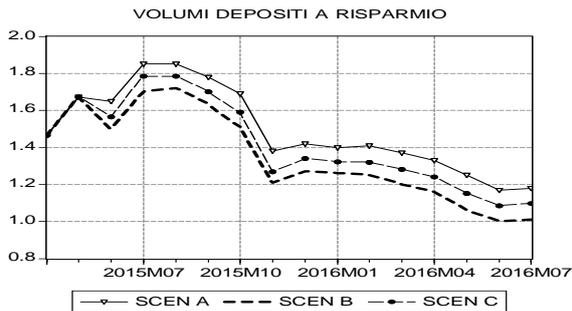
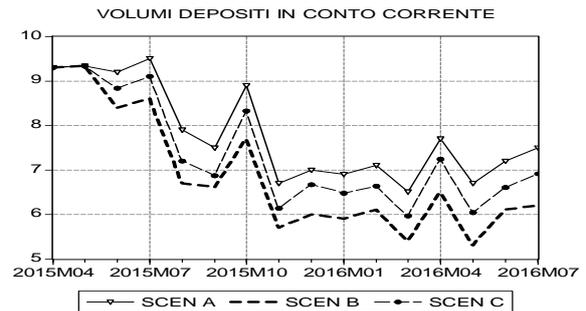
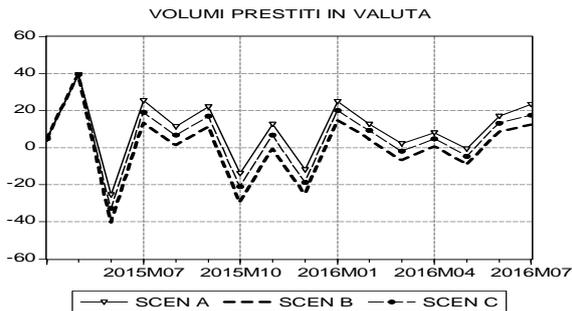
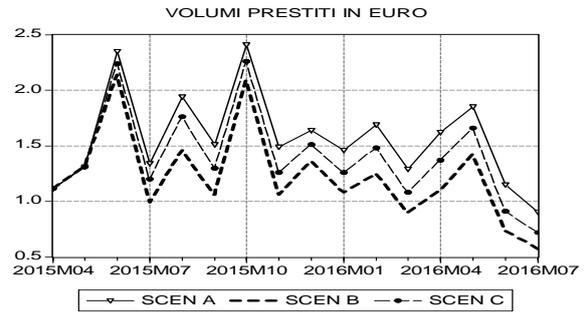
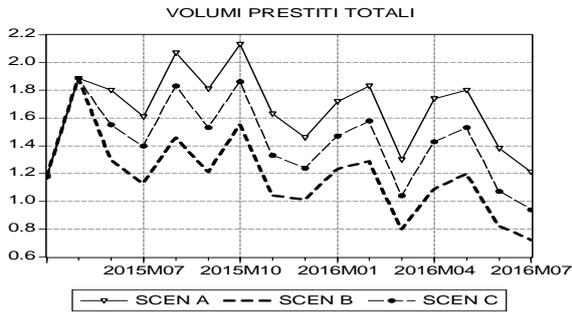
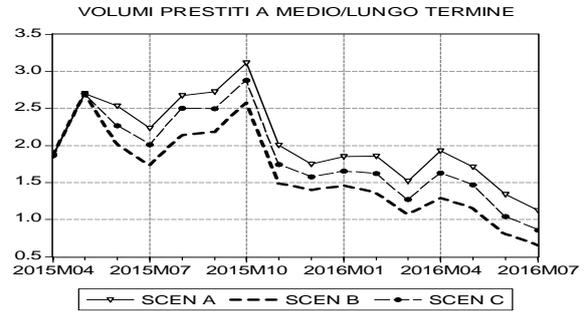
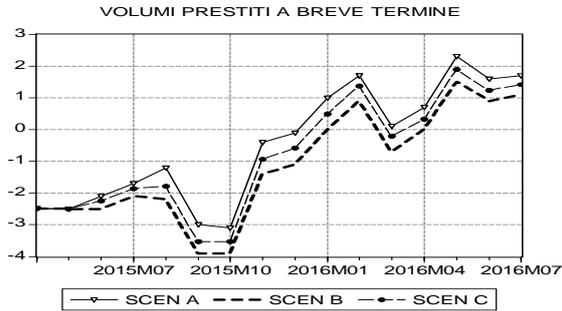
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



SCENARIO A	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	16 7
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	1126	1216	1273	1266	1297	1238	1293	1274	1281	1273	1249	1257	1236	1213	1236	1206	1196	1217	1205
Produzione Industriale	-1.9	-0.2	1.1	-0.1	2.5	1.2	2.4	2.3	2.6	2.3	2.5	2.6	2.8	2.2	2.0	2.5	0.8	1.8	1.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.5	0.1	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3	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	-0.04	0.00	-0.02	-0.06	-0.10	-0.10	-0.14	-0.14	-0.14	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15	-0.16
T. Interb. 1m lett.	-0.01	-0.01	-0.01	-0.04	-0.06	-0.07	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.07	-0.07	-0.07
T. Interb. 3m lett.	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	0.01
T. Interb. 6m lett.	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	0.08
T. Depositi medio	0.67	0.66	0.65	0.62	0.67	0.68	0.70	0.70	0.70	0.71	0.72	0.70	0.70	0.70	0.72	0.71	0.70	0.69	0.72
T. Prestiti medio	3.63	3.60	3.53	3.49	3.43	3.42	3.41	3.40	3.40	3.39	3.39	3.39	3.39	3.39	3.40	3.40	3.40	3.41	3.41
T.prest. medio - T.dep. medio	2.96	2.94	2.88	2.87	2.76	2.74	2.72	2.70	2.70	2.68	2.67	2.69	2.69	2.69	2.67	2.69	2.70	2.72	2.69
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.08	0.03	-0.01	-0.05	-0.06	-0.02	-0.06	-0.02	-0.03	-0.02	0.00	-0.01	0.02	0.02	0.00	0.00	0.02	0.01	0.04
T. BOT comp. lordo 6m	0.16	0.09	0.04	0.00	0.00	0.06	0.01	0.08	0.07	0.08	0.12	0.11	0.16	0.18	0.14	0.14	0.18	0.17	0.22
T. BOT comp. lordo 12m	0.25	0.21	0.08	0.01	0.03	0.06	0.13	0.20	0.20	0.21	0.29	0.29	0.32	0.36	0.35	0.40	0.39	0.37	0.41
Rendistat lordo	1.33	1.15	0.90	0.94	1.26	1.57	1.72	1.83	1.86	1.86	1.91	1.93	1.95	2.01	1.99	1.99	2.04	2.05	2.06
Rendistat netto	1.16	1.01	0.79	0.82	1.10	1.37	1.51	1.60	1.63	1.63	1.67	1.69	1.70	1.76	1.74	1.74	1.79	1.79	1.80
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.53	0.31	0.29	0.31	0.39	0.68	0.35	0.49	0.50	0.48	0.60	0.52	0.61	0.67	0.58	0.63	0.71	0.65	0.72
Rend. BTP a 5 anni	0.87	0.62	0.61	0.71	0.93	1.32	0.88	1.01	1.03	1.01	1.13	1.06	1.16	1.22	1.14	1.20	1.27	1.23	1.29
Rend. BTP a 7 anni	1.26	1.00	0.94	1.12	1.45	1.89	1.39	1.53	1.55	1.54	1.66	1.59	1.68	1.75	1.66	1.72	1.79	1.75	1.81
Rend. BTP a 10 anni	1.66	1.39	1.30	1.54	1.91	2.44	1.90	2.01	2.02	2.00	2.11	2.04	2.12	2.18	2.11	2.16	2.22	2.18	2.24
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2314.749	2307.290	2332.890	2320.730	2318.250	2348.517	2342.153	2332.254	2339.684	2329.466	2344.95	2347.64	2354.56	2349.51	2363.22	2361.11	2359.98	2380.93	2370.49
Prestiti in euro	2289.004	2277.529	2302.299	2277.905	2270.687	2314.557	2309.743	2296.967	2298.607	2295.868	2312.347	2320.33	2322.423	2316.02	2332.00	2314.81	2312.70	2341.17	2330.53
Prestiti in valuta	25.745	29.761	30.591	42.825	47.563	33.960	32.410	35.286	41.077	33.597	32.605	27.303	32.140	33.494	31.219	46.304	47.283	39.752	39.962
Prestiti a breve	359.943	353.729	357.385	353.148	346.412	358.111	357.618	351.611	355.781	350.679	354.602	359.316	363.542	359.742	357.742	355.620	354.379	363.841	363.698
Prestiti a m / l	1954.806	1953.561	1975.505	1967.582	1971.838	1990.405	1984.535	1980.642	1983.903	1978.787	1990.350	1988.320	1991.020	1989.771	2005.475	2005.491	2005.599	2017.085	2006.795
Depositi totali	2178.003	2175.941	2201.881	2183.687	2194.925	2200.895	2205.499	2199.363	2195.709	2218.891	2218.847	2225.368	2241.165	2242.742	2260.451	2259.679	2257.261	2274.845	2289.088
Depositi in c / c	812.850	808.759	815.068	821.775	836.219	829.758	834.356	835.734	837.354	847.731	853.978	865.621	868.937	866.181	868.047	885.052	892.246	889.501	896.933
Depositi a risparmio	303.620	304.003	304.418	303.595	303.185	303.079	302.779	303.776	303.955	303.502	304.189	306.846	307.871	308.289	308.589	307.633	306.975	306.625	306.351
Certif. deposito	1061.533	1063.179	1082.395	1058.317	1055.521	1068.058	1068.365	1059.853	1054.400	1067.658	1060.681	1052.901	1064.358	1068.272	1083.815	1066.995	1058.040	1078.720	1085.804
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	0.24	-0.18	0.43	1.18	1.88	1.80	1.61	2.07	1.81	2.13	1.63	1.46	1.72	1.83	1.30	1.74	1.80	1.38	1.21
Prestiti in euro	0.28	0.23	0.45	1.11	1.31	2.35	1.34	1.94	1.51	2.41	1.49	1.64	1.46	1.69	1.29	1.62	1.85	1.15	0.90
Prestiti in valuta	-3.23	-24.21	-1.32	4.63	39.52	-25.49	25.43	11.31	21.98	-13.95	12.65	-11.81	24.84	12.54	2.05	8.12	-0.59	17.06	23.30
Prestiti a breve	-2.82	-2.99	-1.95	-2.49	-2.50	-2.10	-1.70	-1.20	-3.00	-3.10	-0.40	-0.10	1.00	1.70	0.10	0.70	2.30	1.60	1.70
Prestiti a m / l	0.83	0.34	0.87	1.87	2.70	2.53	2.23	2.67	2.72	3.12	2.00	1.75	1.85	1.85	1.52	1.93	1.71	1.34	1.12
Depositi totali	4.10	2.95	3.29	3.61	4.31	4.26	4.53	3.64	3.48	4.29	2.84	3.01	2.90	3.07	2.66	3.48	2.84	3.36	3.79
Depositi in c / c	11.14	10.15	9.10	9.31	9.33	9.20	9.50	7.90	7.50	8.90	6.70	7.00	6.90	7.10	6.50	7.70	6.70	7.20	7.50
Depositi a risparmio	1.02	1.11	1.28	1.47	1.67	1.65	1.85	1.85	1.78	1.69	1.38	1.42	1.40	1.41	1.37	1.33	1.25	1.17	1.18
Certif. deposito	0.12	-1.43	-0.16	0.16	1.37	1.43	1.68	1.00	0.97	1.61	0.33	0.39	0.27	0.48	0.13	0.82	0.24	1.00	1.63

(*) 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 31/07/2015.

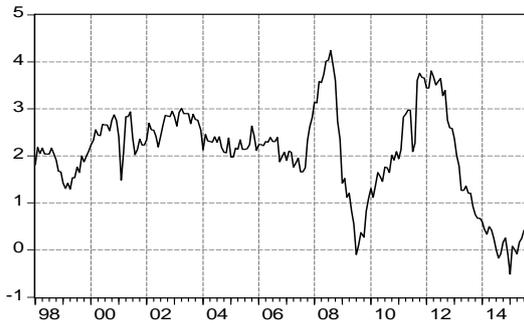
SCENARIO B	15 1	15 2	15 3	15 4	15 5	15 6	15 7	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT	1126	1216	1273	1266	1297	1238	1293	1186	1150	1136	1107	1087	1086	1039	1059	1030	1005	1035	1027
Produzione Industriale	-1.9	-0.2	1.1	-0.1	2.5	0.7	1.7	0.9	1.0	0.6	0.6	0.5	0.9	0.4	0.2	0.7	-1.1	0.4	0.2
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.5	0.1	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.4	0.3	0.1	0.0	0.1	0.0	0.3	0.2	0.1	0.0	0.0	-0.1	-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	-0.04	0.00	-0.02	-0.06	-0.10	-0.10	-0.14	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15	-0.16	-0.16	-0.16	-0.16	-0.16	-0.17	-0.17	-0.17
T. Interb. 1m lett.	-0.01	-0.01	-0.01	-0.04	-0.06	-0.07	-0.08	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	-0.10	-0.09	-0.09	-0.09
T. Interb. 3m lett.	0.04	0.03	0.02	0.00	-0.01	-0.01	-0.02	-0.03	-0.03	-0.04	-0.04	-0.04	-0.04	-0.03	-0.04	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03
T. Interb. 6m lett.	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	0.05	0.06	0.06
T. Depositi medio	0.67	0.66	0.65	0.62	0.67	0.68	0.67	0.67	0.66	0.67	0.68	0.66	0.66	0.66	0.66	0.66	0.65	0.64	0.66
T. Prestiti medio	3.63	3.60	3.53	3.49	3.43	3.42	3.40	3.39	3.38	3.38	3.37	3.37	3.37	3.37	3.38	3.38	3.38	3.38	3.38
T.prest.medio - T.dep.medio	2.96	2.94	2.88	2.87	2.76	2.74	2.74	2.72	2.72	2.71	2.70	2.72	2.71	2.71	2.71	2.72	2.73	2.74	2.72
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.08	0.03	-0.01	-0.05	-0.06	-0.02	-0.06	-0.05	-0.09	-0.11	-0.10	-0.10	-0.06	-0.05	-0.08	-0.09	-0.07	-0.07	-0.05
T. BOT comp. lordo 6m	0.16	0.09	0.04	0.00	0.00	0.06	0.01	0.02	-0.03	-0.05	-0.04	-0.03	0.05	0.06	0.02	0.01	0.04	0.04	0.08
T. BOT comp. lordo 12m	0.25	0.21	0.08	0.01	0.03	0.06	0.13	0.10	0.07	0.04	0.09	0.11	0.15	0.18	0.13	0.14	0.20	0.15	0.18
Rendistat lordo	1.33	1.15	0.90	0.94	1.26	1.57	1.62	1.60	1.56	1.53	1.54	1.55	1.58	1.61	1.59	1.58	1.63	1.63	1.64
Rendistat netto	1.16	1.01	0.79	0.82	1.10	1.37	1.42	1.40	1.37	1.34	1.34	1.36	1.38	1.41	1.39	1.39	1.43	1.42	1.43
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.53	0.31	0.29	0.31	0.39	0.68	0.35	0.31	0.28	0.23	0.27	0.25	0.28	0.35	0.27	0.32	0.37	0.31	0.38
Rend. BTP a 5 anni	0.87	0.62	0.61	0.71	0.93	1.32	0.88	0.83	0.81	0.77	0.81	0.79	0.82	0.89	0.82	0.87	0.92	0.86	0.93
Rend. BTP a 7 anni	1.26	1.00	0.94	1.12	1.45	1.89	1.39	1.36	1.35	1.31	1.35	1.34	1.37	1.43	1.37	1.42	1.47	1.41	1.47
Rend. BTP a 10 anni	1.66	1.39	1.30	1.54	1.91	2.44	1.90	1.85	1.82	1.78	1.81	1.79	1.82	1.87	1.81	1.85	1.90	1.85	1.90
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2314.749	2307.290	2332.890	2320.730	2318.250	2336.982	2331.089	2318.315	2325.896	2316.237	2331.34	2337.22	2343.22	2337.05	2351.55	2346.03	2346.07	2356.15	2347.87
Prestiti in euro	2289.004	2277.529	2302.299	2277.905	2270.687	2309.808	2301.766	2286.152	2288.418	2288.695	2302.550	2313.94	2313.725	2306.00	2323.02	2302.96	2302.93	2326.67	2314.89
Prestiti in valuta	25.745	29.761	30.591	42.825	47.563	27.174	29.323	32.164	37.478	27.542	28.788	23.283	29.496	31.056	28.534	43.064	43.138	29.476	32.987
Prestiti a breve	359.943	353.729	357.385	353.148	346.412	356.648	356.163	348.053	352.480	347.784	351.042	355.720	359.943	356.913	354.883	353.148	351.608	359.858	360.081
Prestiti a m / l	1954.806	1953.561	1975.505	1967.582	1971.838	1980.334	1974.926	1970.263	1973.415	1968.453	1980.297	1981.504	1983.277	1980.141	1996.670	1992.878	1994.461	1996.287	1987.792
Depositi totali	2178.003	2175.941	2201.881	2183.687	2194.925	2186.330	2189.042	2179.840	2179.158	2197.615	2198.782	2207.870	2222.870	2225.117	2240.854	2238.061	2233.775	2237.052	2245.738
Depositi in c / c	812.850	808.759	815.068	821.775	836.219	823.680	827.498	826.440	830.344	838.390	845.974	857.532	860.808	858.093	859.082	875.190	880.539	873.924	878.803
Depositi a risparmio	303.620	304.003	304.418	303.595	303.185	302.631	302.333	303.388	303.507	302.965	303.679	306.392	307.446	307.803	308.071	307.117	306.399	305.658	305.386
Certif. deposito	1061.533	1063.179	1082.395	1058.317	1055.521	1060.019	1059.211	1050.012	1045.308	1056.260	1049.129	1043.946	1054.616	1059.221	1073.702	1055.754	1046.838	1057.471	1061.549
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	0.24	-0.18	0.43	1.18	1.88	1.30	1.13	1.46	1.21	1.55	1.04	1.01	1.23	1.29	0.80	1.09	1.20	0.82	0.72
Prestiti in euro	0.28	0.23	0.45	1.11	1.31	2.14	0.99	1.46	1.06	2.09	1.06	1.36	1.08	1.25	0.90	1.10	1.42	0.73	0.57
Prestiti in valuta	-3.23	-24.21	-1.32	4.63	39.52	-40.38	13.48	1.46	11.30	-29.46	-0.53	-24.80	14.57	4.35	-6.73	0.56	-9.30	8.47	12.49
Prestiti a breve	-2.82	-2.99	-1.95	-2.49	-2.50	-2.50	-2.10	-2.20	-3.90	-3.90	-1.40	-1.10	0.00	0.90	-0.70	0.00	1.50	0.90	1.10
Prestiti a m / l	0.83	0.34	0.87	1.87	2.70	2.02	1.74	2.14	2.18	2.58	1.49	1.46	1.36	1.07	1.29	1.15	0.81	0.65	0.65
Depositi totali	4.10	2.95	3.29	3.61	4.31	3.57	3.75	2.72	2.70	3.29	1.91	2.20	2.06	2.26	1.77	2.49	1.77	2.32	2.59
Depositi in c / c	11.14	10.15	9.10	9.31	9.33	8.40	8.60	6.70	6.60	7.70	5.70	6.00	5.90	6.10	5.40	6.50	5.30	6.10	6.20
Depositi a risparmio	1.02	1.11	1.28	1.47	1.67	1.50	1.70	1.72	1.63	1.51	1.21	1.27	1.26	1.25	1.20	1.16	1.06	1.00	1.01
Certif. deposito	0.12	-1.43	-0.16	0.16	1.37	0.67	0.81	0.07	0.10	0.53	-0.76	-0.46	-0.65	-0.37	-0.80	-0.24	-0.82	-0.24	0.22

(*) 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 31/07/2015.

SCENARIO C	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	16 7
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	1126	1216	1273	1266	1297	1238	1293	1237	1238	1226	1200	1195	1187	1164	1177	1158	1142	1166	1150
Produzione Industriale	-1.9	-0.2	1.1	-0.1	2.5	1.0	2.1	1.6	1.8	1.3	1.4	1.6	1.9	1.5	1.4	1.8	0.0	1.3	1.0
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.5	0.1	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.4	0.4	0.2	0.2	0.3	0.2	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	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	-0.04	0.00	-0.02	-0.06	-0.10	-0.10	-0.14	-0.14	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15	-0.16	-0.16	-0.16	-0.16	-0.16	-0.16	-0.16
T. Interb. 1m lett.	-0.01	-0.01	-0.01	-0.04	-0.06	-0.07	-0.08	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	-0.08	-0.08	-0.08
T. Interb. 3m lett.	0.04	0.03	0.02	0.00	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	-0.01
T. Interb. 6m lett.	0.12	0.09	0.08	0.06	0.05	0.06	0.06	0.05	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07
T. Depositi medio	0.67	0.66	0.65	0.62	0.67	0.68	0.69	0.68	0.68	0.69	0.70	0.67	0.68	0.68	0.70	0.68	0.68	0.66	0.69
T. Prestiti medio	3.63	3.60	3.53	3.49	3.43	3.42	3.41	3.39	3.39	3.39	3.38	3.38	3.38	3.38	3.39	3.39	3.39	3.39	3.40
T.prest.medio - T.dep.medio	2.96	2.94	2.88	2.87	2.76	2.74	2.72	2.71	2.71	2.69	2.68	2.71	2.70	2.70	2.69	2.70	2.71	2.73	2.71
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.08	0.03	-0.01	-0.05	-0.06	-0.02	-0.06	-0.03	-0.05	-0.06	-0.06	-0.06	-0.02	-0.01	-0.04	-0.05	-0.03	-0.03	-0.01
T. BOT comp. lordo 6m	0.16	0.09	0.04	0.00	0.00	0.06	0.01	0.06	0.03	0.02	0.02	0.04	0.10	0.12	0.08	0.07	0.11	0.11	0.15
T. BOT comp. lordo 12m	0.25	0.21	0.08	0.01	0.03	0.06	0.13	0.15	0.13	0.13	0.15	0.20	0.25	0.28	0.26	0.27	0.31	0.29	0.32
Rendistat lordo	1.33	1.15	0.90	0.94	1.26	1.57	1.66	1.67	1.66	1.63	1.64	1.66	1.70	1.74	1.73	1.72	1.77	1.77	1.78
Rendistat netto	1.16	1.01	0.79	0.82	1.10	1.37	1.45	1.46	1.45	1.43	1.43	1.45	1.48	1.52	1.51	1.50	1.55	1.55	1.56
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.53	0.31	0.29	0.31	0.39	0.68	0.35	0.39	0.35	0.32	0.34	0.36	0.38	0.46	0.38	0.43	0.49	0.43	0.49
Rend. BTP a 5 anni	0.87	0.62	0.61	0.71	0.93	1.32	0.88	0.91	0.88	0.86	0.88	0.89	0.92	1.00	0.93	0.98	1.04	0.99	1.05
Rend. BTP a 7 anni	1.26	1.00	0.94	1.12	1.45	1.89	1.39	1.43	1.41	1.39	1.42	1.44	1.46	1.53	1.47	1.52	1.57	1.53	1.58
Rend. BTP a 10 anni	1.66	1.39	1.30	1.54	1.91	2.44	1.90	1.92	1.89	1.86	1.88	1.89	1.91	1.97	1.91	1.95	2.00	1.96	2.01
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2314.749	2307.290	2332.890	2320.730	2318.250	2342.749	2337.313	2326.770	2333.250	2323.307	2338.03	2342.55	2348.78	2343.75	2357.15	2353.92	2353.72	2367.82	2359.28
Prestiti in euro	2289.004	2277.529	2302.299	2277.905	2270.687	2312.069	2306.552	2292.912	2293.852	2292.506	2307.107	2317.37	2317.845	2311.24	2327.16	2309.11	2308.38	2333.11	2323.16
Prestiti in valuta	25.745	29.761	30.591	42.825	47.563	30.680	30.760	33.858	39.398	30.802	30.923	25.181	30.931	32.509	29.988	44.804	45.338	34.708	36.124
Prestiti a breve	359.943	353.729	357.385	353.148	346.412	357.538	357.034	349.494	353.811	349.131	352.691	357.573	361.700	358.564	356.623	354.322	352.950	361.952	362.091
Prestiti a m / l	1954.806	1953.561	1975.505	1967.582	1971.838	1985.211	1980.278	1977.276	1979.439	1974.177	1985.339	1984.972	1987.076	1985.181	2000.529	1999.595	2000.769	2005.865	1997.192
Depositi totali	2178.003	2175.941	2201.881	2183.687	2194.925	2193.929	2198.959	2190.238	2186.585	2208.253	2208.059	2218.671	2232.235	2235.127	2250.322	2251.163	2246.286	2257.992	2269.545
Depositi in c / c	812.850	808.759	815.068	821.775	836.219	826.987	831.295	830.324	832.450	843.252	849.412	862.874	865.467	862.380	863.708	881.281	886.747	881.596	888.776
Depositi a risparmio	303.620	304.003	304.418	303.595	303.185	302.822	302.586	303.580	303.713	303.205	303.857	306.607	307.634	308.016	308.322	307.363	306.678	306.104	305.907
Certif. deposito	1061.533	1063.179	1082.395	1058.317	1055.521	1064.120	1065.077	1056.334	1050.422	1061.795	1054.790	1049.191	1059.134	1064.731	1078.292	1062.519	1052.862	1070.292	1074.862
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	0.24	-0.18	0.43	1.18	1.88	1.55	1.40	1.83	1.53	1.86	1.33	1.24	1.47	1.58	1.04	1.43	1.53	1.07	0.94
Prestiti in euro	0.28	0.23	0.45	1.11	1.31	2.24	1.20	1.76	1.30	2.26	1.26	1.51	1.26	1.48	1.08	1.37	1.66	0.91	0.72
Prestiti in valuta	-3.23	-24.21	-1.32	4.63	39.52	-32.69	19.04	6.81	17.00	-21.11	6.84	-18.67	20.14	9.23	-1.97	4.62	-4.68	13.13	17.44
Prestiti a breve	-2.82	-2.99	-1.95	-2.49	-2.50	-2.26	-1.86	-1.80	-3.54	-3.53	-0.94	-0.58	0.49	1.37	-0.21	0.33	1.89	1.23	1.42
Prestiti a m / l	0.83	0.34	0.87	1.87	2.70	2.27	2.01	2.50	2.49	2.88	1.74	1.58	1.65	1.62	1.27	1.63	1.47	1.04	0.85
Depositi totali	4.10	2.95	3.29	3.61	4.31	3.93	4.22	3.21	3.05	3.79	2.34	2.70	2.49	2.72	2.20	3.09	2.34	2.92	3.21
Depositi in c / c	11.14	10.15	9.10	9.31	9.33	8.84	9.10	7.20	6.87	8.32	6.13	6.66	6.47	6.63	5.97	7.24	6.04	6.60	6.91
Depositi a risparmio	1.02	1.11	1.28	1.47	1.67	1.56	1.79	1.78	1.70	1.59	1.27	1.34	1.32	1.32	1.28	1.24	1.15	1.08	1.10
Certif. deposito	0.12	-1.43	-0.16	0.16	1.37	1.06	1.37	0.67	0.59	1.06	-0.23	0.04	-0.23	0.15	-0.38	0.40	-0.25	0.58	0.92

(*) 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 31/07/2015.

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



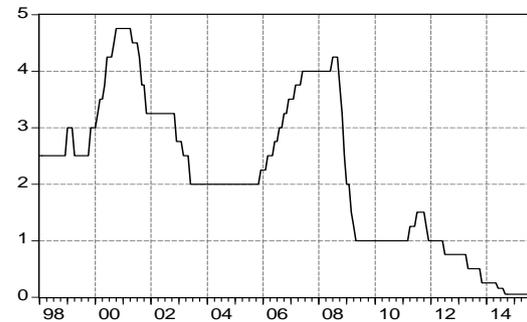
TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



TASSO INFLAZIONE AREA EURO



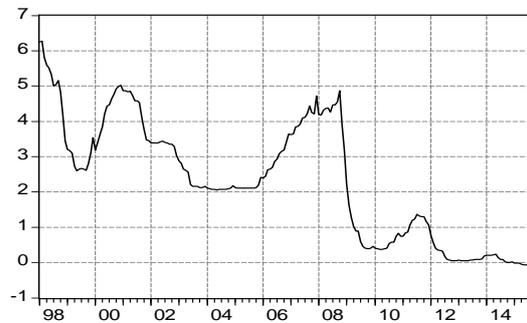
PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



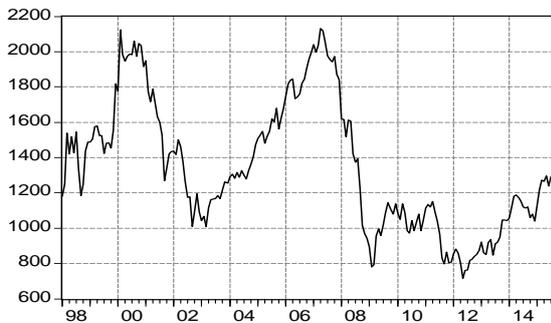
TASSO DI INTERVENTO BCE



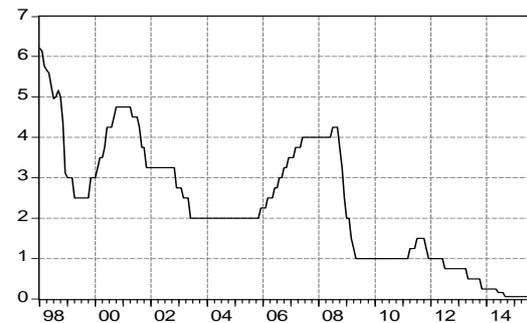
TASSO OVERNIGHT



TASSO INTERBANCARIO 1 MESE

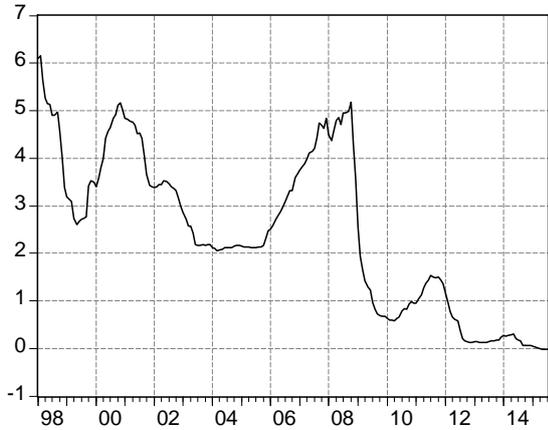


INDICE COMIT

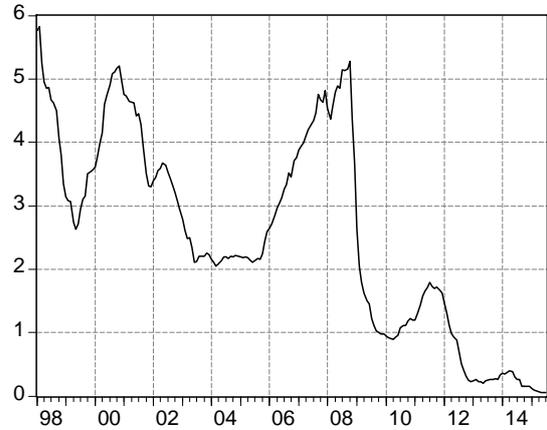


TASSO MEDIO PONDERATO PCT

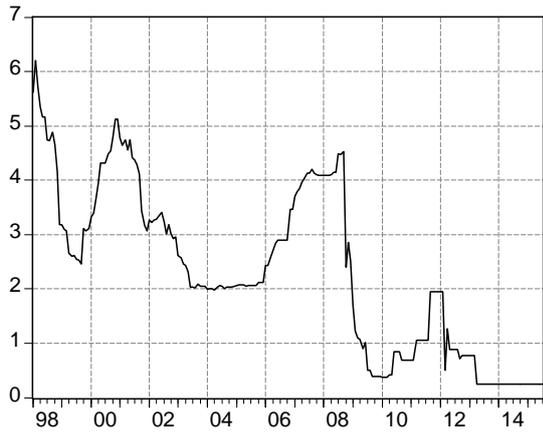
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



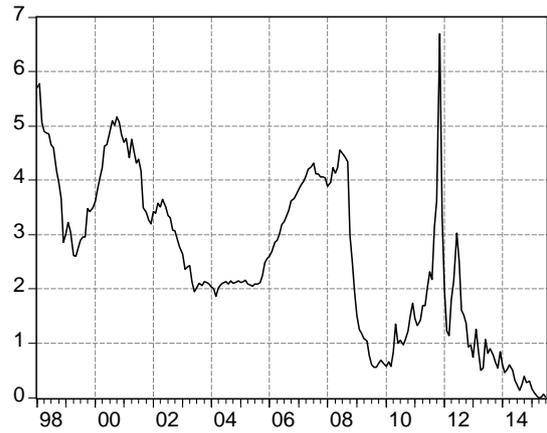
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI (LIBOR)



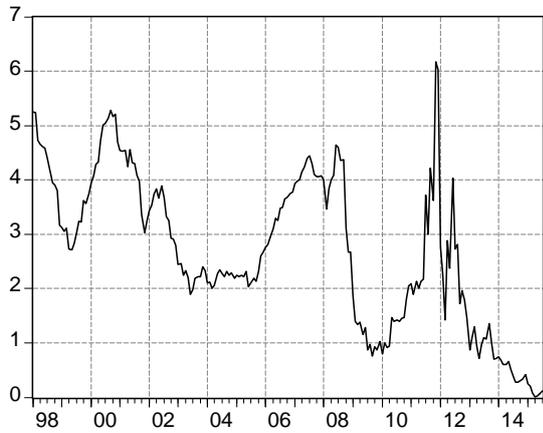
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI



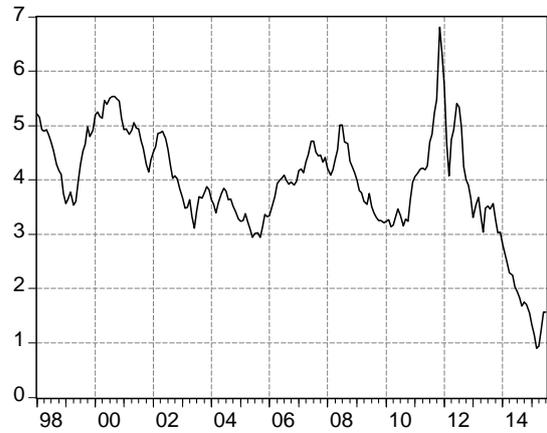
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO

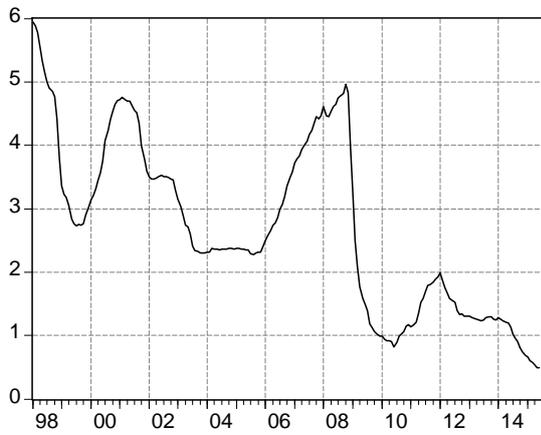


— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO

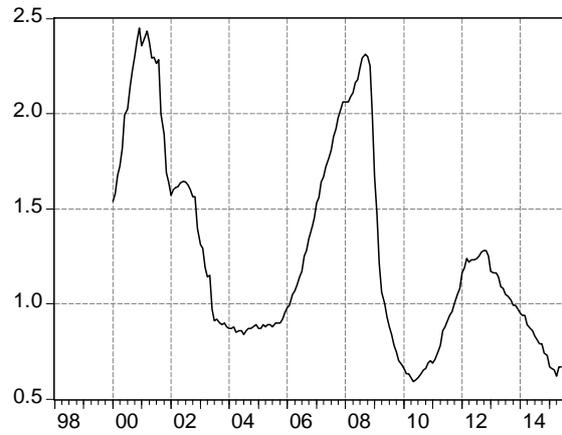


— RENDISTAT LORDO

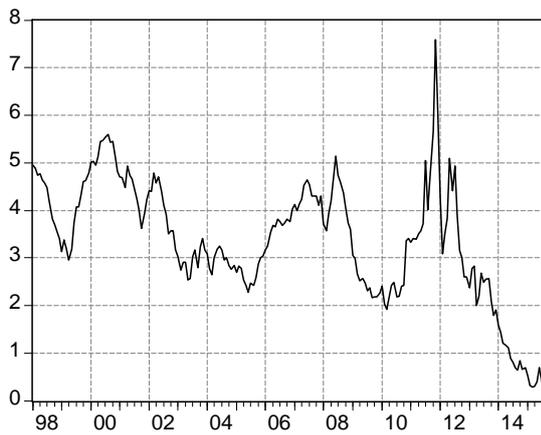
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



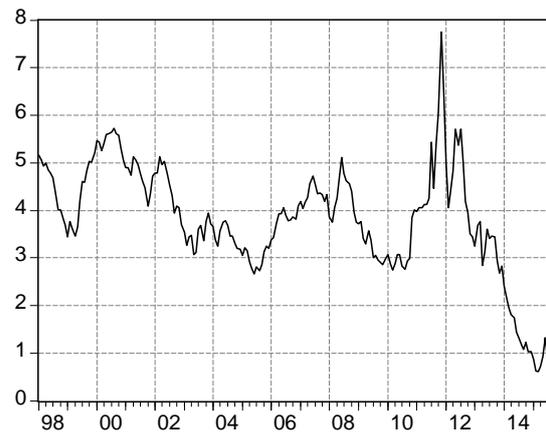
— TASSO PRESTITI MINIMO



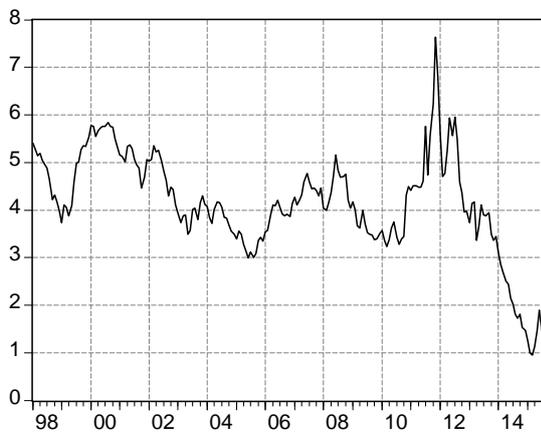
— TASSO DEPOSITI MEDIO



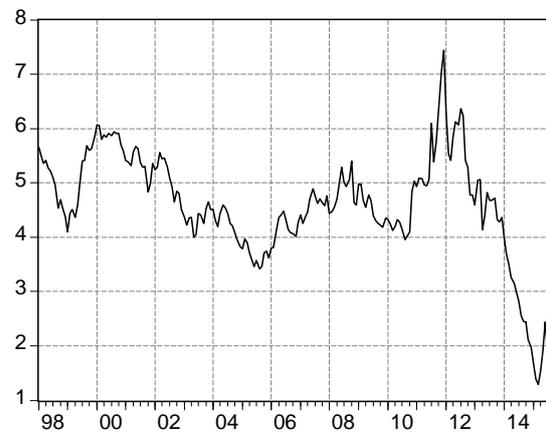
— RENDIMENTO A 3 ANNI



— RENDIMENTO A 5 ANNI



— RENDIMENTO A 7 ANNI



— RENDIMENTO A 10 ANNI

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

