

# 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 31/08/2015

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 agosto 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**

Agosto è stato un mese difficile per i mercati finanziari globali. Si assiste ormai da due mesi al crollo della borsa cinese. In aggiunta, ad agosto, si è verificato un forte calo anche nelle piazze di tutta Europa, Asia e Stati Uniti. Da inizio mese, infatti, Wall Street ha perso il 6%, Piazza Affari il 6,8% e Francoforte il 9%. Tra le borse europee quella tedesca ha risentito maggiormente del rallentamento della Cina, verso la quale è diretto circa il 20% delle esportazioni tedesche. I cali dell'ultimo mese sono stati causati principalmente dalla situazione in Cina, un paese che si è trasformato da "motore" dell'economia mondiale a fonte di preoccupazione per i mercati globali. La Cina sta affrontando una crescita debole, ben sotto il 7% a/a previsto dal governo. Presumibilmente la variazione del PIL sarà tra il 5 e il 6% nel 2015, segno di rallentamento per un paese che negli ultimi anni ha registrato ritmi molto superiori e che lo riporta ai livelli di crescita degli anni '90. Il rientro del ciclo cinese, atteso da diversi mesi, è in parte fisiologico, ma è frutto anche di una crescita disomogenea nelle diverse aree del paese. Le zone meno evolute continuano a crescere a tassi attorno al 10%, mentre quelle più avanzate, con forte sviluppo di servizi (Shanghai, Pechino) hanno subito un brusco calo, presentando tassi attorno all'1,5%. La crescita esplosiva sperimentata in passato ha alimentato una bolla borsistica, che ora si sta sgonfiando, creando ripercussioni nei mercati globali. Il governo cinese ha intrapreso una serie di azioni per stimolare la crescita. Ai primi di agosto la *People's Bank of China* (PBOC) è intervenuta sul cambio, operando tre svalutazioni consecutive per favorire le esportazioni. La politica valutaria era stata preferita a misure convenzionali di politica monetaria e a interventi nel mercato del credito, per evitare di stimolare ulteriormente la bolla borsistica. Tale intervento non ha dato buoni risultati, danneggiando *in primis* gli altri paesi asiatici e, di conseguenza, anche quelli occidentali. Questo ha generato forte turbolenza nei mercati, producendo un effetto contagio in tutte le principali borse mondiali. Dopo il lunedì nero dei mercati finanziari, la PBOC ha cambiato rotta, adottando misure tradizionali e muovendosi su tre fronti: immettendo abbondante liquidità nei mercati e tagliando sia il tasso di riferimento di 25 punti base sia il coefficiente di riserva obbligatoria per le banche di 50 pb, per controbilanciare il deflusso di capitali. Questa manovra, che punta a risolvere i problemi interni, senza tuttavia danneggiare gli altri paesi, è stata accolta positivamente dai mercati. L'intervento comunque rischia di alimentare ulteriormente la bolla speculativa, perciò si auspica che presto si agisca anche attraverso la politica fiscale, stimolando la domanda. Con un bipolarismo tra settori e aree che crescono a tassi diversi, la politica fiscale potrebbe essere lo strumento più adatto a intervenire in modo flessibile e mirato. Le misure finora adottate dalla Cina non sono bastate a placare la volatilità nei mercati: gli indici Vix e V2X hanno raggiunto in agosto i massimi del 2015 (soprattutto a metà mese). Questi livelli sono normali nella situazione attuale e potrebbero rimanere tali a lungo. Il rallentamento della Cina, che per anni è stata la locomotiva dell'economia globale, ha portato a un forte calo dei corsi delle materie prime, in particolare del petrolio (portatosi sotto i 50 USD al barile) causando difficoltà nei paesi emergenti, principali esportatori di questi beni. In tali condizioni gli investitori sono spinti a rivedere l'impostazione dei portafogli, puntando verso i paesi industrializzati, meno rischiosi, a danno degli emergenti. Il timore è che l'incremento di consumi atteso nei paesi industrializzati, avvantaggiati dal calo del prezzo delle materie prime ma, dopo la crisi, caratterizzati da una propensione al risparmio superiore al passato, non sia tale da controbilanciare la diminuzione della domanda proveniente dai paesi emergenti. Il rischio che si registri, nel medio periodo, un rallentamento della domanda globale, oltre all'effetto di calendario (agosto è tipicamente caratterizzato da volumi sottili) e alla necessità di trovare un pretesto per far rientrare le borse su sentieri più sostenibili, ha provocato le correzioni nei mercati dell'ultimo mese e terrà alta la volatilità per diverso tempo. Sul fronte statunitense, sebbene ad agosto, vi sia stata una forte revisione del PIL del secondo trimestre e i dati siano positivi, il rialzo dei tassi molto probabilmente sarà rinviato almeno a ottobre-dicembre, per evitare di alimentare ulteriormente le turbolenze nei mercati, tanto più che non sembrano esserci rischi di fiammate inflazionistiche. I dati sulla crescita europea nel secondo trimestre sono positivi ma leggermente inferiori alle attese, delude soprattutto la Francia.

**USA**

*Sul fronte statunitense, sebbene ad agosto, vi sia stata una forte revisione del PIL del secondo trimestre e i dati siano positivi, il rialzo dei tassi molto probabilmente sarà rinviato almeno a ottobre-dicembre, per evitare di alimentare ulteriormente le turbolenze nei mercati, tanto più che non sembrano esserci rischi di fiammate inflazionistiche.*

L'economia statunitense nel secondo trimestre è cresciuta più delle attese e della stima preliminare. Il PIL è, infatti, salito del 3,7% t/t (2,7% a/a) contro un'attesa del 3,3% t/t (2% a/a) e un dato preliminare del 2,3% t/t (2,3% a/a). La revisione al rialzo ha riguardato quasi tutte le componenti del PIL, ma principalmente i consumi privati (corretti dal 2,9% t/t al 3,1% t/t) che contribuiscono ora per il 2,11% alla crescita, e gli

investimenti fissi. Questi ultimi hanno subito la revisione più corposa passando dallo 0,8% t/t (3,6% a/a) al 4,1% t/t (4,4% a/a). La correzione ha riguardato soprattutto la componente non residenziale, passata da -0,6% t/t (2,6% a/a) a 3,2% t/t (3,6% a/a) ma anche i residenziali sono migliorati portandosi dal 6,6% t/t (7,5% a/a) al 7,8%, sia a livello congiunturale sia tendenziale. Il contributo degli investimenti fissi del secondo trimestre è stato dello 0,66%. Più precisamente, gli investimenti non residenziali hanno contribuito per lo 0,41% t/t e quelli residenziali per lo 0,25% t/t. La spesa pubblica ha apportato alla crescita lo 0,47% t/t, rivisto dalla stima precedente di 0,14% t/t. Considerevole è stata anche la correzione delle scorte, il cui contributo è stato portato allo 0,22% t/t da -0,08% t/t. La stabilità del dollaro nel secondo trimestre ha consentito l'aumento delle esportazioni (+5,2% t/t) dopo il brusco calo subito nel primo trimestre (-6% t/t) mentre le importazioni, sempre in crescita, hanno comunque rallentato rispetto al primo periodo (+2,8% t/t da +7,1% t/t). Ne è risultato un contributo positivo alla crescita delle esportazioni nette (+0,23% t/t) capovolgendo la situazione rispetto al primo trimestre (-1,92% t/t). I dati mensili sul commercio estero di agosto evidenziano qualche incertezza (-0,07% m/m le esportazioni e +1,2% m/m le importazioni) con un incremento del saldo negativo della bilancia commerciale (-43,84 miliardi di dollari da -40,94). Le notizie dal mercato del lavoro continuano, senza sorprese, a essere positive. Il tasso di disoccupazione è fisso al 5,3%, il più basso dal 2008. Anche la crescita dell'occupazione è stabile, da qualche mese, attorno alle 210 mila unità sia per il settore non agricolo (+215 mila unità in luglio, +231 mila in giugno) sia per quello privato (+210 mila, +227 mila il precedente). Per quanto riguarda l'attività d'impresa, in luglio la produzione industriale è aumentata (+0,6% m/m e +1,3% a/a in luglio dal precedente +0,1% m/m e +1,1% a/a) così come gli ordini di beni durevoli (+2% m/m) e quelli esclusi trasporti (+0,6% m/m) comunicando informazioni positive sull'andamento dell'economia americana. Gli indici di fiducia sono stati tutti pressoché stabili o in crescita e comunque sempre in terreno espansivo. L'ISM non manifatturiero in luglio ha raggiunto il valore di 60,3 (dal precedente 56) ben oltre le attese (56,2) mentre il manifatturiero si è portato a 52,7 (da 53,5, 53,7 il consenso). In agosto l'indice NAPM di Chicago è stato pari a 54,4 (da 54,7 in luglio) e l'indice di fiducia di Philadelphia a 8,3 (da 5,7). Anche il lento aumento dell'utilizzo della capacità produttiva (78% in luglio dal precedente 77,7%) indica buona salute per l'economia. Dal lato della domanda, i dati sono tutti ottimistici. I consumi privati in luglio sono cresciuti dello 0,2% m/m (0% m/m in giugno) in linea con l'incremento del reddito personale (+0,4% m/m, +0,2% m/m il precedente). Le vendite al dettaglio hanno registrato un +0,6% m/m (+2,4% a/a) superiore al dato precedente (0% m/m, 1,8% a/a) e alle attese (+0,5% m/m). L'indice di fiducia dei consumatori in agosto ha realizzato un grande balzo, passando da 91,9 a 101,5, superando anche le attese di 94. Guardando solo gli ottimi dati concernenti l'economia americana, si potrebbe pensare a un intervento della Fed sui tassi di riferimento già a settembre. Tuttavia, considerando la fibrillazione attuale dei mercati, pensiamo che la banca centrale manterrà un atteggiamento prudentiale, per evitare di acuire le turbolenze. L'intervento per normalizzare la politica monetaria potrebbe quindi essere spostato a ottobre-dicembre 2015, se non oltre, tanto più che non si ravvedono pressioni dal lato dei prezzi. L'inflazione in luglio, infatti, è rimasta stabile rispetto sia sull'indice globale (+0,2% a/a) sia su quello *core* (+1,8% a/a).

## GIAPPONE

Nel secondo trimestre il PIL si è contratto dello 0,4% t/t, poco meno della previsione (-0,5% t/t) dopo il dato precedente pari a +1,1 % t/t. Rispetto allo stesso periodo del 2014, la crescita è stata dello 0,7% a/a, migliore rispetto al precedente -0,8% a/a. Nel dettaglio, i consumi privati sono diminuiti dello 0,8% t/t (+0,3% t/t il precedente) mentre su base tendenziale la situazione è migliorata (+0,2% a/a da -4% a/a). Negativa anche la variazione congiunturale di entrambe le componenti del canale estero: esportazioni -4,4% t/t (+1,6% a/a) da +1,6 t/t (+6,9% a/a) e importazioni -2,6% t/t (+1% a/a) da +1,8% t/t (-0,4% a/a). Gli investimenti fissi invece sono cresciuti dello 0,8% t/t dal precedente +1,7% t/t (su base tendenziale +2,2% a/a da -3,2% a/a) con un contributo dello 0,2% t/t alla crescita nel secondo trimestre. La contrazione del PIL ha confermato così le previsioni di un lieve rallentamento dell'economia giapponese, dovuto a bassi consumi ed esportazioni nette in calo, con un apporto negativo alla crescita rispettivamente dello 0,4% t/t e dello 0,3% t/t, dopo i precedenti +0,2% t/t e -0,1% t/t. Le ragioni principali di questa contrazione sono il rallentamento economico della Cina e le turbolenze create nei mercati finanziari asiatici. La spesa pubblica, aumentata dello 0,4% t/t (+1,3% a/a) dal precedente +0,3% t/t (+1% a/a) ha determinato un apporto dello 0,2% t/t sulla crescita. Per quanto riguarda i dati mensili relativi al commercio estero, in luglio, si rileva una flessione dello 0,22% m/m delle esportazioni (da +4,39% m/m) e una crescita delle importazioni dell'1,07% m/m (da +6,21% m/m) con un saldo della bilancia commerciale pari a -368,83 miliardi di yen da -283,38. Sul fronte del mercato del lavoro le notizie non sono confortanti. Sebbene in luglio il tasso di disoccupazione sia calato al 3,3% da 3,4%, contro le attese, sia gli occupati sia la forza lavoro hanno subito una forte riduzione (-130 mila e -150 mila unità rispettivamente). Neppure dal lato dell'offerta la situazione è buona. La produzione industriale è

diminuita in luglio dello 0,6% m/m (+0,2% a/a) dopo il +1,1% m/m (+0,7% a/a) di giugno e contro le attese (+0,2% m/m, +0,9% a/a). La fiducia nel settore manifatturiero ha registrato, tuttavia, un debole incremento in agosto, portandosi a 51,7 da 51,2. Dal lato della domanda invece, i dati, tutti riguardanti luglio, mostrano segnali positivi. Si registra un incremento sia del reddito reale (+4,2% m/m da -3,1% m/m) sia dei consumi privati (+1,1% m/m da -4,3% m/m) e un sensibile aumento anche delle vendite al dettaglio (+4,7% m/m da -2,6% m/m). In calo, invece, l'indice di fiducia delle famiglie (40,3 da 41,7). Per quel che riguarda i prezzi, la variazione del CPI *core* in luglio è stata negativa (-0,2% a/a) contrariamente al consenso (+0,6% a/a) dopo il precedente 0% a/a, mentre l'inflazione globale è passata allo 0,3% a/a dallo 0,4% a/a. La BoJ continua tuttora a ritenere la politica monetaria in atto, adeguata a stimolare l'economia e al raggiungimento dell'obiettivo d'inflazione del 2%, nonostante i rischi provenienti dai mercati emergenti e la sempre debole ripresa dell'Area Euro. Bisognerà vedere, tuttavia, come si deciderà di reagire al rischio proveniente dalla Cina e se la BoJ sarà pronta, come suggerito dall'IMF, ad approntare nuovi stimoli.

## AREA EURO

*I dati sulla crescita europea nel secondo trimestre sono positivi ma leggermente inferiori alle attese, delude soprattutto la Francia.*

Secondo la stima *flash*, la variazione del PIL nel secondo trimestre 2015 è stata pari a +0,3% t/t, leggermente inferiore alle attese (+0,4% t/t) e al dato precedente (+0,4% t/t). A livello tendenziale la crescita è migliorata passando a +1,2% a/a dal precedente +1% a/a. Per il dettaglio delle componenti bisognerà attendere l'8 settembre. I segnali derivanti dall'Eurozona sono comunque abbastanza positivi. Il *QE* continua a dare buoni risultati e pian piano la crescita si fa più solida e potrebbe essere, a fine 2015, attorno o superiore all'1,5% a/a. I dati mensili relativi al commercio estero di giugno rilevano un aumento sia delle esportazioni (+1,36% m/m) dopo il calo del mese precedente (-1,52% m/m) sia delle importazioni (+1,17% m/m, -1,53% m/m in maggio). Il saldo della bilancia commerciale è stato quindi pari a 21,85 miliardi di euro. Notizie positive anche sul fronte dell'occupazione, con un tasso di disoccupazione che in luglio è stato del 10,9% (11,1% il precedente) sotto le attese di consenso (11%). Secondo la stima *flash*, l'inflazione è rimasta stabile in agosto allo 0,2% a/a, nonostante le previsioni fossero a favore di uno stallo dei prezzi. Il dato *core*, in luglio, è lievemente aumentato passando dallo 0,8% all'1% a/a. Dal lato dell'offerta, in agosto, gli indici di fiducia sono stati stabili e in linea con il consenso: il PMI manifatturiero è passato da 52,4 a 52,3, quello dei servizi si è attestato a 54,3 da 54 di luglio e l'indice ESI è passato a 104,2 da 104 (attese 103,8) confermando la crescita in atto nell'economia reale europea. La produzione industriale in giugno ha continuato a muoversi in territorio negativo a livello congiunturale (-0,4% m/m dal precedente -0,2% m/m) rallentando in termini tendenziali (+1,3% a/a da +1,4% a/a) e deludendo le attese (-0,1% m/m e +1,7% a/a). Nello stesso mese anche le costruzioni sono calate (-1,9% m/m da +0,2% m/m di maggio). Dal lato della domanda, sempre in giugno, anche le vendite al dettaglio hanno registrato una diminuzione dello 0,6% m/m (+1,3% a/a) dal precedente +0,1% m/m (+2,6% a/a).

## **Germania**

La prima economia europea ha confermato una crescita moderata. I dati definitivi del PIL concernente il secondo trimestre del 2015 confermano le attese di una variazione positiva dello 0,4% t/t, superiore a quella del periodo precedente (+0,3% t/t). Su base tendenziale la crescita si attesta all'1,6% a/a, in aumento rispetto al primo trimestre (1,1% a/a). Per quanto riguarda le componenti, i consumi privati sono cresciuti dello 0,2% t/t (+2,1% a/a) dal precedente +0,4% t/t (+1,9% a/a) contribuendo per lo 0,1% t/t alla variazione del PIL. Gli investimenti fissi hanno invece registrato una flessione dello 0,4% t/t, dopo il forte aumento precedente (+1,7% t/t). Rispetto allo stesso periodo del 2014 si registra invece un incremento dell'1,8% a/a (+0,6% a/a il precedente). Il maggior contributo alla crescita è derivato dalle esportazioni nette (+0,7% t/t) grazie a un aumento delle esportazioni (+2,2% t/t da +1,2% t/t) superiore a quello delle importazioni (+0,8% t/t da +1,9% t/t). L'apporto degli investimenti fissi e delle scorte è stato invece negativo, rispettivamente -0,4% t/t e -0,1% t/t (dai precedenti +0,2% t/t e +0,3% t/t). Per quel che riguarda il commercio estero su base mensile, in giugno si è verificato un calo dell'export (-1,11% m/m) dopo due mesi di aumento (+1,63% m/m in maggio e +1,77% m/m in aprile). Anche le importazioni hanno registrato una diminuzione (-0,82% m/m da +0,66% m/m). Dal mercato del lavoro i segnali sono buoni, con un aumento dell'occupazione nel secondo trimestre di 42 mila unità, superiore alle 32 mila del primo periodo, e con un tasso di disoccupazione, in agosto, in linea con le attese (6,4%) seppur leggermente superiore al precedente 6,3%. Per quanto riguarda i prezzi, l'inflazione in luglio è rimasta stabile sia in termini globali (+0,1% a/a) sia rispetto alla misura *core* (+0,9% a/a). I segnali dal lato dell'offerta non sono confortanti. La produzione industriale in giugno ha registrato un calo considerevole dell'1,4% m/m (dal precedente +0,2% m/m). Anche su base tendenziale la variazione è stata debole seppur positiva (+0,6% a/a, +2,4% a/a il precedente). Nello stesso mese il comparto delle costruzioni ha subito una brusca frenata (-4,5% m/m) dopo il dato comunque negativo di maggio

(-0,1% m/m). Solo gli ordini all'industria manifatturiera hanno registrato una variazione positiva sia congiunturale (+2% m/m da -0,3% m/m) sia tendenziale (+7% a/a da +4,7% a/a). Gli indici di fiducia PMI in agosto rimangono sopra il 50, anche se sono discordanti: il manifatturiero è a 53,3, superiore al precedente (51,8) e alle attese (51,7) mentre quello dei servizi, a 53,6, è inferiore a entrambi (precedente 53,8 e attese di 53,7). Dati positivi provengono dalle rilevazioni dell'indice *Ifo*, che in agosto è salito a 108,3 da 108, sopra alle attese che prevedevano un calo (107,7). Negative invece le informazioni derivanti dallo *Zew*, che in agosto era previsto a 32, in nuovo aumento rispetto al 29,7 precedente, e invece è sceso a 25. Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio in luglio sono salite dell'1,4% m/m dopo il calo dell'1% m/m registrato il mese precedente, superando anche le attese di consenso (+1,1% m/m). Anche su base tendenziale i dati sono ottimistici: +3,3% a/a da +0,4% a/a di giugno.

### **Francia**

I nuovi dati di contabilità nazionale deludono. Il PIL è rimasto fermo su base congiunturale, contro le attese di una crescita dello 0,2% t/t, non confermando il buon dato d'inizio anno (+0,7% t/t). Su base tendenziale il dato rimane debole (+1% a/a, +0,9% a/a il precedente) e inferiore alle previsioni (+1,1% a/a). Nel secondo trimestre si è verificato un rallentamento dei consumi, che sono cresciuti solo dello 0,1% t/t, +1,7% a/a (dal precedente 0,9% t/t, +2% a/a). La variazione degli investimenti fissi è stata negativa su base sia congiunturale (-0,3% t/t da 0% t/t) sia tendenziale (-1% a/a da -1,3% a/a). Le esportazioni sono aumentate dell'1,7% t/t (+7% a/a) da +1,3% t/t (+5,1% a/a) così come le importazioni, sebbene la variazione sia stata più debole (+0,6% t/t e +6,4% a/a da +2,2% t/t e +6,7% a/a). I dati mensili del commercio estero in giugno presentano una variazione positiva di entrambe le componenti (esportazioni +3,91% m/m da -0,44% m/m e importazioni +0,35% m/m da +1,51% m/m) portando il saldo della bilancia commerciale a -2,66 miliardi di euro. Nel mercato di lavoro si è visto in luglio un incremento del tasso di disoccupazione rispetto ai mesi scorsi: 10,4% dal precedente 10,2%. La produzione industriale in giugno è calata dello 0,1% m/m (+0,6% a/a) dal precedente +0,4% m/m (+2,5% a/a). È crollato invece l'indice delle costruzioni da +0,9% m/m a -2,5% m/m. Per quanto riguarda gli indici di fiducia, il PMI servizi in agosto è stato pari a 51,8, minore rispetto al valore precedente (52) e alle previsioni (52,1). Il PMI del settore manifatturiero, è rimasto sotto la soglia del 50 (48,3) registrando un valore ancora più basso rispetto a quello di luglio (49,6) deludendo le attese (49,8). Anche i segnali dal lato della domanda sono deboli. Le vendite al dettaglio sono calate dello 0,2% m/m in luglio, da +0,5% m/m, così come l'indice di fiducia dei consumatori passato da 94 a 93. Nello stesso mese l'inflazione è calata di un decimo portandosi allo 0,2% a/a, mentre l'indice *core* ha lievemente corretto al rialzo portandosi allo 0,8% a/a dallo 0,7% a/a. La mancata crescita del PIL in termini congiunturali è un segnale preoccupante per l'economia francese. Il governo dovrà portare avanti le riforme strutturali necessarie per rilanciare l'economia del paese e centrare l'obiettivo di una crescita vicina all'1% a/a per l'intero 2015.

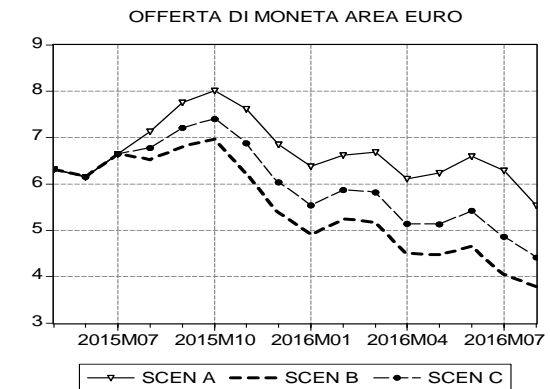
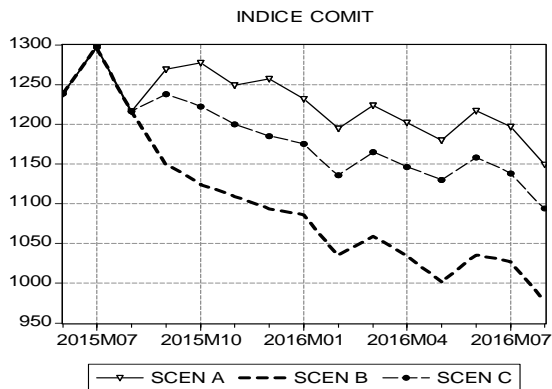
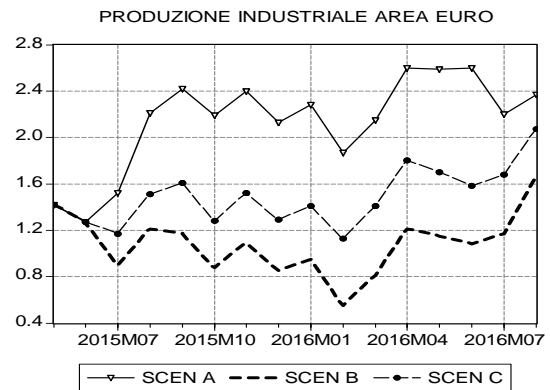
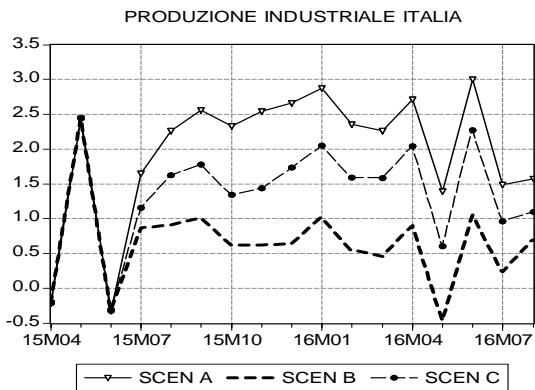
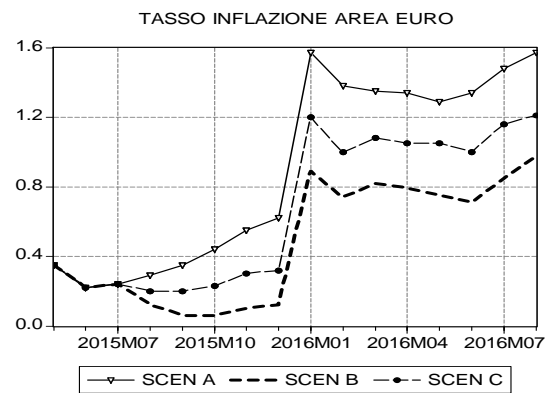
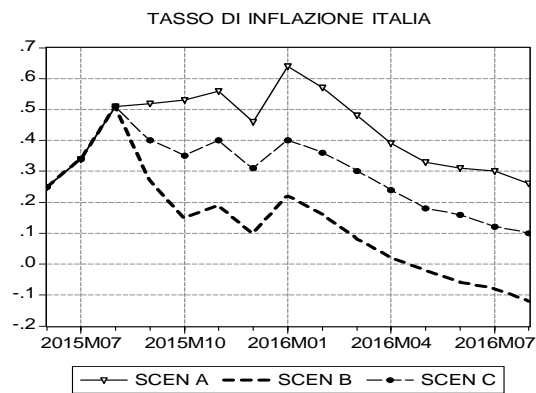
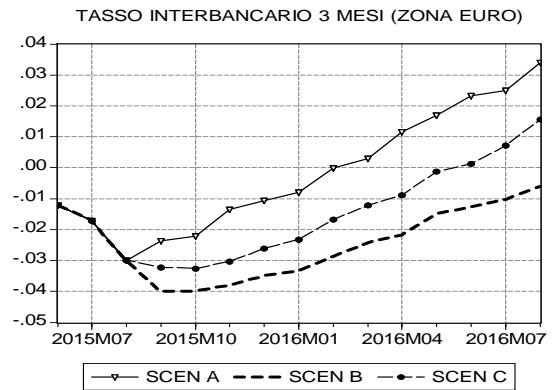
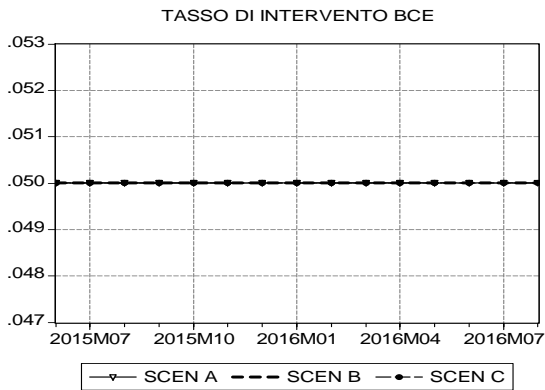
### **Italia**

Nel secondo trimestre il PIL è cresciuto dello 0,2% t/t (+0,3% t/t il precedente) portando il tendenziale allo 0,5% a/a (da 0,1% a/a) in linea con il consenso. Dopo 13 trimestri di calo, se ne sono registrati 2 consecutivi di crescita, confermando l'uscita del paese dalla recessione, nonostante la ripresa sia ancora lenta. Per quel che riguarda il commercio estero verso i paesi UE, in giugno si è visto un aumento lieve delle esportazioni (+0,46% m/m) dopo l'ottimo +2,39% m/m di maggio e una variazione più marcata delle importazioni (+3,51% m/m, +0,85% m/m il precedente). Il risultato è stato un peggioramento della bilancia commerciale da 1.230 milioni di euro a 685. Le notizie dal mercato del lavoro lasciano ben sperare con un tasso di disoccupazione che in luglio ha subito un lieve calo da 12,5% a 12%. La produzione industriale invece ha corretto al ribasso dell'1,1% m/m (-0,3% a/a) a giugno, dopo il balzo dello 0,9% m/m (2,4% a/a) di maggio. Sulla correzione ha pesato anche il ponte festivo d'inizio mese. In maggio è stato in calo anche il comparto delle costruzioni (-0,6% m/m dopo il precedente +0,1% m/m). Gli indici di fiducia pubblicati in agosto sono rimasti pressoché stabili rispetto al valore precedente, indicando espansione in tutti i settori (in agosto indice di fiducia delle imprese manifatturiere a 102,5 da 103,5 e quello dei servizi a 109,7 da 109,9, in luglio PMI manifatturiero a 55,3 da 54,1 e PMI servizi a 52 da 53,4). Le vendite al dettaglio continuano a mostrare variazioni negative (-0,3% m/m da -0,2% m/m) nonostante le attese ottimiste (+0,1% m/m). La fiducia dei consumatori in agosto sembra essersi consolidata, portando l'indice a 109 (dal precedente 106,7) e superando anche le previsioni (107,5). Sul fronte dei prezzi si registra qualche aumento sia a livello *core* (da 0,9% a/a a 1,1% a/a) sia a livello globale (da 0,4% a/a a 0,5% a/a) allontanando i rischi di deflazione. Per il governo una variazione del PIL pari a +0,2% t/t era il minimo per confermare una prospettiva di crescita a fine anno dello 0,7% a/a (coincidente con le previsioni di Banca d'Italia e IMF) che consentirebbe di portare avanti il taglio dell'imposizione fiscale con la prossima legge di stabilità.

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

A (10%)	B (20%)	C (70%)
<p><b>Usa:</b> 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 tra ottobre e 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><b>Area Euro:</b> Il fattore Grecia, per ora, rimane dormiente. L'incertezza circa l'esito delle elezioni in settembre non mette a rischio l'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.</p>	<p><b>Usa:</b> La crescita cinese si ridimensiona più del previsto e si porta tra il 5-6% 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><b>Area Euro:</b> Il fattore Grecia, per ora, rimane dormiente. L'incertezza circa l'esito delle elezioni in settembre non mette a rischio l'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><b>Usa:</b> Dopo l'inatteso risultato negativo del primo trimestre dell'anno, il buon dato del secondo conferma un'attesa di crescita tra il 2.5 e 3 nel 2015. L'inflazione rimane sotto controllo. La crescita cinese si ridimensiona, seppur senza gravi turbolenze a livello finanziario, poiché la Banca Centrale cinese riesce, con le sue manovre, a evitare una nuova crisi sistemica. 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><b>Area Euro:</b> Il fattore Grecia, per ora, rimane dormiente. L'incertezza circa l'esito delle elezioni in settembre non mette a rischio l'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.</p>

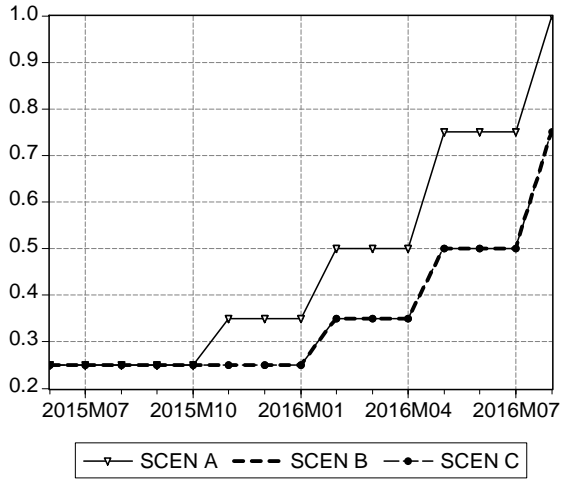
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE**  
*Dati mensili*



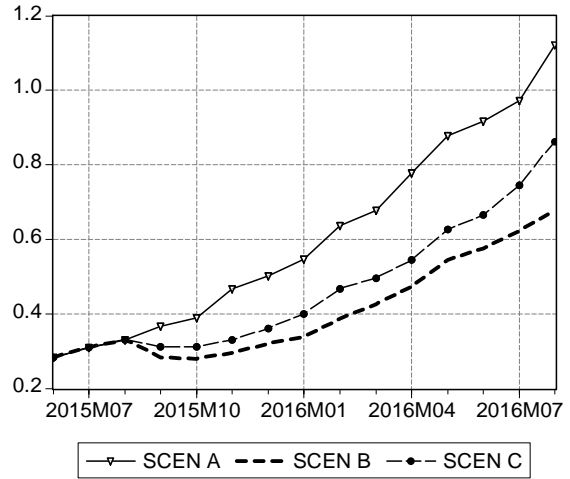


**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE**  
*Dati mensili*

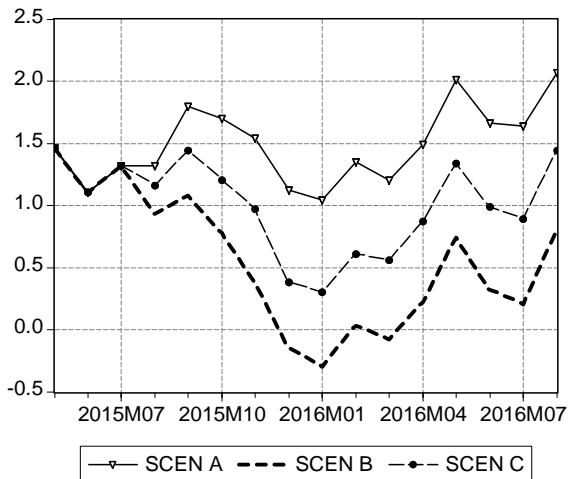
TASSO DI INTERVENTO FED



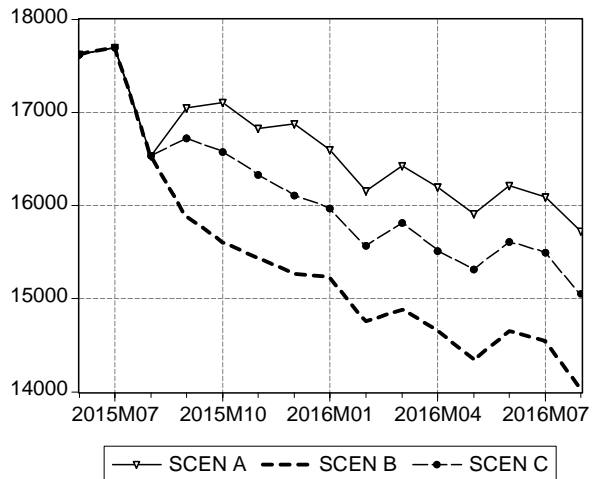
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



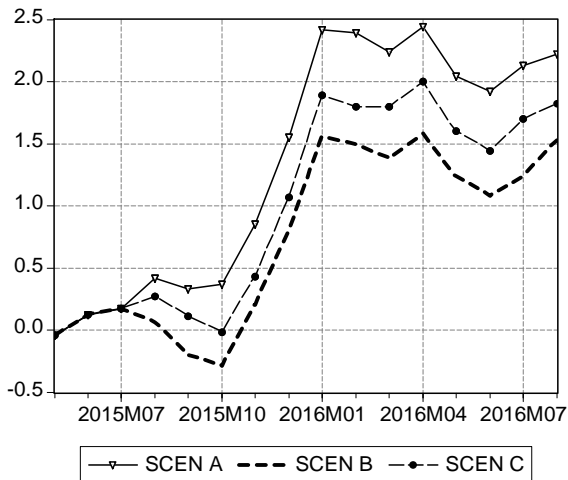
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



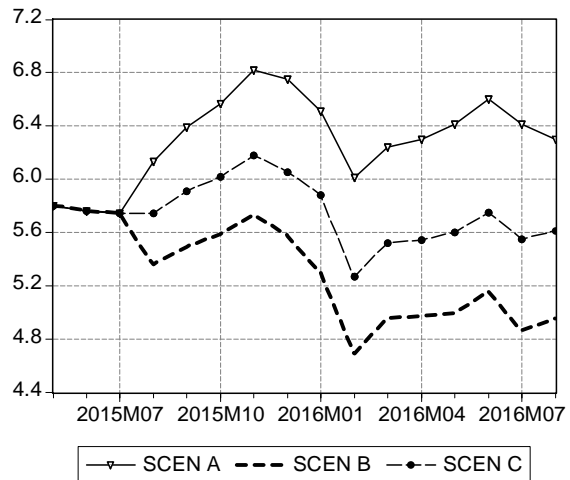
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

### TASSI INTERBANCARI

I saggi interbancari europei in agosto sono rimasti pressoché invariati per tutte e tre le scadenze considerate: il tasso a 1 mese è diminuito portandosi a -0,10% da -0,08%, il 3 mesi è stabile a quota -0,02 e il 6 mesi è sceso allo 0,05% da 0,06%. Gli interbancari sono visti ai minimi in tutti e tre gli scenari delineati. Nello scenario più probabile (C) i tassi potrebbero essere lievemente superiori agli attuali nel periodo predittivo, attestandosi, ad agosto 2016, a -0,08% (1 mese) 0,00% (3 mesi) e +0,08% (6 mesi). Nello scenario A, alla fine dell'orizzonte di previsione, i tassi potrebbero essere di poco superiori (-0,07%, +0,02% e +0,09% rispettivamente l'1, il 3 e il 6 mesi) mentre nello scenario B, il meno favorevole, sarebbero in linea con gli attuali: -0,10%, -0,02% e +0,07% per le scadenze a 1, 3 e 6 mesi.

### STRUTTURA A TERMINE

In agosto si è registrato un nuovo innalzamento della curva dei rendimenti. Il tasso dei BTP a 3 anni si è portato allo 0,46% dallo 0,34% precedente, il 5 anni all'1,03% da 0,86%, il 7 anni all'1,56% da 1,36% e il decennale è tornato al 2,06% dall'1,85% di luglio. 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 il fattore Grecia rimane dormiente, i rendimenti potrebbero crescere lievemente, attestandosi ad agosto 2016 allo 0,51% (3 anni) all'1,06% (5 anni) all'1,62% (7 anni) e al 2,07% (10 anni). Se, a parità di condizioni in Europa, la Fed decidesse di compiere il primo rialzo tra ottobre e dicembre 2015, a seguito di un netto miglioramento delle condizioni economiche, i tassi subirebbero un incremento più marcato (+0,72%, +1,29%, +1,83% e 2,28% 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 (+0,39% il 3 anni, +0,94% il 5 anni, 1,51% il 7 anni e +1,96% il 10 anni).

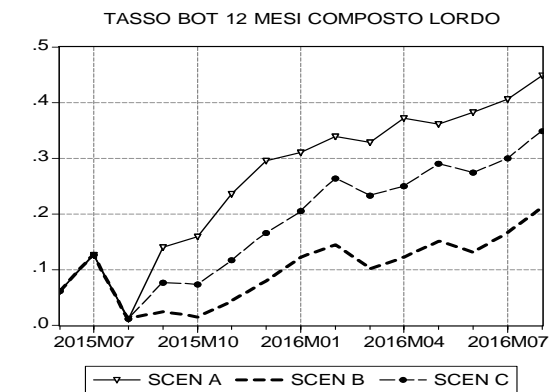
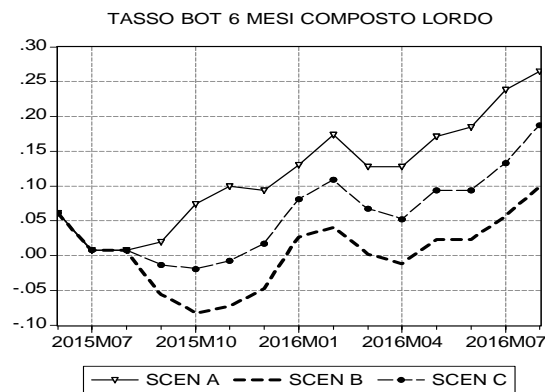
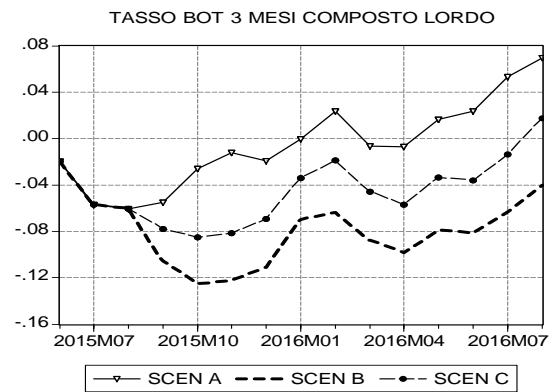
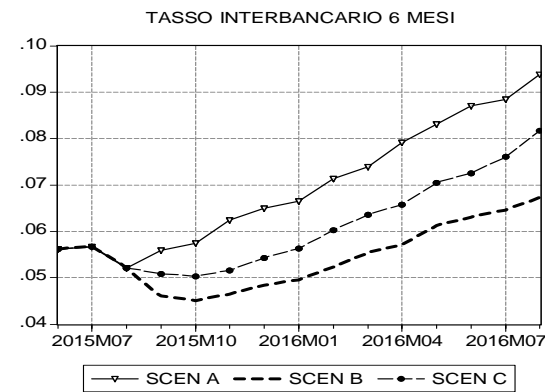
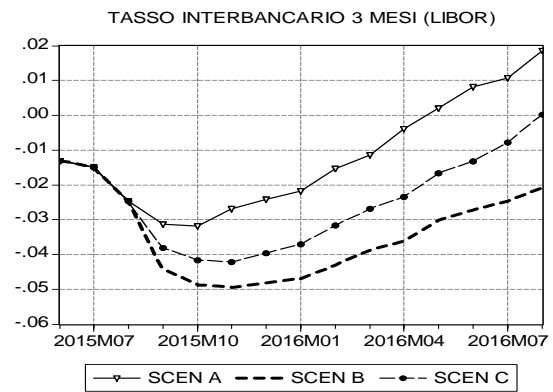
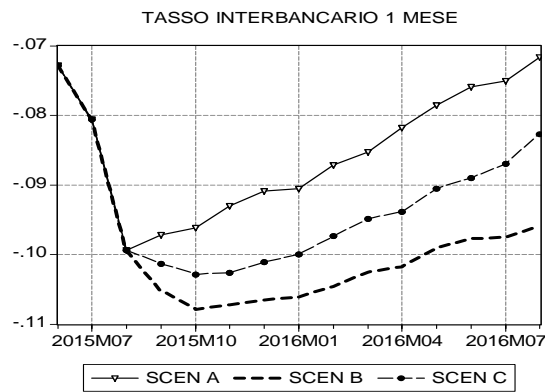
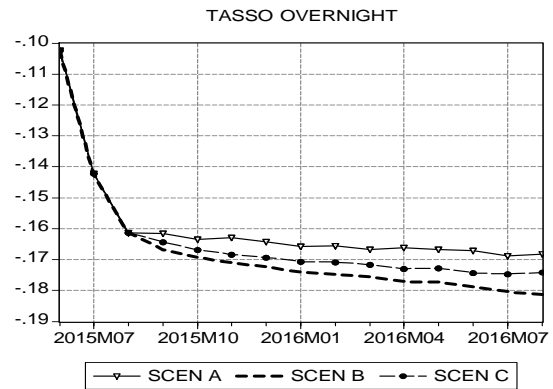
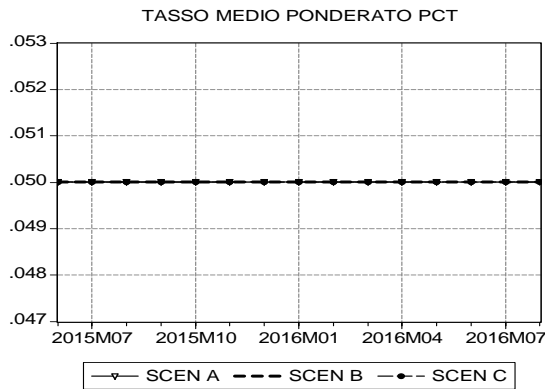
### TASSI BANCARI

In giugno il tasso medio sui prestiti ha proseguito sul sentiero di una lenta e debole discesa portandosi al 3,42% dal precedente 3,43%. Nello stesso mese il tasso medio sui depositi è diminuito allo 0,61% dopo il +0,67% di maggio. Nello scenario C entrambi i tassi rimangono sui livelli attuali (+0,62% per la raccolta e +3,41% per gli impieghi) mentre nello scenario A si prevede una debole ripresa (+0,68% e +3,46% rispettivamente). Una lieve contrazione sia del tasso sui prestiti sia di quello sui depositi dovrebbe caratterizzare lo scenario B (+0,58% e +3,38% alla fine dell'orizzonte di previsione).

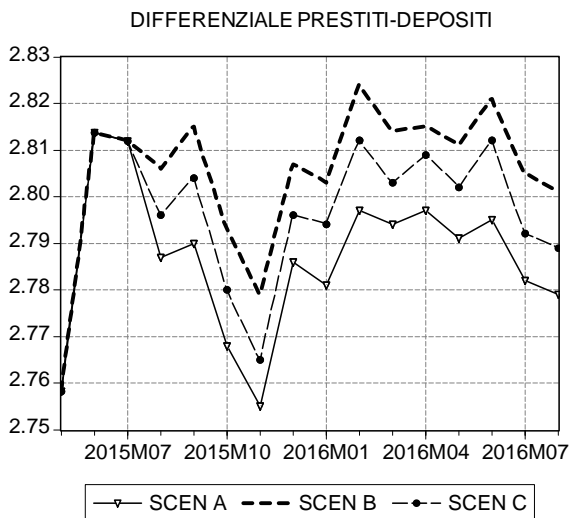
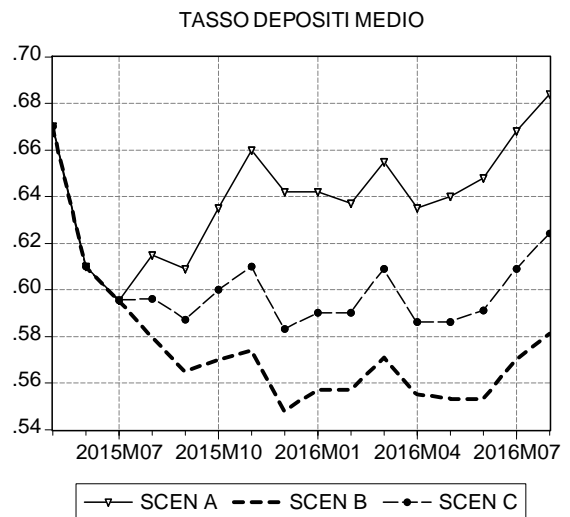
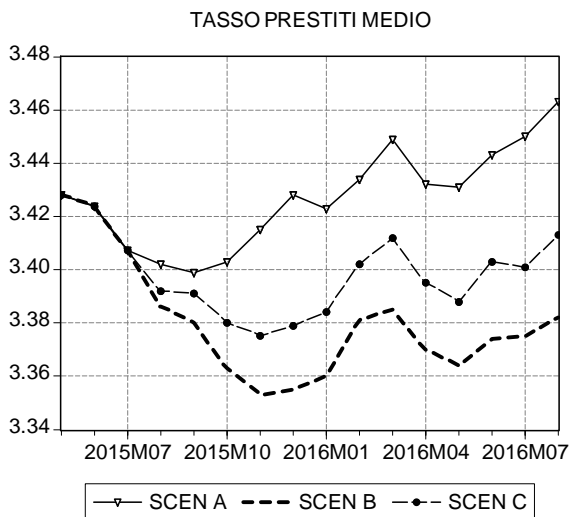
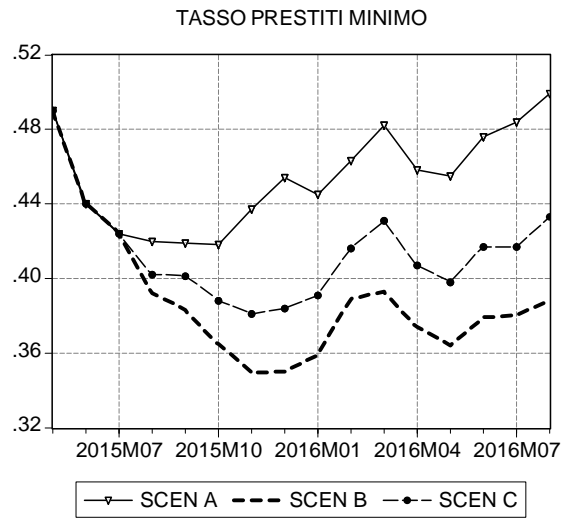
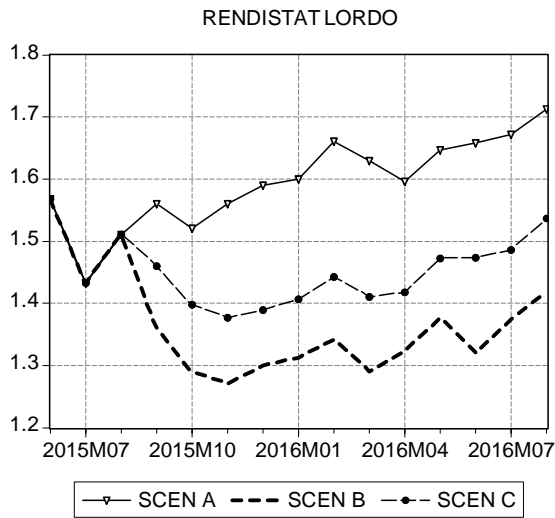
### VOLUMI BANCARI

In giugno la raccolta ha registrato un nuovo balzo (+4,42% a/a) a conferma dell'aumentata propensione al risparmio delle famiglie, già evidenziata nei mesi precedenti (+4,30% a/a la variazione dei depositi in maggio). Anche gli impieghi (+1,41% a/a) grazie alle migliori condizioni per il credito e alla politica molto accomodante della BCE, hanno confermato la crescita registrata nei due mesi precedenti (+1,87% a/a in maggio). 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, ad agosto 2016, a quota +3,07% a/a i primi e +1,35% 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 +3,50% a/a della raccolta e a +1,62% 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 alle alternative A e C. I depositi totali potrebbero registrare un incremento del 2,60% a/a ad agosto 2016 e i prestiti totali dell'1,00% a/a.

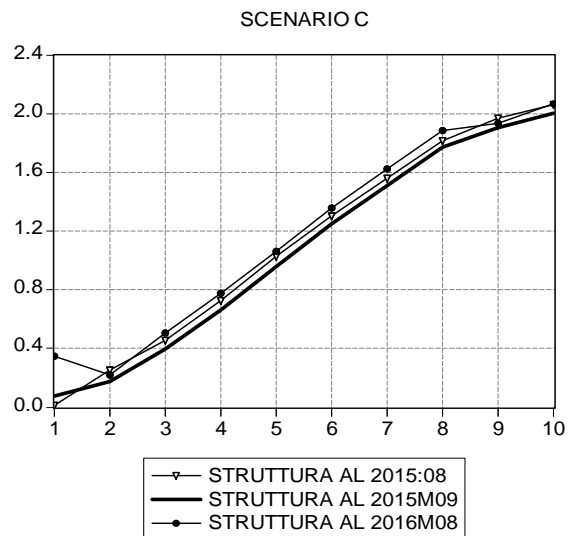
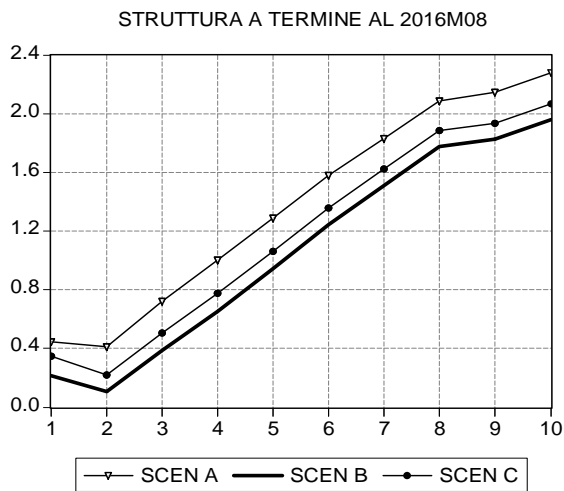
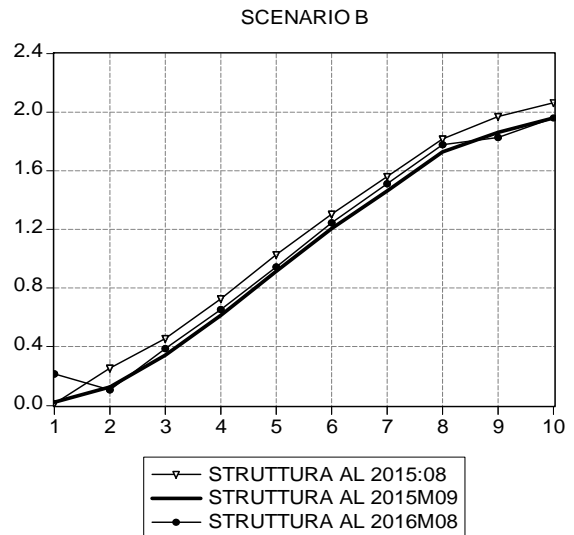
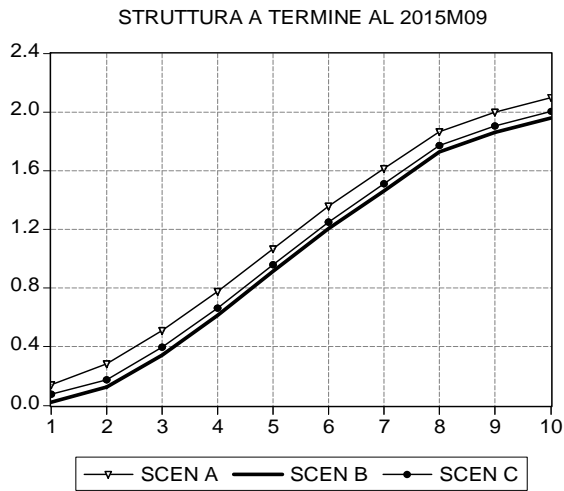
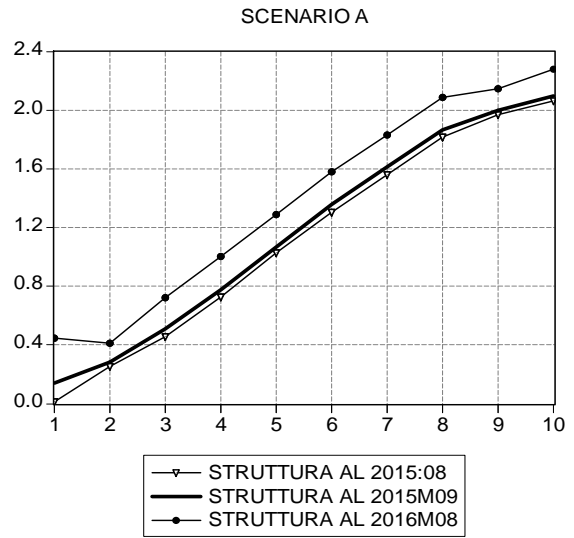
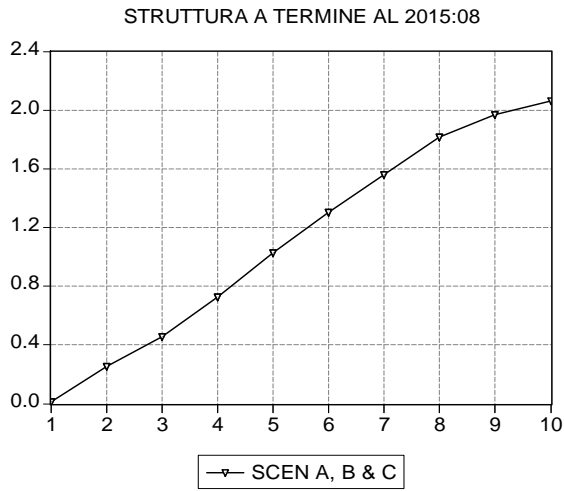
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**



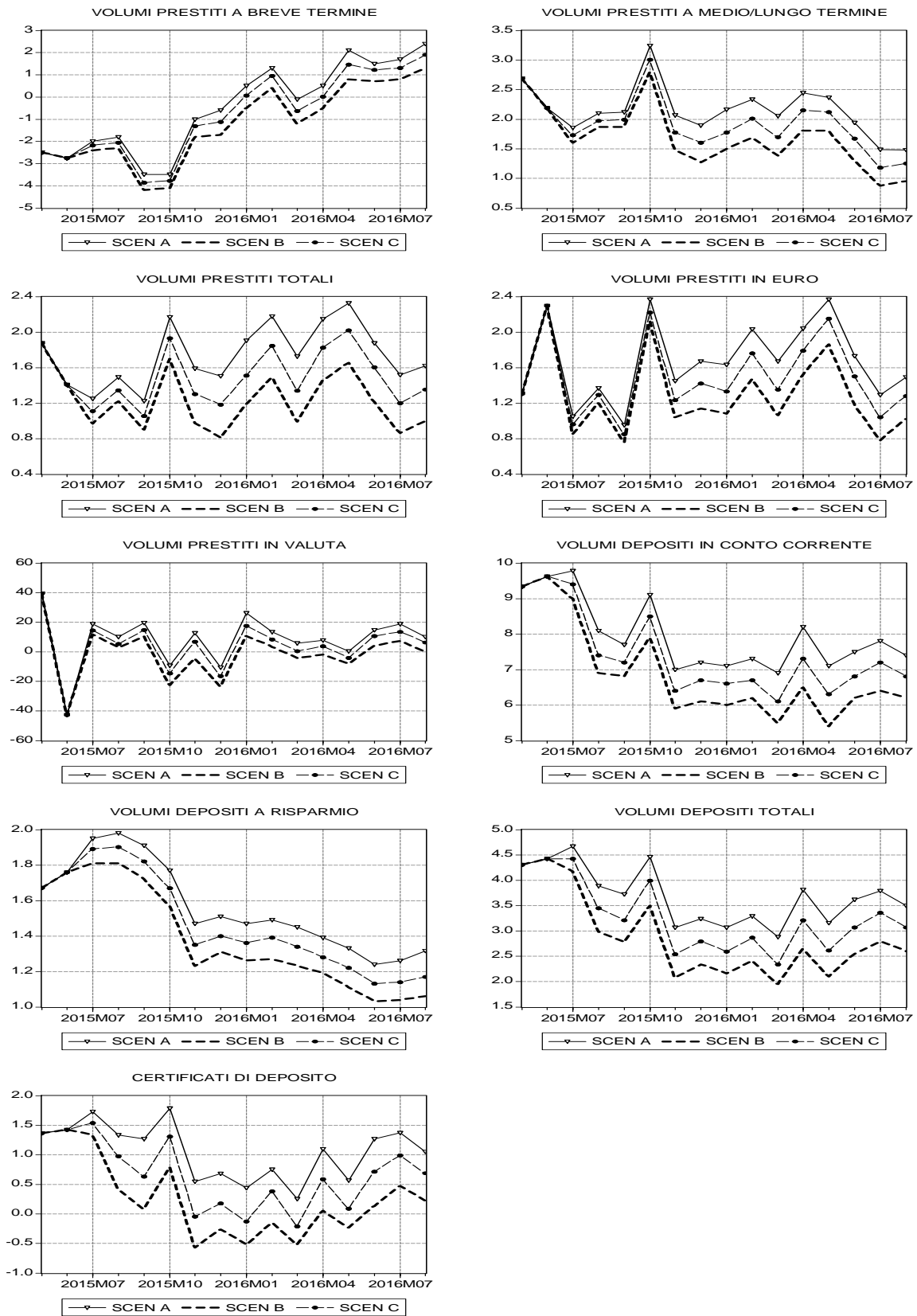
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**



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



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



SCENARIO A	15 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	16 8
<b>ESOGENE</b>																			
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	1216	1273	1266	1297	1238	1297	1216	1269	1277	1249	1257	1232	1195	1224	1202	1180	1217	1197	1149
Produzione Industriale	-0.2	0.9	-0.2	2.4	-0.3	1.7	2.3	2.6	2.3	2.5	2.7	2.9	2.4	2.3	2.7	1.4	3.0	1.5	1.6
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.1	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.3	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
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	0.00	-0.02	-0.06	-0.10	-0.10	-0.14	-0.16	-0.16	-0.16	-0.16	-0.16	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17
T. Interb. 1m lett.	-0.01	-0.01	-0.04	-0.06	-0.07	-0.08	-0.10	-0.10	-0.10	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.07
T. Interb. 3m lett.	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	-0.01	0.00	0.00	0.01	0.01	0.02
T. Interb. 6m lett.	0.09	0.08	0.06	0.05	0.06	0.06	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07	0.07	0.08	0.08	0.09	0.09	0.09
T. Depositi medio	0.66	0.65	0.62	0.67	0.61	0.60	0.62	0.61	0.64	0.66	0.64	0.64	0.64	0.66	0.64	0.64	0.65	0.67	0.68
T. Prestiti medio	3.60	3.53	3.49	3.43	3.42	3.41	3.40	3.40	3.40	3.42	3.43	3.42	3.43	3.45	3.43	3.43	3.44	3.45	3.46
T.prest. medio - T.dep. medio	2.94	2.88	2.87	2.76	2.81	2.81	2.79	2.79	2.77	2.76	2.79	2.78	2.80	2.79	2.80	2.79	2.80	2.78	2.78
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(*)</sup>	0.03	-0.01	-0.05	-0.06	-0.02	-0.06	-0.06	-0.05	-0.03	-0.01	-0.02	0.00	0.02	-0.01	-0.01	0.02	0.02	0.05	0.07
T. BOT comp. lordo 6m	0.09	0.04	0.00	0.00	0.06	0.01	0.01	0.02	0.07	0.10	0.09	0.13	0.17	0.13	0.13	0.17	0.19	0.24	0.27
T. BOT comp. lordo 12m	0.21	0.08	0.01	0.03	0.06	0.13	0.01	0.14	0.16	0.24	0.29	0.31	0.34	0.33	0.37	0.36	0.38	0.41	0.45
Rendistat lordo	1.15	0.90	0.94	1.26	1.57	1.43	1.51	1.56	1.52	1.56	1.59	1.60	1.66	1.63	1.60	1.65	1.66	1.67	1.71
Rendistat netto	1.01	0.79	0.82	1.10	1.37	1.25	1.32	1.37	1.33	1.37	1.39	1.40	1.45	1.43	1.40	1.44	1.45	1.46	1.50
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	0.31	0.29	0.31	0.39	0.68	0.34	0.46	0.51	0.43	0.47	0.52	0.48	0.62	0.55	0.59	0.67	0.62	0.69	0.72
Rend. BTP a 5 anni	0.62	0.61	0.71	0.93	1.32	0.86	1.03	1.07	0.99	1.02	1.07	1.04	1.17	1.12	1.16	1.24	1.19	1.25	1.29
Rend. BTP a 7 anni	1.00	0.94	1.12	1.45	1.89	1.36	1.56	1.61	1.54	1.58	1.63	1.60	1.72	1.67	1.71	1.79	1.74	1.80	1.83
Rend. BTP a 10 anni	1.39	1.30	1.54	1.91	2.44	1.85	2.06	2.10	2.03	2.06	2.10	2.06	2.18	2.13	2.17	2.24	2.19	2.25	2.28
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2307.290	2332.890	2320.730	2318.033	2339.429	2333.855	2319.001	2326.207	2330.360	2344.062	2348.70	2358.80	2357.53	2373.10	2370.58	2371.97	2383.28	2369.29	2356.57
Prestiti in euro	2277.529	2302.299	2277.905	2270.475	2313.305	2303.134	2284.124	2285.927	2294.972	2311.436	2321.018	2326.31	2323.763	2340.75	2324.37	2324.29	2353.32	2332.84	2318.16
Prestiti in valuta	29.761	30.591	42.825	47.558	26.124	30.722	34.877	40.281	35.389	32.627	27.686	32.482	33.764	32.357	46.204	47.682	29.960	36.451	38.411
Prestiti a breve	353.729	357.385	353.148	346.421	355.719	356.527	349.476	353.948	349.232	352.466	357.518	361.743	358.327	357.028	354.914	353.696	361.055	362.588	357.864
Prestiti a m / l	1953.561	1975.505	1967.582	1971.612	1983.710	1977.328	1969.525	1972.260	1981.129	1991.596	1991.186	1997.054	1999.200	2016.077	2015.665	2018.271	2022.230	2006.707	1998.705
Depositi totali	2175.941	2201.881	2183.687	2194.890	2204.296	2208.453	2204.668	2200.801	2222.508	2223.809	2230.337	2244.868	2247.529	2265.295	2266.885	2264.249	2284.092	2292.154	2281.832
Depositi in c / c	808.759	815.068	821.775	836.219	832.974	836.536	837.218	838.912	849.288	856.379	867.239	870.562	867.798	871.308	889.161	895.591	895.447	901.786	899.172
Depositi a risparmio	304.003	304.418	303.595	303.185	303.401	303.076	304.164	304.343	303.741	304.459	307.119	308.083	308.533	308.832	307.815	307.217	307.163	306.895	308.164
Certif. deposito	1063.179	1082.395	1058.317	1055.486	1067.921	1068.842	1063.287	1057.547	1069.479	1062.972	1055.979	1066.222	1071.198	1085.155	1069.910	1061.441	1081.481	1083.473	1074.496
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	-0.18	0.43	1.18	1.87	1.41	1.25	1.49	1.22	2.17	1.59	1.51	1.90	2.18	1.72	2.15	2.33	1.87	1.52	1.62
Prestiti in euro	0.23	0.45	1.11	1.30	2.29	1.05	1.37	0.95	2.37	1.45	1.67	1.63	2.03	1.67	2.04	2.37	1.73	1.29	1.49
Prestiti in valuta	-24.21	-1.32	4.63	39.51	-42.68	18.89	10.02	19.62	-9.36	12.73	-10.58	26.17	13.45	5.77	7.89	0.26	14.68	18.65	10.13
Prestiti a breve	-2.99	-1.95	-2.49	-2.50	-2.75	-2.00	-1.80	-3.50	-3.50	-1.00	-0.60	0.50	1.30	-0.10	0.50	2.10	1.50	1.70	2.40
Prestiti a m / l	0.34	0.87	1.87	2.68	2.19	1.86	2.10	2.12	3.24	2.06	1.89	2.16	2.34	2.05	2.44	2.37	1.94	1.49	1.48
Depositi totali	2.95	3.29	3.61	4.30	4.42	4.67	3.89	3.72	4.46	3.07	3.24	3.07	3.29	2.88	3.81	3.16	3.62	3.79	3.50
Depositi in c / c	10.15	9.10	9.31	9.33	9.62	9.79	8.09	7.70	9.10	7.00	7.20	7.10	7.30	6.90	8.20	7.10	7.50	7.80	7.40
Depositi a risparmio	1.11	1.28	1.47	1.67	1.76	1.95	1.98	1.91	1.77	1.47	1.51	1.47	1.49	1.45	1.39	1.33	1.24	1.26	1.32
Certif. deposito	-1.43	-0.16	0.16	1.37	1.42	1.73	1.33	1.27	1.79	0.55	0.68	0.44	0.75	0.26	1.10	0.56	1.27	1.37	1.05

(\*) 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 31/08/2015.

SCENARIO B	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	16 8
<b>ESOGENE</b>																			
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	1216	1273	1266	1297	1238	1297	1216	1150	1124	1109	1093	1086	1035	1059	1034	1001	1035	1027	979
Produzione Industriale	-0.2	0.9	-0.2	2.4	-0.3	0.9	0.9	1.0	0.6	0.6	0.6	1.0	0.5	0.5	0.9	-0.5	1.1	0.2	0.7
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.1	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.3	0.5	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
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	0.00	-0.02	-0.06	-0.10	-0.10	-0.14	-0.16	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.18	-0.18	-0.18	-0.18	-0.18	-0.18
T. Interb. 1m lett.	-0.01	-0.01	-0.04	-0.06	-0.07	-0.08	-0.10	-0.11	-0.11	-0.11	-0.11	-0.11	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
T. Interb. 3m lett.	0.03	0.02	0.00	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.04	-0.04	-0.04	-0.03	-0.03	-0.02	-0.02
T. Interb. 6m lett.	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	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07
T. Depositi medio	0.66	0.65	0.62	0.67	0.61	0.60	0.58	0.57	0.57	0.57	0.55	0.56	0.56	0.57	0.56	0.55	0.55	0.57	0.58
T. Prestiti medio	3.60	3.53	3.49	3.43	3.42	3.41	3.39	3.38	3.36	3.35	3.36	3.36	3.38	3.39	3.37	3.36	3.37	3.38	3.38
T.prest.medio - T.dep.medio	2.94	2.88	2.87	2.76	2.81	2.81	2.81	2.82	2.79	2.78	2.81	2.80	2.82	2.81	2.82	2.81	2.82	2.81	2.80
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(*)</sup>	0.03	-0.01	-0.05	-0.06	-0.02	-0.06	-0.06	-0.11	-0.13	-0.12	-0.11	-0.07	-0.06	-0.09	-0.10	-0.08	-0.08	-0.06	-0.04
T. BOT comp. lordo 6m	0.09	0.04	0.00	0.00	0.06	0.01	0.01	-0.06	-0.08	-0.07	-0.05	0.03	0.04	0.00	-0.01	0.02	0.02	0.06	0.10
T. BOT comp. lordo 12m	0.21	0.08	0.01	0.03	0.06	0.13	0.01	0.02	0.01	0.04	0.08	0.12	0.14	0.10	0.12	0.15	0.13	0.17	0.21
Rendistat lordo	1.15	0.90	0.94	1.26	1.57	1.43	1.51	1.36	1.29	1.27	1.30	1.31	1.34	1.29	1.32	1.38	1.32	1.37	1.42
Rendistat netto	1.01	0.79	0.82	1.10	1.37	1.25	1.32	1.19	1.13	1.11	1.14	1.15	1.17	1.13	1.16	1.20	1.16	1.20	1.24
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	0.31	0.29	0.31	0.39	0.68	0.34	0.46	0.34	0.23	0.24	0.21	0.23	0.30	0.23	0.29	0.35	0.29	0.34	0.39
Rend. BTP a 5 anni	0.62	0.61	0.71	0.93	1.32	0.86	1.03	0.91	0.80	0.80	0.77	0.79	0.85	0.79	0.84	0.91	0.85	0.89	0.94
Rend. BTP a 7 anni	1.00	0.94	1.12	1.45	1.89	1.36	1.56	1.46	1.36	1.37	1.35	1.36	1.43	1.37	1.42	1.48	1.42	1.47	1.51
Rend. BTP a 10 anni	1.39	1.30	1.54	1.91	2.44	1.85	2.06	1.96	1.85	1.85	1.82	1.83	1.89	1.83	1.88	1.93	1.88	1.92	1.96
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2307.290	2332.890	2320.730	2318.033	2339.429	2327.401	2312.831	2318.760	2319.617	2329.737	2332.53	2342.21	2341.74	2355.96	2354.49	2356.33	2367.73	2347.41	2335.96
Prestiti in euro	2277.529	2302.299	2277.905	2270.475	2313.305	2298.575	2280.293	2281.624	2289.367	2302.094	2308.918	2313.72	2311.009	2326.70	2312.53	2312.71	2340.60	2316.50	2303.55
Prestiti in valuta	29.761	30.591	42.825	47.558	26.124	28.826	32.538	37.136	30.250	27.642	23.612	28.484	30.728	29.252	41.963	43.627	27.129	30.908	32.407
Prestiti a breve	353.729	357.385	353.148	346.421	355.719	355.072	347.697	351.380	347.060	349.618	353.562	358.143	355.144	353.096	351.382	349.192	358.209	357.912	352.217
Prestiti a m / l	1953.561	1975.505	1967.582	1971.612	1983.710	1972.329	1965.135	1967.380	1972.557	1980.119	1978.969	1984.066	1986.593	2002.859	2003.110	2007.141	2009.521	1989.500	1983.743
Depositi totali	2175.941	2201.881	2183.687	2194.890	2204.296	2197.904	2185.357	2180.856	2202.083	2202.449	2210.894	2225.048	2228.381	2244.818	2241.336	2240.983	2260.506	2259.225	2242.176
Depositi in c / c	808.759	815.068	821.775	836.219	832.974	830.546	827.989	831.902	839.946	847.575	858.341	861.621	858.902	859.897	875.190	881.375	884.618	883.701	879.324
Depositi a risparmio	304.003	304.418	303.595	303.185	303.401	302.660	303.656	303.776	303.144	303.739	306.513	307.446	307.864	308.162	307.208	306.550	306.526	305.807	306.875
Certif. deposito	1063.179	1082.395	1058.317	1055.486	1067.921	1064.698	1053.712	1045.179	1058.992	1051.136	1046.040	1055.981	1061.615	1076.759	1058.938	1053.058	1069.361	1069.717	1055.977
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	-0.18	0.43	1.18	1.87	1.41	0.97	1.22	0.90	1.70	0.97	0.81	1.19	1.49	0.99	1.45	1.65	1.21	0.86	1.00
Prestiti in euro	0.23	0.45	1.11	1.30	2.29	0.85	1.20	0.76	2.12	1.04	1.14	1.08	1.47	1.06	1.52	1.86	1.18	0.78	1.02
Prestiti in valuta	-24.21	-1.32	4.63	39.51	-42.68	11.55	2.64	10.28	-22.52	-4.49	-23.73	10.64	3.25	-4.38	-2.01	-8.27	3.85	7.22	-0.40
Prestiti a breve	-2.99	-1.95	-2.49	-2.50	-2.75	-2.40	-2.30	-4.20	-4.10	-1.80	-1.70	-0.50	0.40	-1.20	-0.50	0.80	0.70	0.80	1.30
Prestiti a m / l	0.34	0.87	1.87	2.68	2.19	1.60	1.87	1.87	2.79	1.48	1.27	1.50	1.69	1.38	1.81	1.80	1.30	0.87	0.95
Depositi totali	2.95	3.29	3.61	4.30	4.42	4.17	2.98	2.78	3.50	2.08	2.34	2.16	2.41	1.95	2.64	2.10	2.55	2.79	2.60
Depositi in c / c	10.15	9.10	9.31	9.33	9.62	9.00	6.90	6.80	7.90	5.90	6.10	6.00	6.20	5.50	6.50	5.40	6.20	6.40	6.20
Depositi a risparmio	1.11	1.28	1.47	1.67	1.76	1.81	1.81	1.72	1.57	1.23	1.31	1.26	1.27	1.23	1.19	1.11	1.03	1.04	1.06
Certif. deposito	-1.43	-0.16	0.16	1.37	1.42	1.33	0.42	0.08	0.79	-0.57	-0.26	-0.52	-0.15	-0.52	0.06	-0.23	0.13	0.47	0.21

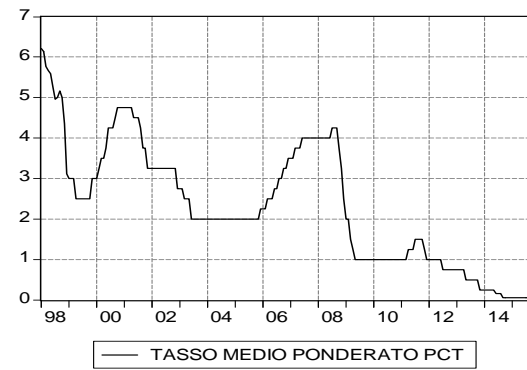
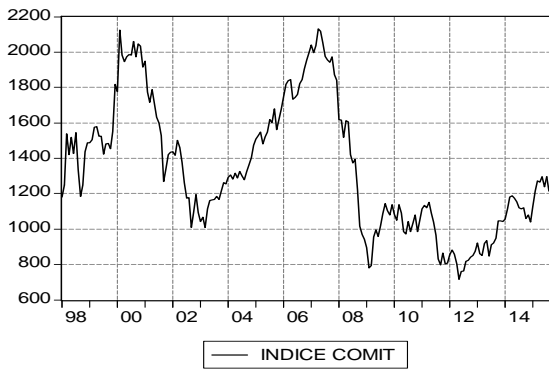
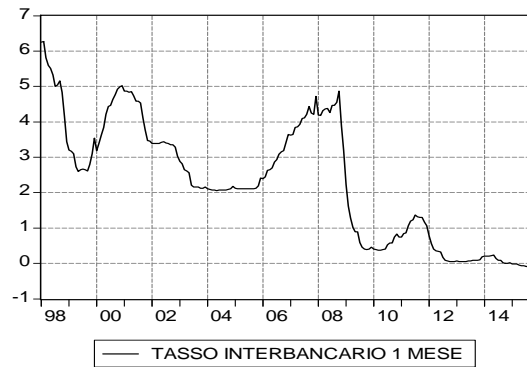
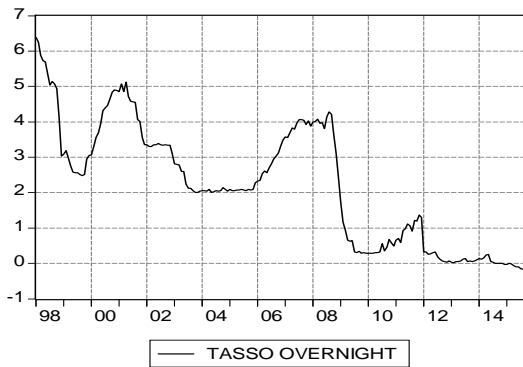
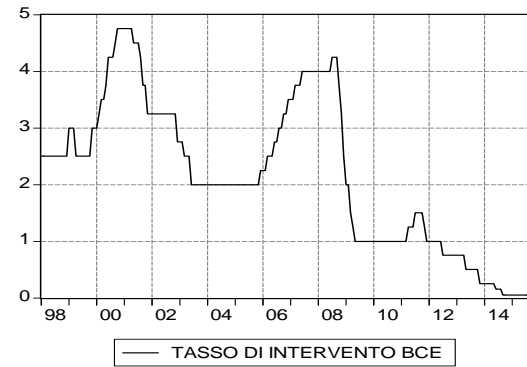
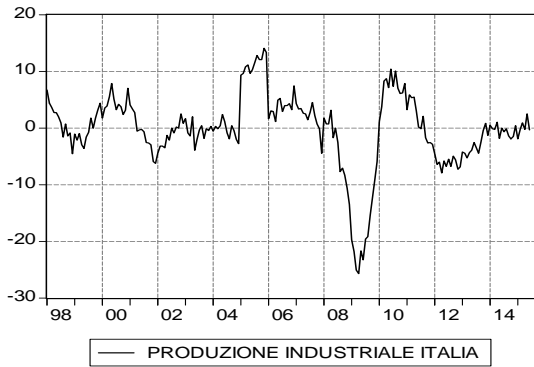
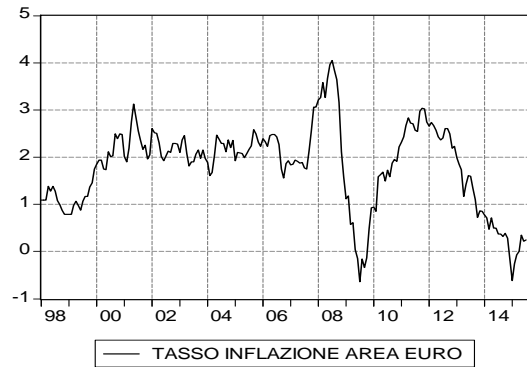
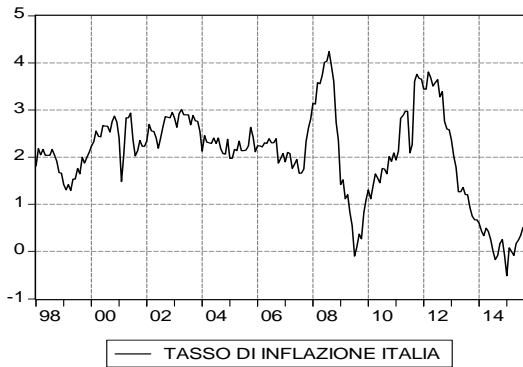
(\*) Il rendimento dei BOT a 3 mesi, in assenza d'asta, è stimato. I dati storici sono in grigio scuro, gli stimati in grigio chiaro.  
I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 31/08/2015.



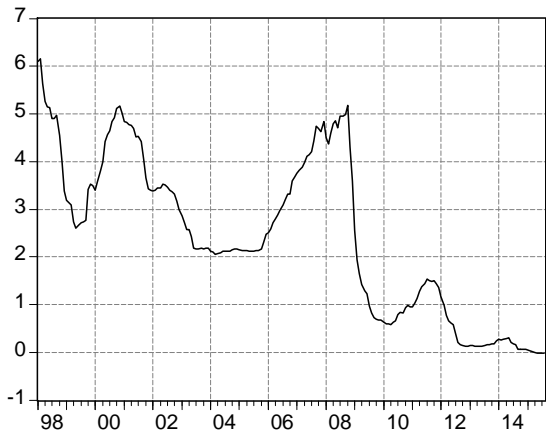
SCENARIO C	15 2	15 3	15 4	15 5	15 6	15 7	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT	1216	1273	1266	1297	1238	1297	1216	1238	1222	1200	1185	1175	1136	1165	1146	1130	1158	1138	1094
Produzione Industriale	-0.2	0.9	-0.2	2.4	-0.3	1.2	1.6	1.8	1.3	1.4	1.7	2.1	1.6	1.6	2.0	0.6	2.3	1.0	1.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.1	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
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	0.00	-0.02	-0.06	-0.10	-0.10	-0.14	-0.16	-0.16	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17
T. Interb. 1m lett.	-0.01	-0.01	-0.04	-0.06	-0.07	-0.08	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	-0.08
T. Interb. 3m lett.	0.03	0.02	0.00	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	-0.04	-0.04	-0.04	-0.04	-0.04	-0.03	-0.03	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	0.00
T. Interb. 6m lett.	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	0.07	0.07	0.07	0.08	0.08
T. Depositi medio	0.66	0.65	0.62	0.67	0.61	0.60	0.60	0.59	0.60	0.61	0.58	0.59	0.59	0.61	0.59	0.59	0.59	0.61	0.62
T. Prestiti medio	3.60	3.53	3.49	3.43	3.42	3.41	3.39	3.39	3.38	3.38	3.38	3.38	3.40	3.41	3.40	3.39	3.40	3.40	3.41
T.prest.medio - T.dep.medio	2.94	2.88	2.87	2.76	2.81	2.81	2.80	2.80	2.78	2.77	2.80	2.79	2.81	2.80	2.81	2.80	2.81	2.79	2.79
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(*)</sup>	0.03	-0.01	-0.05	-0.06	-0.02	-0.06	-0.06	-0.08	-0.09	-0.08	-0.07	-0.03	-0.02	-0.05	-0.06	-0.03	-0.04	-0.01	0.02
T. BOT comp. lordo 6m	0.09	0.04	0.00	0.00	0.06	0.01	0.01	-0.01	-0.02	-0.01	0.02	0.08	0.11	0.07	0.05	0.09	0.09	0.13	0.19
T. BOT comp. lordo 12m	0.21	0.08	0.01	0.03	0.06	0.13	0.01	0.08	0.07	0.12	0.17	0.21	0.26	0.23	0.25	0.29	0.27	0.30	0.35
Rendistat lordo	1.15	0.90	0.94	1.26	1.57	1.43	1.51	1.46	1.40	1.38	1.39	1.41	1.44	1.41	1.42	1.47	1.47	1.49	1.54
Rendistat netto	1.01	0.79	0.82	1.10	1.37	1.25	1.32	1.28	1.22	1.20	1.21	1.23	1.26	1.23	1.24	1.29	1.29	1.30	1.34
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	0.31	0.29	0.31	0.39	0.68	0.34	0.46	0.40	0.32	0.33	0.33	0.34	0.41	0.33	0.38	0.45	0.39	0.46	0.51
Rend. BTP a 5 anni	0.62	0.61	0.71	0.93	1.32	0.86	1.03	0.96	0.89	0.89	0.89	0.90	0.96	0.89	0.94	1.00	0.95	1.02	1.06
Rend. BTP a 7 anni	1.00	0.94	1.12	1.45	1.89	1.36	1.56	1.51	1.45	1.46	1.46	1.47	1.53	1.46	1.51	1.57	1.52	1.58	1.62
Rend. BTP a 10 anni	1.39	1.30	1.54	1.91	2.44	1.85	2.06	2.00	1.93	1.93	1.93	1.93	1.99	1.92	1.96	2.02	1.98	2.03	2.07
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2307.290	2332.890	2320.730	2318.033	2339.429	2330.628	2315.671	2322.311	2324.921	2337.309	2341.14	2349.71	2349.85	2364.12	2363.08	2364.83	2376.89	2358.53	2346.93
Prestiti in euro	2277.529	2302.299	2277.905	2270.475	2313.305	2301.082	2282.321	2283.662	2291.609	2306.423	2315.310	2319.45	2317.614	2333.38	2318.68	2319.29	2348.00	2325.01	2311.53
Prestiti in valuta	29.761	30.591	42.825	47.558	26.124	29.546	33.349	38.649	33.312	30.886	25.829	30.267	32.231	30.743	44.398	45.537	28.881	33.512	35.397
Prestiti a breve	353.729	357.385	353.148	346.421	355.719	355.863	348.560	352.618	348.220	351.331	355.614	360.180	357.083	355.128	353.171	351.456	360.036	360.483	355.182
Prestiti a m / 1	1953.561	1975.505	1967.582	1971.612	1983.710	1974.765	1967.111	1969.694	1976.701	1985.978	1985.526	1989.534	1992.762	2008.995	2009.906	2013.371	2016.850	1998.042	1991.750
Depositi totali	2175.941	2201.881	2183.687	2194.890	2204.296	2203.310	2195.331	2189.980	2212.508	2212.374	2220.616	2234.413	2238.391	2253.405	2253.783	2252.177	2271.968	2277.341	2262.728
Depositi in c / c	808.759	815.068	821.775	836.219	832.974	833.594	831.861	835.017	844.617	851.577	863.194	866.498	862.946	864.787	881.765	888.901	889.616	893.613	888.428
Depositi a risparmio	304.003	304.418	303.595	303.185	303.401	302.898	303.925	304.074	303.442	304.099	306.786	307.749	308.229	308.497	307.481	306.884	306.829	306.351	307.481
Certif. deposito	1063.179	1082.395	1058.317	1055.486	1067.921	1066.818	1059.545	1050.888	1064.448	1056.699	1050.635	1060.166	1067.216	1080.121	1064.538	1056.392	1075.522	1077.378	1066.819
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	-0.18	0.43	1.18	1.87	1.41	1.11	1.34	1.05	1.93	1.30	1.18	1.51	1.84	1.34	1.82	2.02	1.60	1.20	1.35
Prestiti in euro	0.23	0.45	1.11	1.30	2.29	0.96	1.29	0.85	2.22	1.23	1.42	1.33	1.76	1.35	1.79	2.15	1.50	1.04	1.28
Prestiti in valuta	-24.21	-1.32	4.63	39.51	-42.68	14.34	5.20	14.77	-14.68	6.71	-16.57	17.56	8.30	0.50	3.67	-4.25	10.55	13.43	6.14
Prestiti a breve	-2.99	-1.95	-2.49	-2.50	-2.75	-2.18	-2.06	-3.86	-3.78	-1.32	-1.13	0.07	0.95	-0.63	0.01	1.45	1.21	1.30	1.90
Prestiti a m / 1	0.34	0.87	1.87	2.68	2.19	1.73	1.97	1.99	3.01	1.78	1.60	1.78	2.01	1.70	2.15	2.12	1.67	1.18	1.25
Depositi totali	2.95	3.29	3.61	4.30	4.42	4.43	3.45	3.21	3.99	2.54	2.79	2.59	2.87	2.34	3.21	2.61	3.07	3.36	3.07
Depositi in c / c	10.15	9.10	9.31	9.33	9.62	9.40	7.40	7.20	8.50	6.40	6.70	6.60	6.70	6.10	7.30	6.30	6.80	7.20	6.80
Depositi a risparmio	1.11	1.28	1.47	1.67	1.76	1.89	1.90	1.82	1.67	1.35	1.40	1.36	1.39	1.34	1.28	1.22	1.13	1.14	1.17
Certif. deposito	-1.43	-0.16	0.16	1.37	1.42	1.54	0.97	0.63	1.31	-0.04	0.17	-0.13	0.38	-0.21	0.59	0.09	0.71	0.99	0.69

(\*) Il rendimento dei BOT a 3 mesi, in assenza d'asta, è stimato. I dati storici sono in grigio scuro, gli stimati in grigio chiaro.  
I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 31/08/2015.

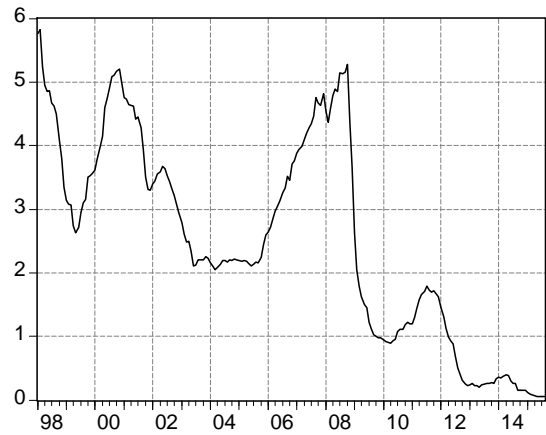
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



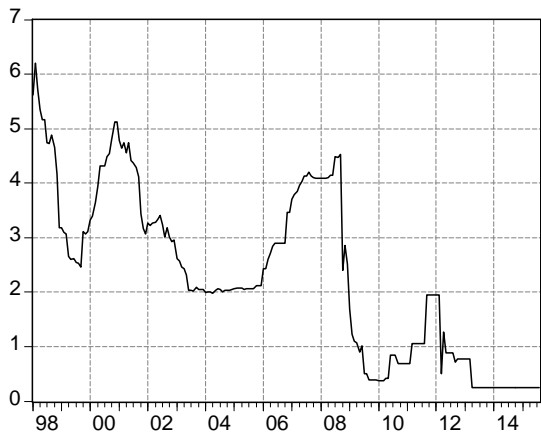
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



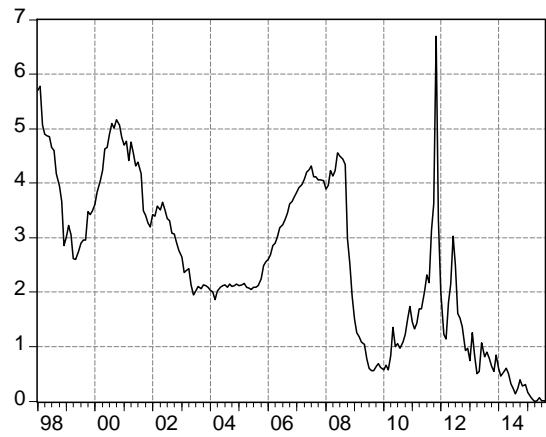
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI (LIBOR)



— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI



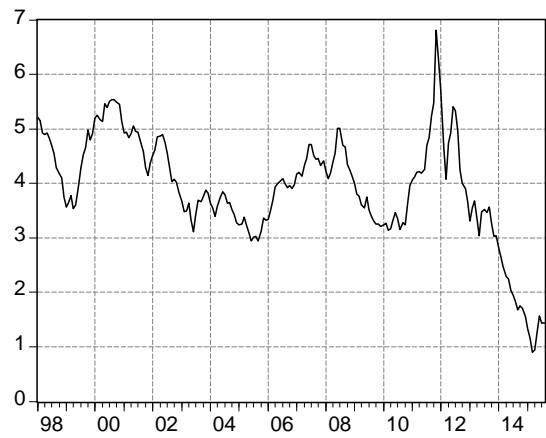
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO

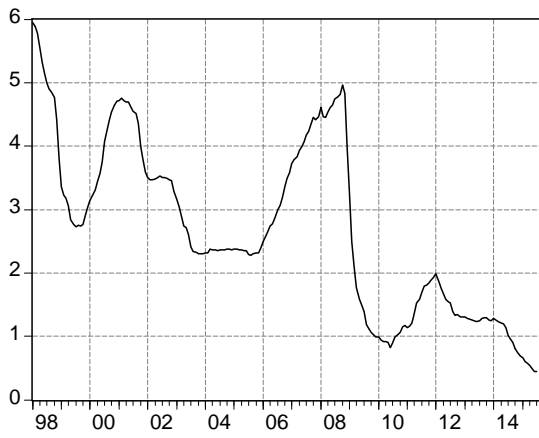


— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO

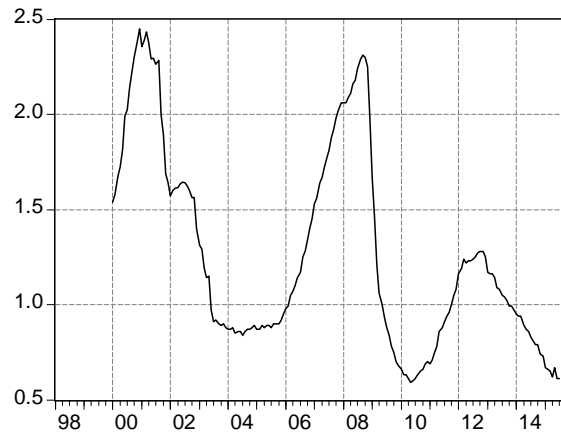


— RENDISTAT LORDO

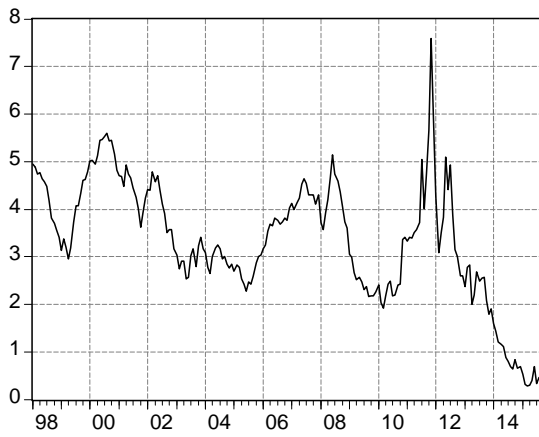
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



— TASSO PRESTITI MINIMO



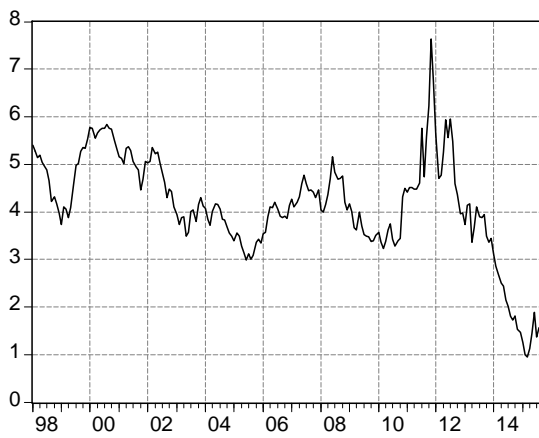
— TASSO DEPOSITI MEDIO



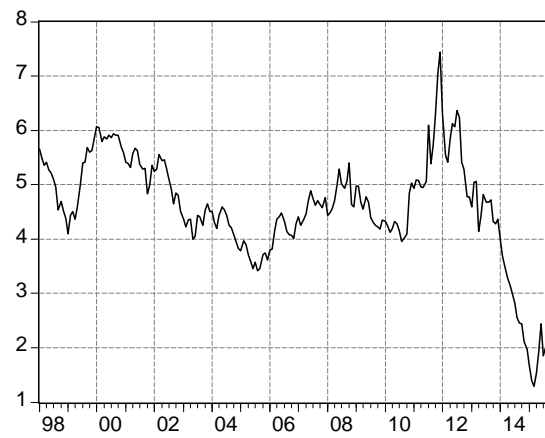
— RENDIMENTO A 3 ANNI



— RENDIMENTO A 5 ANNI



— RENDIMENTO A 7 ANNI



— RENDIMENTO A 10 ANNI

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

