



MEFIM

MODELLO ECONOMETRICO FINANZIARIO INTERNAZIONALE MENSILE

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

I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 30/09/2015

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 settembre 2015.

Nell'individuazione della struttura ottimale si sono sottoposti a verifica empirica i concetti della teoria economica e finanziaria tramite l'analisi econometrica. In particolare l'uso dell'analisi di cointegrazione è stato in grado di mettere in evidenza la struttura che nel lungo periodo governa i tassi di interesse, i depositi e gli impieghi bancari al fine di poter inserire nel modello equazioni nella forma ECM (Error Correction Mechanism).

Gli scenari di coerenza, come risultato del modello, vengono forniti mensilmente sulla base di simulazioni che tengono conto delle nuove informazioni derivanti dall'aggiornamento dei dati.

Con la stessa frequenza GRETA riunisce il proprio Comitato Finanza formato da docenti dell'Università "Ca' Foscari" di Venezia e da esperti del settore bancario al fine di valutare gli andamenti prospettici delle variabili esogene del modello e verificare la coerenza dei risultati sulle variabili endogene ottenute da MEFIM.

SCENARI MACROECONOMICI

Il contesto economico globale dell'ultimo mese è stato caratterizzato da un ridimensionamento dei portafogli, per incorporare la minore crescita globale in atto. Nell'Eurozona la ripresa continua, seppur a un ritmo più debole del previsto, a causa del rallentamento dei mercati emergenti. Considerando l'intensificarsi dei rischi al ribasso, la BCE ha tagliato le stime di crescita (+1,4% nel 2015, +1,7% nel 2016 e +1,8% nel 2017) e d'inflazione (+0,1% nel 2015, +1,1% nel 2016 e +1,7% nel 2017) per il triennio 2015-2017. Draghi ha annunciato la decisione di alzare dal 25% al 33% la quota di titoli di Stato acquistabili dalla BCE per ogni emissione, mantenendo però invariato il tetto dei 60 miliardi mensili. Ha precisato, inoltre, che il QE è flessibile e può essere ampliato o allungato oltre settembre 2016, se necessario. Quest'ultima comunicazione non ha portato nulla di nuovo rispetto a quanto già dichiarato in precedenza. A nostro avviso, per il momento, non ci saranno modifiche al QE. La dichiarazione del governatore potrebbe avere l'obiettivo di mantenere l'euro debole, per avvantaggiare le esportazioni, che rappresentano al momento il motore della crescita economica europea. I riflettori, questo mese, erano rivolti sulla riunione della FOMC del 16-17 settembre. Il tanto atteso rialzo dei tassi è stato nuovamente rinviato. La Fed ha ribadito che, molto probabilmente, il primo intervento avverrà entro la fine del 2015. Yellen, se da una parte, ha riconosciuto la progressione dell'economia statunitense, dall'altra, ha rilevato la debolezza della situazione internazionale. In queste condizioni, a fronte dell'aumento dei rischi esterni, si è ritenuto più opportuno aspettare per monitorare gli sviluppi delle economie emergenti. Rimane però l'incertezza sul "quando" avverrà questo rialzo: ottobre o dicembre. La situazione in Cina è ancora problematica. I nuovi dati riaffermano il rallentamento, con ripercussioni sui paesi emergenti, e attraverso la diminuzione della domanda da parte di questi ultimi, anche sugli industrializzati. I prezzi più bassi delle materie prime stanno generando ripetute tempeste sul mercato delle valute dei paesi esportatori. Alcuni di questi, infatti, si trovano in fase di stagnazione o recessione, con minori riserve valutarie, elevata inflazione e monete deboli, come sta accadendo in Brasile. Qui il governo, inspiegabilmente, ha deciso di adottare una manovra fiscale restrittiva, nonostante la recessione in atto. Questo potrebbe contribuire a generare nuove incertezze e instabilità nei mercati nei prossimi mesi. Considerata quindi la debolezza del contesto internazionale, immutata, se non peggiorata rispetto a settembre, la riunione del FOMC di ottobre ci appare ancora troppo vicina per il primo rialzo dei tassi statunitensi. L'intervento della Fed, se fatto a ottobre, potrebbe provocare un nuovo stress sugli emergenti, e non solo, alimentando il rallentamento dell'economia globale già in atto. Uno scenario nel quale la crescita mondiale fosse pesantemente ridimensionata, con tassi di variazione del PIL statunitense molto più contenuti degli attuali, sarebbe difficilmente gestibile da parte della Fed, che ha già attuato tre round di QE. Dall'altro lato, un intervento non tempestivo sui tassi potrebbe mettere la Fed di fronte a uno scenario caratterizzato da maggior inflazione, situazione a nostro avviso più governabile. Da qualche mese la variazione del CPI core è stabile all'1,8% a/a. I prezzi del petrolio continuano a mantenersi bassi, oscillando attorno ai 50 dollari al barile, e tale trend dovrebbe perdurare nel lungo periodo. Al momento non sembra sussistere quindi alcun rischio di pressione inflazionistica dal mercato dei beni. Qualche preoccupazione potrebbe derivare dal mercato del lavoro, poiché il livello di piena occupazione non è lontano, tuttavia la crescita dei salari medi orari è ancora molto più lenta rispetto a quella pre-crisi. Le probabilità di un intervento alla riunione di ottobre sono, a nostro avviso, limitate e riteniamo che la decisione potrebbe arrivare a dicembre. Un altro elemento che potrebbe creare turbolenze è il possibile shutdown degli uffici pubblici statunitensi, che già nel 2013 aveva avuto effetti rilevanti sulla crescita. La causa, questa volta, potrebbe essere la negata approvazione del budget da parte della frangia estremista conservatrice, come protesta al finanziamento dell'organizzazione Planned Parenthood, favorevole alla legislazione abortista. È verosimile che la Fed, prima di intervenire, attenda di valutare al meglio anche le condizioni domestiche.

USA

Il tanto atteso rialzo dei tassi è stato nuovamente rinviato. La Fed ha ribadito che, molto probabilmente, il primo intervento avverrà entro la fine del 2015. Yellen, se da una parte, ha riconosciuto la progressione dell'economia statunitense, dall'altra, ha rilevato la debolezza della situazione internazionale.

L'ultima lettura del PIL del secondo trimestre rivede verso l'alto la stima dal 3,7% t/t al 3,9% t/t, superando anche le attese (+3,7% t/t). A livello annuale, invece, la variazione rimane al 2,7% a/a. La crescita poggia soprattutto sui consumi privati, aumentati del 3,6% t/t e del 3,3% a/a (stima precedente +3,1% sia t/t sia a/a). Gli investimenti fissi, secondo l'ultima lettura, sono cresciuti del 5,1% t/t e del 4,7% a/a (dal +4,1% t/t e +4,4% a/a). La componente residenziale è aumentata del 9,4% t/t e dell'8,2% a/a e quella non residenziale del 4,1% t/t e del 3,8% a/a. Hanno registrato variazioni positive sia le esportazioni (+5,1% t/t e +1,5% a/a) sia le importazioni (+3% t/t e +4,8% a/a). Per quanto riguarda i contributi alla crescita, l'apporto dei consumi privati è stato nettamente superiore agli altri (+2,42% t/t). Il contributo degli investimenti fissi è stato dello

0,83% t/t, debole in particolare quello dei residenziali (+0,3% t/t). Quasi nullo l'apporto delle scorte (+0,02% t/t). Il canale estero ha inciso per lo 0,18% t/t, per effetto del buon bilanciamento tra i flussi di esportazione e importazione. La spesa pubblica è tornata ad avere un impatto positivo sulla variazione del PIL (+0,46% t/t). I dati relativi al commercio estero di luglio segnalano un aumento delle esportazioni dello 0,43% m/m (-0,09% m/m a giugno) e una contrazione delle importazioni dell'1,09% m/m (+1,08% m/m il precedente) portando il deficit della bilancia commerciale a -41,86 miliardi di dollari. I dati dal mercato del lavoro, ancora riferiti ad agosto, sono abbastanza buoni. Il tasso di disoccupazione è sceso al 5,1%, dal precedente 5,3%, oltre le attese che lo vedevano al 5,2%. Si è vicini alla soglia di pieno impiego, che per qualcuno è il 5%, anche se in passato, durante l'era Bernanke, si è arrivati anche al 4,5% prima di assistere all'inversione della politica monetaria. L'occupazione nel settore non agricolo è cresciuta di 173 mila unità e nel settore privato di 140 mila. I dati sono inferiori al consenso, rispettivamente di 212 mila e 202 mila unità e agli incrementi registrati a luglio (+245 mila e +224 mila). I dati sull'occupazione non sono pienamente soddisfacenti, poiché inferiori alla soglia di 200 mila unità e, a differenza dei mesi precedenti, è presente una parte rilevante legata al settore pubblico. Agosto, tuttavia, è un mese poco indicativo e bisognerà attendere i dati di settembre per avere un quadro migliore della situazione occupazionale. La crescita dei salari medi orari è sotto controllo e non sembra in grado, per ora, di innescare pressioni dal lato dei prezzi (+0,24% m/m, +1,9% a/a, dal precedente +0,19% m/m e +1,9% a/a, attese +0,2% m/m). Nonostante il buon andamento dell'economia statunitense e del mercato del lavoro, l'inflazione *core* è sotto l'obiettivo del 2% a/a, ferma ad agosto all'1,8% a/a contro le attese di 1,9% a/a. L'inflazione misurata sul CPI, nello stesso mese, è stabile allo 0,2% a/a. Il prezzo del petrolio continua a essere basso e, oscillando attorno ai 50 dollari al barile, aiuta a mantenere sotto controllo le pressioni inflazionistiche. A favore di un intervento della *Fed* a dicembre piuttosto che a ottobre, oltre al debole contesto internazionale e all'inflazione ancora sotto il target, vi sono anche i dati di agosto relativi all'offerta. La produzione industriale è calata dello 0,4% m/m (+0,9% a/a) dal precedente +0,9% m/m (+1,3% a/a) e gli ordini industriali sono cresciuti meno del previsto (+0,4% m/m dal precedente +2,2% m/m, attese +0,8% m/m). Gli ordini di beni durevoli hanno corretto al ribasso del 2% m/m (+1,9% m/m in luglio) e l'indice, esclusi i trasporti, è rimasto agli stessi livelli del mese precedente. L'utilizzo delle capacità produttiva ha registrato un 77,6% in agosto, in calo dal 78% di luglio. Anche gli indici di fiducia delle imprese, in agosto, hanno registrato un lieve calo: ISM manifatturiero a 51,1 da 52,7 (52,6 il consenso) e non manifatturiero a 59 da 60,3, lievemente sopra le attese (58,3). A settembre è diminuito anche l'indice NAPM di Chicago: 48,7, inferiore alle attese di 52,9 e al precedente 54,4. I dati di agosto confermano la debolezza del settore edilizio, già evidenziata dal lieve contributo alla crescita degli investimenti residenziali nel secondo trimestre (+0,3 t/t). Gli indici sono molto volatili. Se la vendita di nuove case ha registrato un aumento del 5,7% m/m, largamente superiore alle attese (+1,3% m/m) la vendita di case esistenti (-4,8% m/m da +1,8% m/m e attese di -1,4% m/m) e l'avvio di nuovi cantieri (-3% m/m da -4,1% m/m) hanno subito contrazioni importanti. Dal lato della domanda, l'indice di fiducia dei consumatori in settembre è cresciuto parecchio (da 101,3 a 103) e ben oltre le attese (93,4) tuttavia la dinamica delle vendite al dettaglio è stata debole anche se positiva (+0,2% m/m e +2,2% a/a, +0,7% m/m e +2,6% a/a in luglio). I consumi privati in agosto sono aumentati dello 0,4% m/m, più del precedente +0,3% m/m, e il reddito personale ha registrato un incremento dello 0,3% m/m, contro le attese e il valore precedente di +0,4% m/m. Ci si attende quindi che i consumi continuino, nei prossimi mesi, a supportare la crescita, senza tuttavia generare rischi inflazionistici.

GIAPPONE

La stima del PIL del secondo trimestre è stata rivista lievemente al rialzo da -0,4% t/t (+0,7% a/a) a -0,3% t/t (+0,9% a/a). La revisione ha riguardato anche i consumi privati, passati da -0,8% t/t (+0,2% a/a) a -0,7% t/t (+0,3% a/a) e gli investimenti fissi, rivisti al ribasso da +0,8% t/t (+2,2% a/a) a +0,2% t/t (+1,1% a/a). Una lieve correzione ha interessato anche il tendenziale delle importazioni (da +1% a/a a +0,9% a/a) e il congiunturale della spesa pubblica (da +0,4% t/t a +0,5% t/t). Per quanto riguarda i dati mensili del commercio estero, sia le esportazioni sia le importazioni hanno registrato in agosto una flessione, rispettivamente dello 0,36% m/m (da -0,28% m/m) e dello 0,58% m/m (da +0,98% m/m) a causa del rallentamento delle economie emergenti. Essendo diminuite più le importazioni delle esportazioni, il deficit commerciale si è ridotto, portandosi a -358,78 miliardi di yen. Dal lato dell'offerta, la produzione industriale, sempre in agosto, ha proseguito la fase di contrazione (-0,5% m/m dopo il precedente -0,8% m/m). Gli ordini di macchinari industriali in luglio (-3,6% m/m e +2,9% a/a) sono risultati molto in contrasto rispetto alle attese (+3,5% m/m e +10,3% a/a). Per quel che riguarda la fiducia delle imprese, l'indice PMI manifatturiero di settembre è sceso da 51,7 a 51 (attese di 51,2). Secondo la rilevazione di fine settembre, in luglio l'indice di fiducia delle imprese ha subito un vero crollo, passando a quota 33,3 da 80. Segnali negativi provengono anche dal lato della domanda, con le vendite al dettaglio in agosto in calo considerevole (-4% m/m e +0,8%

a/a, +4,9% m/m e +1,8% a/a il precedente). Nonostante i dati negativi, in agosto l'indice di fiducia dei consumatori è aumentato da 40,3 a 41,7. In un contesto caratterizzato da ampia incertezza, anche il Giappone sta affrontando una situazione di decrescita e deflazione. L'inflazione *core* in agosto è rimasta in territorio negativo (-0,1% a/a da -0,2% a/a) e l'indice globale, seppur positivo, è comunque molto basso (+0,2% a/a). La *BoJ* per il momento mantiene invariato l'obiettivo di ampliamento della base monetaria a 80 mila miliardi di yen, tuttavia non è escluso che adotti nuovi stimoli per far fronte al rallentamento della domanda globale.

AREA EURO

Nell'Eurozona la ripresa continua, seppur a un ritmo più debole del previsto, a causa del rallentamento dei mercati emergenti. Considerando l'intensificarsi dei rischi al ribasso, la BCE ha tagliato le stime di crescita e d'inflazione per il triennio 2015-2017.

A settembre la variazione del PIL nel secondo trimestre è stata rivista al rialzo, dallo 0,3% t/t (+1,2% a/a) allo 0,4% t/t (+1,5% a/a). Le nuove stime superano anche le attese di consenso (+0,3% t/t e +1,2% a/a). I consumi privati sono aumentati nel secondo periodo dello 0,4% t/t (+1,9% a/a) confermando l'andamento del trimestre precedente (+0,5% t/t e +1,7% a/a) mentre gli investimenti fissi sono diminuiti dello 0,5% t/t (+1,9% a/a) dopo la buona *performance* precedente (+1,4% t/t, +1,8% t/t). Le esportazioni, grazie al favore dell'euro debole, sono aumentate (+1,6% t/t, +5,2% a/a) più del trimestre precedente (+1% t/t e +4,8% a/a) mentre le importazioni, sempre positive (+1% t/t e 5,2% a/a) hanno lievemente rallentato (+1,5% t/t e +5,5% a/a nel I trim.). La crescita dell'area è supportata dai consumi privati (+0,2% t/t), dalla spesa pubblica (+0,05% t/t) ma soprattutto dal canale estero, con un apporto delle esportazioni dello 0,72% t/t. Sottraggono invece punti alla crescita gli investimenti fissi (-0,09% t/t) le scorte (-0,1% t/t) e le importazioni (-0,4% t/t). I dati mensili del commercio con l'estero hanno registrato variazioni negative in luglio. Si è verificato un calo delle esportazioni (-0,66% m/m) e delle importazioni (-1,07% m/m) che ha portato il saldo della bilancia commerciale a 22,42 miliardi di euro. Sul fronte del mercato del lavoro si registrano dati positivi. Il tasso di disoccupazione in agosto è rimasto stabile all'11% e l'occupazione nel secondo trimestre è cresciuta di 493 mila unità (+288 mila nel I trim.). Secondo la stima *flash* l'inflazione a settembre è tornata negativa (-0,1% a/a) dopo il dato debolmente positivo di agosto (+0,1% a/a). La variazione dell'indice *core* in agosto è stata dello 0,9% a/a, in linea con le attese di consenso, ma in calo rispetto all'1% a/a di luglio. Draghi ha dichiarato che ci vorrà un po' più di tempo rispetto a quanto previsto affinché l'inflazione nell'AE torni a livelli accettabili, ossia sufficientemente vicini al 2% a/a. I dati concernenti la produzione industriale di luglio segnalano l'entrata nel trimestre estivo. L'indice ha registrato una crescita dello 0,6% m/m dopo il calo precedente (-0,3% m/m) superando anche le attese (+0,3% m/m). In luglio cresce anche il comparto edilizio (+1% m/m) dopo la flessione di giugno (-1,2% m/m). Gli indici di fiducia PMI, in settembre, hanno corretto leggermente verso il basso, pur rimanendo in terreno espansivo: il manifatturiero è passato a 52 da 52,3 e quello dei servizi a 54 da 54,4. Segnali positivi provengono dal lato della domanda con le vendite al dettaglio in aumento dello 0,3% m/m in termini congiunturali (-0,1% m/m a giugno) e del 2,6% a/a a livello tendenziale (+1,7% a/a il precedente) ben sopra le aspettative (+2% a/a).

Germania

Il PIL e le sue componenti non hanno subito revisioni in settembre. La crescita nel secondo trimestre è stata dello 0,4% t/t e dell'1,6% a/a (dal precedente +0,3% t/t e +1,1% a/a) in linea con le attese. Per quanto riguarda i dati mensili sul commercio estero, a luglio le esportazioni sono aumentate del 2,55% m/m (-1,12% m/m in luglio) e le importazioni del 2,35% m/m (da -0,83% m/m) portando il surplus commerciale a 22,85 milioni di euro. Nel mercato del lavoro si è verificato un aumento di 42 mila occupati nel secondo trimestre (32 mila nel primo) e in settembre il tasso di disoccupazione è calato oltre le attese (6,4%) arrivando al 6,2% (6,4% in agosto). Dal lato dell'offerta i dati di luglio sono contrastanti. La produzione industriale è aumentata dello 0,7% m/m (dal precedente -0,9% m/m) in linea con le attese, e anche il settore delle costruzioni ha registrato un balzo, passando da -3,2% m/m di giugno a +3,2% m/m. Gli ordini all'industria invece hanno subito un calo su base sia mensile (-1,4% m/m) sia annuale (-0,7% a/a). Il dato è stato peggiore delle attese degli analisti che stimavano un ribasso più contenuto (-0,4% m/m). Gli indici di fiducia delle imprese riferiti a settembre sono per lo più in diminuzione, a causa alla crisi dei paesi emergenti. Si è registrata una forte contrazione dello *Zew* (12,1 da 25 di agosto) andato sotto delle stime degli analisti che si attendevano un calo meno brusco (17,1). La diminuzione degli indici PMI è stata più lieve. Il manifatturiero è passato da 53,3 a 52,3 e quello dei servizi da 54,9 a 54,3. Solo l'indice *Ifo* è rimasto pressoché stabile (108,5 da 108,8) superando le attese (107,8). Dal lato della domanda si segnala in agosto una contrazione delle vendite al dettaglio (-0,4% m/m, +1,6% m/m in luglio). L'inflazione globale in agosto è rimasta stabile allo 0,1% a/a, mentre quella *core* è aumentata portandosi all'1,1% a/a (+0,9% a/a in luglio). Il paese, nelle ultime settimane, è stato coinvolto dal *diesel gate*. È difficile valutare oggi l'impatto dello scandalo

sull'intera economia del paese e dell'AE. Tutto dipenderà dalla capacità della Volkswagen di gestire l'emergenza e dall'eventuale coinvolgimento di altri marchi.

Francia

La nuova lettura del PIL del secondo trimestre conferma le difficoltà dell'economia, in particolare stentano i consumi e gli investimenti. I consumi privati a livello congiunturale sono rimasti fermi rispetto al primo trimestre, pur aumentato in termini tendenziali (+1,5% a/a) mentre gli investimenti fissi hanno subito una contrazione su base sia trimestrale (-0,2% t/t) sia annuale (-0,9% a/a) apportando un contributo nullo alla crescita. Sia le esportazioni (+2% t/t, +7,7% a/a) sia le importazioni (+0,5% t/t, +6% a/a) hanno subito un incremento, tuttavia in luglio sono entrambe diminuite (-1,74% m/m e -0,35% m/m rispettivamente). Non brillanti in agosto le novità dal mercato del lavoro, dove il tasso di disoccupazione è lievemente aumentato (10,8% da 10,7%). Dal lato dell'offerta la produzione industriale in luglio è scesa dello 0,8% m/m (-0,8% a/a) dopo il precedente 0% m/m (+0,7% a/a) e contro attese ottimistiche (+0,2% m/m, +0,7% a/a). In settembre tuttavia, la fiducia delle imprese è salita: l'indice Insee si è portato a quota 104 da 103 (attese: 102,5); l'indice PMI manifatturiero è arrivato a 50,6 da 48,3, passando in terreno espansivo, e quello dei servizi a 51,2 da 50,6. Non brillanti ma positivi i segnali riguardanti la domanda. Le vendite al dettaglio hanno subito in luglio una lieve contrazione (-0,2% m/m da +0,5% m/m) senza intaccare la crescita congiunturale (+3,3% a/a da +3,1% a/a). I consumi delle famiglie in agosto sono aumentati di nuovo dello 0,3% m/m e la fiducia dei consumatori in settembre è salita da 94 a 97. In linea con il resto dell'Eurozona, anche la Francia ha registrato un rallentamento della dinamica dei prezzi in agosto. L'inflazione globale è passata da +0,2% a/a a +0,1% a/a e quella *core* da +0,8% a/a a +0,6% a/a.

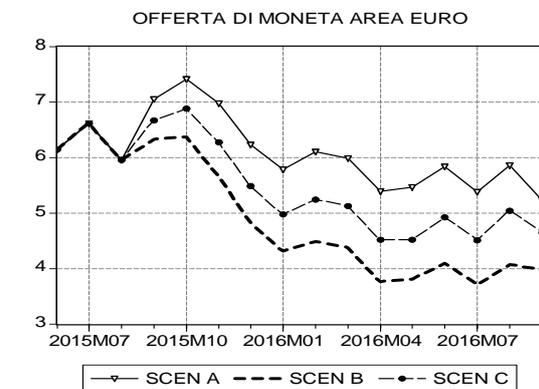
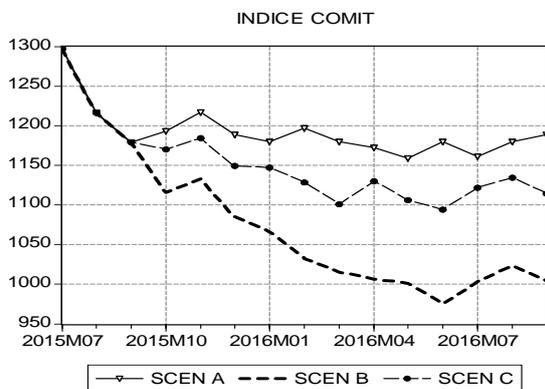
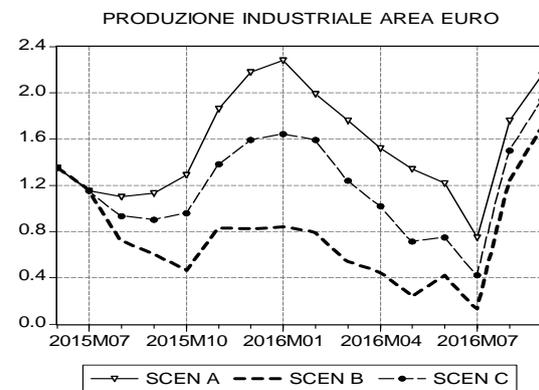
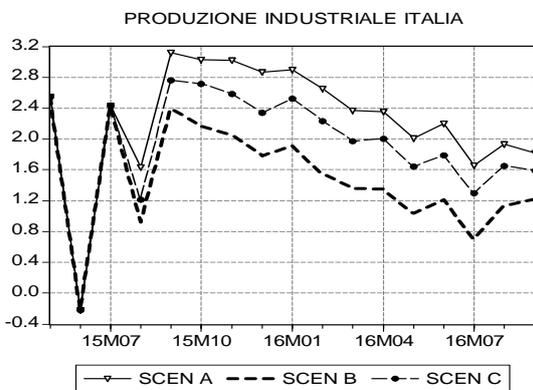
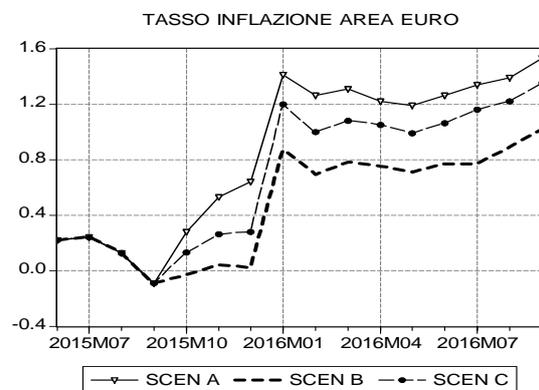
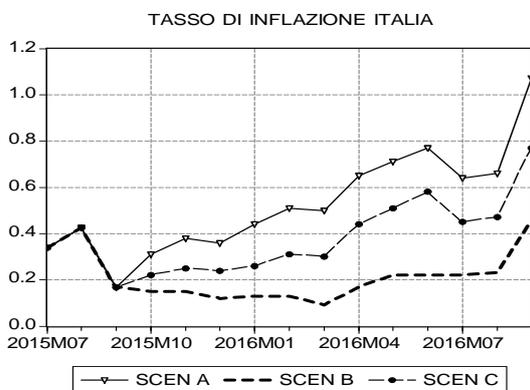
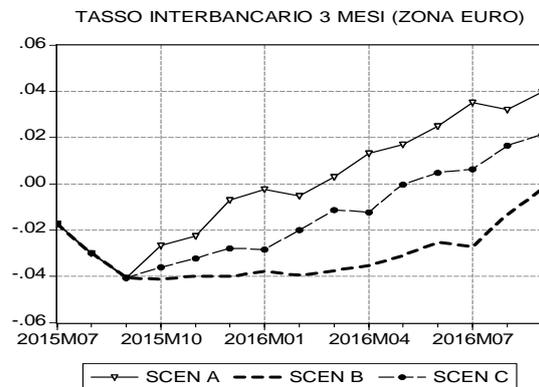
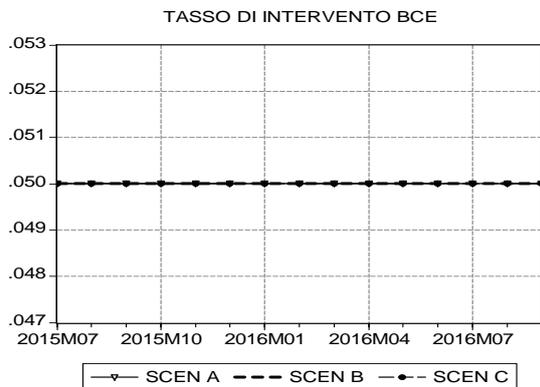
Italia

In settembre il PIL del secondo trimestre è stato rivisto al rialzo da +0,2% t/t (+0,5% a/a) a +0,3% t/t (+0,7% a/a) superando le attese (+0,2% t/t, +0,5% a/a). Sono state pubblicate anche le componenti del PIL relative al secondo periodo del 2015. I consumi sono risultati in ripresa (+0,4% t/t e +0,6% a/a, -0,1% t/t e +0,2% a/a il precedente) mentre sono tornati a contrarsi sia gli investimenti fissi (-0,3% t/t e +0,3% a/a, +1,2% t/t e 0% a/a nel I trim.) sia la spesa pubblica (-0,2% t/t, +0,2% a/a). Hanno invece accelerato sia le esportazioni (+1,2% t/t, +4% a/a, da +0,6% t/t e +4,2% a/a nel I trim.) sia le importazioni (+2,2% t/t e +5,5% a/a dopo il +1,7% t/t e +4,3% a/a precedente). Hanno contribuito positivamente alla crescita i consumi privati (+0,3% t/t) e le scorte (+0,4% t/t) mentre hanno sottratto punti sia gli investimenti fissi (-0,1% t/t) sia il canale estero (-0,2% t/t) per effetto del maggior aumento delle importazioni. Nullo l'apporto della spesa pubblica. I dati mensili del commercio estero verso i paesi UE in luglio, hanno evidenziato una contrazione delle esportazioni (-1,49% m/m da +0,35% m/m) e delle importazioni (-1,68% m/m da +3,6% m/m) portando il saldo della bilancia commerciale a 637 milioni di euro (dai precedenti 611). Le esportazioni verso i paesi extra UE in agosto hanno subito un brusco calo (-8,12% m/m da +0,04% m/m) per effetto del rallentamento della Cina e degli altri paesi emergenti. In ulteriore diminuzione anche le importazioni (-3,17% m/m) dopo la frenata di luglio (-7,16% m/m). Il surplus della bilancia commerciale extra UE è quindi passato da 2.988 a 2.116 milioni di euro. Le rilevazioni pubblicate a settembre relative al mercato del lavoro forniscono segnali incoraggianti. Il tasso di disoccupazione ad agosto è sceso ancora (da 12% a 11,9%) toccando il minimo da luglio 2013, e l'occupazione nel secondo trimestre è aumentata di 102,58 migliaia unità, ben sopra le 11 mila unità registrate nel primo trimestre. Gli indicatori dell'attività di impresa e industria sono tutti incoraggianti. La produzione industriale in luglio ha fatto un piccolo balzo, sia su base congiunturale (da -1% m/m a +1,1% m/m) sia tendenziale (da -0,2% a/a a +2,4% a/a). Anche le costruzioni sono tornate a crescere (+0,3% m/m) dopo la contrazione di agosto (-1,2% m/m). La variazione degli ordini all'industria è stata positiva (+0,6% m/m) seppur minore rispetto al +3% registrato il mese scorso. In questo clima la fiducia delle imprese è migliorata in settembre: l'indice delle imprese manifatturiere è salito a 104,2 da 102,7 e quello dei servizi a 112,2 da 110. In agosto il PMI manifatturiero era diminuito da 55,3 a 53,8 contro le attese di 54,9, mentre quello dei servizi era aumentato da 52 a 54,6, oltre il consenso di 52. La domanda interna mostra segnali di ripresa. Le vendite al dettaglio sono cresciute a luglio dello 0,4% m/m (+1,3% a/a) dopo il -0,4% m/m (+0,4% a/a) precedente. La fiducia dei consumatori a settembre è migliorata, passando da 109,3 a 112,7, superando abbondantemente le attese (108,6). Nello stesso mese l'inflazione ha subito variazioni di 20 punti base sia sull'indice HCPI, passando allo 0,2% a/a dallo 0,4% a/a precedente, sia sul *core* (+0,8% a/a da +1% a/a). Tutti i dati sono abbastanza incoraggianti. La ripresa economica, spinta inizialmente da fattori esterni quali il basso prezzo del petrolio, il cambio euro-dollaro favorevole e il *QE*, sembra ora sostenuta anche da elementi interni come la crescita della domanda e l'incremento occupazionale. Il futuro rimane comunque incerto, anche alla luce dei possibili coinvolgimenti del paese nello scandalo Volkswagen.

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

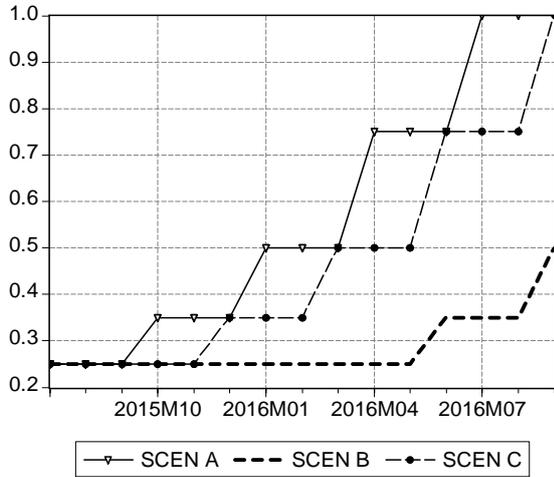
A (20%)	B (10%)	C (70%)
<p>Usa: Il trend di rialzo generalizzato dei rendimenti riprende grazie a una crescita del PIL più sostenuta, tra il 3% e il 3,5% a/a. La <i>Fed</i> decide di compiere il rialzo graduale dei tassi a ottobre 2015. L'avvio della normalizzazione della politica monetaria in autunno avviene comunque dopo un duraturo miglioramento del mercato del lavoro e attese d'inflazione in aumento nel medio-lungo termine.</p> <p>Area Euro: Il fattore Grecia, per ora, rimane dormiente. I timori legati al rallentamento globale hanno spinto la BCE ad annunciare la possibilità che l'attuale <i>QE</i> possa essere potenziato. Tale strategia di comunicazione punta a mantenere debole il cambio e favorire così il canale estero, a sostegno della ripresa dell'area. Il tasso di cambio EUR/USD prosegue in una fase laterale, mantenendosi a quota 1,10. 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>Usa: 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. La crescita a livello globale si ridimensiona talmente tanto che viene meno l'aspettativa di un rialzo entro il 2015.</p> <p>Area Euro: Il fattore Grecia, per ora, rimane dormiente. Il rallentamento globale spinge la BCE a sondare le vie possibili per attuare l'ampliamento del <i>QE</i>. I mercati scontano un lungo rinvio del primo rialzo dei tassi statunitensi, di conseguenza il dollaro s'indebolisce. Il cambio EUR/USD potrebbe 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 del 2015, il buon dato del secondo conferma un'attesa di crescita tra il 2,5% e il 3% a/a. 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. Nonostante questo, i rischi di una minore crescita globale si sono intensificati. Per una maggior attenzione ai paesi emergenti e all'economia globale, la <i>Fed</i> decide di spostare a dicembre 2015 il <i>timing</i> del primo rialzo dei tassi, che sarà comunque graduale. Tra il pericolo di dover affrontare uno scenario caratterizzato da maggior inflazione e quello di fronteggiare un nuovo periodo di tassi di crescita molto contenuti, la <i>Fed</i> preferisce la prima tipologia di rischio.</p> <p>Area Euro: Il fattore Grecia, per ora, rimane dormiente. I timori legati al rallentamento globale hanno spinto la BCE ad annunciare la possibilità che l'attuale <i>QE</i> possa essere potenziato. Tale strategia di comunicazione punta a mantenere debole il cambio e favorire così il canale estero, a sostegno della ripresa dell'area. 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

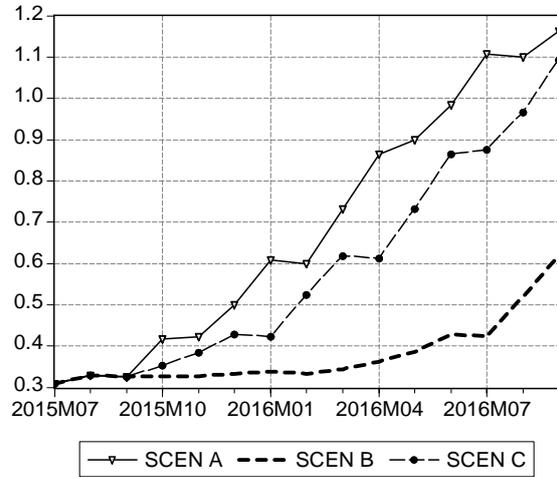


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili

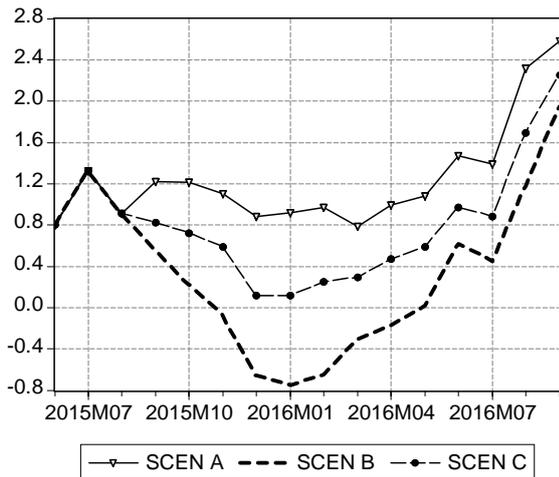
TASSO DI INTERVENTO FED



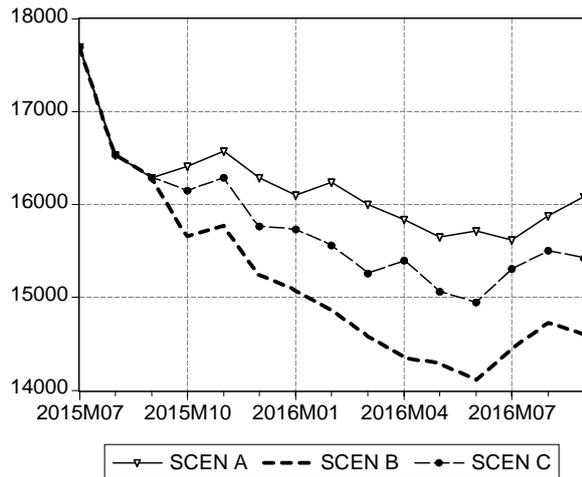
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



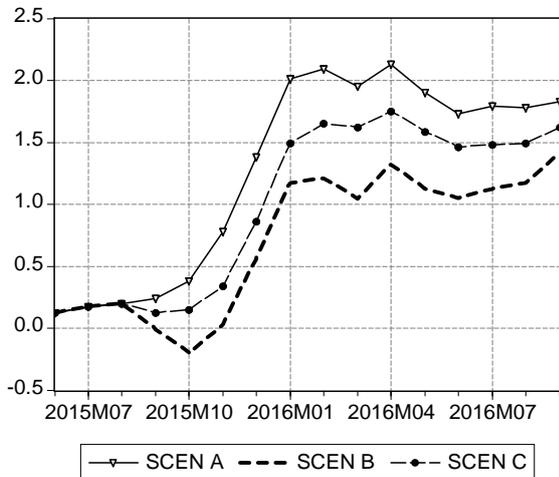
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



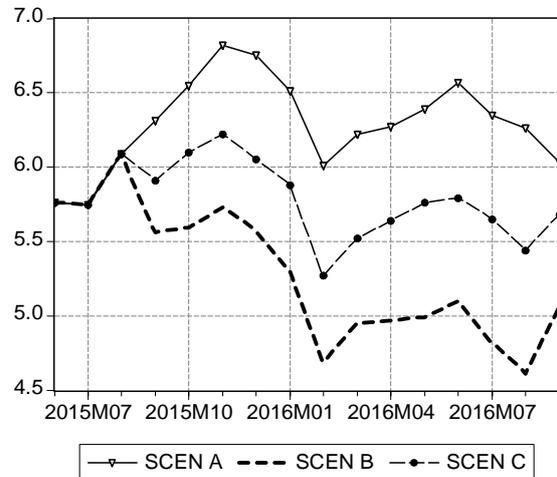
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

TASSI INTERBANCARI

I saggi interbancari europei in settembre sono rimasti pressoché invariati, limati leggermente verso il basso, per tutte e tre le scadenze considerate: il tasso a 1 mese è a -0,11% da -0,10%, il 3 mesi a -0,04% da -0,02% e il 6 mesi allo 0,03% da 0,05%. Gli interbancari sono visti ai minimi in tutti e tre gli scenari delineati. In quello più probabile (C) i tassi potrebbero essere lievemente superiori agli attuali nel periodo predittivo, attestandosi, a settembre 2016, a -0,09% (1 mese) +0,01% (3 mesi) e +0,07% (6 mesi). Nello scenario A, alla fine dell'orizzonte di previsione, i tassi potrebbero essere poco superiori (-0,07%, +0,02% e +0,08% 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 +0,05% per le scadenze a 1, 3 e 6 mesi.

STRUTTURA A TERMINE

In settembre, dopo il lieve aumento di agosto, la struttura a termine è tornata sui livelli di luglio. Il tasso dei BTP a 3 anni si è portato allo 0,37% dallo 0,46% precedente, il 5 anni allo 0,87% dall'1,03%, il 7 anni all'1,35% dall'1,56% e il decennale è tornato all'1,82%, dopo aver superato la soglia del 2% in agosto (+2,06%). Nello scenario C, nel quale la Fed opera il primo rialzo dei tassi a dicembre 2015, a causa dell'intensificarsi dei timori legati al rallentamento globale, i rendimenti potrebbero crescere molto gradualmente. Il decennale comunque dovrebbe mantenersi sotto il 2% fino a metà del prossimo anno (2,01% a settembre 2016, 1,61% il 7 anni, 1,09% il 5 anni e 0,55% il 3 anni). Se, a parità di condizioni in Europa, la Fed decidesse di compiere il primo rialzo già a ottobre 2015, a seguito di un netto miglioramento delle condizioni economiche, i tassi subirebbero un incremento più marcato (+0,81%, +1,38%, +1,87% e 2,27% alla fine dell'orizzonte di previsione). Nello scenario meno favorevole (scenario B) i rendimenti potrebbero contrarsi per effetto delle attese di un lungo rinvio del primo rialzo dei tassi statunitensi, per tornare poi a crescere da metà 2016 (a settembre 2016 +0,49% il 3 anni, +1,03% il 5 anni, 1,55% il 7 anni e +1,96% il 10 anni).

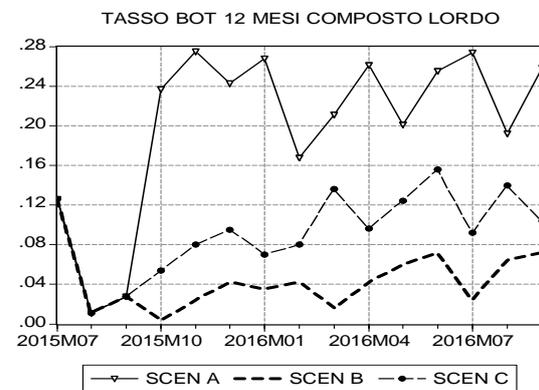
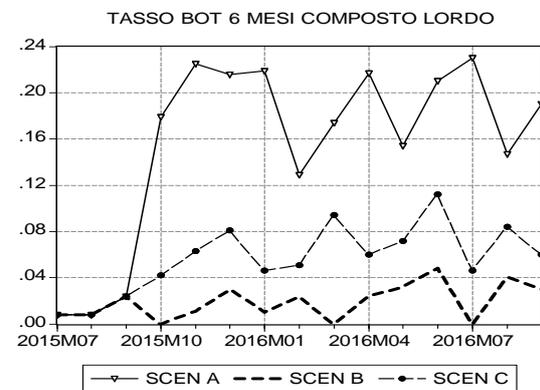
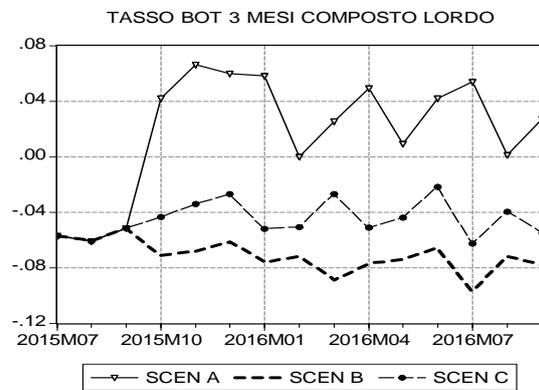
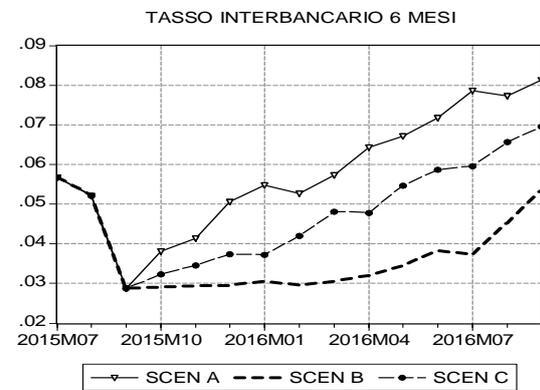
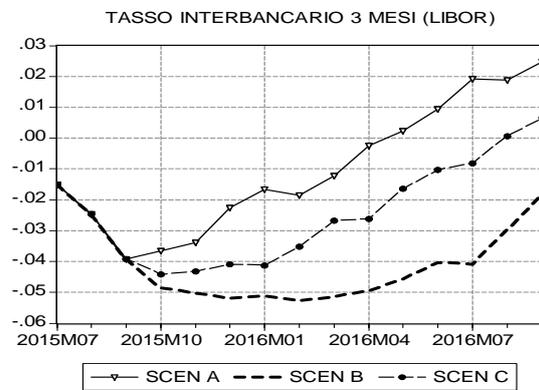
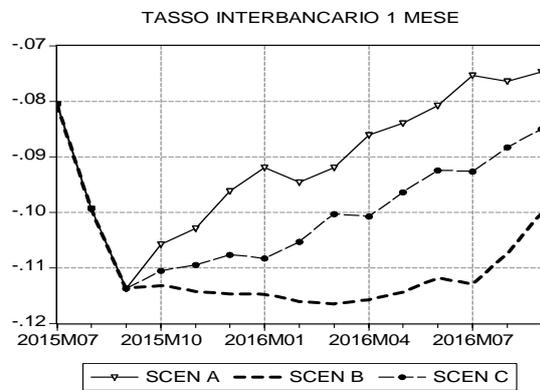
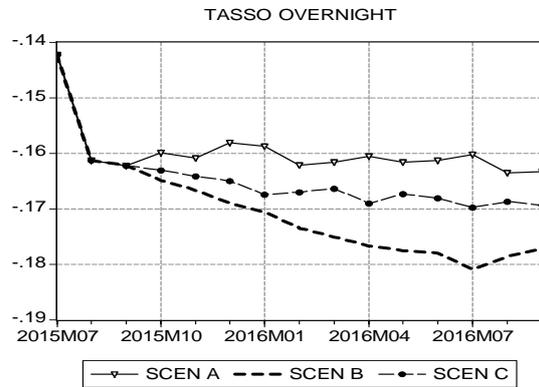
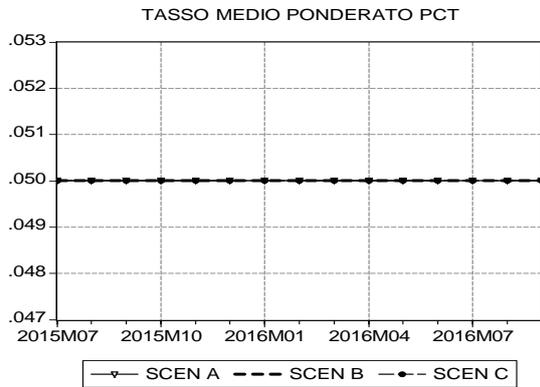
TASSI BANCARI

In luglio il tasso medio sui prestiti è sceso in modo un po' più marcato rispetto ai mesi precedenti, portandosi al 3,38% dal 3,42% di giugno. Nello stesso mese anche il tasso medio sui depositi si è contratto di 5 punti base, arrivando allo 0,56%. Nello scenario C entrambi i tassi rimangono sui livelli attuali (+0,57% per la raccolta e +3,37% per gli impieghi) mentre nello scenario A si prevede una debole ripresa (+0,65% e +3,43% rispettivamente). Una lieve contrazione sia del tasso sui prestiti sia di quello sui depositi dovrebbe caratterizzare lo scenario B (+0,52% e +3,34% alla fine dell'orizzonte di previsione).

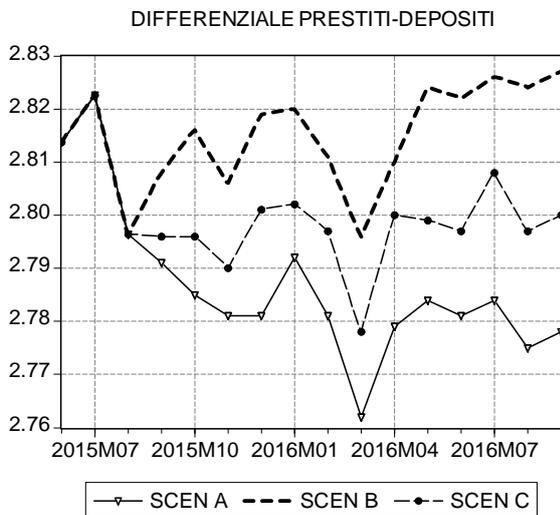
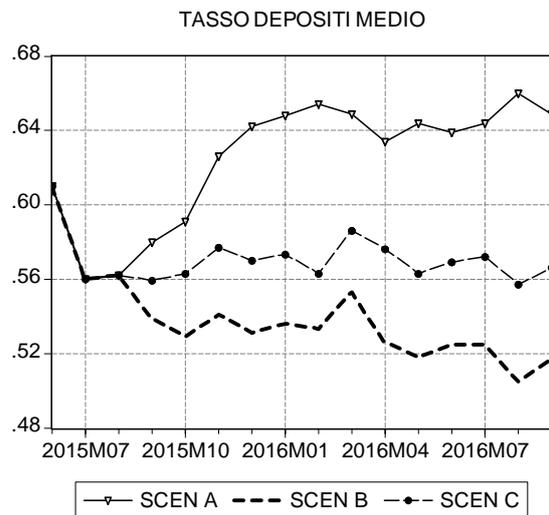
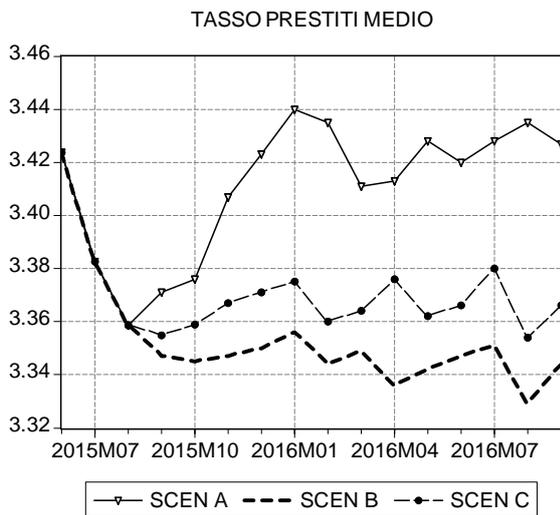
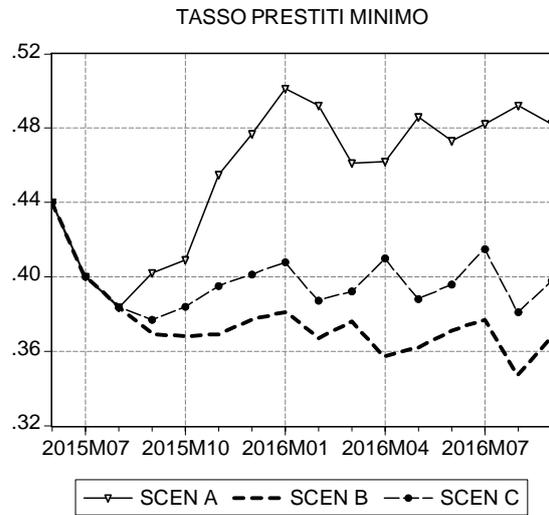
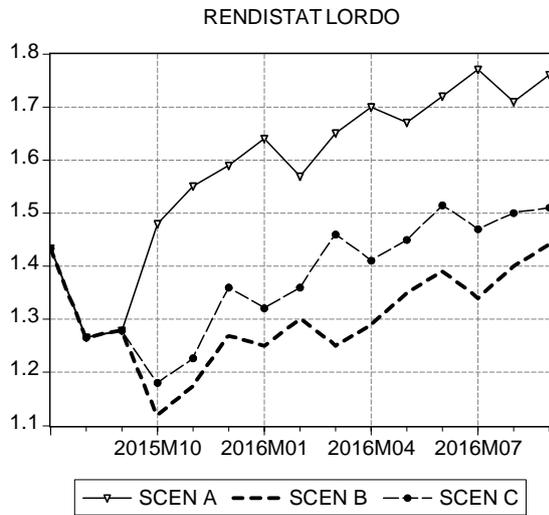
VOLUMI BANCARI

La raccolta è stata ancora in crescita a luglio (+3,7% a/a) anche se con un passo inferiore rispetto al mese precedente (+4,43% a/a). Le famiglie italiane, come confermato dall'Istat a inizio settembre, continuano a preferire il risparmio al consumo, poiché è la ricchezza privata che ha consentito di far fronte al prolungato periodo di crisi. Anche gli impieghi, ancora in crescita (+0,97% a/a) hanno rallentato rispetto al mese precedente (+1,40% a/a). Il miglioramento delle condizioni per il credito e la politica molto accomodante della BCE continuano, e continueranno anche nei prossimi mesi, a sostenere i prestiti. 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 settembre 2016, a quota +3,30% a/a i primi e +1,64% 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 +3,69% a/a della raccolta e a +1,94% 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 2,92% a/a a settembre 2016 e i prestiti totali dell'1,34% a/a.

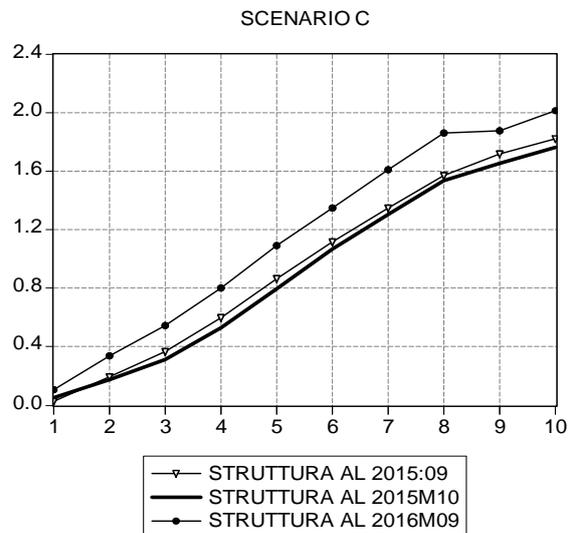
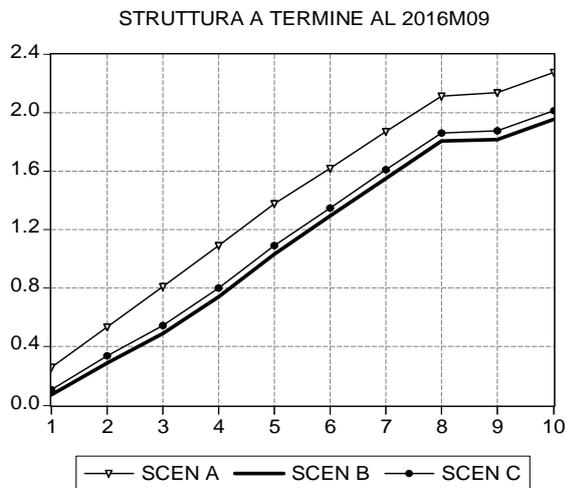
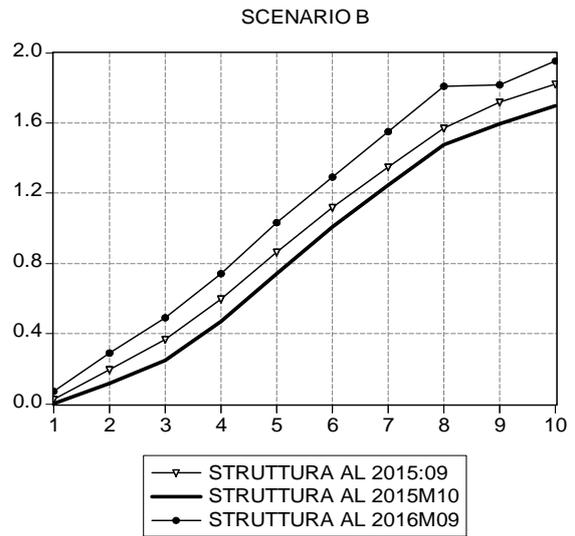
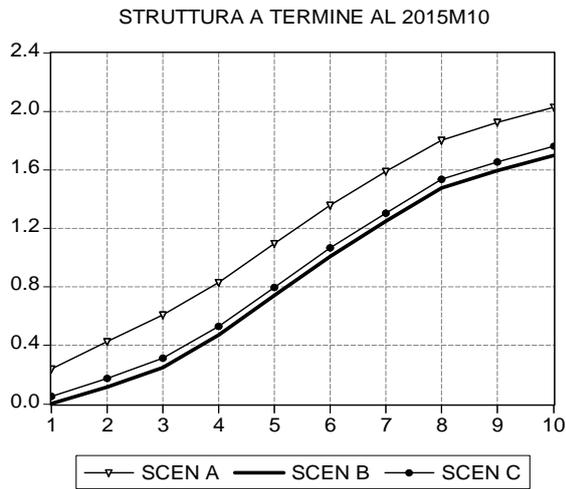
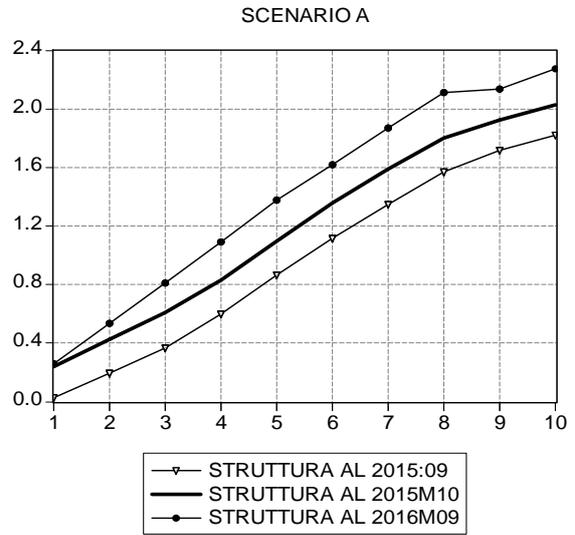
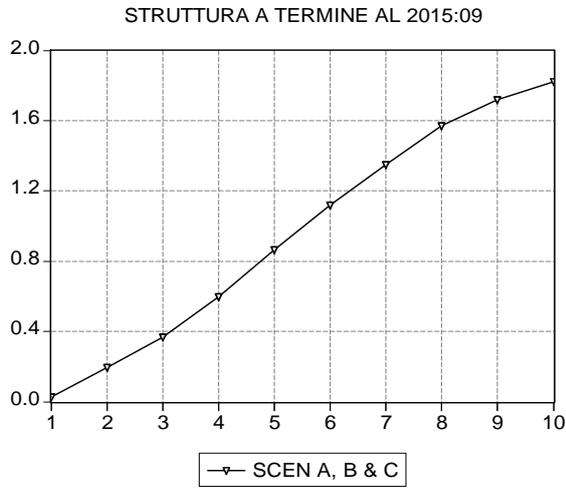
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



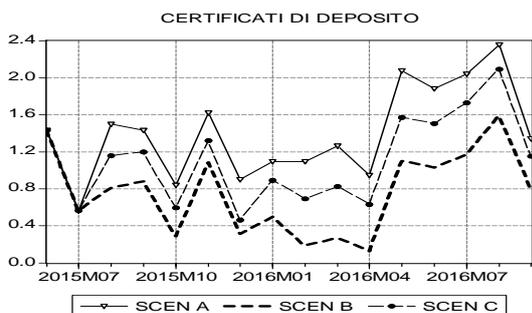
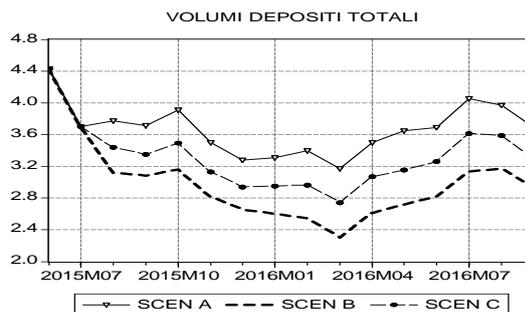
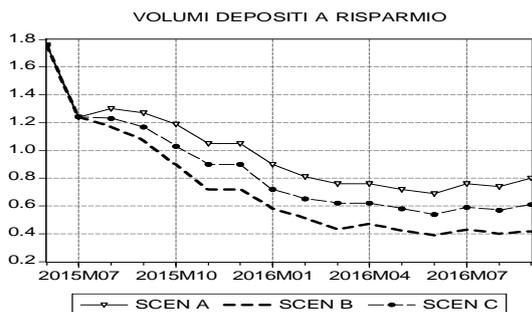
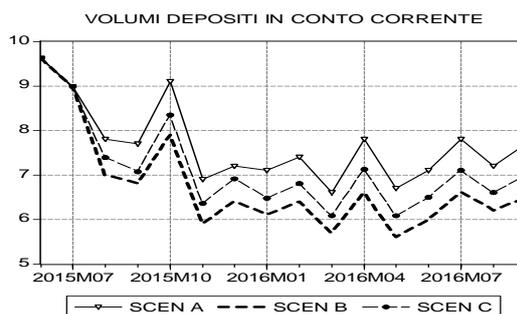
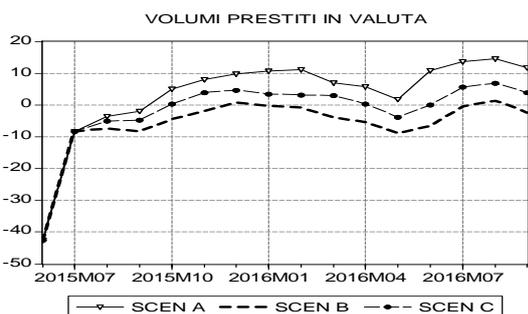
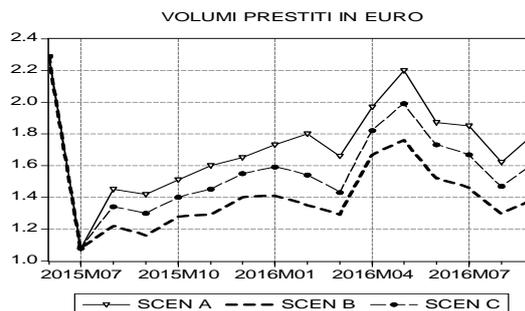
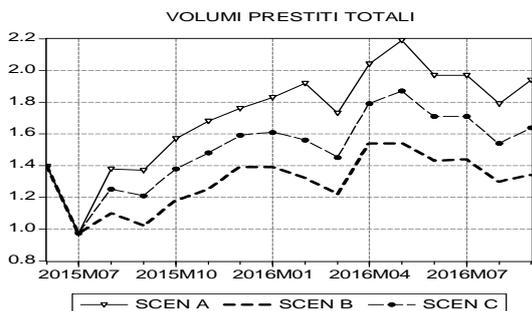
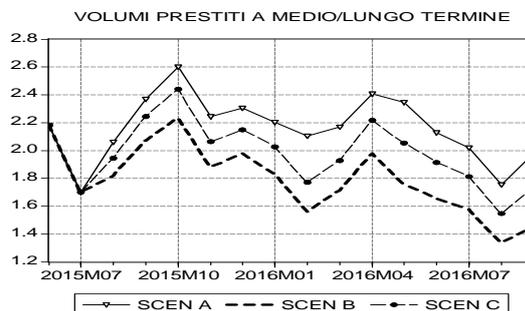
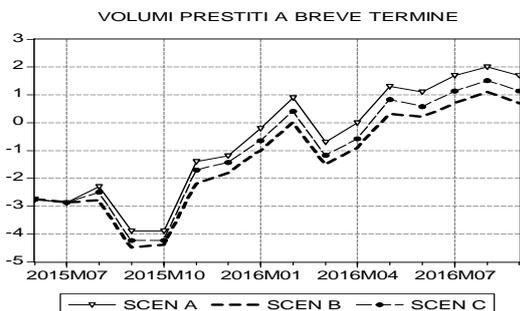
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



SCENARIO A	15 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	16 9
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	1273	1266	1297	1238	1297	1216	1179	1193	1217	1189	1180	1197	1180	1172	1159	1180	1161	1180	1189
Produzione Industriale	1.0	-0.1	2.5	-0.2	2.4	1.6	3.1	3.0	3.0	2.9	2.9	2.7	2.4	2.4	2.0	2.2	1.7	1.9	1.8
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8	0.6	0.7	1.1
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	-0.02	-0.06	-0.10	-0.10	-0.14	-0.16	-0.16	-0.16	-0.16	-0.16	-0.16	-0.16	-0.16	-0.16	-0.16	-0.16	-0.16	-0.16	-0.16
T. Interb. 1m lett.	-0.01	-0.04	-0.06	-0.07	-0.08	-0.10	-0.11	-0.11	-0.10	-0.10	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.07
T. Interb. 3m lett.	0.02	0.00	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	-0.04	-0.04	-0.03	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01	0.00	0.00	0.01	0.02	0.02	0.02
T. Interb. 6m lett.	0.08	0.06	0.05	0.06	0.06	0.05	0.03	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.07	0.07	0.08	0.08	0.08
T. Depositi medio	0.65	0.62	0.67	0.61	0.56	0.56	0.58	0.59	0.63	0.64	0.65	0.65	0.65	0.63	0.64	0.64	0.64	0.64	0.65
T. Prestiti medio	3.53	3.49	3.43	3.42	3.38	3.36	3.37	3.38	3.41	3.42	3.44	3.44	3.41	3.41	3.43	3.42	3.43	3.44	3.43
T.prest. medio - T.dep. medio	2.88	2.87	2.76	2.81	2.82	2.80	2.79	2.79	2.78	2.78	2.79	2.78	2.76	2.78	2.78	2.78	2.78	2.78	2.78
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.01	-0.05	-0.06	-0.02	-0.06	-0.06	-0.05	0.04	0.07	0.06	0.06	0.00	0.03	0.05	0.01	0.04	0.05	0.00	0.03
T. BOT comp. lordo 6m	0.04	0.00	0.00	0.06	0.01	0.01	0.02	0.18	0.23	0.22	0.22	0.13	0.17	0.22	0.15	0.21	0.23	0.15	0.19
T. BOT comp. lordo 12m	0.08	0.01	0.03	0.06	0.13	0.01	0.03	0.24	0.28	0.24	0.27	0.17	0.21	0.26	0.20	0.26	0.27	0.19	0.26
Rendistat lordo	0.90	0.94	1.26	1.57	1.43	1.27	1.28	1.48	1.55	1.59	1.64	1.57	1.65	1.70	1.67	1.72	1.77	1.71	1.76
Rendistat netto	0.79	0.82	1.10	1.37	1.25	1.11	1.12	1.30	1.36	1.39	1.44	1.37	1.44	1.49	1.46	1.51	1.55	1.50	1.54
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.29	0.31	0.39	0.68	0.34	0.46	0.37	0.61	0.67	0.69	0.73	0.63	0.71	0.77	0.73	0.78	0.81	0.74	0.81
Rend. BTP a 5 anni	0.61	0.71	0.93	1.32	0.86	1.03	0.87	1.10	1.17	1.20	1.25	1.17	1.24	1.31	1.28	1.33	1.37	1.31	1.38
Rend. BTP a 7 anni	0.94	1.12	1.45	1.89	1.36	1.56	1.35	1.59	1.67	1.70	1.75	1.67	1.75	1.81	1.78	1.83	1.86	1.81	1.87
Rend. BTP a 10 anni	1.30	1.54	1.91	2.44	1.85	2.06	1.82	2.03	2.09	2.12	2.17	2.09	2.16	2.22	2.19	2.23	2.27	2.23	2.27
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2332.890	2320.730	2318.033	2339.215	2327.480	2316.487	2329.573	2316.693	2346.105	2354.578	2357.11	2351.59	2373.25	2368.07	2368.80	2385.30	2373.33	2357.95	2374.77
Prestiti in euro	2302.299	2277.905	2270.475	2313.093	2303.820	2285.926	2296.569	2275.692	2314.853	2320.561	2328.603	2318.52	2340.517	2322.78	2320.43	2356.35	2346.44	2322.96	2337.91
Prestiti in valuta	30.591	42.825	47.558	26.122	23.660	30.561	33.003	41.001	31.252	34.017	28.506	33.065	32.732	45.293	48.373	28.950	26.890	34.994	36.859
Prestiti a breve	357.385	353.148	346.421	355.713	353.293	347.697	352.480	347.784	351.042	355.360	359.223	356.913	354.883	353.148	350.924	359.626	359.299	354.651	358.473
Prestiti a m / l	1975.505	1967.582	1971.612	1983.502	1974.187	1968.791	1977.092	1968.909	1995.064	1999.218	1997.886	1994.677	2018.366	2014.925	2017.873	2025.672	2014.032	2003.302	2016.294
Depositi totali	2201.881	2183.687	2194.890	2204.410	2188.027	2202.122	2200.589	2210.806	2233.087	2231.201	2250.095	2249.923	2271.681	2260.116	2275.003	2285.753	2276.642	2289.546	2281.791
Depositi in c / c	815.068	821.775	836.219	832.994	830.446	834.960	838.912	849.288	855.578	867.239	870.562	868.607	868.862	885.873	892.246	892.137	895.221	895.077	903.508
Depositi a risparmio	304.418	303.595	303.185	303.401	300.965	302.135	302.432	302.010	303.199	305.727	306.353	306.465	306.732	305.902	305.368	305.494	303.252	304.371	304.851
Certif. deposito	1082.395	1058.317	1055.486	1068.015	1056.616	1065.027	1059.246	1059.508	1074.310	1058.235	1073.180	1074.850	1096.087	1068.340	1077.390	1088.122	1078.169	1090.098	1073.432
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	0.43	1.18	1.87	1.40	0.97	1.38	1.37	1.57	1.68	1.76	1.83	1.92	1.73	2.04	2.19	1.97	1.97	1.79	1.94
Prestiti in euro	0.45	1.11	1.30	2.29	1.08	1.45	1.42	1.51	1.60	1.65	1.73	1.80	1.66	1.97	2.20	1.87	1.85	1.62	1.80
Prestiti in valuta	-1.32	4.63	39.51	-42.69	-8.44	-3.60	-1.99	5.02	7.98	9.87	10.72	11.10	7.00	5.76	1.71	10.82	13.65	14.51	11.68
Prestiti a breve	-1.95	-2.49	-2.50	-2.76	-2.89	-2.30	-3.90	-3.90	-1.40	-1.20	-0.20	0.90	-0.70	0.00	1.30	1.10	1.70	2.00	1.70
Prestiti a m / l	0.87	1.87	2.68	2.18	1.70	2.06	2.37	2.60	2.24	2.30	2.20	2.10	2.17	2.41	2.35	2.13	2.02	1.75	1.98
Depositi totali	3.29	3.61	4.30	4.43	3.70	3.77	3.71	3.91	3.50	3.28	3.31	3.40	3.17	3.50	3.65	3.69	4.05	3.97	3.69
Depositi in c / c	9.10	9.31	9.33	9.63	8.99	7.80	7.70	9.10	6.90	7.20	7.10	7.40	6.60	7.80	6.70	7.10	7.80	7.20	7.70
Depositi a risparmio	1.28	1.47	1.67	1.76	1.24	1.30	1.27	1.19	1.05	1.05	0.90	0.81	0.76	0.76	0.72	0.69	0.76	0.74	0.80
Certif. deposito	-0.16	0.16	1.37	1.43	0.57	1.50	1.43	0.84	1.62	0.90	1.10	1.10	1.26	0.95	2.08	1.88	2.04	2.35	1.34

(*) Il rendimento dei BOT a 3 mesi, in assenza d'asta, è stimato. I dati storici sono in grigio scuro, gli stimati in grigio chiaro.
I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 30/09/2015.

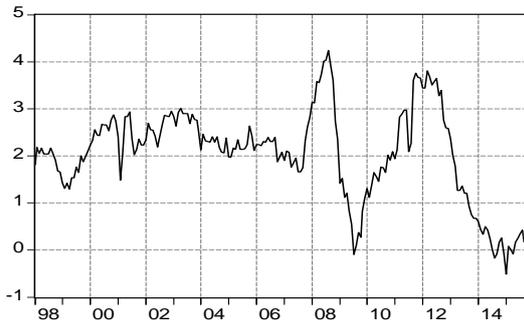
SCENARIO B	15 3	15 4	15 5	15 6	15 7	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT	1273	1266	1297	1238	1297	1216	1179	1116	1133	1085	1066	1032	1015	1006	1001	975	1003	1023	1004
Produzione Industriale	1.0	-0.1	2.5	-0.2	2.4	0.9	2.4	2.2	2.1	1.8	1.9	1.6	1.4	1.3	1.0	1.2	0.7	1.1	1.2
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4
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	-0.02	-0.06	-0.10	-0.10	-0.14	-0.16	-0.16	-0.16	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.18	-0.18	-0.18	-0.18	-0.18	-0.18	-0.18
T. Interb. 1m lett.	-0.01	-0.04	-0.06	-0.07	-0.08	-0.10	-0.11	-0.11	-0.11	-0.11	-0.11	-0.12	-0.12	-0.12	-0.11	-0.11	-0.11	-0.11	-0.10
T. Interb. 3m lett.	0.02	0.00	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.04	-0.04	-0.03	-0.02
T. Interb. 6m lett.	0.08	0.06	0.05	0.06	0.06	0.05	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.04	0.04	0.05	0.05
T. Depositi medio	0.65	0.62	0.67	0.61	0.56	0.56	0.54	0.53	0.54	0.53	0.54	0.53	0.55	0.53	0.52	0.53	0.53	0.51	0.52
T. Prestiti medio	3.53	3.49	3.43	3.42	3.38	3.36	3.35	3.35	3.35	3.35	3.36	3.34	3.35	3.34	3.34	3.35	3.35	3.33	3.34
T.prest.medio - T.dep.medio	2.88	2.87	2.76	2.81	2.82	2.80	2.81	2.82	2.81	2.82	2.82	2.81	2.80	2.81	2.82	2.82	2.83	2.82	2.83
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.01	-0.05	-0.06	-0.02	-0.06	-0.06	-0.05	-0.07	-0.07	-0.06	-0.08	-0.07	-0.09	-0.08	-0.07	-0.07	-0.10	-0.07	-0.08
T. BOT comp. lordo 6m	0.04	0.00	0.00	0.06	0.01	0.01	0.02	0.00	0.01	0.03	0.01	0.02	0.00	0.02	0.03	0.05	0.00	0.04	0.03
T. BOT comp. lordo 12m	0.08	0.01	0.03	0.06	0.13	0.01	0.03	0.00	0.02	0.04	0.04	0.04	0.02	0.04	0.06	0.07	0.02	0.06	0.07
Rendistat lordo	0.90	0.94	1.26	1.57	1.43	1.27	1.28	1.12	1.17	1.27	1.25	1.30	1.25	1.29	1.35	1.39	1.34	1.40	1.44
Rendistat netto	0.79	0.82	1.10	1.37	1.25	1.11	1.12	0.98	1.03	1.11	1.09	1.14	1.09	1.13	1.18	1.22	1.17	1.23	1.26
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.29	0.31	0.39	0.68	0.34	0.46	0.37	0.25	0.32	0.37	0.35	0.40	0.35	0.39	0.44	0.48	0.43	0.48	0.49
Rend. BTP a 5 anni	0.61	0.71	0.93	1.32	0.86	1.03	0.87	0.74	0.82	0.87	0.86	0.90	0.87	0.91	0.96	1.01	0.96	1.02	1.03
Rend. BTP a 7 anni	0.94	1.12	1.45	1.89	1.36	1.56	1.35	1.25	1.33	1.39	1.38	1.43	1.40	1.44	1.49	1.53	1.49	1.54	1.55
Rend. BTP a 10 anni	1.30	1.54	1.91	2.44	1.85	2.06	1.82	1.70	1.75	1.83	1.81	1.85	1.81	1.85	1.90	1.93	1.89	1.94	1.95
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2332.890	2320.730	2318.033	2339.215	2327.480	2310.090	2321.530	2307.797	2336.184	2346.017	2346.92	2337.75	2361.35	2356.47	2353.73	2372.67	2361.00	2340.12	2352.64
Prestiti in euro	2302.299	2277.905	2270.475	2313.093	2303.820	2280.744	2290.682	2270.536	2307.790	2314.854	2321.278	2308.28	2331.999	2315.95	2310.44	2348.25	2337.46	2310.39	2322.52
Prestiti in valuta	30.591	42.825	47.558	26.122	23.660	29.346	30.848	37.262	28.394	31.163	25.646	29.470	29.353	40.523	43.295	24.414	23.540	29.727	30.116
Prestiti a breve	357.385	353.148	346.421	355.713	353.293	345.917	350.280	345.974	348.193	353.202	356.344	353.729	352.024	349.970	347.460	356.424	355.766	349.722	352.732
Prestiti a m / 1	1975.505	1967.582	1971.612	1983.502	1974.187	1964.172	1971.250	1961.823	1987.990	1992.815	1990.580	1984.017	2009.327	2006.500	2006.270	2016.241	2005.230	1990.398	1999.906
Depositi totali	2201.881	2183.687	2194.890	2204.410	2188.027	2188.328	2187.222	2194.849	2218.416	2217.591	2234.631	2231.210	2252.524	2240.681	2254.591	2266.574	2256.512	2257.698	2251.088
Depositi in c / c	815.068	821.775	836.219	832.994	830.446	828.763	831.902	839.946	847.575	860.767	862.434	860.520	861.527	876.012	883.047	882.974	885.255	880.146	885.975
Depositi a risparmio	304.418	303.595	303.185	303.401	300.965	301.748	301.834	301.144	302.208	304.728	305.381	305.553	305.727	305.022	304.458	304.584	302.259	302.955	303.095
Certif. deposito	1082.395	1058.317	1055.486	1068.015	1056.616	1057.817	1053.486	1053.758	1068.632	1052.095	1066.816	1065.137	1085.270	1059.647	1067.085	1079.016	1068.998	1074.597	1062.018
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	0.43	1.18	1.87	1.40	0.97	1.10	1.02	1.18	1.25	1.39	1.39	1.32	1.22	1.54	1.54	1.43	1.44	1.30	1.34
Prestiti in euro	0.45	1.11	1.30	2.29	1.08	1.22	1.16	1.28	1.29	1.40	1.41	1.35	1.29	1.67	1.76	1.52	1.46	1.30	1.39
Prestiti in valuta	-1.32	4.63	39.51	-42.69	-8.44	-7.43	-8.39	-4.56	-1.90	0.65	-0.39	-0.98	-4.05	-5.37	-8.96	-6.54	-0.51	1.30	-2.37
Prestiti a breve	-1.95	-2.49	-2.50	-2.76	-2.89	-2.80	-4.50	-4.40	-2.20	-1.80	-1.00	0.00	-1.50	-0.90	0.30	0.20	0.70	1.10	0.70
Prestiti a m / 1	0.87	1.87	2.68	2.18	1.70	1.82	2.07	2.23	1.88	1.98	1.83	1.56	1.71	1.98	1.76	1.65	1.57	1.34	1.45
Depositi totali	3.29	3.61	4.30	4.43	3.70	3.12	3.08	3.16	2.82	2.65	2.60	2.54	2.30	2.61	2.72	2.82	3.13	3.17	2.92
Depositi in c / c	9.10	9.31	9.33	9.63	8.99	7.00	6.80	7.90	5.90	6.40	6.10	6.40	5.70	6.60	5.60	6.00	6.60	6.20	6.50
Depositi a risparmio	1.28	1.47	1.67	1.76	1.24	1.17	1.07	0.90	0.72	0.72	0.58	0.51	0.43	0.47	0.42	0.39	0.43	0.40	0.42
Certif. deposito	-0.16	0.16	1.37	1.43	0.57	0.81	0.88	0.29	1.08	0.31	0.50	0.18	0.27	0.13	1.10	1.03	1.17	1.59	0.81

(*) Il rendimento dei BOT a 3 mesi, in assenza d'asta, è stimato. I dati storici sono in grigio scuro, gli stimati in grigio chiaro.
I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 30/09/2015.

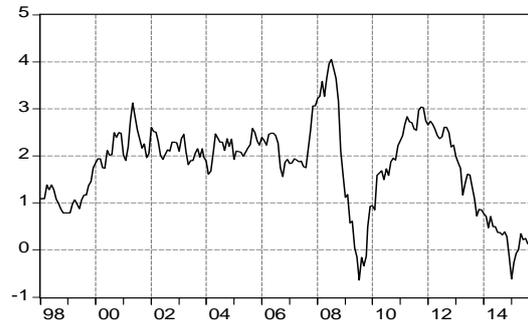
SCENARIO C	15 3	15 4	15 5	15 6	15 7	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT	1273	1266	1297	1238	1297	1216	1179	1170	1184	1149	1147	1128	1101	1130	1106	1094	1122	1134	1114
Produzione Industriale	1.0	-0.1	2.5	-0.2	2.4	1.2	2.8	2.7	2.6	2.3	2.5	2.2	2.0	2.0	1.6	1.8	1.3	1.7	1.6
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.4	0.5	0.8
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	-0.02	-0.06	-0.10	-0.10	-0.14	-0.16	-0.16	-0.16	-0.16	-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	-0.04	-0.06	-0.07	-0.08	-0.10	-0.11	-0.11	-0.11	-0.11	-0.11	-0.11	-0.10	-0.10	-0.10	-0.09	-0.09	-0.09	-0.09
T. Interb. 3m lett.	0.02	0.00	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	-0.04	-0.04	-0.04	-0.04	-0.04	-0.04	-0.03	-0.03	-0.02	-0.01	-0.01	0.00	0.01
T. Interb. 6m lett.	0.08	0.06	0.05	0.06	0.06	0.05	0.03	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07
T. Depositi medio	0.65	0.62	0.67	0.61	0.56	0.56	0.56	0.56	0.58	0.57	0.57	0.56	0.59	0.58	0.56	0.57	0.57	0.56	0.57
T. Prestiti medio	3.53	3.49	3.43	3.42	3.38	3.36	3.36	3.36	3.37	3.37	3.38	3.36	3.36	3.38	3.36	3.37	3.38	3.35	3.37
T.prest.medio - T.dep.medio	2.88	2.87	2.76	2.81	2.82	2.80	2.80	2.80	2.79	2.80	2.80	2.80	2.78	2.80	2.80	2.80	2.81	2.80	2.80
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.01	-0.05	-0.06	-0.02	-0.06	-0.06	-0.05	-0.04	-0.03	-0.03	-0.05	-0.05	-0.03	-0.05	-0.04	-0.02	-0.06	-0.04	-0.06
T. BOT comp. lordo 6m	0.04	0.00	0.00	0.06	0.01	0.01	0.02	0.04	0.06	0.08	0.05	0.05	0.09	0.06	0.07	0.11	0.05	0.08	0.06
T. BOT comp. lordo 12m	0.08	0.01	0.03	0.06	0.13	0.01	0.03	0.05	0.08	0.10	0.07	0.08	0.14	0.10	0.12	0.16	0.09	0.14	0.10
Rendistat lordo	0.90	0.94	1.26	1.57	1.43	1.27	1.28	1.18	1.23	1.36	1.32	1.36	1.46	1.41	1.45	1.51	1.47	1.50	1.51
Rendistat netto	0.79	0.82	1.10	1.37	1.25	1.11	1.12	1.03	1.07	1.19	1.16	1.19	1.28	1.23	1.27	1.33	1.29	1.31	1.32
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.29	0.31	0.39	0.68	0.34	0.46	0.37	0.31	0.38	0.47	0.42	0.47	0.54	0.51	0.54	0.58	0.55	0.58	0.55
Rend. BTP a 5 anni	0.61	0.71	0.93	1.32	0.86	1.03	0.87	0.80	0.88	0.96	0.93	0.98	1.06	1.03	1.07	1.11	1.09	1.12	1.09
Rend. BTP a 7 anni	0.94	1.12	1.45	1.89	1.36	1.56	1.35	1.30	1.39	1.48	1.45	1.50	1.58	1.55	1.58	1.62	1.60	1.64	1.61
Rend. BTP a 10 anni	1.30	1.54	1.91	2.44	1.85	2.06	1.82	1.76	1.83	1.91	1.87	1.92	1.98	1.96	1.99	2.03	2.01	2.05	2.01
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2332.890	2320.730	2318.033	2339.215	2327.480	2313.517	2325.896	2312.359	2341.491	2350.644	2352.02	2343.28	2366.72	2362.27	2361.38	2379.22	2367.28	2349.15	2364.04
Prestiti in euro	2302.299	2277.905	2270.475	2313.093	2303.820	2283.448	2293.852	2273.226	2311.436	2318.278	2325.399	2312.60	2335.222	2319.36	2315.66	2353.11	2342.29	2317.01	2330.78
Prestiti in valuta	30.591	42.825	47.558	26.122	23.660	30.069	32.044	39.133	30.055	32.366	26.618	30.681	31.495	42.908	45.723	26.106	24.986	32.131	33.257
Prestiti a breve	357.385	353.148	346.421	355.713	353.293	346.956	351.238	346.553	349.926	354.496	357.599	355.150	353.147	351.113	349.268	357.783	357.323	352.205	355.225
Prestiti a m / l	1975.505	1967.582	1971.612	1983.502	1974.187	1966.561	1974.658	1965.806	1991.565	1996.148	1994.418	1988.134	2013.570	2011.158	2012.112	2021.433	2009.957	1996.940	2008.816
Depositi totali	2201.881	2183.687	2194.890	2204.410	2188.027	2195.119	2192.951	2201.870	2225.104	2223.856	2242.254	2240.349	2262.213	2250.726	2264.029	2276.274	2267.015	2273.924	2265.318
Depositi in c / c	815.068	821.775	836.219	832.994	830.446	831.758	834.005	843.391	851.211	864.932	865.463	863.810	864.595	880.267	887.040	887.139	889.408	886.654	892.385
Depositi a risparmio	304.418	303.595	303.185	303.401	300.965	301.927	302.133	301.532	302.748	305.273	305.806	305.979	306.305	305.477	304.943	305.039	302.741	303.648	303.976
Certif. deposito	1082.395	1058.317	1055.486	1068.015	1056.616	1061.434	1056.813	1056.947	1071.145	1053.652	1070.985	1070.560	1091.312	1064.982	1072.045	1084.096	1074.866	1083.622	1068.957
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	0.43	1.18	1.87	1.40	0.97	1.25	1.21	1.38	1.48	1.59	1.61	1.56	1.45	1.79	1.87	1.71	1.71	1.54	1.64
Prestiti in euro	0.45	1.11	1.30	2.29	1.08	1.34	1.30	1.40	1.45	1.55	1.59	1.54	1.43	1.82	1.99	1.73	1.67	1.47	1.61
Prestiti in valuta	-1.32	4.63	39.51	-42.69	-8.44	-5.15	-4.84	0.23	3.84	4.54	3.39	3.09	2.96	0.19	-3.86	-0.06	5.60	6.86	3.79
Prestiti a breve	-1.95	-2.49	-2.50	-2.76	-2.89	-2.51	-4.24	-4.24	-1.71	-1.44	-0.65	0.40	-1.19	-0.58	0.82	0.58	1.14	1.51	1.14
Prestiti a m / l	0.87	1.87	2.68	2.18	1.70	1.94	2.24	2.44	2.06	2.15	2.03	1.77	1.93	2.21	2.05	1.91	1.81	1.54	1.73
Depositi totali	3.29	3.61	4.30	4.43	3.70	3.44	3.35	3.49	3.13	2.94	2.95	2.96	2.74	3.07	3.15	3.26	3.61	3.59	3.30
Depositi in c / c	9.10	9.31	9.33	9.63	8.99	7.39	7.07	8.34	6.35	6.91	6.47	6.81	6.08	7.12	6.08	6.50	7.10	6.60	7.00
Depositi a risparmio	1.28	1.47	1.67	1.76	1.24	1.23	1.17	1.03	0.90	0.90	0.72	0.65	0.62	0.62	0.58	0.54	0.59	0.57	0.61
Certif. deposito	-0.16	0.16	1.37	1.43	0.57	1.15	1.20	0.59	1.32	0.46	0.89	0.69	0.82	0.63	1.57	1.51	1.73	2.09	1.15

(*) Il rendimento dei BOT a 3 mesi, in assenza d'asta, è stimato. I dati storici sono in grigio scuro, gli stimati in grigio chiaro.
I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 30/09/2015.

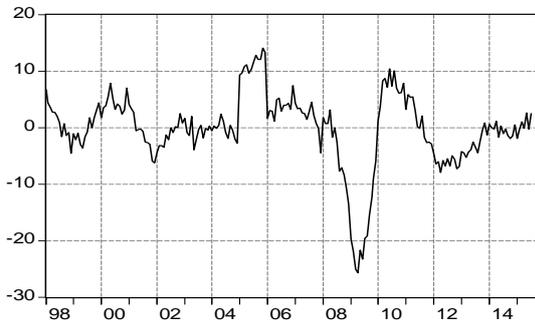
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



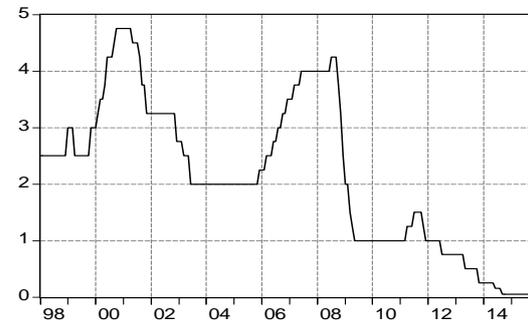
TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



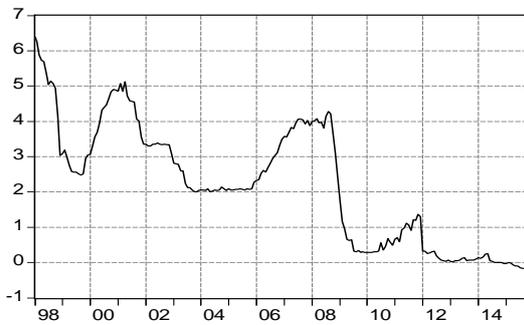
TASSO INFLAZIONE AREA EURO



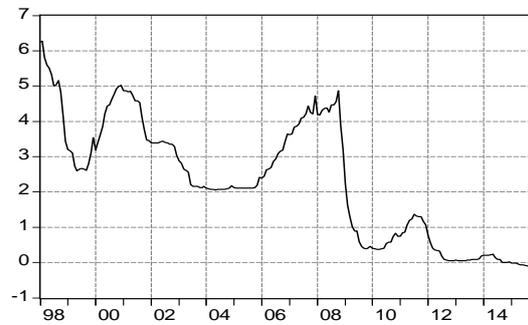
PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



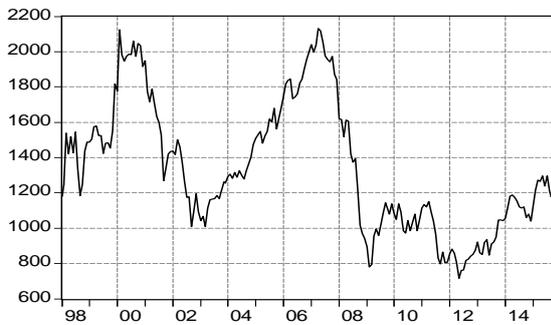
TASSO DI INTERVENTO BCE



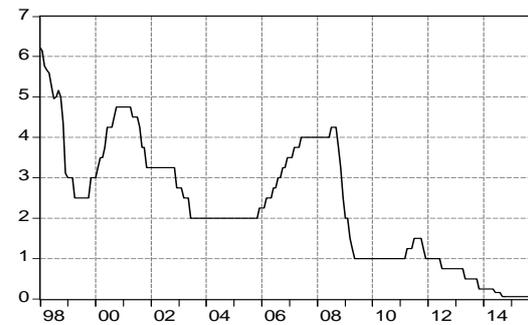
TASSO OVERNIGHT



TASSO INTERBANCARIO 1 MESE

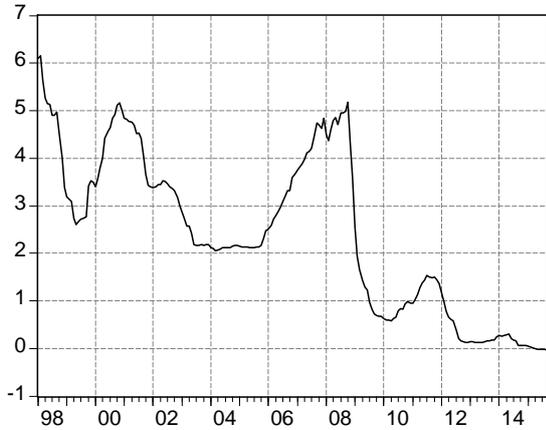


INDICE COMIT

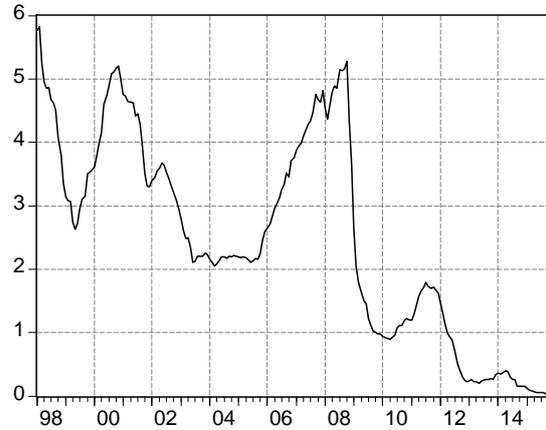


TASSO MEDIO PONDERATO PCT

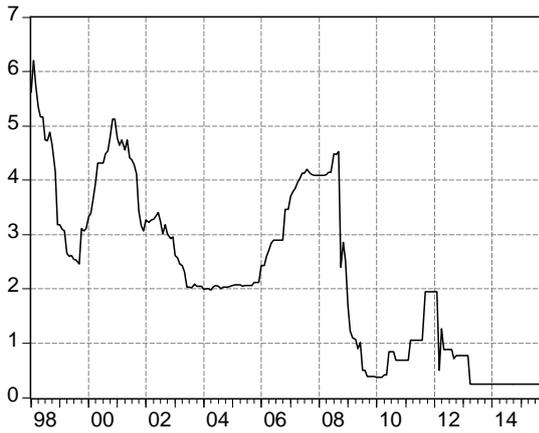
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



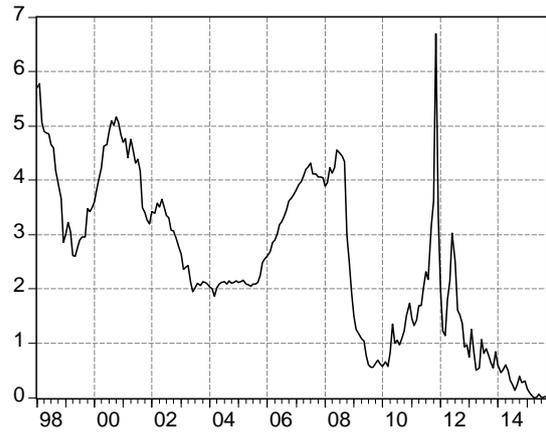
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI (LIBOR)



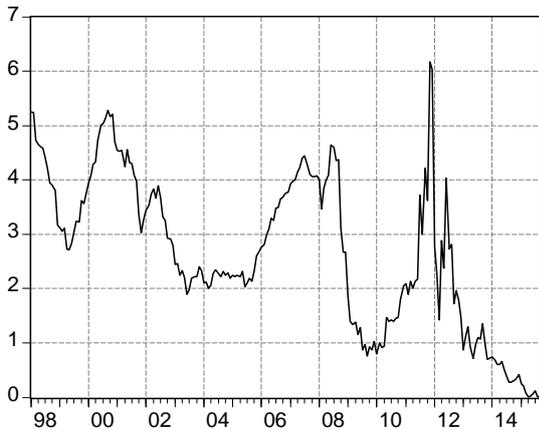
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI



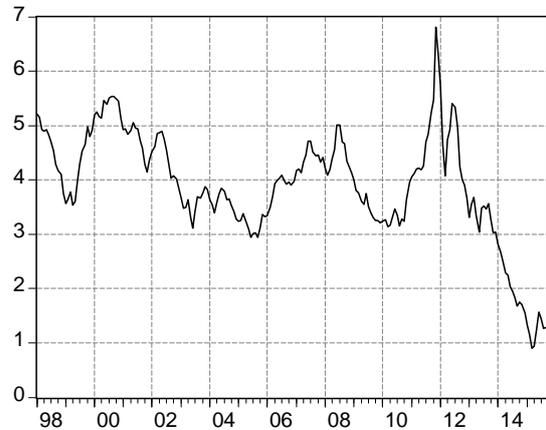
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO

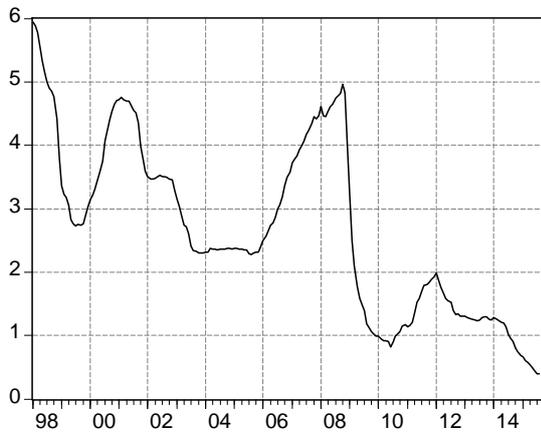


— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO

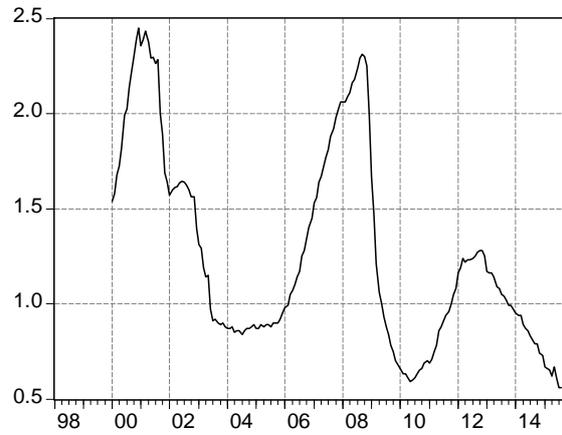


— RENDISTAT LORDO

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



— TASSO PRESTITI MINIMO



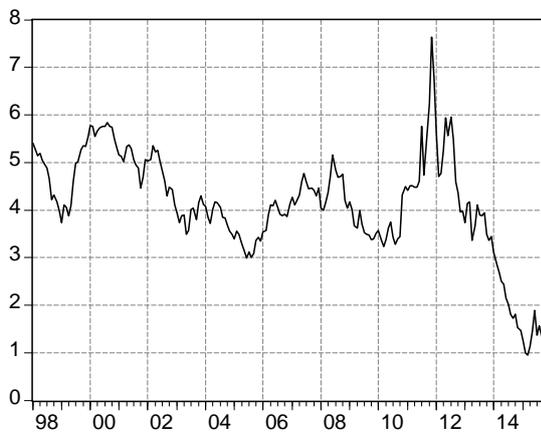
— TASSO DEPOSITI MEDIO



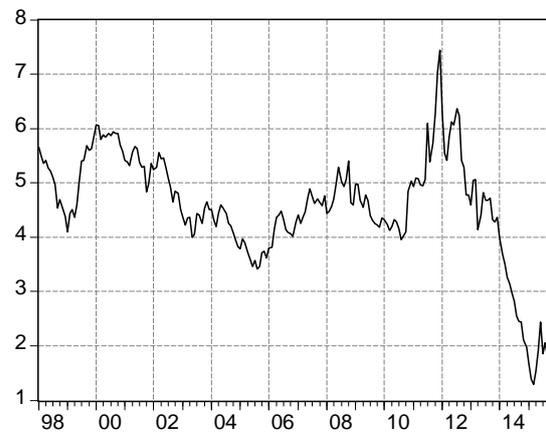
— RENDIMENTO A 3 ANNI



— RENDIMENTO A 5 ANNI



— RENDIMENTO A 7 ANNI



— RENDIMENTO A 10 ANNI

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

