



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 30/11/2015

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 novembre 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

Dicembre sarà un mese importante per l'economia e la finanza mondiale. I mercati attendono le decisioni della BCE (3 dicembre) per quanto riguarda l'ampliamento del *QE*, e della FED (16 dicembre) per quel che concerne l'inversione della politica monetaria. Nelle ultime settimane i mercati hanno iniziato a scontare le future mosse delle banche centrali e questo ha portato, nel mercato valutario, il tasso di cambio EUR/USD attorno a quota 1,05-1,06. Sia il passaggio a una politica meno accomodante da parte della FED sia la politica più espansiva della BCE, sostengono il rafforzamento della moneta statunitense e l'indebolimento dell'euro. Per quanto riguarda la FED, le attese sono per un primo rialzo di 25 punti base a dicembre. La probabilità che questo avvenga, osservando i *future* sui *Fed fund*, è aumentata nell'ultimo mese, passando al 70%. A nostro avviso, il rialzo ci sarà, *in primis*, perché non assecondare le attese dei mercati, potrebbe essere destabilizzante. Nell'ultimo mese, inoltre, si sono registrati dati brillanti nel mercato del lavoro, la crescita del PIL del terzo trimestre, che sembrava deludente, è stata rivista al rialzo e, in più, ci si attende un ottimo quarto trimestre, storicamente sempre molto positivo. In ottobre, infine, i salari medi orari sono cresciuti sopra il 2% a/a, soglia oltre la quale in passato si sono registrate pressioni inflazionistiche. A nostro avviso, tuttavia, questo primo intervento non sarà seguito da una serie di rialzi ravvicinati, anzi la FED intraprenderà una strategia volta a calmare le attese e a comunicare il messaggio che il sentiero di passaggio alla politica monetaria restrittiva sarà molto cauto ed equilibrato. I futuri rialzi saranno gradualmente e molto dilazionati nel tempo. Vi sono, infatti, alcuni elementi che contrastano con l'inversione della politica monetaria. La fiducia delle imprese e dei consumatori in novembre ha corretto al ribasso, inoltre, in ottobre le vendite al dettaglio e i consumi reali privati sono stati piuttosto piatti, mentre il reddito reale è aumentato maggiormente, sintomo che le famiglie preferiscono risparmiare. Nello stesso mese i risultati trimestrali aziendali sono stati deludenti, con un calo medio del 3% dei profitti. Continua, inoltre, a registrarsi un forte calo dei prezzi delle materie prime, che indica, da un lato, l'assenza di rischi inflazionistici e, dall'altro, un'aspettativa di ridimensionamento della crescita globale. Vi è, infine, molta incertezza circa gli effetti che le tensioni geopolitiche potrebbero avere sul quadro internazionale. Se è vero che tali tensioni e l'effetto terrorismo sono al momento più concentrate in Europa, il terrore potrebbe costringere gli americani a rimanere in casa, erodendo i consumi. Dalla riunione del 3 dicembre della BCE i mercati si attendono un potenziamento degli stimoli monetari, attraverso tre possibili piani d'intervento, eventualmente anche in combinazione tra di loro. Le attese medie sono per un incremento degli acquisti, dagli attuali 60 miliardi di euro mensili a 75-80 miliardi, un'estensione della durata del *QE* fino a marzo 2017 e un ulteriore taglio di 10-20 punti base del tasso d'interesse sui depositi presso la BCE. A nostro avviso, alla riunione di dicembre il presidente Draghi annuncerà una nuova manovra accomodante, senza tuttavia utilizzare tutti i tre possibili canali d'intervento, per non rimanere senza frecce al proprio arco se la situazione internazionale dovesse peggiorare. Dal punto di vista economico, sebbene la ripresa tendenziale, registrata nel secondo trimestre, sia stata confermata anche nel terzo, il *QE* sembra, per ora, aver influenzato più che altro la fiducia dei consumatori. Probabilmente vi è bisogno di uno stimolo maggiore per ottenere risultati più sostanziosi sull'economia reale. I dati, inoltre, ancora non incorporano gli effetti dei fatti di Parigi: il fattore terrorismo potrebbe, infatti, smorzare la fiducia e mettere in discussione la ripresa. Un nuovo stimolo monetario potrebbe contrastare l'effetto restrittivo delle tensioni geopolitiche.

USA

Per quanto riguarda la FED, le attese sono per un primo rialzo di 25 punti base a dicembre. La probabilità che questo avvenga, osservando i future sui Fed fund, è aumentata nell'ultimo mese, passando al 70%.

Nel terzo trimestre il PIL americano è cresciuto del 2,1% t/t e +2% a/a. Il dato è in linea con le attese di consenso (+2,1% a/a) ed è rivisto al rialzo dalla stima preliminare (+1,5% t/t e +2% a/a). La componente che ha contribuito maggiormente alla revisione è stata quella delle scorte, che hanno sottratto lo 0,59% t/t alla crescita, risultato decisamente migliore rispetto alla stima preliminare (-1,44% t/t). Il minor decumulo di scorte è un segnale positivo, poiché presagisce un miglioramento della fiducia circa l'andamento futuro della domanda. La crescita, dopo la revisione, sembra più bilanciata tra consumi e investimenti fissi. I consumi privati sono cresciuti del 3% t/t (+3,2% a/a) anziché del 3,2% t/t della stima preliminare. Il contributo è stato corretto da +2,19% t/t a +2,05% t/t. La revisione al rialzo ha riguardato anche gli investimenti fissi (da +2,9% t/t e +3,4% a/a a +3,4% t/t e +3,6% a/a). Più in dettaglio, la componente residenziale è stata rivista da +6,1% t/t e +8,9% a/a a +7,3% t/t e +9,2% a/a e quella non residenziale da +2,1% sia t/t sia a/a a +2,4% t/t e +2,2% a/a. L'apporto degli investimenti fissi rimane consistente (+0,54% t/t da +0,47% t/t). Gli investimenti non residenziali hanno contribuito per lo 0,31% t/t e quelli residenziali per lo 0,24% t/t. La revisione ha riguardato anche il commercio estero. Le esportazioni sono cresciute dello 0,9% t/t (+1,2% a/a) invece che dell'1,9% t/t (+1,5% a/a) e le importazioni del 2,1% t/t (+5,6% a/a) anziché dell'1,8% t/t (+5,5% a/a). Ne è derivato un contributo negativo delle esportazioni nette dello 0,22% t/t (-0,03% t/t la stima preliminare). Per

quanto riguarda i dati mensili del commercio estero, in settembre le esportazioni sono aumentate dell'1,6% m/m (precedente -2,05% m/m) e le importazioni sono diminuite dell'1,82% m/m (da +1,02% m/m) portando il saldo della bilancia commerciale a -40,81 miliardi di dollari da -48,02 di agosto. In ottobre il mercato del lavoro è migliorato ulteriormente. Il tasso di disoccupazione è calato al 5% (da 5,1% di settembre) toccando il minimo da aprile 2008 ed è ormai prossimo al valore ritenuto dagli economisti di pieno impiego (4,9%). Nello stesso mese l'occupazione nel settore non agricolo è aumentata di 271 mila unità (registrando l'aumento più marcato da dicembre 2014) e in quello privato di 268 mila, ben oltre le attese rispettivamente di 183 mila e 171 mila. I dati di ottobre sono forti, con incrementi ampiamente superiori alle 200 mila unità, segnali di un mercato ormai solido. Nel mese precedente l'aumento era stato di 137 mila unità nel settore non agricolo e 149 mila in quello privato. Nel complesso l'economia statunitense ha creato 8 milioni di posti di lavoro negli ultimi trentasei mesi, il ritmo più veloce dal 2000. Di fronte a questi dati la probabilità che la FED riveda al rialzo i tassi d'interesse nella riunione di dicembre, è aumentata. Un indicatore da guardare con particolare attenzione è la crescita tendenziale dei salari orari, che in ottobre è stata del 2,22% a/a (+1,98% a/a in settembre). Osservando la serie storica, un aumento sopra la soglia del 2% a/a può essere associato a pressioni inflazionistiche e questo rafforza l'ipotesi di un imminente rialzo dei tassi. La variazione del CPI, in ottobre, è stata pari a +0,1% a/a, superiore al precedente 0% a/a e alle attese di -0,1% a/a, mentre l'inflazione *core* è rimasta stabile all'1,9% a/a. L'andamento dei corsi delle materie prime, tuttavia, smorza le pressioni inflazionistiche. Gli indicatori dell'attività d'impresa e industria sono stati, nel complesso, positivi. In ottobre, gli ordini di beni durevoli, sono aumentati considerevolmente (+3% m/m da -0,8% m/m) e il dato rimane positivo anche escludendo i trasporti (+0,5% m/m da -0,1% m/m). Sempre in ottobre, invece, la produzione industriale ha registrato una nuova variazione congiunturale negativa (-0,2% m/m come in settembre) tuttavia il tendenziale è positivo (+0,3% a/a da +0,7% a/a). Per quel che riguarda la fiducia delle imprese, l'indice ISM manifatturiero in ottobre era rimasto pressoché stabile (50,1 da 50,2) invece quello non manifatturiero era salito da 56,9 a 59,1 (attese di 56,4). Il clima generale di fiducia sembra tuttavia essere peggiorato in novembre. L'indice *NAPM* è crollato sotto la soglia del 50, passando da 56,2 di ottobre a 48,7, contro il consenso che lo vedeva a 54. Il *NY Empire State Manufacturing Index*, seppur in miglioramento dal -11,4 di ottobre, è rimasto negativo (-10,7) deludendo le attese (-6,3). I segnali dal comparto edilizio sono contrastanti. L'avvio di nuovi cantieri in ottobre ha segnato una brusca contrazione (-11% m/m e -1,8% a/a da +6,7% m/m e +16,1% a/a) mentre le vendite di nuove case hanno subito un aumento considerevole (+10,7% m/m da -12,9% m/m di settembre) e superiore alle attese (+6,6% m/m). Dal lato della domanda, la crescita dei consumi privati in ottobre è stata quasi nulla (+0,1% m/m) mentre il reddito personale è aumentato, come da attese, dello 0,4% m/m. Quest'andamento sembrerebbe confermare l'incremento della propensione al risparmio delle famiglie e il calo della fiducia dei consumatori, crollata in novembre da 99,1 a 90,4, contro in consenso che la vedeva in rialzo (99,4). Anche le vendite al dettaglio in ottobre sono state deboli (+0,1% m/m e +1,7% a/a, 0% m/m e +2,2% a/a il precedente). Riassumendo, l'economia sembra crescere in modo solido, vi sono buone probabilità che l'ultimo trimestre dell'anno sia brillante, i segnali di ottobre dal mercato del lavoro sono stati ottimi e i salari medi orari sono aumentati oltre il 2% a/a. Tutto ciò, unito alle attese dei mercati, fa propendere per un rialzo dei tassi nel prossimo *meeting* di dicembre. Vi sono, tuttavia, alcuni rischi al ribasso che fanno presagire che, dopo il primo intervento, la FED sarà molto cauta e che il processo di normalizzazione della politica monetaria sarà molto lento ed equilibrato.

GIAPPONE

Secondo la stima preliminare, il PIL nel terzo trimestre è diminuito dello 0,2% t/t (-0,1% t/t il consenso) e aumentato dell'1,1% a/a (-0,2% t/t e +1% a/a nel II trim.). I consumi privati sono cresciuti dello 0,5% t/t, dopo la variazione negativa del trimestre precedente (-0,6% t/t). A livello tendenziale l'incremento è stato dello 0,7% a/a (da +0,5% a/a). Ne è derivato il maggior contributo positivo alla crescita (+0,3% t/t) seguito dalle esportazioni nette (+0,1% t/t). Nel terzo trimestre, infatti, le esportazioni sono salite più delle importazioni (+2,6% t/t e +3% a/a le prime, +1,7% t/t e +1,6% a/a le seconde) mentre, nel secondo trimestre, entrambe le voci avevano registrato un'importante contrazione congiunturale (-4,3% t/t e -2,8% t/t rispettivamente). Gli investimenti fissi, diminuiti dello 0,6% t/t (da 0% t/t) e aumentati dello 0,8% a/a (+1,1% a/a il precedente) hanno, invece, sottratto punti alla variazione del PIL (-0,1% t/t). Nullo il contributo della spesa pubblica. Riguardo al commercio estero, i dati mensili di ottobre confermano il buon andamento delle esportazioni (+0,56% m/m da -1,72% m/m) ed evidenziano una riduzione delle importazioni (-1,12% t/t da -2,33% m/m). Il risultato è una diminuzione del deficit commerciale da 309,78 miliardi di yen a 202,26. Relativamente al mercato del lavoro, in ottobre il tasso di disoccupazione ha sorpreso al ribasso, attestandosi al 3,1%, dato decisamente migliore rispetto alle stime degli analisti che si aspettavano una conferma del 3,4% di settembre. Dal lato dell'offerta, sempre in ottobre, la produzione industriale è aumentata dell'1,4%

m/m e dello 0,3% a/a (precedente +1,1% m/m e -0,7% a/a) deludendo le attese a livello congiunturale (+1,7% m/m) non tendenziale (-0,4% a/a). Il PMI manifatturiero in novembre è rimasto pressoché stabile (52,6 da 52,4). A ottobre tutti gli indicatori della domanda hanno tutti corretto al rialzo, dopo le variazioni negative registrate a settembre. I consumi privati sono cresciuti dell'1,3% m/m (da -2,6% m/m), il reddito disponibile del 2,8% m/m (da -3,3% m/m) e le vendite al dettaglio del 3% m/m e 1,8% a/a (da -2,7% m/m e -0,1% a/a) superando le attese (+0,3% m/m e +1% a/a). La fiducia dei consumatori, attestandosi a 41,5, ha superato sia il valore precedente (40,6) sia le previsioni (40,8). Riguardo alla dinamica dell'inflazione, in ottobre il CPI è aumentato dello 0,3% a/a (da 0% a/a) oltre il consenso (+0,2% a/a). L'indice CPI *core* è sceso dello 0,1% a/a, molto sotto le attese (+0,8% a/a). Il calo è legato soprattutto all'effetto dei corsi delle materie prime, in particolare energetiche. Gli analisti si aspettano che la *BOJ* annunci nuove misure accomodanti in gennaio, quando il mancato rialzo del prezzo del petrolio potrebbe obbligarla a tagliare ancora una volta le stime d'inflazione.

AREA EURO

Dalla riunione del 3 dicembre i mercati si attendono un potenziamento degli stimoli monetari, attraverso tre possibili piani d'intervento, eventualmente anche in combinazione tra di loro.

La stima preliminare del PIL del terzo trimestre (+0,3% t/t e +1,6% a/a) conferma la timida ripresa evidenziatasi nel trimestre precedente (+0,4% t/t e +1,5% a/a). Il dato è lievemente inferiore alle attese di consenso (+0,4% t/t e +1,7% a/a) ma è comunque un segnale positivo. I dettagli sulle componenti saranno pubblicati l'8 dicembre. Come anticipazione, osservando i dati mensili del commercio estero di settembre, si evidenzia un aumento del saldo della bilancia commerciale (20,08 miliardi di euro dal precedente 18,97) come risultato di un incremento delle esportazioni (+1,09% m/m) maggiore rispetto a quello delle importazioni (+0,47% m/m). Entrambi i flussi, in agosto, si erano contratti (-3,86% m/m le prime e -1,99% m/m le seconde). Per quel che riguarda il mercato del lavoro, i dati disponibili sono ancora di settembre, quando il tasso di disoccupazione era fermo al 10,8%. Le stime dei principali indici di prezzo vedono un lieve aumento dell'inflazione globale in ottobre (+0,1% a/a, -0,1% a/a in settembre) e un incremento più sostanzioso dell'indice *core* (+1,1% a/a da +0,9% a/a). Entrambi gli indicatori hanno superato le attese, rispettivamente dello 0% a/a e di +1% a/a, ciononostante, l'inflazione rimane ancorata a livelli bassi e il rischio di deflazione permane. I dati dal lato dell'offerta sono deboli, ma i segnali derivanti dagli indici di fiducia sono positivi. La produzione industriale in settembre è nuovamente diminuita rispetto ad agosto (-0,3% m/m, -0,4% m/m il precedente) rimanendo positiva rispetto allo spesso periodo del 2014 (+1,2% a/a, +2% a/a in agosto). Il comparto delle costruzioni ha subito una lieve contrazione (-0,4% m/m) dopo il precedente +0,6% m/m. Gli indici PMI in novembre hanno registrato un aumento superiore alle attese: il manifatturiero è passato da 52,3 a 52,8 (consenso 52,2) e quello dei servizi da 54,1 a 54,6 (consenso 54,2). L'*ESI* è invece rimasto stabile a 106,1, superando comunque le previsioni (105,7). Anche dal lato della domanda i segnali sono deboli. Le vendite al dettaglio in settembre hanno registrato un calo congiunturale dello 0,1% m/m (dal precedente 0% m/m) contro le attese (+0,1% m/m). A livello tendenziale invece il dato è in aumento (+2,9% a/a da +2,1% a/a di agosto). Le crescenti preoccupazioni, dopo gli attacchi di Parigi, potrebbero impattare negativamente sulla fiducia e minare la timida ripresa economica. In queste condizioni di grande incertezza, considerando anche il ridimensionamento della crescita dei paesi emergenti, la probabilità che sia annunciato un potenziamento del *QE* alla riunione di dicembre è notevolmente aumentata.

Germania

Nel terzo trimestre il PIL tedesco è aumentato, come da attese, dello 0,3% t/t e dell'1,7% a/a (+0,4% t/t e +1,6% a/a nel II trim.). Un apporto positivo dello 0,3% t/t è stato dato dai consumi privati, cresciuti dello 0,6% t/t e del 2% a/a (da +0,1% t/t e +2,1% a/a). Positivo anche il contributo degli investimenti fissi (+0,1% t/t) che hanno subito una contrazione su base congiunturale dello 0,3% t/t (precedente -0,4% t/t) e un aumento su base tendenziale (+2,2% a/a da +1,8% a/a). Anche la spesa pubblica, cresciuta dell'1,3% t/t e del 2,9% a/a (+0,7% t/t e +2,2% a/a nel II trim.) ha contribuito positivamente alla variazione del PIL. Hanno invece sottratto punti alla crescita le scorte (-0,1% t/t) e soprattutto le esportazioni nette (-0,4% t/t). Nel terzo trimestre le esportazioni sono aumentate meno delle importazioni (+0,2% t/t e +5% a/a, +1,1% t/t e +6,1% a/a rispettivamente) mentre nel trimestre precedente si era registrato un incremento più consistente delle esportazioni (+1,8% t/t e +6,3% a/a) rispetto alle importazioni (+0,5% t/t e +5,3% a/a). I dati mensili riguardanti il commercio estero confermano il maggior aumento delle importazioni (+3,77% m/m da -3,24% m/m) rispetto alle esportazioni (+2,57% m/m da -5,18% m/m) con un saldo della bilancia commerciale di 19,24 milioni di euro, di poco inferiore a quello di agosto (19,67 milioni). I segnali dal mercato del lavoro sono positivi. Nel terzo trimestre c'è stato un aumento degli occupati di 118 mila unità, dato migliore rispetto a quello del secondo trimestre (+106 mila). L'indice armonizzato dei prezzi al consumo indica in ottobre un'inflazione globale pari a +0,2% a/a, in linea con le attese e in miglioramento rispetto a settembre (-0,2%

a/a). Anche l'indice *core* ha registrato un aumento passando a +1,4% a/a dal precedente +1,1% a/a, mentre sono in calo i prezzi alla produzione (-2,3% a/a, -2,1% a/a in settembre) come conseguenza della riduzione dei corsi delle materie prime. Gli indici relativi all'attività d'impresa e industria di settembre sono negativi. La produzione industriale ha registrato un'altra contrazione su base mensile (-1,1% m/m da -0,6% m/m) mentre su base annuale ha presentato una crescita molto debole (+0,2% a/a dal precedente +2,9% a/a). Negativo è stato anche l'andamento delle costruzioni (-0,9% m/m da +1,4% m/m) così come quello degli ordini all'industria manifatturiera (-1,7% m/m e -0,9% a/a, dopo il -1,8% m/m e +2,2% a/a di agosto) contrariamente alle attese (+1% m/m). In novembre, come nel resto dell'AE, la fiducia è cresciuta oltre le attese: l'indice *Zew* è balzato da 1,9 a 10,4 (attese 6), l'*Ifo* è passato da 108,2 a 109 (108), il PMI manifatturiero da 52,1 a 52,9 (52) e quello dei servizi da 54,5 a 55,6 (54,4). Dal lato della domanda, in ottobre le vendite al dettaglio hanno registrato un calo dello 0,4% m/m (+2,2 a/a) dopo il precedente 0% m/m (+3,7% a/a) e deludendo le attese (+0,2% m/m).

Francia

La crescita del PIL nel terzo trimestre è stata dello 0,3% su base congiunturale (+0% t/t nel II trim.) in linea con le attese, e dell'1,2% su base tendenziale (dal precedente +1,1% a/a). Tale andamento è stato in gran parte determinato dalle scorte, che hanno contribuito per lo 0,7% t/t. Anche i consumi privati, saliti dello 0,3% t/t (+1,4% a/a) da 0% t/t (+1,4% a/a), hanno dato un apporto positivo dello 0,2% t/t. Nullo è stato invece il contributo degli investimenti fissi, cresciuti solo dello 0,1% t/t e stabili rispetto all'anno precedente (-0,1% t/t e -0,6% a/a nel II trim.). Le esportazioni hanno registrato un -0,6% t/t (+5,6% a/a) dopo il +1,9% t/t (+7,6% a/a) del secondo trimestre, mentre il balzo delle importazioni (+1,7% t/t da +0,5% t/t, +6% a/a da +5,7% a/a) ha fatto sì che le esportazioni nette sottraessero lo 0,7% t/t alla crescita del PIL. Per quanto riguarda il commercio con l'estero, in settembre vi è stata una nuova contrazione delle esportazioni dello 0,58% m/m (da -2,71% m/m) e un aumento delle importazioni dello 0,46% m/m (da -3,29% m/m). L'inflazione globale, in ottobre, è lievemente aumentata (+0,2% a/a dal precedente +0,1% a/a) oltre le attese (+0,1% a/a) e anche l'indice *core* ha registrato un incremento (+0,8% a/a da +0,7% a/a). Dal lato dell'offerta, in settembre la produzione industriale è cresciuta solo dello 0,1% m/m (+1,8% a/a) dopo il balzo di agosto (+1,7% m/m, +1,5% a/a). Anche sul fronte della fiducia degli imprenditori, a novembre, i dati non sono incoraggianti. Secondo l'indagine *Insee*, la fiducia è passata da 103 a 102 (attese 102,6), il PMI manifatturiero è rimasto stabile a 50,6 (50,8) e quello dei servizi è calato da 52,7 a 51,3 (52,5). Dal lato della domanda, i consumi delle famiglie in ottobre hanno subito un calo dello 0,7% m/m (0% m/m in settembre) e l'indice di fiducia dei consumatori in novembre si è attestato a 96 punti, lo stesso valore del mese precedente e leggermente sopra le attese (95). Questi risultati, seppur riferiti a novembre, non tengono conto dell'impatto dei tragici attentati di Parigi, poiché il sondaggio è stato condotto tra il 28 ottobre e il 17 novembre. Secondo una prima stima del Ministero delle Finanze francese, gli attentati terroristici costeranno alla Francia circa lo 0,1% del PIL (2 miliardi di euro).

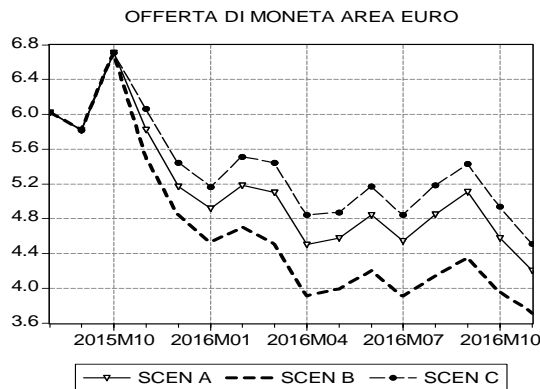
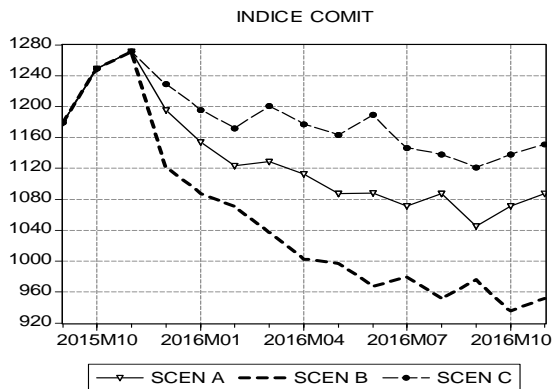
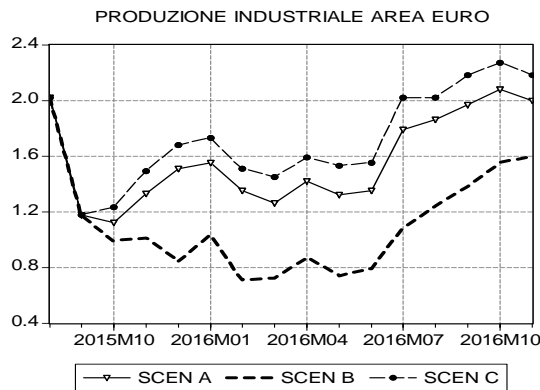
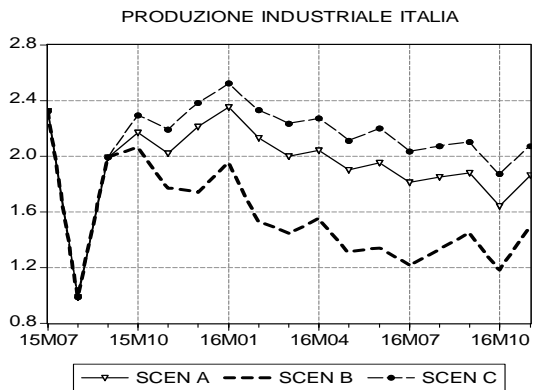
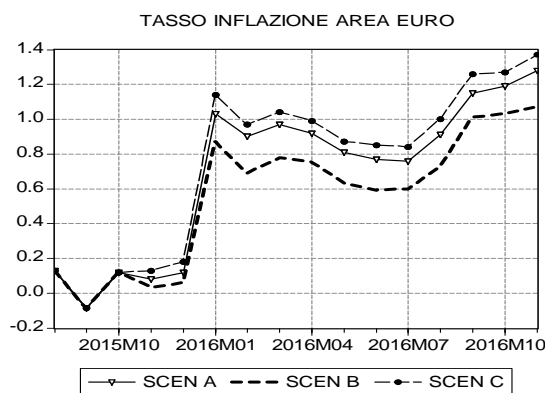
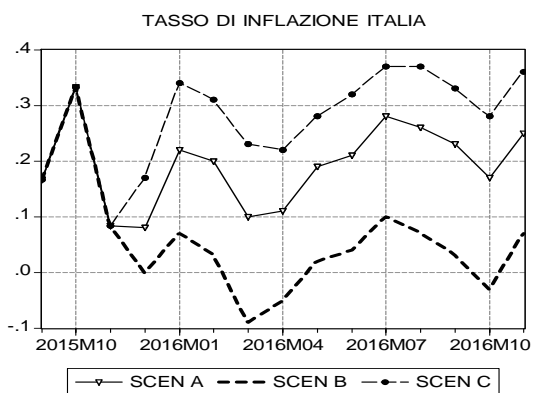
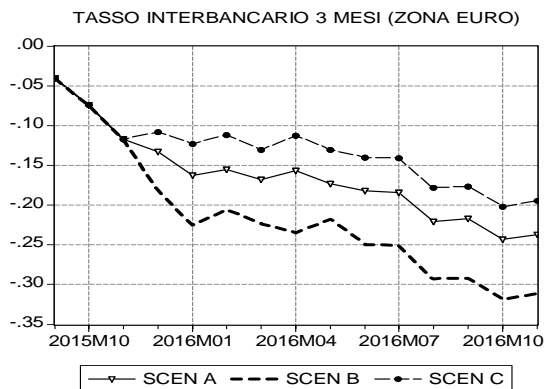
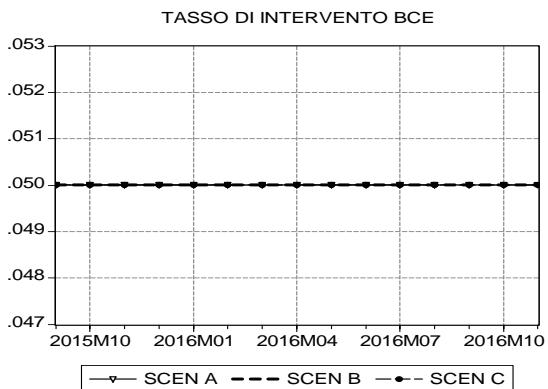
Italia

La stima preliminare del PIL del terzo trimestre mostra una crescita dello 0,2% t/t e dello 0,9% a/a, di poco inferiore alle attese (+0,3% t/t e +1% a/a) ma superiore, almeno a livello tendenziale, al risultato del secondo trimestre (+0,3% t/t e +0,6% a/a). Per i contributi si dovrà attendere la revisione del 1 dicembre. Il commercio con i paesi UE in settembre ha visto una contrazione delle esportazioni dell'1,13% m/m (+1,05% m/m in agosto) e un aumento delle importazioni dello 0,91% m/m (-2,58% m/m) riducendo il saldo della bilancia commerciale a 904 milioni di euro da 1.282. In ottobre si sono ridotte sia le esportazioni extra UE (-1,96% m/m da +5,16% m/m) sia le importazioni (-0,53% m/m da +1,99% m/m). Non vi sono nuove rilevazioni dal mercato del lavoro, tuttavia si segnala in settembre il calo del tasso di disoccupazione dal 11,7% a 11,6%. Per quel che riguarda l'inflazione, in ottobre si è registrata una correzione al ribasso sia dell'indice globale (+0,1% a/a da +0,3% a/a) sia del *core* (+0,7% a/a da +1% a/a). Dal lato dell'offerta, la produzione industriale in settembre, dopo il calo di agosto dello 0,5% m/m (+1% a/a), è tornata in territorio positivo (+0,2% m/m, +2% a/a) seppur deludendo le attese (+0,5% m/m). Gli ordini all'industria in settembre sono stati negativi (-2% m/m da -5,2% m/m di agosto) così come il comparto delle costruzioni (-0,3% m/m da 0% m/m). Dal lato della domanda, l'andamento congiunturale delle vendite al dettaglio di settembre è stato negativo (-0,1% m/m da +0,2% m/m) e ha deluso il consenso (+0,3% m/m) mentre il congiunturale ha sorpreso in positivo (+1,5% a/a, +1,4% a/a le attese). In novembre il clima generale di fiducia è stato positivo. L'indice di fiducia delle imprese è passato a 104,6 da 105,7, sotto il consenso (105,7) ma in territorio espansivo e quello relativo ai servizi è salito a quota 113,7 da 113,1. La fiducia dei consumatori in novembre ha addirittura toccato il massimo assoluto (118,4, 117 il precedente) ben oltre le attese che lo vedevano in diminuzione (116,1). La fiducia delle imprese e dei consumatori è il risultato dall'attuale politica espansiva della BCE e dell'atteso annuncio di un ampliamento del QE.

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

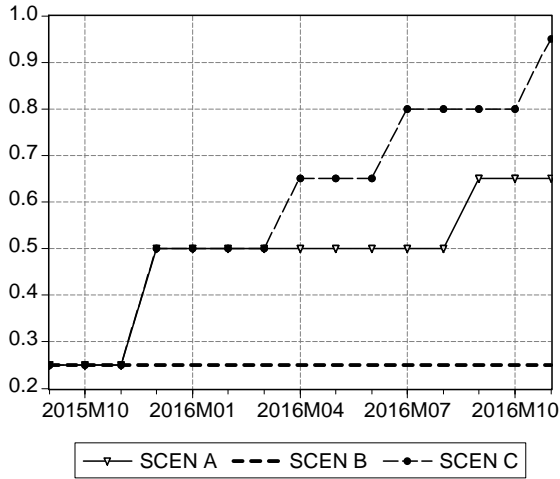
A (20%)	B (10%)	C (70%)
<p>Usa: I brillanti dati sul mercato del lavoro, la crescita più sostenuta dei salari medi orari, le attese di un quarto trimestre molto positivo, spingono la FED a intervenire alla riunione di dicembre con un rialzo del tasso sui <i>Fed fund</i> di 25 punti base, per altro già ampiamente scontato dai mercati. Vi sono, tuttavia, ampi timori circa gli effetti che le tensioni geopolitiche e il rischio terrorismo potrebbero avere sulla crescita internazionale, già debole a causa del ridimensionamento del ciclo cinese e dei paesi emergenti. La fiducia d'impres e consumatori continua, inoltre, a diminuire così come i corsi delle materie prime, deprimendo ulteriormente la dinamica dei prezzi. La FED, dopo il primo rialzo, intraprende una strategia di comunicazione volta a smorzare le attese di nuovi rialzi ravvicinati. Il timing dei futuri rialzi sarà ampiamente dilazionato – il secondo intervento sarà posticipato nel terzo/quarto trimestre del 2016 – e graduale. Il processo di ritorno alla politica monetaria restrittiva sarà molto cauto ed equilibrato.</p> <p>Area Euro: Si concretizza il potenziamento del <i>QE</i>, attraverso un'estensione temporale e/o l'aumento della quantità di acquisti mensili di attività e/o con una nuova riduzione del tasso sui depositi presso la BCE. Tale strategia punta a mantenere debole il cambio e favorire così il canale estero, a sostegno della ripresa dell'area. Il tasso di cambio EUR/USD si porta tra l'1,06 e l'1,07. Lo <i>spread</i> tra i BTP a 10 anni e il <i>Bund</i> non supera i 100 punti base e il rendimento dei primi si mantiene sotto l'1,5%.</p>	<p>Usa: L'effetto del terrorismo e delle tensioni geopolitiche si rivela molto più ampio di quanto atteso. Il terrore, oltre a frenare la ripresa in Europa, erode i consumi statunitensi. La crescita mondiale, già debole per le difficoltà dei paesi emergenti e il ridimensionamento cinese, frena ulteriormente, come dimostrato dal pesante calo dei prezzi delle materie prime. In tale contesto, l'atteso intervento della FED a dicembre, è rimandato e vengono meno le aspettative di un rialzo entro il 2016.</p> <p>Area Euro: Si concretizza il potenziamento del <i>QE</i>, attraverso un'estensione temporale e/o l'aumento della quantità di acquisti mensili di attività e/o con una nuova riduzione del tasso sui depositi presso la BCE. Tale strategia punta a mantenere debole il cambio e favorire così il canale estero, a sostegno della ripresa dell'area. Il tasso di cambio EUR/USD si porta attorno a quota 1,08. Lo <i>spread</i> tra i BTP a 10 anni e il <i>Bund</i> è sotto i 90 punti base e il rendimento dei primi sotto l'1,4%.</p>	<p>Usa: I brillanti dati sul mercato del lavoro, la crescita più sostenuta dei salari medi orari, le attese di un quarto trimestre molto positivo, spingono la FED a intervenire alla riunione di dicembre con un rialzo del tasso sui <i>Fed fund</i> di 25 punti base, per altro già ampiamente scontato dai mercati. Sussistono, tuttavia, incertezze circa gli effetti che le tensioni geopolitiche e il rischio terrorismo potrebbero avere sulla crescita internazionale, già debole a causa del ridimensionamento del ciclo cinese e dei paesi emergenti. Questi rischi al ribasso internazionali, la fiducia delle imprese che stenta a riprendersi e il calo dei corsi delle materie prime che deprimono la dinamica dei prezzi, spingono la FED, dopo il primo rialzo, a intraprendere una strategia di comunicazione volta a smorzare le attese di nuovi rialzi ravvicinati. Il timing dei futuri rialzi sarà dilazionato – il secondo intervento non si avrà prima della prossima primavera – e graduale. Il processo di ritorno alla politica monetaria restrittiva sarà cauto ed equilibrato.</p> <p>Area Euro: Si concretizza il potenziamento del <i>QE</i>, attraverso un'estensione temporale e/o l'aumento della quantità di acquisti mensili di attività e/o con una nuova riduzione del tasso sui depositi presso la BCE. Tale strategia punta a mantenere debole il cambio e favorire così il canale estero, a sostegno della ripresa dell'area. Il tasso di cambio EUR/USD rimane intorno a quota 1,05. Lo <i>spread</i> tra i BTP a 10 anni e il <i>Bund</i> si porta intorno ai 100 punti base e il rendimento dei primi intorno all'1,5%.</p>

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili

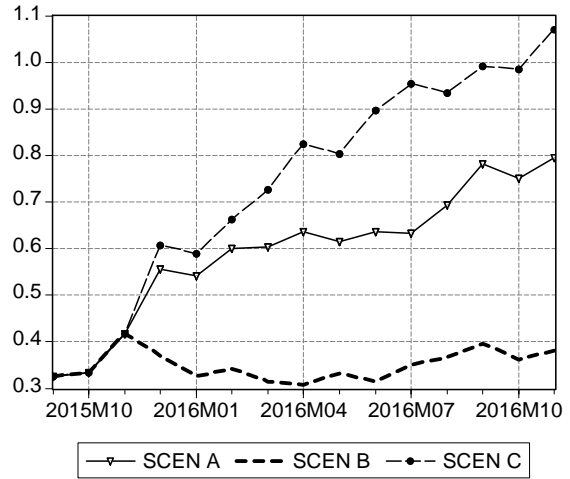


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili

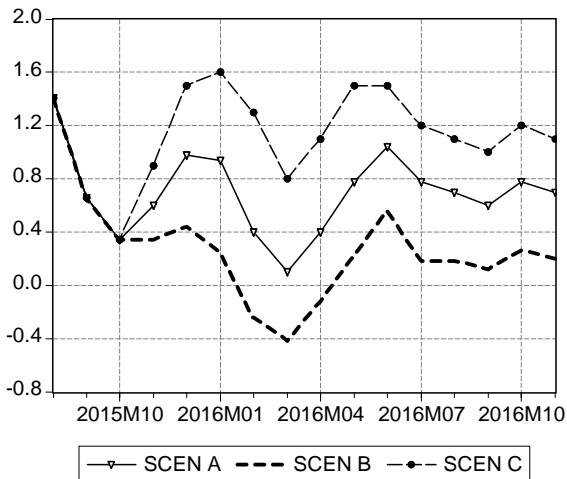
TASSO DI INTERVENTO FED



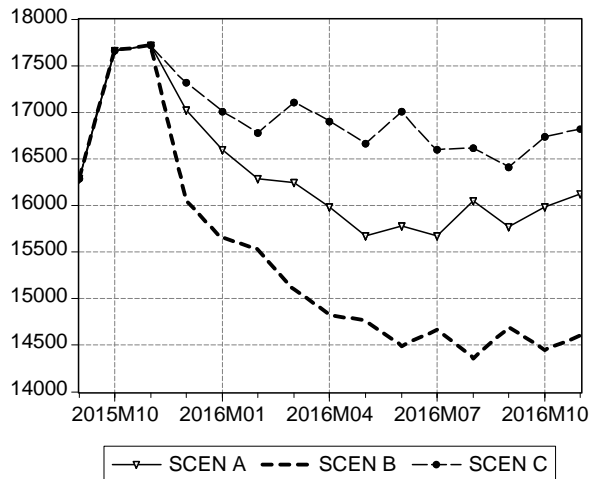
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



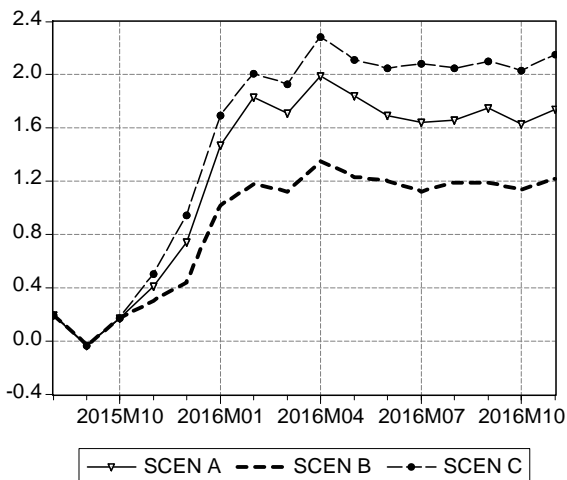
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



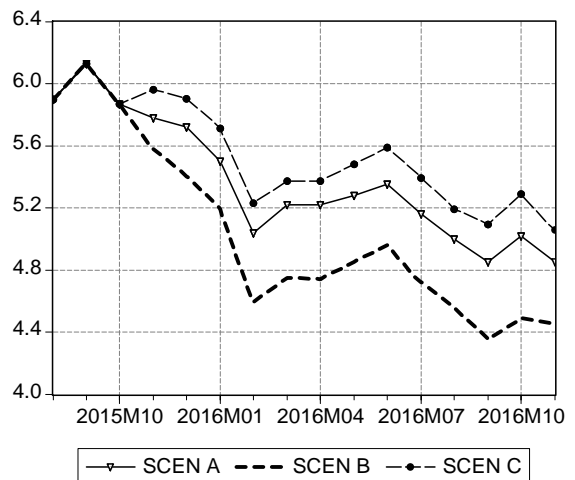
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

TASSI INTERBANCARI

I saggi interbancari europei in novembre, a seguito delle attese di una nuova riduzione del tasso sui depositi presso la BCE, si sono ridotti, passando tutti in territorio negativo: il tasso a 1 mese è sceso a -0,15% da -0,13%, il 3 mesi a -0,10% da -0,05% e il 6 mesi a -0,03% da 0,02%. Nello scenario più probabile (C) i tassi interbancari sono visti in ulteriore ribasso e potrebbero attestarsi, a novembre 2016, a -0,22% (1 mese) -0,21% (3 mesi) e -0,08% (6 mesi). Nello scenario A, alla fine dell'orizzonte di previsione, i tassi sarebbero lievemente inferiori (-0,24%, -0,26% e -0,11% rispettivamente l'1, il 3 e il 6 mesi) mentre nello scenario B, il meno favorevole, il trend negativo sarebbe più marcato: -0,29%, -0,33% e -0,16% per le scadenze a 1, 3 e 6 mesi.

STRUTTURA A TERMINE

Le attese per gli interventi della BCE e della FED continuano a sostenere il ridimensionamento dei rendimenti della struttura a termine. Il tasso dei BTP a 3 anni si è portato allo 0,10% dallo 0,21% precedente, il 5 anni allo 0,51% dallo 0,63%, il 7 anni allo 0,97% dall'1,35% e il decennale all'1,47% dall'1,57%. Nello scenario C, nel quale la FED decide per un primo rialzo a dicembre, per poi attendere almeno la primavera prossima per compiere il secondo, e la BCE annuncia un ampliamento del *QE*, i rendimenti potrebbero crescere molto debolmente: 1,60% a novembre 2016 il decennale, dopo essersi mantenuto attorno all'1,50%, 1,20% per la scadenza 7 anni, 0,60% il 5 anni e 0,11% il 3 anni. Se, a parità di condizioni in Europa, la FED decidesse di compiere il primo rialzo a dicembre 2015, posticipando il secondo nel terzo/quarto trimestre del 2016, i tassi si manterrebbero circa sui livelli attuali (0,01%, 0,51%, 1,11% e 1,51% alla fine dell'orizzonte di previsione). Nello scenario meno favorevole (B) i rendimenti potrebbero contrarsi per effetto delle attese di un lungo rinvio del primo rialzo dei tassi statunitensi (a novembre 2016 -0,11% il 3 anni, +0,39% il 5 anni, +1,00% il 7 anni e +1,40% il 10 anni).

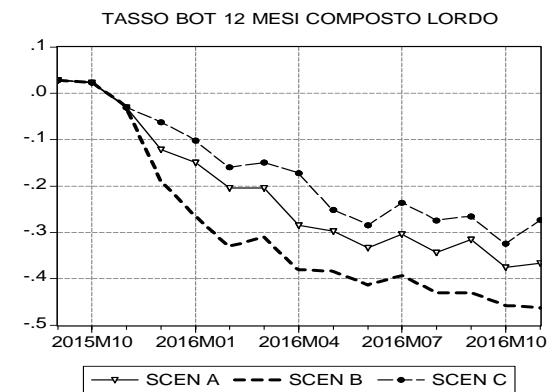
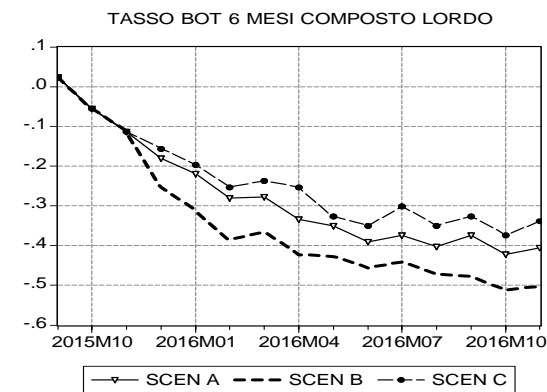
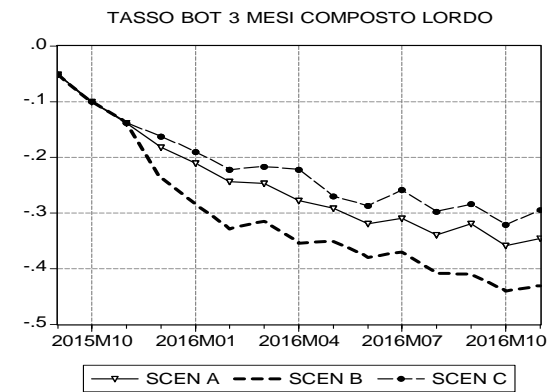
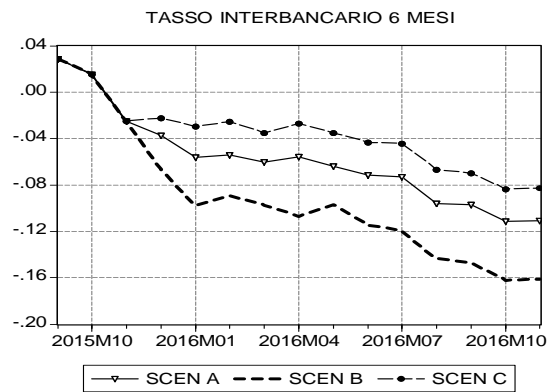
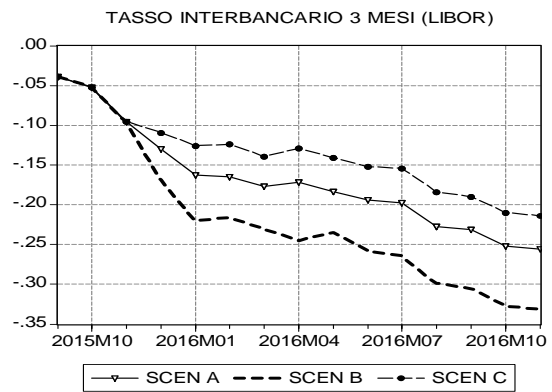
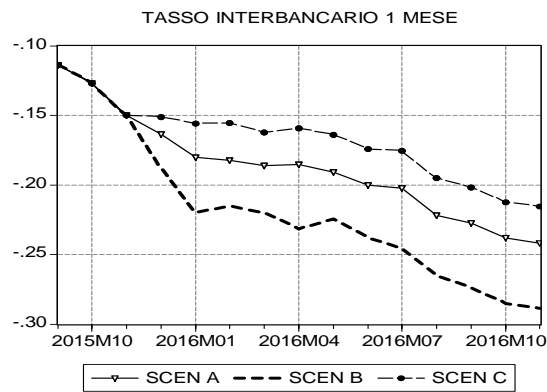
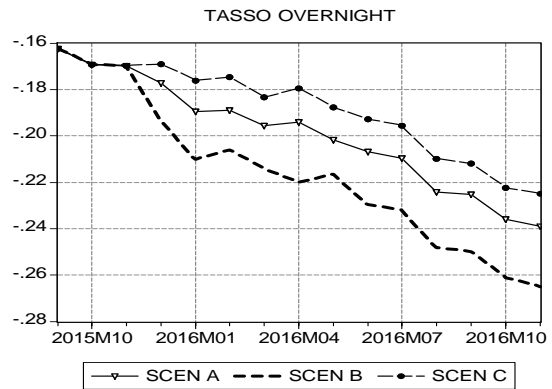
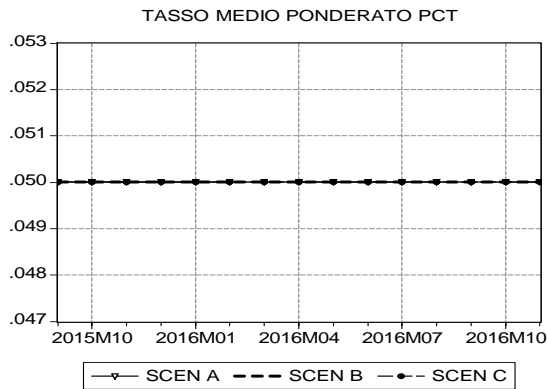
TASSI BANCARI

In settembre il tasso medio sui depositi è rimasto invariato allo 0,56%, mentre quello sui prestiti si è lievemente contratto portandosi al 3,34% dal precedente 3,36%. In tutti gli scenari entrambi i tassi bancari sono visti in calo, meno marcato nello scenario C (+0,48% per la raccolta e +3,16% per gli impieghi a novembre 2016) di poco maggiore nello scenario A (+0,43% e +3,13% rispettivamente) e più deciso in B (+0,36% e +3,10% alla fine dell'orizzonte di previsione).

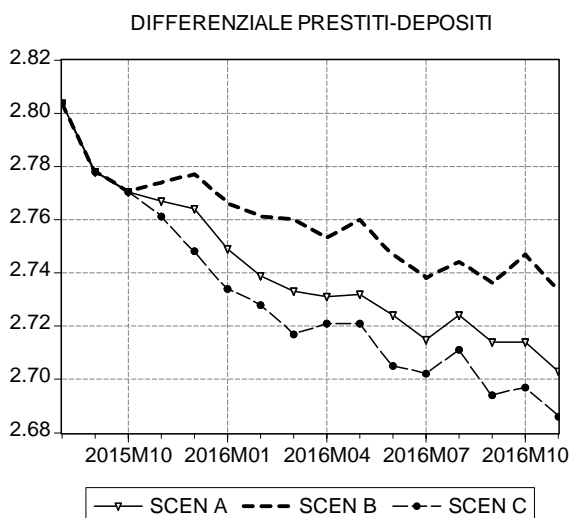
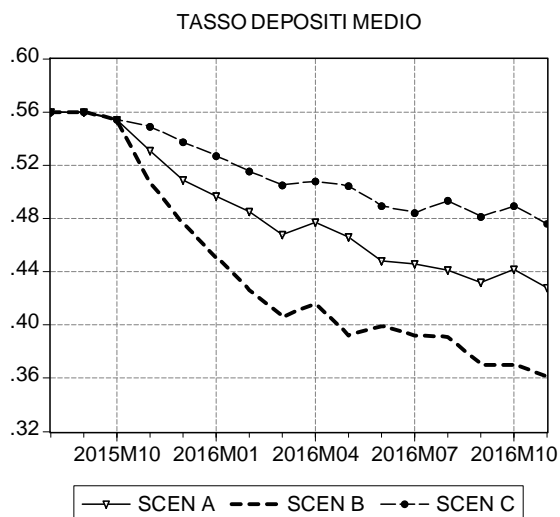
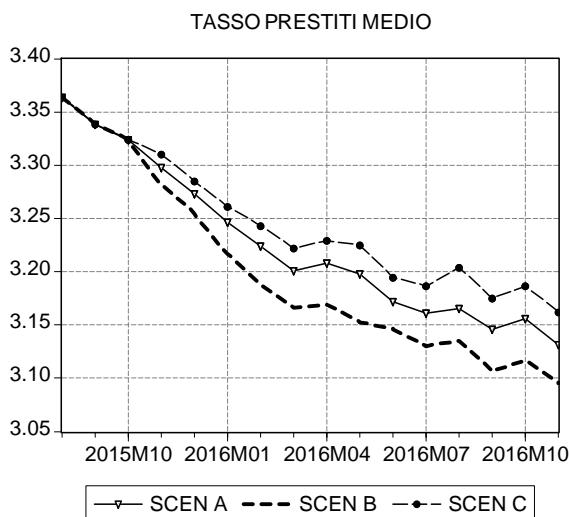
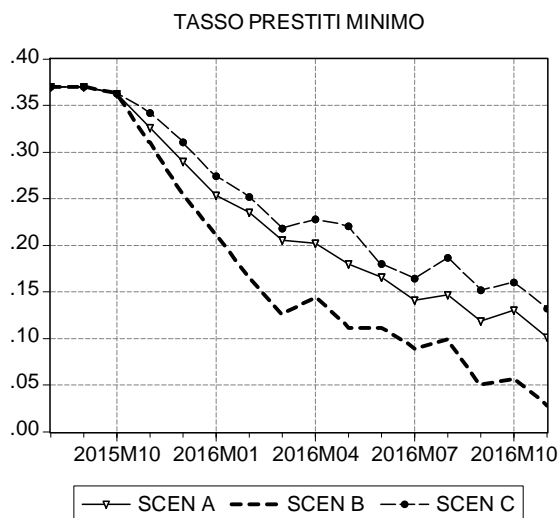
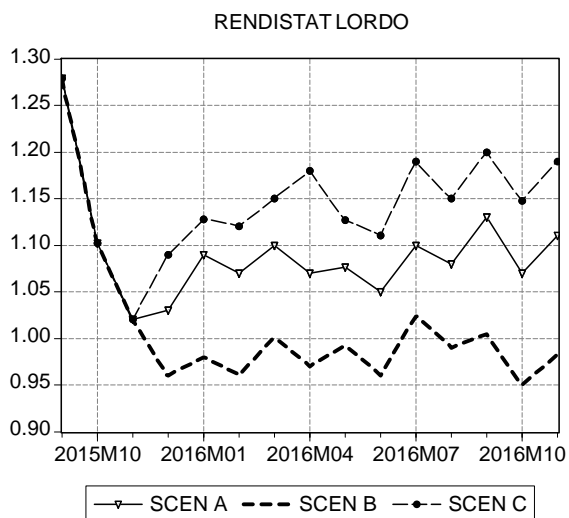
VOLUMI BANCARI

Prosegue la crescita sostenuta della raccolta, che in settembre è aumentata del 3,85%, dopo il +3,45 di agosto. Nonostante la ripresa della fiducia, le famiglie italiane continuano a risparmiare, come risultato di un prolungato periodo di crisi. Anche gli impieghi proseguono su un trend di crescita positivo (+1,30% a/a) seppur in lieve rallentamento rispetto al mese precedente (+1,48% a/a). In base ai risultati delle simulazioni, nello scenario più probabile (C) la dinamica dei depositi e dei prestiti dovrebbe mantenersi positiva durante l'intero periodo predittivo, attestandosi, a novembre 2016, a quota +3,95% a/a i primi e +1,80% a/a i secondi. Nello scenario A, caratterizzato da maggiori incertezze, l'andamento potrebbe essere lievemente meno favorevole (+3,57% a/a per la raccolta e +1,54% a/a per gli 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 2,97% a/a a novembre 2016 e i prestiti totali dell'1,23% a/a.

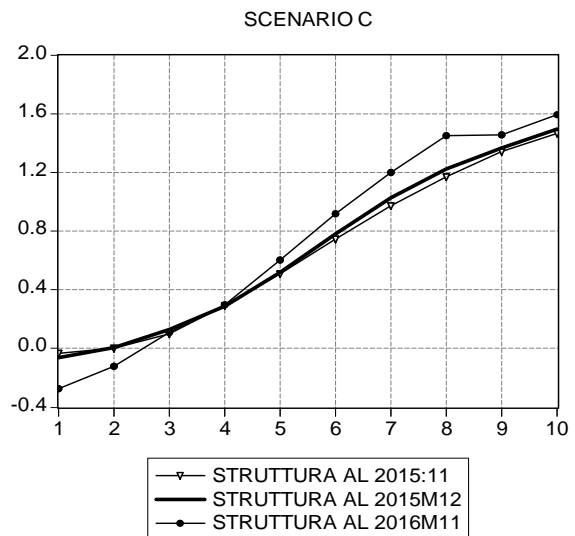
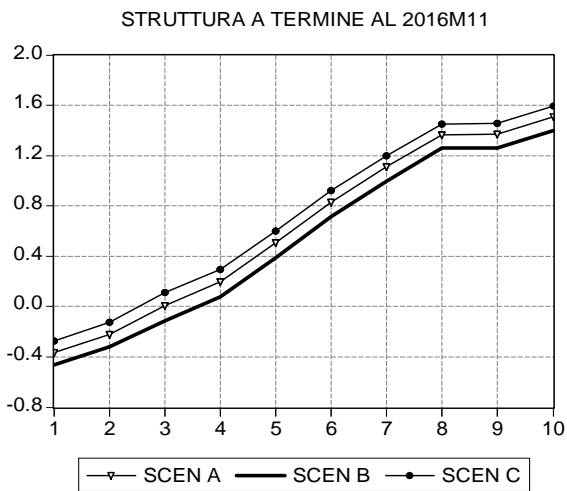
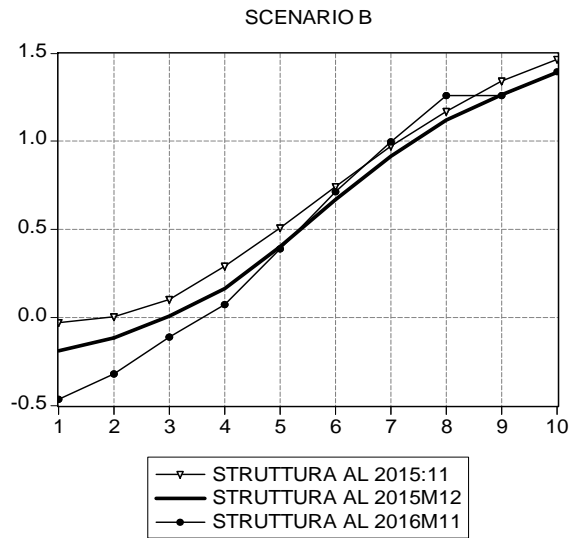
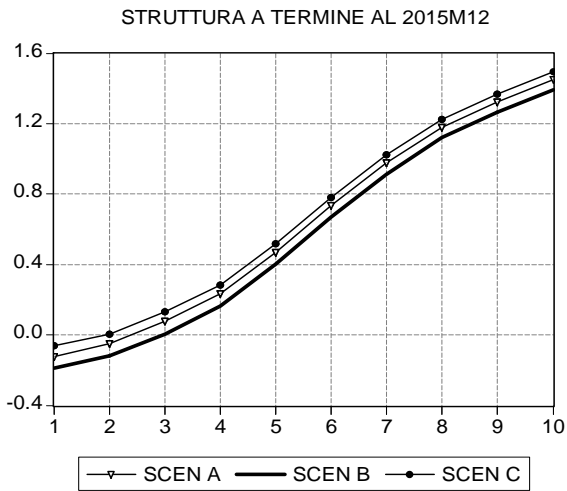
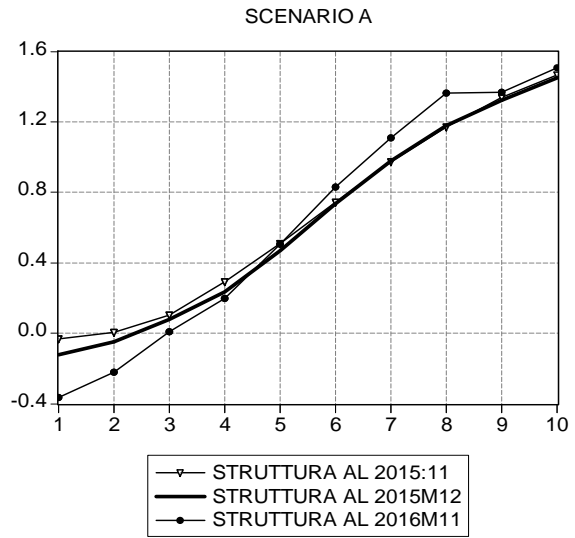
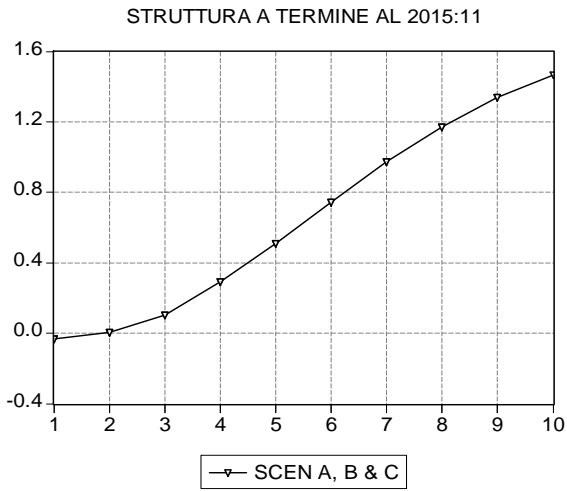
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



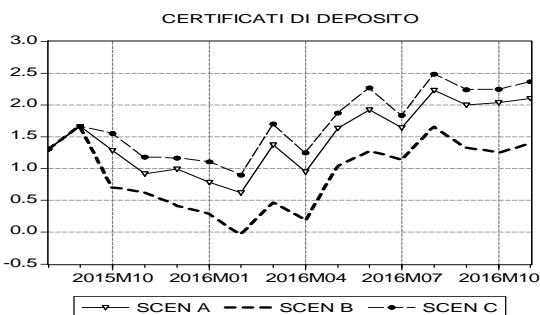
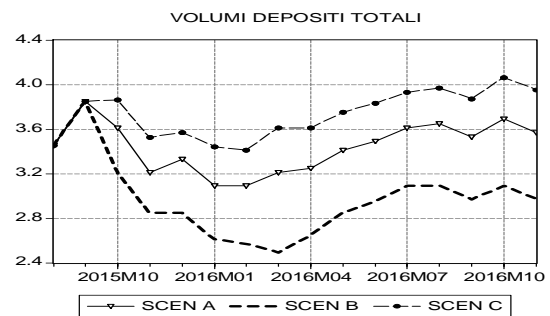
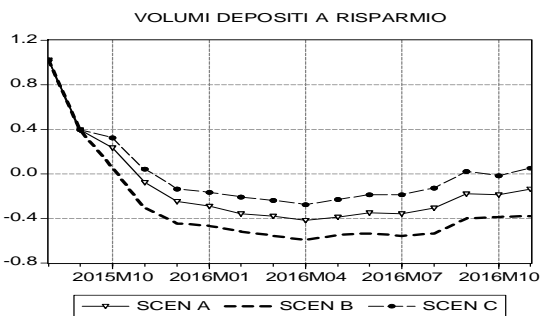
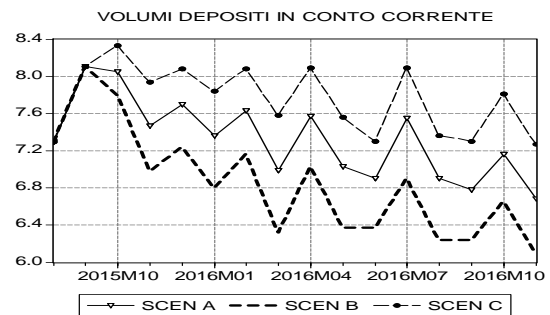
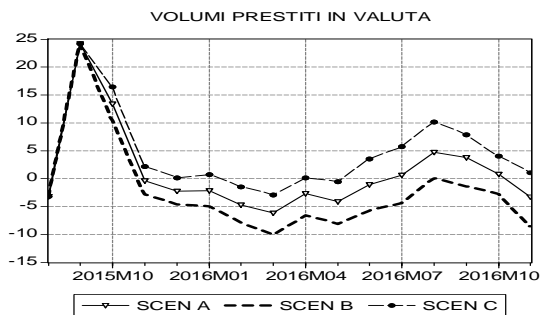
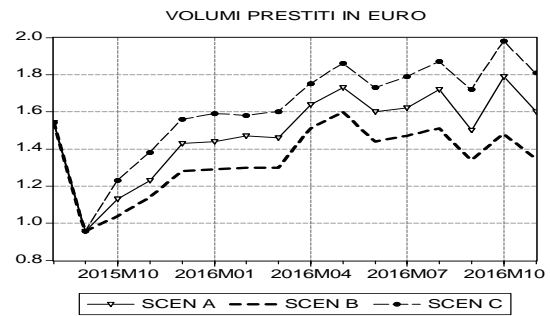
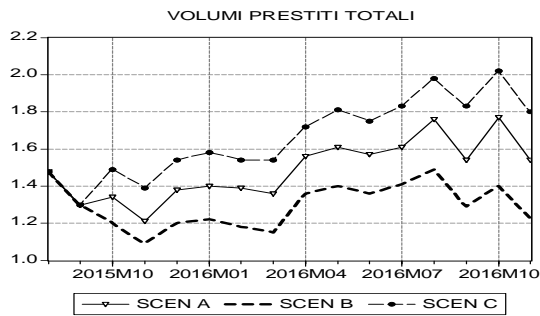
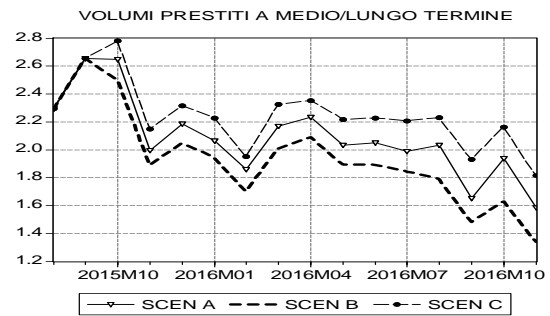
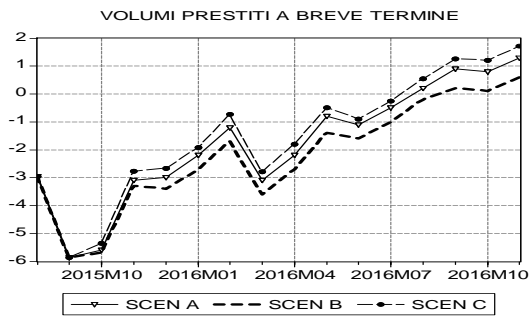
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



SCENARIO A	15 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	16 10	16 11
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	1297	1238	1297	1216	1179	1249	1271	1195	1154	1123	1129	1113	1087	1088	1071	1087	1045	1071	1087
Produzione Industriale	2.5	-0.2	2.3	1.0	2.0	2.2	2.0	2.2	2.4	2.1	2.0	2.0	1.9	2.0	1.8	1.9	1.9	1.6	1.9
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.2	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
T. Overnight media d/1	-0.10	-0.10	-0.14	-0.16	-0.16	-0.17	-0.17	-0.18	-0.19	-0.19	-0.20	-0.19	-0.20	-0.21	-0.21	-0.22	-0.23	-0.24	-0.24
T. Interb. 1m lett.	-0.06	-0.07	-0.08	-0.10	-0.11	-0.13	-0.15	-0.16	-0.18	-0.18	-0.19	-0.19	-0.19	-0.20	-0.20	-0.22	-0.23	-0.24	-0.24
T. Interb. 3m lett.	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	-0.04	-0.05	-0.10	-0.13	-0.16	-0.17	-0.18	-0.17	-0.18	-0.19	-0.20	-0.23	-0.23	-0.25	-0.26
T. Interb. 6m lett.	0.05	0.06	0.06	0.05	0.03	0.02	-0.03	-0.04	-0.06	-0.05	-0.06	-0.06	-0.06	-0.07	-0.07	-0.10	-0.10	-0.11	-0.11
T. Depositi medio	0.67	0.61	0.56	0.56	0.56	0.55	0.53	0.51	0.50	0.49	0.47	0.48	0.47	0.45	0.45	0.44	0.43	0.44	0.43
T. Prestiti medio	3.43	3.42	3.38	3.36	3.34	3.32	3.30	3.27	3.25	3.22	3.20	3.21	3.20	3.17	3.16	3.17	3.15	3.16	3.13
T.prest. medio - T.dep. medio	2.76	2.81	2.82	2.80	2.78	2.77	2.77	2.76	2.75	2.74	2.73	2.73	2.73	2.72	2.72	2.72	2.71	2.71	2.70
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.06	-0.02	-0.06	-0.06	-0.05	-0.10	-0.14	-0.18	-0.21	-0.24	-0.25	-0.28	-0.29	-0.32	-0.31	-0.34	-0.32	-0.36	-0.35
T. BOT comp. lordo 6m	0.00	0.06	0.01	0.01	0.02	-0.06	-0.11	-0.18	-0.22	-0.28	-0.28	-0.33	-0.35	-0.39	-0.37	-0.40	-0.37	-0.42	-0.41
T. BOT comp. lordo 12m	0.03	0.06	0.13	0.01	0.03	0.02	-0.03	-0.12	-0.15	-0.20	-0.21	-0.29	-0.30	-0.33	-0.30	-0.34	-0.32	-0.38	-0.37
Rendistat lordo	1.26	1.57	1.43	1.27	1.28	1.10	1.02	1.03	1.09	1.07	1.10	1.07	1.08	1.05	1.10	1.08	1.13	1.07	1.11
Rendistat netto	1.10	1.37	1.25	1.11	1.12	0.96	0.89	0.90	0.95	0.94	0.96	0.94	0.94	0.92	0.96	0.95	0.99	0.94	0.97
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.39	0.68	0.34	0.46	0.37	0.21	0.10	0.08	0.10	0.08	0.10	0.05	0.06	0.01	0.04	0.01	0.05	-0.01	0.01
Rend. BTP a 5 anni	0.93	1.32	0.86	1.03	0.87	0.63	0.51	0.47	0.49	0.48	0.50	0.47	0.50	0.46	0.50	0.48	0.52	0.48	0.51
Rend. BTP a 7 anni	1.45	1.89	1.36	1.56	1.35	1.12	0.97	0.98	1.03	1.04	1.07	1.05	1.08	1.06	1.09	1.08	1.12	1.08	1.11
Rend. BTP a 10 anni	1.91	2.44	1.85	2.06	1.82	1.57	1.47	1.45	1.48	1.48	1.51	1.48	1.50	1.47	1.50	1.49	1.53	1.48	1.51
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2318.033	2339.215	2327.455	2318.679	2327.880	2311.447	2335.261	2345.785	2347.155	2339.361	2364.62	2356.93	2355.35	2375.94	2364.93	2359.49	2363.73	2352.36	2371.22
Prestiti in euro	2270.475	2313.093	2303.796	2287.994	2286.060	2267.173	2306.423	2315.539	2321.965	2311.009	2335.912	2315.26	2309.754	2350.10	2341.12	2327.35	2320.35	2307.76	2343.33
Prestiti in valuta	47.558	26.122	23.659	30.685	41.820	44.274	28.838	30.246	25.190	28.352	28.705	41.671	45.599	25.838	23.810	32.141	43.379	44.604	27.898
Prestiti a breve	346.421	355.713	353.297	345.333	345.276	341.632	344.989	348.886	352.024	349.484	346.306	345.379	343.650	351.800	351.531	346.024	348.383	344.365	349.474
Prestiti a m / l	1971.612	1983.502	1974.158	1973.346	1982.604	1969.815	1990.272	1996.899	1995.131	1989.877	2018.311	2011.555	2011.704	2024.141	2013.397	2013.464	2015.346	2007.995	2021.750
Depositi totali	2194.890	2204.410	2187.862	2195.379	2203.565	2204.423	2226.830	2232.281	2245.303	2243.178	2272.561	2254.657	2269.736	2281.344	2266.844	2275.510	2281.351	2285.766	2306.328
Depositi in c / c	836.219	832.994	830.446	831.032	842.096	841.114	860.140	871.284	872.676	870.467	872.041	883.983	895.005	890.471	893.145	888.373	899.190	901.338	917.598
Depositi a risparmio	303.185	303.401	300.965	301.295	299.816	299.144	299.808	301.794	302.740	302.909	303.261	302.320	302.003	302.339	299.882	300.361	299.276	298.576	299.388
Certif. deposito	1055.486	1068.015	1056.451	1063.052	1061.653	1064.164	1066.882	1059.203	1069.888	1069.802	1097.259	1068.354	1072.728	1088.534	1073.818	1086.776	1082.884	1085.852	1089.342
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	1.87	1.40	0.97	1.48	1.30	1.34	1.21	1.38	1.40	1.39	1.36	1.56	1.61	1.57	1.61	1.76	1.54	1.77	1.54
Prestiti in euro	1.30	2.29	1.08	1.54	0.96	1.13	1.23	1.43	1.44	1.47	1.46	1.64	1.73	1.60	1.62	1.72	1.50	1.79	1.60
Prestiti in valuta	39.51	-42.69	-8.44	-3.20	24.19	13.40	-0.36	-2.31	-2.16	-4.73	-6.17	-2.70	-4.12	-1.09	0.64	4.74	3.73	0.75	-3.26
Prestiti a breve	-2.50	-2.76	-2.89	-2.96	-5.86	-5.60	-3.10	-3.00	-2.20	-1.20	-3.10	-2.20	-0.80	-1.10	-0.50	0.20	0.90	0.80	1.30
Prestiti a m / l	2.68	2.18	1.70	2.30	2.66	2.65	2.00	2.19	2.06	1.86	2.17	2.23	2.03	2.05	1.99	2.03	1.65	1.94	1.58
Depositi totali	4.30	4.43	3.69	3.45	3.85	3.61	3.21	3.33	3.09	3.09	3.21	3.25	3.41	3.49	3.61	3.65	3.53	3.69	3.57
Depositi in c / c	9.33	9.63	8.99	7.29	8.11	8.05	7.47	7.70	7.36	7.63	6.99	7.57	7.03	6.90	7.55	6.90	6.78	7.16	6.68
Depositi a risparmio	1.67	1.76	1.24	1.02	0.39	0.23	-0.08	-0.25	-0.29	-0.36	-0.38	-0.42	-0.39	-0.35	-0.36	-0.31	-0.18	-0.19	-0.14
Certif. deposito	1.37	1.43	0.55	1.31	1.66	1.28	0.92	0.99	0.79	0.62	1.37	0.95	1.63	1.92	1.64	2.23	2.00	2.04	2.11

(*) 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 30/11/2015.

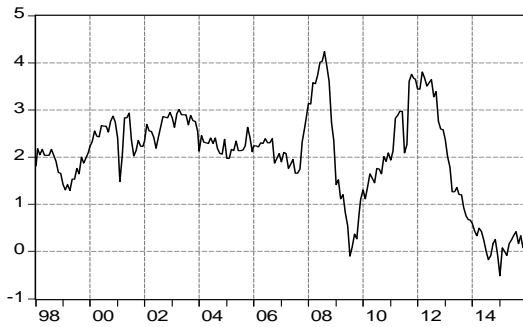
SCENARIO B	15 5	15 6	15 7	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT	1297	1238	1297	1216	1179	1249	1271	1121	1087	1070	1037	1002	997	967	979	951	976	936	952	
Produzione Industriale	2.5	-0.2	2.3	1.0	2.0	2.1	1.8	1.7	2.0	1.5	1.4	1.6	1.3	1.3	1.2	1.3	1.5	1.2	1.5	
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.2	0.3	0.1	0.0	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
T. Overnight media d/1	-0.10	-0.10	-0.14	-0.16	-0.16	-0.17	-0.17	-0.19	-0.21	-0.21	-0.21	-0.22	-0.22	-0.23	-0.23	-0.25	-0.25	-0.26	-0.27	
T. Interb. 1m lett.	-0.06	-0.07	-0.08	-0.10	-0.11	-0.13	-0.15	-0.19	-0.22	-0.22	-0.22	-0.23	-0.22	-0.24	-0.25	-0.27	-0.27	-0.29	-0.29	
T. Interb. 3m lett.	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	-0.04	-0.05	-0.10	-0.17	-0.22	-0.22	-0.23	-0.25	-0.23	-0.26	-0.27	-0.30	-0.31	-0.33	-0.33	
T. Interb. 6m lett.	0.05	0.06	0.06	0.05	0.03	0.02	-0.03	-0.07	-0.10	-0.09	-0.10	-0.11	-0.10	-0.12	-0.12	-0.14	-0.15	-0.16	-0.16	
T. Depositi medio	0.67	0.61	0.56	0.56	0.56	0.55	0.51	0.48	0.45	0.43	0.41	0.42	0.39	0.40	0.39	0.39	0.37	0.37	0.36	
T. Prestiti medio	3.43	3.42	3.38	3.36	3.34	3.32	3.28	3.25	3.22	3.19	3.17	3.17	3.15	3.15	3.13	3.14	3.11	3.12	3.10	
T.prest.medio - T.dep.medio	2.76	2.81	2.82	2.80	2.78	2.77	2.77	2.78	2.77	2.76	2.76	2.75	2.76	2.75	2.74	2.74	2.74	2.75	2.73	
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.06	-0.02	-0.06	-0.06	-0.05	-0.10	-0.14	-0.24	-0.29	-0.33	-0.32	-0.36	-0.35	-0.38	-0.37	-0.41	-0.41	-0.44	-0.43	
T. BOT comp. lordo 6m	0.00	0.06	0.01	0.01	0.02	-0.06	-0.11	-0.25	-0.31	-0.39	-0.37	-0.42	-0.43	-0.46	-0.44	-0.47	-0.48	-0.51	-0.50	
T. BOT comp. lordo 12m	0.03	0.06	0.13	0.01	0.03	0.02	-0.03	-0.19	-0.26	-0.33	-0.31	-0.38	-0.38	-0.41	-0.39	-0.43	-0.43	-0.46	-0.46	
Rendistat lordo	1.26	1.57	1.43	1.27	1.28	1.10	1.02	0.96	0.98	0.96	1.00	0.97	0.99	0.96	1.02	0.99	1.00	0.95	0.98	
Rendistat netto	1.10	1.37	1.25	1.11	1.12	0.96	0.89	0.84	0.86	0.84	0.88	0.85	0.87	0.84	0.90	0.87	0.88	0.83	0.86	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	0.39	0.68	0.34	0.46	0.37	0.21	0.10	0.01	-0.01	-0.05	-0.03	-0.08	-0.07	-0.10	-0.07	-0.09	-0.09	-0.13	-0.11	
Rend. BTP a 5 anni	0.93	1.32	0.86	1.03	0.87	0.63	0.51	0.40	0.39	0.36	0.38	0.35	0.37	0.35	0.39	0.38	0.39	0.37	0.39	
Rend. BTP a 7 anni	1.45	1.89	1.36	1.56	1.35	1.12	0.97	0.91	0.93	0.93	0.96	0.94	0.97	0.95	0.99	0.99	1.00	0.98	1.00	
Rend. BTP a 10 anni	1.91	2.44	1.85	2.06	1.82	1.57	1.47	1.39	1.39	1.37	1.39	1.37	1.39	1.37	1.40	1.40	1.40	1.38	1.40	
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2318.033	2339.215	2327.455	2318.679	2327.880	2308.254	2332.492	2341.620	2342.989	2334.516	2359.72	2352.29	2350.49	2371.03	2360.27	2353.23	2357.91	2340.57	2361.18	
Prestiti in euro	2270.475	2313.093	2303.796	2287.994	2286.060	2265.155	2304.373	2312.114	2318.532	2307.137	2332.229	2312.30	2306.803	2346.40	2337.66	2322.54	2316.69	2298.68	2335.48	
Prestiti in valuta	47.558	26.122	23.659	30.685	41.820	43.098	28.119	29.506	24.457	27.379	27.489	39.991	43.683	24.627	22.611	30.685	41.217	41.890	25.700	
Prestiti a breve	346.421	355.713	353.297	345.333	345.276	341.270	344.277	347.447	350.225	347.716	344.519	343.613	341.571	350.022	349.764	344.642	345.967	341.611	346.343	
Prestiti a m / l	1971.612	1983.502	1974.158	1973.346	1982.604	1966.984	1988.215	1994.173	1992.764	1986.800	2015.199	2008.679	2008.914	2021.007	2010.508	2008.585	2011.943	1998.958	2014.839	
Depositi totali	2194.890	2204.410	2187.862	2195.379	2203.565	2195.912	2219.063	2221.912	2234.849	2231.863	2256.708	2241.555	2257.444	2269.440	2255.467	2263.216	2269.011	2263.766	2284.969	
Depositi in c / c	836.219	832.994	830.446	831.032	842.096	839.168	856.219	867.563	868.124	866.666	866.580	879.546	889.486	886.056	887.747	882.888	894.643	894.973	908.448	
Depositi a risparmio	303.185	303.401	300.965	301.295	299.816	298.637	299.118	301.189	302.193	302.422	302.713	301.773	301.517	301.763	299.280	299.668	298.617	297.472	297.981	
Certif. deposito	1055.486	1068.015	1056.451	1063.052	1061.653	1058.107	1063.726	1053.160	1064.532	1062.774	1087.414	1060.235	1066.441	1081.622	1068.441	1080.660	1075.751	1071.321	1078.540	
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																				
Prestiti totali	1.87	1.40	0.97	1.48	1.30	1.20	1.09	1.20	1.22	1.18	1.15	1.36	1.40	1.36	1.41	1.49	1.29	1.40	1.23	
Prestiti in euro	1.30	2.29	1.08	1.54	0.96	1.04	1.14	1.28	1.29	1.30	1.30	1.51	1.60	1.44	1.47	1.51	1.34	1.48	1.35	
Prestiti in valuta	39.51	-42.69	-8.44	-3.20	24.19	10.39	-2.85	-4.70	-5.00	-8.00	-10.14	-6.62	-8.15	-5.72	-4.43	0.00	-1.44	-2.80	-8.60	
Prestiti a breve	-2.50	-2.76	-2.89	-2.96	-5.86	-5.70	-3.30	-3.40	-2.70	-1.70	-3.60	-2.70	-1.40	-1.60	-1.00	-0.20	0.20	0.10	0.60	
Prestiti a m / l	2.68	2.18	1.70	2.30	2.66	2.50	1.89	2.05	1.94	1.70	2.01	2.09	1.89	1.89	1.84	1.79	1.48	1.63	1.34	
Depositi totali	4.30	4.43	3.69	3.45	3.85	3.21	2.85	2.85	2.61	2.57	2.49	2.65	2.85	2.95	3.09	3.09	2.97	3.09	2.97	
Depositi in c / c	9.33	9.63	8.99	7.29	8.11	7.80	6.98	7.24	6.80	7.16	6.32	7.03	6.37	6.37	6.90	6.24	6.24	6.65	6.10	
Depositi a risparmio	1.67	1.76	1.24	1.02	0.39	0.06	-0.31	-0.45	-0.47	-0.52	-0.56	-0.60	-0.55	-0.54	-0.56	-0.54	-0.40	-0.39	-0.38	
Certif. deposito	1.37	1.43	0.55	1.31	1.66	0.70	0.62	0.42	0.28	-0.04	0.46	0.18	1.04	1.27	1.13	1.66	1.33	1.25	1.39	

(*) 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 30/11/2015.

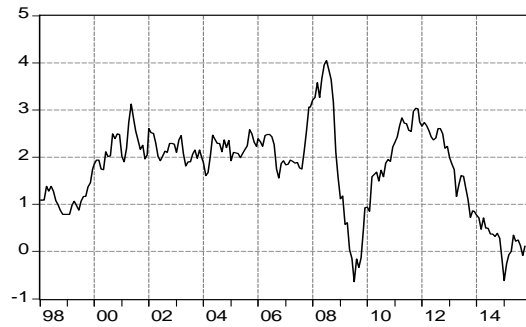
SCENARIO C	15 5	15 6	15 7	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT	1297	1238	1297	1216	1179	1249	1271	1229	1195	1172	1201	1177	1163	1189	1146	1138	1121	1138	1151
Produzione Industriale	2.5	-0.2	2.3	1.0	2.0	2.3	2.2	2.4	2.5	2.3	2.2	2.3	2.1	2.2	2.0	2.1	2.1	1.9	2.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.2	0.3	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	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	-0.10	-0.10	-0.14	-0.16	-0.16	-0.17	-0.17	-0.17	-0.18	-0.17	-0.18	-0.18	-0.19	-0.19	-0.20	-0.21	-0.21	-0.22	-0.23
T. Interb. 1m lett.	-0.06	-0.07	-0.08	-0.10	-0.11	-0.13	-0.15	-0.15	-0.16	-0.16	-0.16	-0.16	-0.16	-0.17	-0.18	-0.19	-0.20	-0.21	-0.22
T. Interb. 3m lett.	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	-0.04	-0.05	-0.10	-0.11	-0.13	-0.12	-0.14	-0.13	-0.14	-0.15	-0.15	-0.18	-0.19	-0.21	-0.21
T. Interb. 6m lett.	0.05	0.06	0.06	0.05	0.03	0.02	-0.03	-0.02	-0.03	-0.03	-0.04	-0.03	-0.04	-0.04	-0.04	-0.07	-0.07	-0.08	-0.08
T. Depositi medio	0.67	0.61	0.56	0.56	0.56	0.55	0.55	0.54	0.53	0.52	0.51	0.51	0.50	0.49	0.48	0.49	0.48	0.49	0.48
T. Prestiti medio	3.43	3.42	3.38	3.36	3.34	3.32	3.31	3.29	3.26	3.24	3.22	3.23	3.23	3.19	3.19	3.20	3.18	3.19	3.16
T.prest.medio - T.dep.medio	2.76	2.81	2.82	2.80	2.78	2.77	2.76	2.75	2.73	2.73	2.72	2.72	2.72	2.71	2.70	2.71	2.69	2.70	2.69
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.06	-0.02	-0.06	-0.06	-0.05	-0.10	-0.14	-0.16	-0.19	-0.22	-0.22	-0.22	-0.27	-0.29	-0.26	-0.30	-0.28	-0.32	-0.30
T. BOT comp. lordo 6m	0.00	0.06	0.01	0.01	0.02	-0.06	-0.11	-0.16	-0.20	-0.25	-0.24	-0.25	-0.33	-0.35	-0.30	-0.35	-0.33	-0.37	-0.34
T. BOT comp. lordo 12m	0.03	0.06	0.13	0.01	0.03	0.02	-0.03	-0.06	-0.10	-0.16	-0.15	-0.17	-0.25	-0.29	-0.24	-0.28	-0.27	-0.33	-0.27
Rendistat lordo	1.26	1.57	1.43	1.27	1.28	1.10	1.02	1.09	1.13	1.12	1.15	1.18	1.13	1.11	1.19	1.15	1.20	1.15	1.19
Rendistat netto	1.10	1.37	1.25	1.11	1.12	0.96	0.89	0.95	0.99	0.98	1.01	1.03	0.99	0.97	1.04	1.01	1.05	1.00	1.04
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.39	0.68	0.34	0.46	0.37	0.21	0.10	0.13	0.15	0.12	0.15	0.15	0.09	0.07	0.13	0.08	0.11	0.05	0.11
Rend. BTP a 5 anni	0.93	1.32	0.86	1.03	0.87	0.63	0.51	0.52	0.53	0.51	0.55	0.57	0.53	0.52	0.58	0.55	0.59	0.54	0.60
Rend. BTP a 7 anni	1.45	1.89	1.36	1.56	1.35	1.12	0.97	1.02	1.07	1.07	1.12	1.15	1.11	1.11	1.17	1.14	1.18	1.13	1.20
Rend. BTP a 10 anni	1.91	2.44	1.85	2.06	1.82	1.57	1.47	1.50	1.52	1.51	1.55	1.57	1.53	1.52	1.58	1.55	1.58	1.54	1.60
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2318.033	2339.215	2327.455	2318.679	2327.880	2314.868	2339.414	2349.487	2351.322	2342.822	2368.82	2360.65	2359.99	2380.15	2370.05	2364.59	2370.48	2361.63	2381.52
Prestiti in euro	2270.475	2313.093	2303.796	2287.994	2286.060	2269.415	2309.841	2318.507	2325.399	2313.514	2339.136	2317.77	2312.706	2353.11	2345.03	2330.78	2325.38	2314.35	2351.65
Prestiti in valuta	47.558	26.122	23.659	30.685	41.820	45.453	29.573	30.981	25.923	29.308	29.681	42.878	47.284	27.042	25.014	33.810	45.100	47.279	29.875
Prestiti a breve	346.421	355.713	353.297	345.333	345.276	342.515	346.173	350.060	353.013	351.122	347.387	346.791	344.689	352.489	352.367	347.223	349.597	346.636	352.108
Prestiti a m / l	1971.612	1983.502	1974.158	1973.346	1982.604	1972.353	1993.241	1999.427	1998.310	1991.700	2021.430	2013.855	2015.301	2027.662	2017.681	2017.366	2020.883	2014.993	2029.415
Depositi totali	2194.890	2204.410	2187.862	2195.379	2203.565	2209.742	2233.677	2237.466	2252.926	2250.141	2281.369	2262.518	2277.198	2288.839	2273.845	2282.536	2288.843	2299.458	2321.907
Depositi in c / c	836.219	832.994	830.446	831.032	842.096	843.294	863.902	874.359	876.577	874.107	876.850	888.257	899.437	893.803	897.629	892.196	903.569	909.155	926.708
Depositi a risparmio	303.185	303.401	300.965	301.295	299.816	299.413	300.168	302.126	303.104	303.365	303.687	302.745	302.488	302.825	300.393	300.903	299.876	299.353	300.318
Certif. deposito	1055.486	1068.015	1056.451	1063.052	1061.653	1067.035	1069.607	1060.981	1073.245	1072.669	1100.831	1071.517	1075.274	1092.212	1075.823	1089.436	1085.398	1090.949	1094.881
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	1.87	1.40	0.97	1.48	1.30	1.49	1.39	1.54	1.58	1.54	1.54	1.72	1.81	1.75	1.83	1.98	1.83	2.02	1.80
Prestiti in euro	1.30	2.29	1.08	1.54	0.96	1.23	1.38	1.56	1.59	1.58	1.60	1.75	1.86	1.73	1.79	1.87	1.72	1.98	1.81
Prestiti in valuta	39.51	-42.69	-8.44	-3.20	24.19	16.42	2.18	0.07	0.69	-1.52	-2.98	0.12	-0.58	3.52	5.72	10.18	7.84	4.02	1.02
Prestiti a breve	-2.50	-2.76	-2.89	-2.96	-5.86	-5.36	-2.77	-2.67	-1.93	-0.74	-2.80	-1.80	-0.50	-0.91	-0.26	0.55	1.25	1.20	1.71
Prestiti a m / l	2.68	2.18	1.70	2.30	2.66	2.78	2.15	2.32	2.23	1.95	2.32	2.35	2.22	2.23	2.20	2.23	1.93	2.16	1.81
Depositi totali	4.30	4.43	3.69	3.45	3.85	3.86	3.53	3.57	3.44	3.41	3.61	3.61	3.75	3.83	3.93	3.97	3.87	4.06	3.95
Depositi in c / c	9.33	9.63	8.99	7.29	8.11	8.33	7.94	8.08	7.84	8.08	7.58	8.09	7.56	7.30	8.09	7.36	7.30	7.81	7.27
Depositi a risparmio	1.67	1.76	1.24	1.02	0.39	0.32	0.04	-0.14	-0.17	-0.21	-0.24	-0.28	-0.23	-0.19	-0.19	-0.13	0.02	-0.02	0.05
Certif. deposito	1.37	1.43	0.55	1.31	1.66	1.55	1.18	1.16	1.10	0.89	1.70	1.25	1.87	2.27	1.83	2.48	2.24	2.24	2.36

(*) 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 30/11/2015.

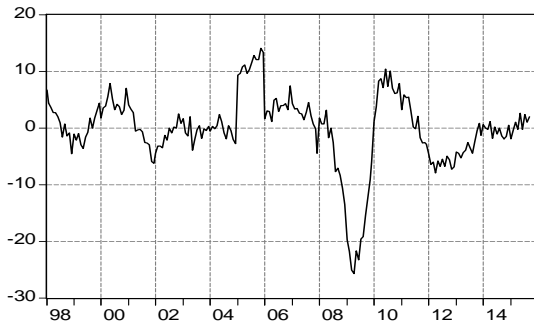
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



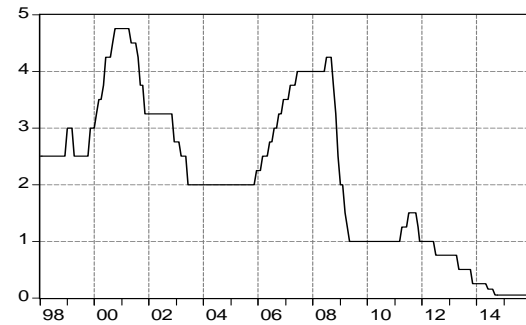
TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



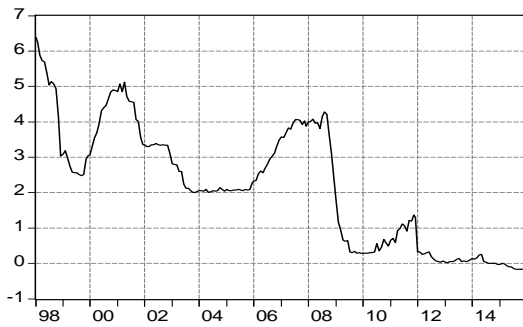
TASSO INFLAZIONE AREA EURO



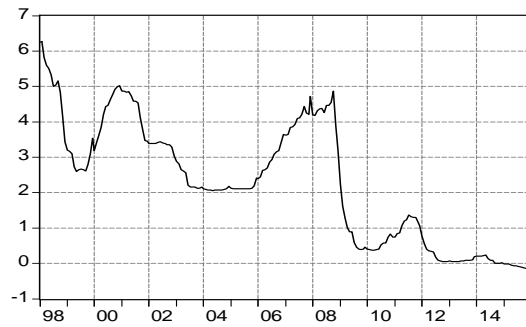
PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



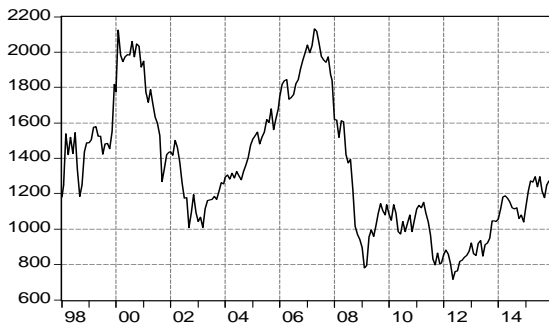
TASSO DI INTERVENTO BCE



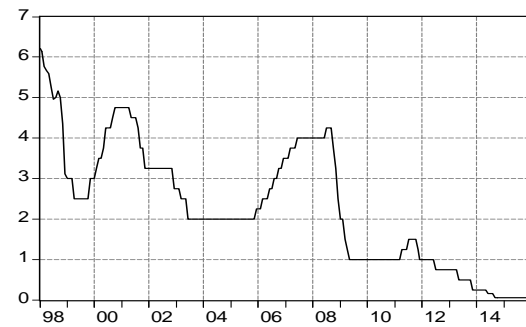
TASSO OVERNIGHT



TASSO INTERBANCARIO 1 MESE

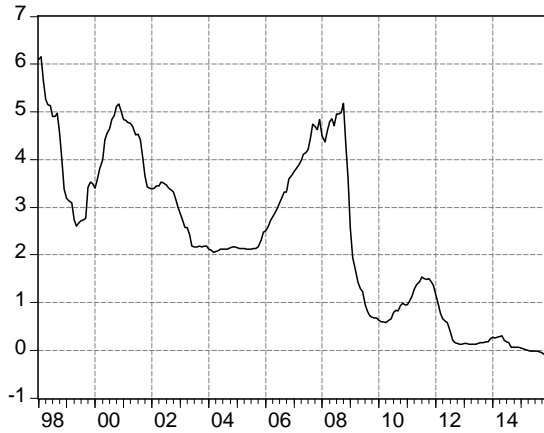


INDICE COMIT

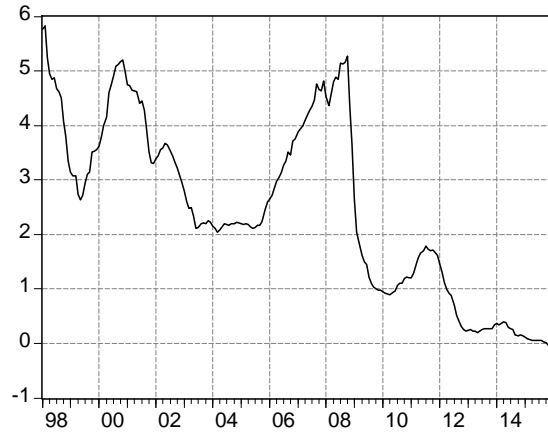


TASSO MEDIO PONDERATO PCT

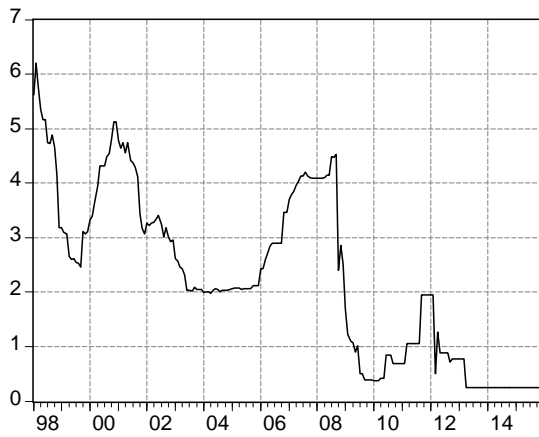
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI (LIBOR)



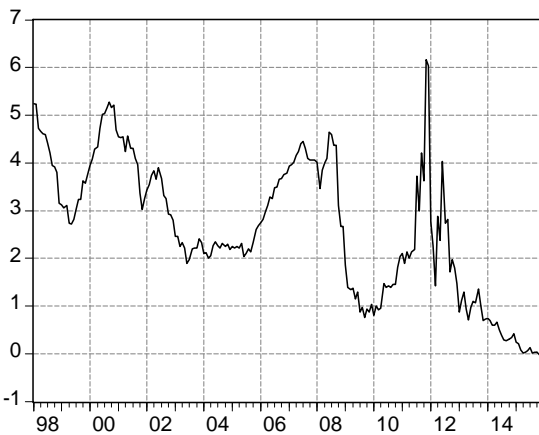
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI



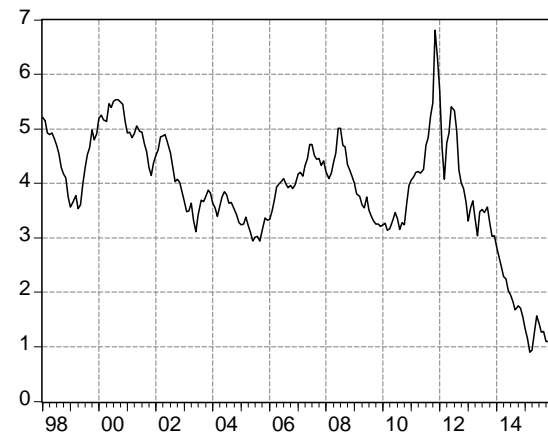
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO

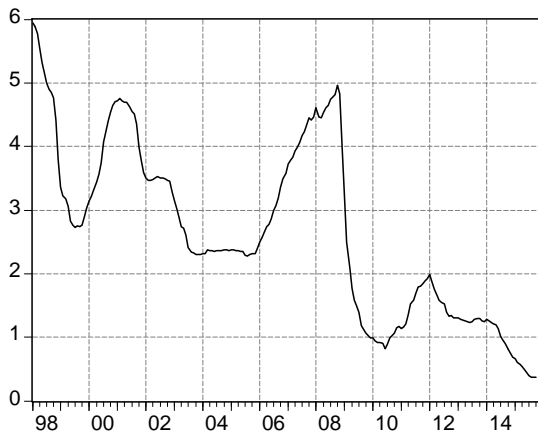


— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO

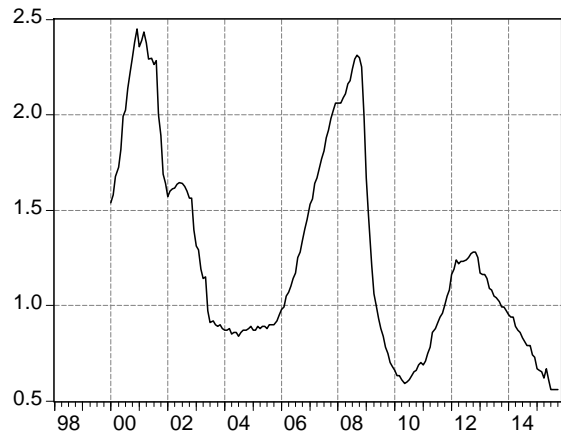


— RENDISTAT LORDO

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



— TASSO PRESTITI MINIMO



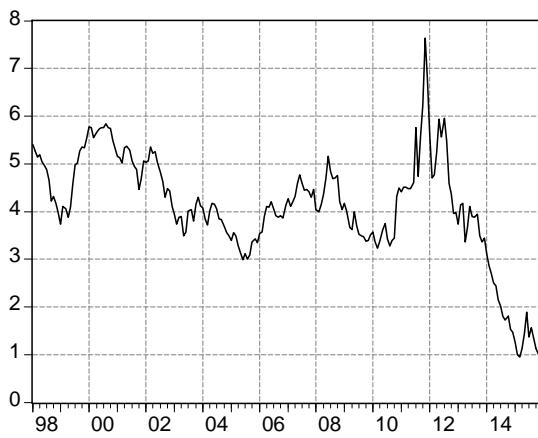
— TASSO DEPOSITI MEDIO



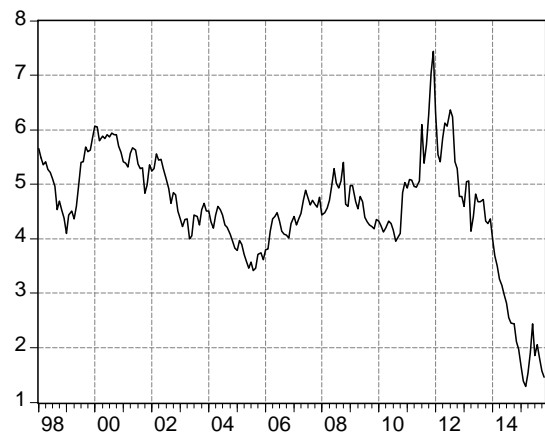
— RENDIMENTO A 3 ANNI



— RENDIMENTO A 5 ANNI



— RENDIMENTO A 7 ANNI



— RENDIMENTO A 10 ANNI

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

