



MEFIM

MODELLO ECONOMETRICO FINANZIARIO INTERNAZIONALE MENSILE

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

I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 31/12/2015

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 dicembre 2015.

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

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

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

SCENARI MACROECONOMICI

Dopo mesi di attesa, la FED ha deciso di alzare il tasso di sconto di 25 punti base, portandolo in un *range* tra lo 0,25% e lo 0,50%. Il rialzo era ampiamente atteso e scontato dai mercati e non si sono verificati effetti sorpresa. Come prevedibile, l'intervento ha comportato l'appiattimento della curva dei rendimenti con tassi a breve più alti e a medio-lungo termine stabili. Il cambio EUR/USD si è attestato tra 1,08 e 1,09. Non ci sono stati effetti rilevanti nemmeno sui BTP italiani: lo *spread* tra il decennale e il *Bund* è rimasto stabile attorno ai 100 pb e il rendimento dei primi tra l'1,6 e l'1,7%. La ripresa americana continua a un ritmo moderato con buoni dati provenienti dal mercato del lavoro e dall'inflazione. I mercati, inoltre, erano ormai preparati, da qualche mese, alla mossa. In queste condizioni, attendere ancora, prima di aumentare i tassi, avrebbe rappresentato un pericolo. Sussistono, tuttavia, alcuni rischi al ribasso, tra i quali l'andamento del prezzo del petrolio e il rallentamento dell'economia globale. A dicembre si è assistito a un visibile calo del corso del greggio, sceso sotto i 30 dollari per barile, determinato sia dalla diminuzione della domanda, per via del clima mite di questo inverno, sia dalla mancata e attesa riduzione della produzione. Alla riunione del 4 dicembre, l'OPEC ha, infatti, deciso di non mettere limiti alla produzione, mantenendo l'attuale tetto di 30 milioni di barili al giorno. Ci si attende che il prezzo rimanga basso per lungo tempo: le economie che ne risentiranno maggiormente sono le emergenti, in particolare quelle esportatrici di greggio. Il rafforzamento del dollaro degli ultimi mesi, in vista della stretta monetaria, inoltre, ha avuto e avrà un impatto negativo sulle valute di questi paesi, determinando maggiore inflazione. Questo porterà all'attuazione di manovre monetarie restrittive, aumentando la divergenza con le politiche in atto nella maggior parte dei paesi industrializzati. Il calo delle esportazioni e le politiche restrittive intaccheranno ulteriormente la crescita degli emergenti, generando attese di un nuovo rallentamento a livello globale, rafforzate anche dalla situazione in Cina. Qui gli interventi strutturali in atto e il problema dell'inquinamento, che già in dicembre ha portato allo stop dell'attività produttiva per alcuni giorni, renderanno difficile il raggiungimento degli obiettivi di crescita. In vista del rallentamento globale, Yellen ha assicurato che, dopo il primo rialzo, il percorso sarà molto lento, cauto e moderato, anche alla luce di alcuni dati mensili non particolarmente brillanti. Alcuni analisti si aspettano due o più rialzi nel corso del 2016, a nostro avviso però, tutto considerato, un intervento ravvicinato è poco probabile e non ci sarà prima di metà anno. In Area Euro, Mario Draghi, come previsto, ha annunciato un nuovo allentamento della politica monetaria. Le principali decisioni prese dalla BCE in dicembre riguardano l'estensione della durata del Programma di Acquisto di Attività (PAA) fino a marzo 2017 e oltre, se necessario, e un nuovo abbassamento del tasso sui depositi presso la banca centrale da -0,2% a -0,3%. Il PAA, inoltre, è stato esteso ai bond degli enti locali ed è stato deciso di reinvestire in titoli le somme incassate da quelli che giungono a scadenza, in stile FED. La manovra, seppur espansiva, ha deluso i mercati, che si aspettavano interventi più drastici. Al di là della reazione immediata e di breve periodo, l'effetto espansivo del PAA continua e, a nostro avviso, il Consiglio direttivo non è intervenuto sulla quantità degli acquisti per non sparare tutte le frecce al suo arco e rimanere disarmato di fronte all'atteso rallentamento globale. Un effetto destabilizzante in Area Euro potrebbe derivare dalla situazione in Spagna, dove le elezioni politiche non hanno incoronato alcun vincitore. A nostro avviso, tuttavia, la difficile governabilità del paese dovrebbe avere ripercussioni solo a livello locale, senza contagiare il resto dell'Area. In particolare, in Italia, se il processo di riforme riprenderà senza intoppi, dopo la pausa per la legge di stabilità, non dovrebbero aversi effetti negativi sui rendimenti dei BTP e sullo *spread*. Tra i rischi al ribasso permane il terrorismo, tuttavia, il passaggio quasi indenne delle festività natalizie e l'incremento delle misure di sicurezza potrebbero allentare l'effetto sulla fiducia dei consumatori e sulla domanda.

USA

Dopo mesi di attesa, la FED ha deciso di alzare il tasso di sconto di 25 punti base. Il rialzo era ampiamente atteso e scontato dai mercati e non si sono verificati effetti sorpresa.

L'ultima revisione alla contabilità nazionale non ha portato variazioni importanti rispetto alla stima precedente. Il PIL nel terzo trimestre è aumentato del 2% t/t e del 2,1% a/a, correggendo lievemente al ribasso la precedente stima (+2,1% t/t e +2,2% a/a). La minor crescita è attribuibile in gran parte a un maggior decumulo di scorte, il contributo delle quali è passato da -0,59% t/t a -0,71% t/t. Tra le componenti della domanda vi è stata una compensazione tra consumi privati e investimenti fissi: i primi hanno corretto lievemente al ribasso (+3% t/t e +3,1% a/a, +3,2% a/a la prima stima) i secondi sono stati rivisti al rialzo (+3,7% t/t e +3,6% a/a, +3,4% t/t il preliminare). Il settore non residenziale è salito del 2,6% t/t (+2,2% a/a) anziché del 2,4% t/t e quello residenziale dell'8,2% t/t da 7,3% t/t (+9,4% a/a da +9,2% a/a). Le correzioni che hanno riguardato il commercio estero sono state lievi: le esportazioni sono cresciute dello 0,7% t/t (+1,2% a/a) dallo 0,9% t/t della stima preliminare e le importazioni del 2,3% t/t (+5,6% a/a) anziché del 2,1% t/t. Passando ai contributi, oltre alle scorte, anche le esportazioni nette hanno sottratto punti alla

crescita (-0,26% t/t). Positivo, invece, è stato l'apporto dei consumi privati (+2,04% t/t) della spesa pubblica (+0,32% t/t) e degli investimenti fissi (+0,6% t/t) sia residenziali (+0,27% t/t) sia non residenziali (+0,33% t/t). I dati mensili, tutti riguardanti il quarto trimestre, sono in linea con una crescita moderata, con la sola eccezione del mercato del lavoro. I *non farm payrolls*, infatti, sono aumentati di 211 mila unità a novembre, più dei 201 mila previsti. Il dato di ottobre, inoltre, è stato rivisto nettamente al rialzo: da 271 mila unità si è passati a 298 mila. L'incremento dell'occupazione di novembre è da attribuire per massima parte al settore privato (+197 mila unità) che ha sorpreso in positivo (190 mila le attese). Anche in questo caso, il dato di ottobre è stato ampiamente rivisto al rialzo, passando da 268 mila a 304 mila unità. Il tasso di partecipazione è salito al 62,5% da 62,4%, altra conferma del miglioramento delle condizioni e della fiducia degli americani nel mercato del lavoro. Nonostante l'aumento della forza lavoro, in novembre il tasso di disoccupazione è rimasto stabile al 5%, livello minimo da 7 anni. Le nuove rilevazioni hanno dato l'ultima conferma ai mercati circa il rialzo dei tassi alla riunione di dicembre. Yellen aveva, infatti, dichiarato che 100 mila unità di occupati in più sarebbero state sufficienti per procedere. Nonostante l'avanzamento nel mercato del lavoro, in novembre i salari medi orari sono rimasti pressoché stabili sul mese precedente (+0,05%). Il dato è positivo perché non conferma la variazione abbastanza importante di ottobre (+0,38% m/m) e mantiene il tendenziale a +2,02% a/a (+2,22% a/a il precedente). L'inflazione a novembre è passata allo 0,4% a/a dallo 0,1% a/a di ottobre, mentre il *core* da qualche mese si mantiene vicino all'obiettivo del 2% a/a (a novembre +2% a/a, dal +1,9% a/a di ottobre). Il deprezzamento delle materie prime, soprattutto del petrolio, e l'andamento equilibrato dei salari orari continuano a contenere l'inflazione attesa. Per quel che riguarda il commercio estero, in ottobre vi è stato un calo sia delle esportazioni (-1,45% m/m dopo il +1,41% m/m del mese precedente) sia delle importazioni (-0,55% m/m dal -1,61% m/m di settembre). Dal lato dell'offerta, i segnali sono per lo più deboli. La produzione industriale in novembre ha subito una nuova contrazione (-0,6% m/m e -1,2% a/a, dopo il -0,4% m/m e +0,3% a/a di ottobre) deludendo le attese (-0,2% m/m). Nello stesso mese, gli ordini di beni durevoli sono rimasti stazionari dopo il +2,9% m/m di ottobre, mentre escludendo i trasporti, la variazione diventa negativa (-0,1% m/m da +0,5% m/m). Il tasso di utilizzo della capacità produttiva in novembre è sceso al 77% (in precedenza 77,5%) contro le attese di 77,4%. Dopo il calo della fiducia delle imprese registrato in novembre (ISM manifatturiero a 48,6 da 50,1, non manifatturiero a 55,9 da 59,1) gli indici disponibili per dicembre indicano una nuova correzione al ribasso, contrariamente a quanto previsto dagli analisti. L'*NAPM* Chicago, dopo essersi attestato a 48,7 in novembre, si è portato a 42,9 (50 il consenso) e forte è stata anche la riduzione dell'indice di Philadelphia (a -5,9 da 1,9, attese 0,8). Dal lato della domanda i dati non sono stati particolarmente esaltanti in novembre. I consumi privati sono aumentati dello 0,3% m/m (da 0,1% m/m) il reddito personale dello 0,2% m/m (da 0,3% m/m di ottobre) e le vendite al dettaglio dello 0,2% m/m (+1,4% a/a, +0,1% m/m e +1,7% a/a i precedenti). L'unico dato positivo riguarda la fiducia dei consumatori, che in dicembre è salita a 96,5 da 90,4 (attese 93,5).

GIAPPONE

I dati del terzo trimestre hanno subito delle revisioni abbastanza significative e quasi tutte positive. Il PIL su base congiunturale è aumentato dello 0,3% t/t (-0,2% t/t la prima stima) e anche su base tendenziale la correzione è stata abbastanza corposa (+1,7% a/a da +1,1% a/a). Per quel che riguarda la domanda interna, i consumi privati sono stati rivisti al ribasso (+0,4% t/t e +0,5% a/a da +0,5% t/t e +0,7% a/a) così come la spesa pubblica (+0,3% t/t e +1,3% a/a da +0,5% t/t) mentre gli investimenti fissi sono stati corretti al rialzo (+0,3% t/t e +2,1% a/a da -0,6% t/t e +0,8% a/a). Con riferimento al canale estero sono sostanzialmente state confermate le variazioni della stima preliminare: esportazioni +2,7% t/t e +3% a/a, importazioni +1,7% t/t e +1,6% a/a. Venendo ai contributi, l'apporto maggiore è derivato dai consumi privati (+0,2% t/t) seguiti da esportazioni nette e investimenti fissi (entrambi +0,1% t/t). Nullo è stato il contributo della spesa pubblica. Per quanto riguarda i dati mensili relativi al commercio estero, in novembre, si è rilevata una lieve crescita delle esportazioni (+0,46% m/m, +0,41% m/m in ottobre) e una variazione negativa importante delle importazioni (-2,19% m/m, -1,23% m/m il precedente). Dal mercato del lavoro non provengono segnali incoraggianti. Il tasso di disoccupazione in novembre ha subito un incremento (3,3% dal precedente 3,1%) superiore alle attese (3,2%) e gli occupati sono diminuiti di 380 mila unità. Nello stesso mese l'inflazione globale è rimasta stabile allo 0,3% a/a, mentre l'indice *core* è tornato, seppur debolmente, in territorio positivo (da -0,1% a/a a +0,1% a/a). Il Giappone rimane comunque ancora a rischio deflazione. Dal lato dell'offerta, la produzione industriale in novembre è diminuita dell'1% m/m (-0,1% a/a) dal precedente +1,4% m/m (+0,3% a/a) e oltre le attese di consenso (-0,6% m/m). In ottobre invece gli ordini di macchinari industriali hanno sorpreso in positivo con un forte aumento (+10,7% m/m e +14,2% a/a da +7,5% m/m e -0,5% a/a). Le ultime indagini sulla fiducia sono contrastanti. Nel quarto trimestre, l'indice Tankan manifatturiero è passato da 5 a 4 e quello del settore non manifatturiero da 10 a 13. In dicembre il PMI delle imprese manifatturiere è passato a 52,5 da 52,6. Dal lato della domanda, i dati, tutti relativi a novembre, non

sono positivi. I consumi privati hanno subito un crollo (-4,1% m/m, +1,3% m/m in ottobre) conforme all'andamento del reddito reale disponibile (-2,5% m/m dal precedente +2,8% m/m). Anche le vendite al dettaglio hanno corretto al ribasso (-0,4% m/m e -1% a/a) dopo l'ottimo risultato di ottobre (+3% m/m e +1,8% a/a). A sorpresa invece l'indice di fiducia dei consumatori ha registrato lieve miglioramento (da 41,5 a 42,6) superiore alle attese (41,6), rimanendo comunque sotto la soglia dei 50 punti. La *BoJ* ha confermato la sua politica monetaria espansiva mantenendo invariato il ritmo annuale di ampliamento della base monetaria. La decisione dell'ultima riunione è in linea con le attese del mercato. L'economia giapponese continua a recuperare moderatamente, sebbene le esportazioni e la produzione risentano del rallentamento delle economie emergenti.

AREA EURO

In Area Euro, Mario Draghi, come previsto, ha annunciato un nuovo allentamento della politica monetaria. La manovra, seppur espansiva, ha deluso i mercati che si aspettavano interventi più drastici.

Il PIL nel terzo trimestre, senza sorprese, è cresciuto dello 0,3% su base congiunturale (+0,4% t/t nel II trim.) e dell'1,6% su base tendenziale, invariato rispetto al dato precedente. Nel dettaglio, i consumi privati sono aumentati dello 0,4% t/t e dell'1,7% a/a (+0,3% t/t e +1,7% a/a nel II trim.) nulla invece la crescita congiunturale degli investimenti fissi (+0,1% t/t il precedente) anche se il tendenziale rimane buono (+2,2% a/a da +2,6% a/a). Le esportazioni sono salite dello 0,2% t/t e del 4,4% a/a (da +1,6% t/t e +5,8% a/a) e le importazioni dello 0,9% t/t (come nel secondo periodo) e del 4,9% a/a (da +5,5% a/a). È risultata in lieve accelerazione la spesa pubblica (+0,6% t/t da 0,3% t/t e +1,6% a/a da +1,3% a/a). Alla crescita hanno contribuito positivamente i consumi privati (0,24% t/t) le scorte (0,2% t/t) la spesa pubblica (0,12% t/t) e le esportazioni (0,1% t/t) e negativamente le importazioni (-0,39% t/t). I dati di ottobre sul commercio estero mostrano un aumento sia delle esportazioni (+0,33% m/m, +0,87% m/m a settembre) sia delle importazioni, (+0,42% m/m da +0,54% m/m). I dati disponibili per il mercato del lavoro sono ancora relativi al terzo trimestre. L'inflazione continua a mantenersi su livelli molto bassi: in novembre il *global* è salito allo 0,2% a/a dallo 0,1% a/a precedente, mentre il *core* è diminuito allo 0,9% a/a, dall'1,1% a/a di ottobre. Il rischio di deflazione è ancora presente in Europa, aggravato anche dal calo del prezzo dell'energia, tant'è che l'*Eurotower* ha tagliato le sue stime di medio termine, portando la previsione per il 2016 all'1% dall'1,1% di tre mesi fa e quella per il 2017 all'1,6% dall'1,7%. Il presidente Draghi ha comunque affermato che la BCE ha tutti gli strumenti per far risalire l'inflazione verso l'obiettivo di stabilità dei prezzi e interverrà se necessario. Dal lato dell'offerta, la produzione industriale in ottobre è tornata a crescere (+0,6% m/m) dopo le contrazioni registrate negli ultimi mesi (-0,3% m/m in settembre) superando anche le attese (+0,3% m/m). Per quel che riguarda la fiducia delle imprese, in dicembre gli indici non hanno subito variazioni di rilievo e sono discordanti. Il PMI manifatturiero è salito da 52,8 a 53,1, massimo degli ultimi 20 mesi, superando le previsioni che lo volevano stazionario, mentre l'indice relativo ai servizi è calato da 54,2 a 53,9. Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio in ottobre hanno continuato a contrarsi dello 0,1% m/m, come nel mese precedente, nonostante si attendesse una ripresa (+0,1% m/m). Su base tendenziale la variazione è comunque positiva (+2,4% a/a) ma in rallentamento rispetto a settembre (+2,9% a/a) e al consenso (+2,7% a/a). La reazione dei mercati alle decisioni del Consiglio della BCE è stata negativa, poiché gli operatori si aspettavano interventi più drastici, con un aumento quantitativo del PAA. Al di là di questa reazione immediata e temporanea, l'effetto espansivo della politica continua e la ripresa, seppur lentamente, si sta rafforzando. Nei prossimi mesi la crescita della domanda interna dovrebbe essere ulteriormente avvantaggiata dall'andamento dei prezzi del petrolio e delle materie prime: l'incremento atteso del reddito disponibile di famiglie e imprese dovrebbe, infatti, sostenere consumi privati e investimenti.

Germania

A dicembre i dati sulla crescita economica non sono stati rivisti. Nel terzo trimestre il PIL ha registrato una variazione positiva dello 0,3% t/t e dell'1,7% a/a (+0,4% t/t e +1,6% a/a nel II trim.). Hanno contribuito positivamente i consumi privati (0,3% t/t), la spesa pubblica (0,2% t/t) e gli investimenti fissi (0,1% t/t) mentre l'apporto è stato negativo per le esportazioni nette (-0,4% t/t) e le scorte (-0,1% t/t). In ottobre, entrambe le componenti della bilancia commerciale hanno registrato variazioni negative (-1,3% m/m le esportazioni e -3,32% m/m le importazioni). Per quel che riguarda il mercato del lavoro, il tasso di disoccupazione in novembre è rimasto stabile al 6%, contro le attese che lo vedevano in rialzo (6,4%). Nello stesso mese l'inflazione globale è aumentata di poco (+0,3% a/a da +0,2% a/a) mentre il *core* ha registrato un calo (+1,2% a/a da +1,4% a/a). In ottobre si è verificato un lieve miglioramento della produzione industriale rispetto al mese precedente (+0,2% m/m e +0,2% a/a da -1,1% m/m e +0,2% a/a) tuttavia inferiore alle attese (+0,7% m/m). Gli indici di fiducia di dicembre sono discordanti: sono diminuiti l'*Ifo* (da 109 a 108,7) e il PMI servizi (da 55,6 a 55,4) mentre sono aumentati lo *Zew* (da 10,4 a 16,1) e il PMI manifatturiero (da 52,9 a 53).

Francia

Le ultime revisioni della contabilità nazionale non hanno portato grandi novità. È stata confermata la crescita congiunturale dello 0,3% t/t, mentre su base tendenziale è stata limata all'1,1% a/a dall'1,2% a/a. I consumi privati sono aumentati dello 0,3% t/t (+1,3% a/a) contribuendo positivamente alla variazione del PIL per lo 0,2% t/t. Gli investimenti fissi sono rimasti stabili rispetto al trimestre precedente, mentre sono diminuiti rispetto al 2014 (-0,1% a/a) con un apporto nullo alla crescita. La spesa pubblica invece è aumentata (+0,4% t/t e +1,4% a/a). Le scorte hanno contribuito alla formazione del PIL per lo 0,7% t/t, mentre il canale estero ha sottratto punti, sempre per lo 0,7% t/t. I dati relativi al commercio estero di ottobre mostrano una variazione negativa delle esportazioni (-0,09% m/m da -0,53% m/m) e un aumento delle importazioni (+2,34% m/m da +0,64% m/m). Nello stesso mese il tasso di disoccupazione è rimasto invariato al 10,8%. Anche in Francia aleggia lo spettro della deflazione. In novembre sia l'indice globale (+0,1% a/a da +0,2% a/a di ottobre) sia il *core* (+0,7% a/a da 0,8% a/a) hanno rallentato. Segnali più positivi dal lato dell'offerta con la produzione industriale in ottobre in ripresa (+0,5% m/m e +3,6% a/a da +0,1% m/m e +1,8% a/a in precedenza) e quasi tutti gli indici di fiducia delle imprese in dicembre in aumento. Il PMI manifatturiero è salito a 51,6 da 50,6, dato migliore delle previsioni (50,7) e il più alto degli ultimi 21 mesi. L'indice PMI servizi invece è peggiorato passando a 50 da 51 (attese 50,8). Secondo l'indagine *Insee* la fiducia delle imprese è migliorata (103) oltre le attese e il dato precedente (102). Dal lato della domanda, i consumi delle famiglie in novembre sono calati dello 0,6% m/m (-0,7% m/m in ottobre) mentre rimane stabile la fiducia dei consumatori (96) superando tuttavia il consenso (95).

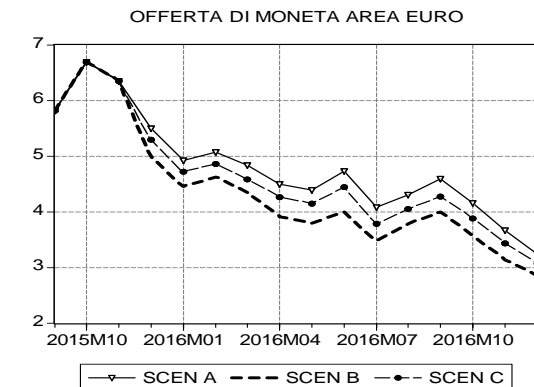
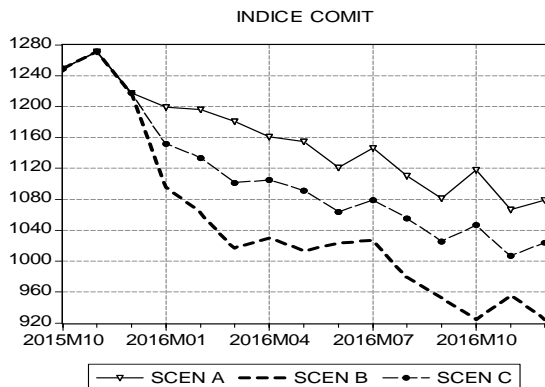
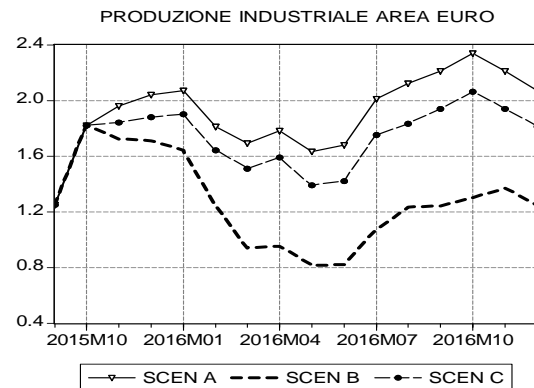
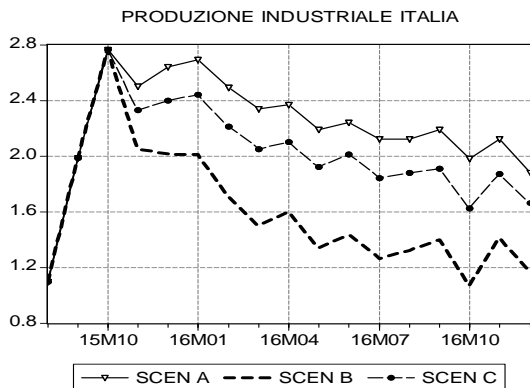
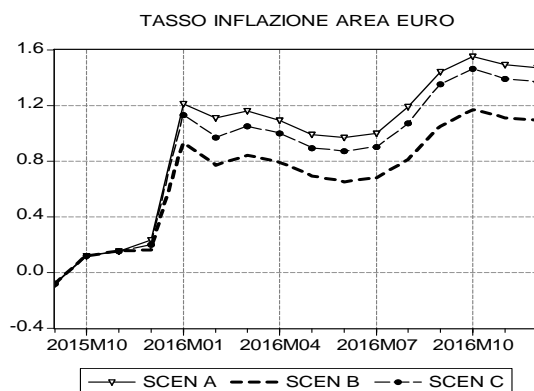
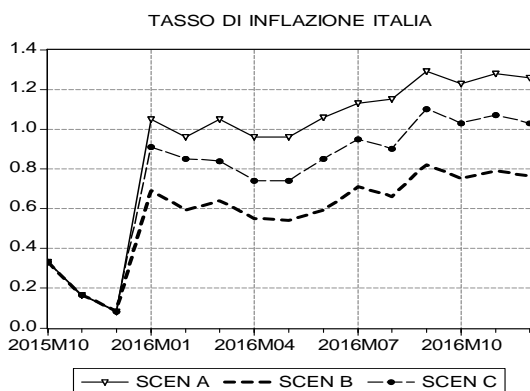
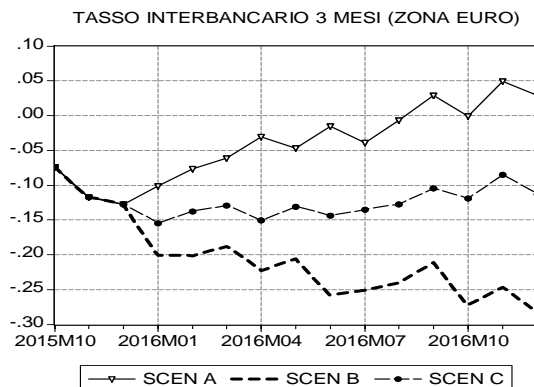
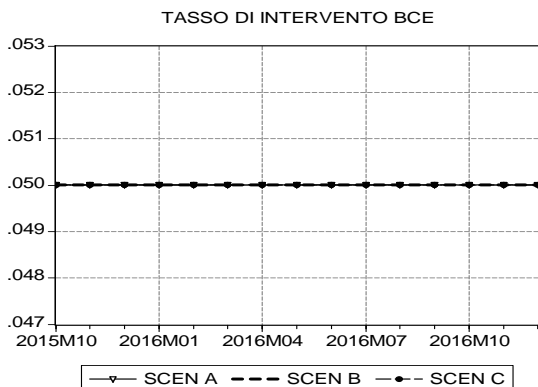
Italia

Nel terzo trimestre il PIL è cresciuto, come da attese, dello 0,2% t/t e dello 0,8% a/a (precedenti +0,3% t/t e +0,6% a/a). Dal *breakdown* ora disponibile si evince che la ricostituzione delle scorte ha giocato un ruolo fondamentale nella formazione del PIL (+0,3% t/t) come già nel secondo trimestre (+0,4% t/t). Anche i consumi privati, aumentati, come nel secondo trimestre, dello 0,4% t/t e dell'1,1% a/a (+0,7% a/a il precedente) hanno dato un contributo positivo (+0,2% t/t) così come la spesa pubblica (+0,1% t/t) tornata a crescere sul trimestre precedente (+0,3% t/t, +0,4% a/a) dopo il calo congiunturale precedente (-0,4% t/t, +0,6% a/a). Hanno, al contrario, sottratto punti alla variazione del PIL gli investimenti fissi (-0,1% t/t) e soprattutto le esportazioni nette (-0,4% t/t). I primi hanno subito una nuova contrazione congiunturale (-0,4% t/t) dopo essere diminuiti già nel secondo trimestre (-0,1% t/t) mentre su base annua la variazione rimane positiva (+0,9% a/a, +0,3% a/a il precedente). Per quel che riguarda la bilancia commerciale, il contributo negativo deriva dalla diminuzione delle esportazioni dello 0,8% t/t (+3,5% a/a, +1,3% t/t e +5% a/a nel II trim.) e dall'aumento delle importazioni (+0,5% t/t e +5,1% a/a, +1,6% t/t e 5,9% a/a il precedente). Per quanto riguarda il commercio estero verso i paesi UE, le rilevazioni mensili di ottobre evidenziano un aumento delle esportazioni (+0,69% m/m, -1,11% m/m a settembre) e delle importazioni (+0,14% m/m da +0,91% m/m) con un incremento dell'avanzo commerciale da 911 milioni di euro a 1 016. Verso i paesi extra UE, in novembre, si è registrata una crescita notevole delle esportazioni (+3,92% m/m, -1,96% m/m in ottobre) e meno ampia delle importazioni (+1,32% m/m, precedente -0,53% m/m). Nei prossimi mesi ci si aspetta un nuovo incremento delle esportazioni, favorite dal deprezzamento della moneta unica. Dal mercato del lavoro continuano ad arrivare segnali debolmente positivi. Il tasso di disoccupazione, in ottobre, ha sorpreso al ribasso portandosi all'11,5% (da 11,6%) in controtendenza rispetto alle attese degli analisti (11,7%). Nel terzo trimestre si è inoltre registrato un nuovo aumento degli occupati di 42,33 mila unità, dopo il +102,3 mila del periodo precedente, e un altro calo del costo del lavoro (-0,4% a/a da -0,6% a/a). Permane invece, come nel resto dell'AE, il rischio di deflazione, con tutti gli indicatori in diminuzione in novembre. L'inflazione globale misurata sull'*HCPI* è stata dello 0,2% a/a (+0,3% a/a in ottobre) e il *core* dello 0,7% a/a (+1% a/a il precedente). Dal lato dell'offerta gli indicatori di ottobre sono discordi. La produzione industriale è aumentata (+0,5% m/m e 2,8% a/a dal precedente 0,2% m/m e 2% a/a) e gli ordinativi hanno fatto un balzo (+4,6% m/m, +4,9% a/a) dopo la contrazione precedente (-1,8% m/m, -0,2% a/a). Il comparto delle costruzioni rimane invece in difficoltà (-0,6% m/m da -0,3% m/m). Anche per quel che riguarda il clima di fiducia, le indicazioni sono incerte. Se da un lato, in dicembre, l'indice manifatturiero è diminuito a 104,1 da 104,4, nel settore dei servizi si è registrato un aumento (114,3 da 113,7). Dal lato della domanda i dati sono negativi. Contrariamente alle attese (+0,3% m/m) in ottobre si è registrata una nuova contrazione congiunturale delle vendite al dettaglio (-0,3% m/m e +1,1% a/a, -0,1% m/m e +1,5% a/a il precedente) e, in dicembre, dopo quattro aumenti consecutivi, la fiducia dei consumatori è troncata a contrarsi, attestandosi a 117,6 da 118,4 (consenso 117). Oltre al rallentamento dell'economia globale, il maggior rischio al ribasso per l'Italia è, che dopo la pausa per dedicarsi alla legge di stabilità, non si torni a occuparsi delle riforme strutturali. Questo farebbe tornare il paese vulnerabile al contagio da parte della vicina Spagna, dove il risultato delle elezioni politiche ha aperto un nuovo scenario all'insegna dell'instabilità.

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

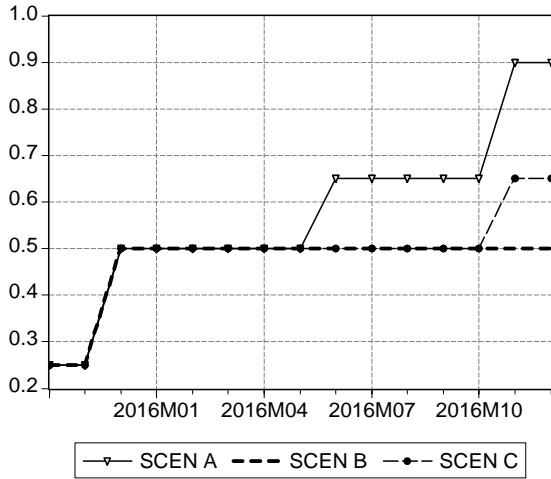
A (20%)	B (10%)	C (70%)
<p>Usa: Gli effetti positivi delle politiche monetarie espansive in Area Euro, Giappone e Cina, sostengono la crescita in questi paesi e generano attese più rosee per il ciclo economico internazionale. Di tale miglioramento ne giovano anche gli Stati Uniti e la FED ritiene necessario intervenire con due nuovi rialzi del tasso di sconto, uno a giugno e l'altro nella seconda parte dell'anno. Il processo di ritorno alla politica monetaria restrittiva è comunque cauto ed equilibrato.</p> <p>Area Euro: A dicembre il Consiglio direttivo ha deciso, tra altre misure, di ridurre il tasso d'interesse sui depositi presso la BCE al -0,30% e di estendere la durata del programma d'acquisto di titoli alla fine di marzo 2017 e oltre, se necessario. Tale strategia punta a mantenere debole l'euro e favorire il canale estero, a sostegno della ripresa dell'area. Il dollaro, favorito dalle attese di una politica monetaria restrittiva in USA, tende ad apprezzarsi, ma i suoi margini di rafforzamento sono limitati. Il tasso di cambio EUR/USD può scendere intorno a quota 1,05. Lo <i>spread</i> tra BTP a 10 anni e <i>Bund</i> rimane intorno ai 100 punti base e il rendimento dei primi si mantiene intorno all'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 vengono meno le aspettative di un rialzo entro il 2016.</p> <p>Area Euro: La debolezza a livello internazionale investe anche l'Europa e spinge il Consiglio direttivo della BCE, dopo gli interventi di dicembre 2015, ad aumentare l'entità mensile del programma di acquisto di titoli. 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 BTP a 10 anni e <i>Bund</i> rimane sotto i 90 punti base e il rendimento dei primi sotto l'1,4%.</p>	<p>Usa: Il rialzo del tasso di sconto di 25 punti base deciso dalla FED durante la riunione di dicembre non ha avuto effetti rilevanti sui rendimenti e sul dollaro, poiché già ampiamente scontato dai mercati. Sussistono ancora 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 interventi è dilazionato e graduale: il prossimo rialzo si ha nella seconda parte dell'anno. Il processo di ritorno alla politica monetaria restrittiva è molto cauto ed equilibrato.</p> <p>Area Euro: A dicembre il Consiglio ha deciso, tra altre misure, di ridurre il tasso d'interesse sui depositi presso la BCE al -0,30% e di estendere la durata del programma d'acquisto di titoli alla fine di marzo 2017 e oltre, se necessario. Tale strategia punta a mantenere debole l'euro e favorire il canale estero, a sostegno della ripresa dell'area. Il dollaro, favorito dalle attese di una politica monetaria restrittiva in USA, tende ad apprezzarsi, ma i suoi margini di rafforzamento sono limitati. Il tasso di cambio EUR/USD si porta quindi tra 1,06 e 1,07. Lo <i>spread</i> tra BTP a 10 anni e <i>Bund</i> rimane sotto i 100 punti base e il rendimento dei primi sotto l'1,5%.</p>

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili

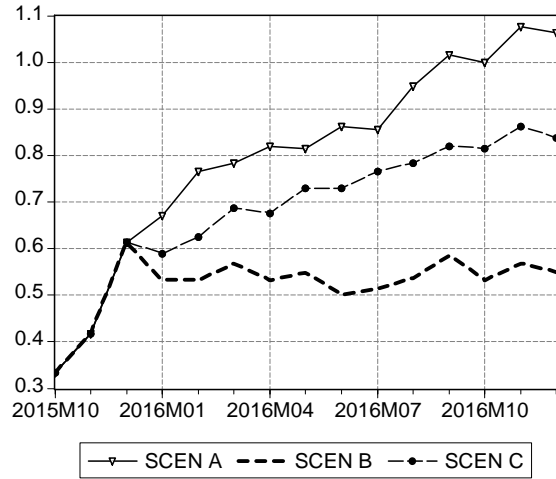


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili

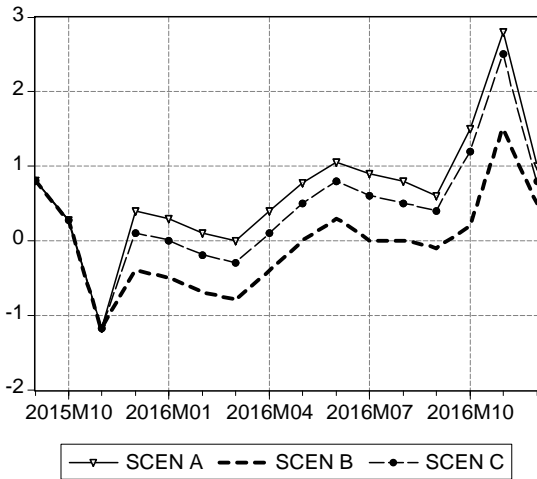
TASSO DI INTERVENTO FED



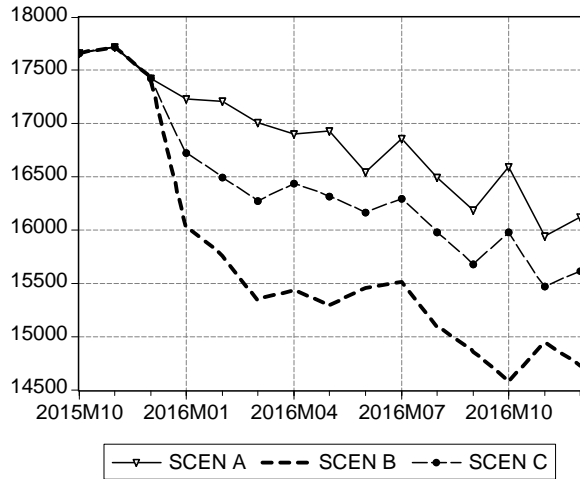
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



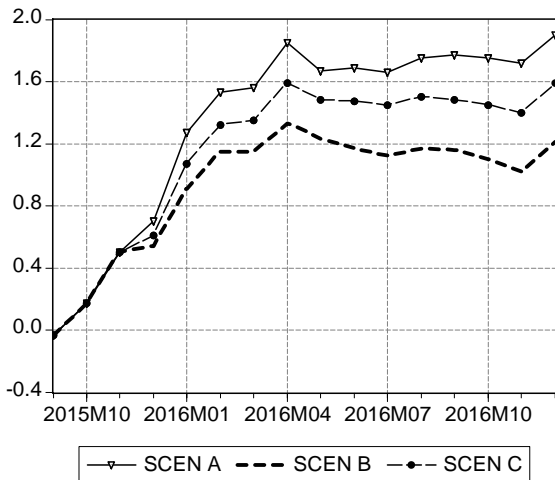
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



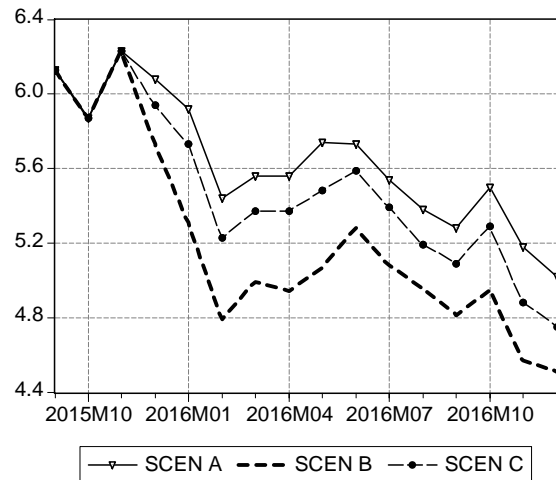
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

TASSI INTERBANCARI

Dopo la nuova riduzione del tasso di deposito presso la BCE, i saggi interbancari europei in dicembre si sono nuovamente ridotti: l'1 mese è sceso a -0,19% da -0,15%, il 3 mesi a -0,12% da -0,10% e il 6 mesi a -0,04% da -0,03%. Nello scenario più probabile (C) i tassi interbancari sono pressoché stabili sui livelli attuali e a dicembre 2016 potrebbero attestarsi a -0,19% (1 mese) -0,12% (3 mesi) e -0,02% (6 mesi). Nello scenario A i tassi esibiscono un sentiero di lieve ripresa (-0,10%, 0,02% e 0,07% rispettivamente l'1, il 3 e il 6 mesi alla fine dell'orizzonte di previsione) mentre nello scenario B, il meno favorevole, il trend negativo sarebbe più marcato (-0,28%, -0,33% e -0,14% rispettivamente).

STRUTTURA A TERMINE

A seguito dell'incertezza politica in Spagna che ha spinto al rialzo i rendimenti dei *Bonos*, del rialzo del tasso di sconto da parte della FED e della delusione dei mercati rispetto alla manovra della BCE, in dicembre i tassi della struttura a termine hanno corretto al rialzo. Il tasso dei BTP a 3 anni si è portato allo 0,15% dallo 0,10% precedente, il 5 anni allo 0,67% dallo 0,51%, il 7 anni all'1,11% dallo 0,97% e il decennale all'1,66% dall'1,47%. Nello scenario C, nel quale la FED, dopo il primo rialzo di dicembre 2015, decide di attendere la seconda parte del 2016 per compiere il secondo e la BCE non interviene nuovamente, i rendimenti potrebbero scendere e il decennale riportarsi sotto l'1,5% (a dicembre 2016 1,50% il 10 anni, 1,04% per la scadenza 7 anni, 0,43% il 5 anni e -0,01% il 3 anni). Se, a parità di condizioni in Europa, la FED decidesse di compiere due rialzi nel 2016, uno a giugno e uno nella seconda parte dell'anno (scenario A) i tassi correggerebbero solo lievemente al ribasso (0,06% il 3 anni, 0,49% il 5 anni, 1,09% il 7 anni e 1,55% il 10 anni 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 dicembre 2016 rispettivamente -0,19%, 0,27%, 0,89% e 1,35%).

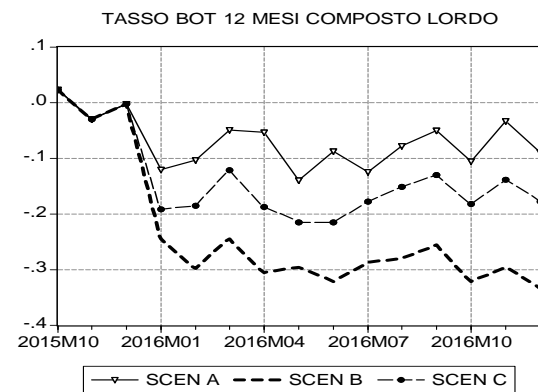
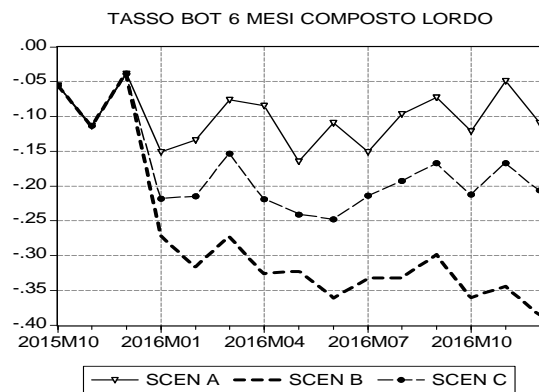
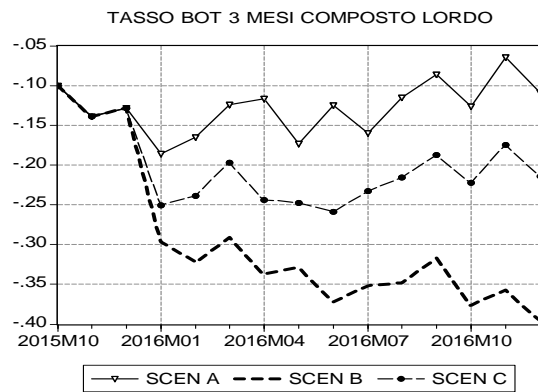
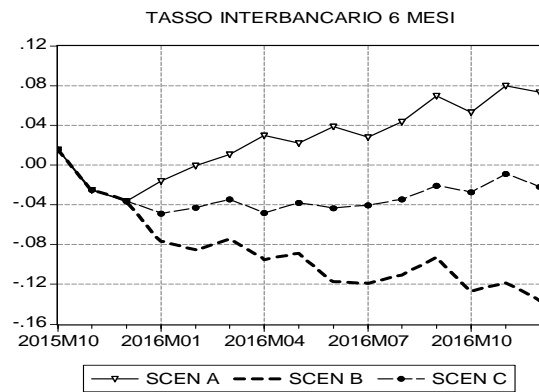
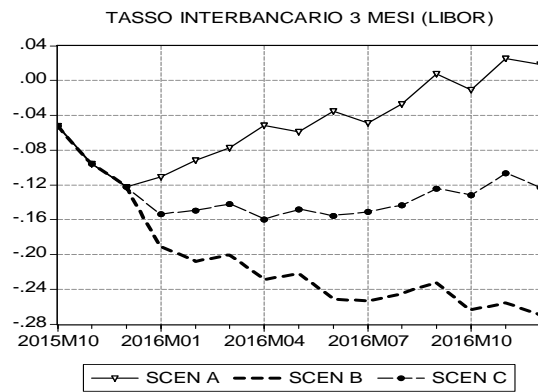
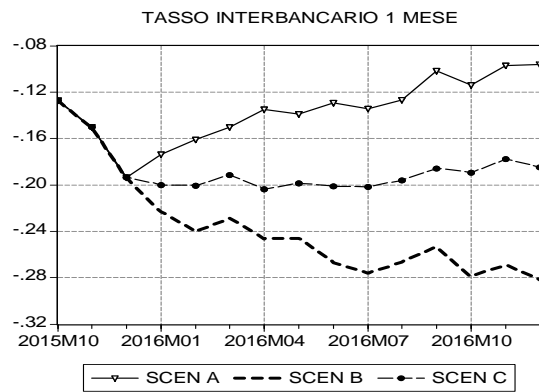
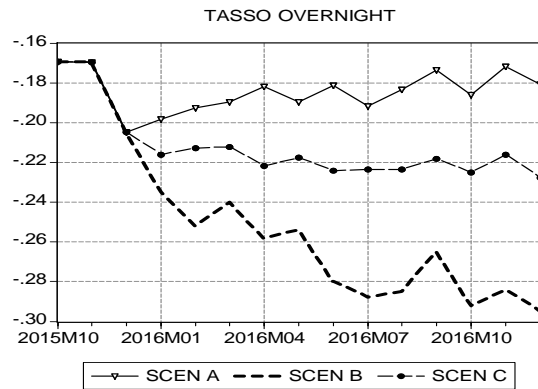
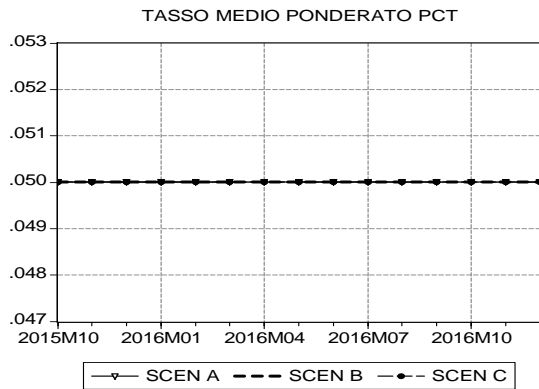
TASSI BANCARI

In ottobre i tassi medi su depositi e prestiti non hanno subito variazioni di rilievo: il primo si è portato allo 0,54% da 0,56% e il secondo al 3,32% dal precedente 3,34%. Nello scenario C i due tassi sono visti in lieve calo (+0,53% per la raccolta e +3,25% per gli impieghi a dicembre 2016) mentre dovrebbero lievemente aumentare o rimanere costanti se si verificasse lo scenario A (+0,59% e +3,00% rispettivamente). Il calo invece sarebbe più deciso nello scenario B (rispettivamente +0,39% e +3,13% alla fine dell'orizzonte di previsione).

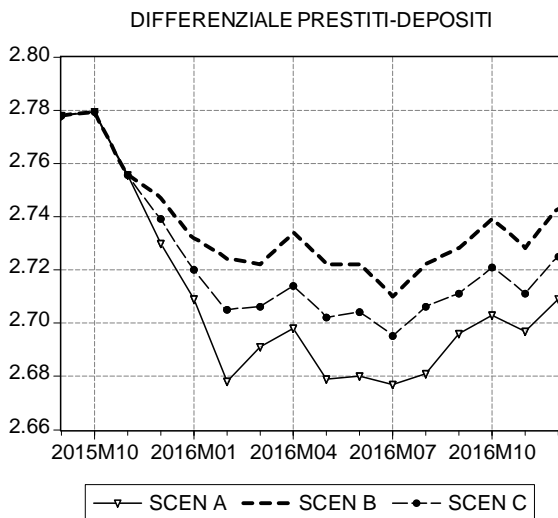
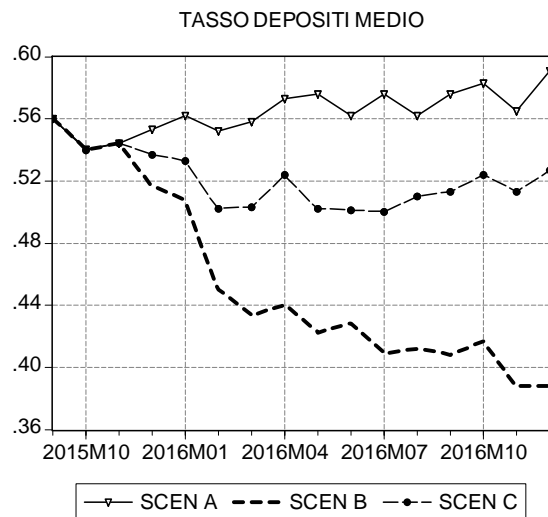
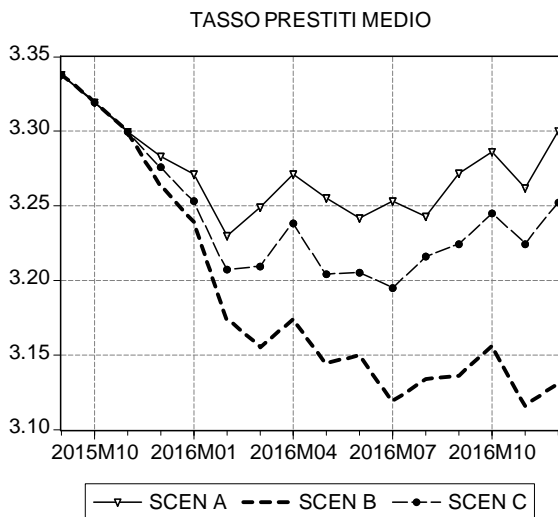
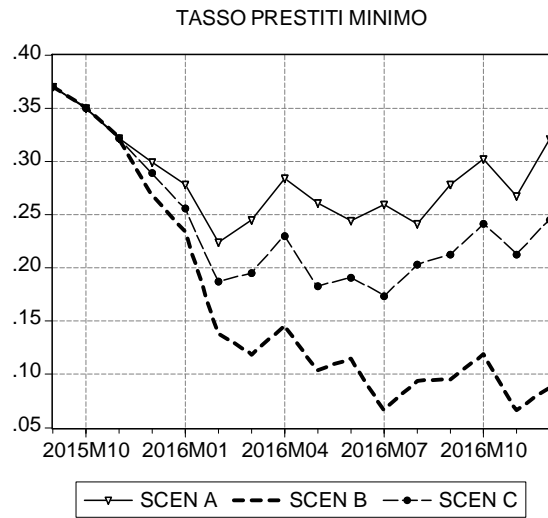
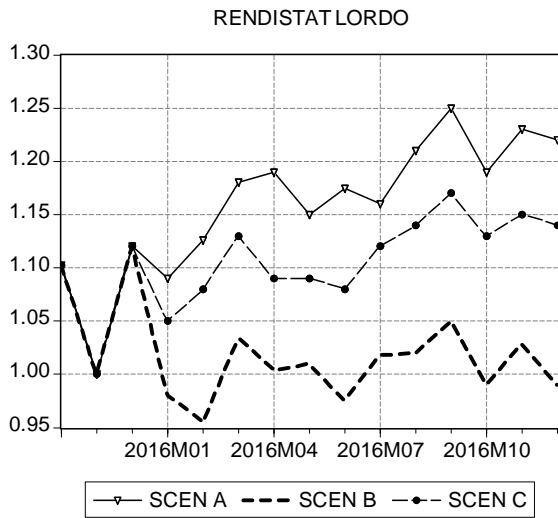
VOLUMI BANCARI

Anche a dicembre 2015 è proseguito l'aumento sia della raccolta (+3,58% a/a, +3,85% a/a in novembre) sia degli impieghi (+1,80% a/a da +1,29% a/a). In base ai risultati delle simulazioni, nello scenario più probabile (C) la dinamica dei depositi dovrebbe mantenersi positiva (+3,21% a/a a dicembre 2016) poiché, nonostante il calo dei tassi d'interesse, la propensione al consumo delle famiglie e la fiducia stentano a decollare. Anche i prestiti dovrebbero continuare ad aumentare, sostenuti dal miglioramento delle condizioni di accesso al credito e della domanda (+1,66% a/a alla fine del periodo predittivo). Nello scenario A, l'andamento potrebbe essere lievemente più favorevole, grazie alle condizioni macroeconomiche meno incerte (+3,76% a/a per la raccolta e +1,85% a/a per gli impieghi a dicembre 2016). 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 2,64% a/a a dicembre 2016 e i prestiti totali dell'1,37% a/a.

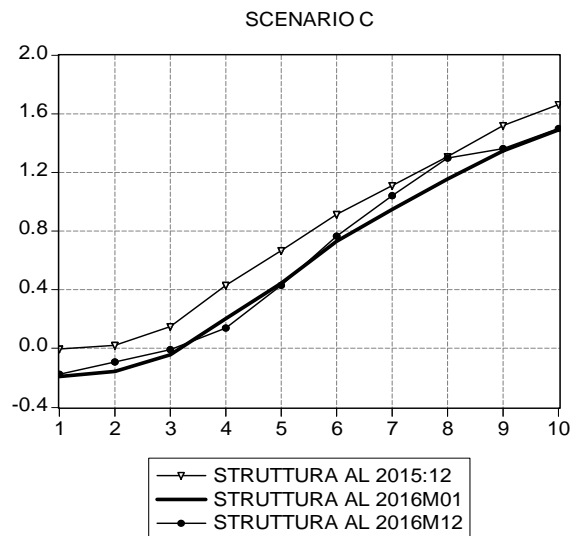
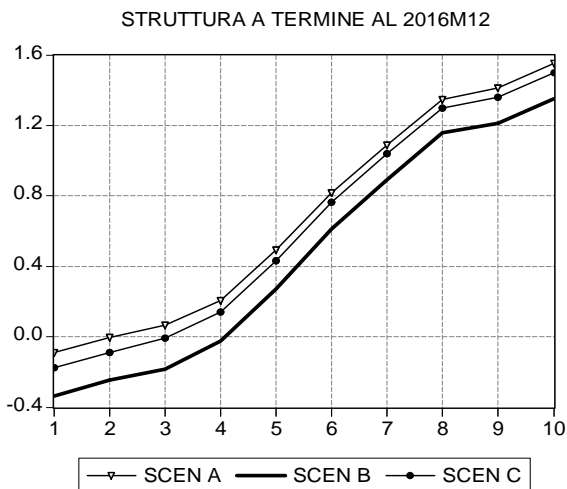
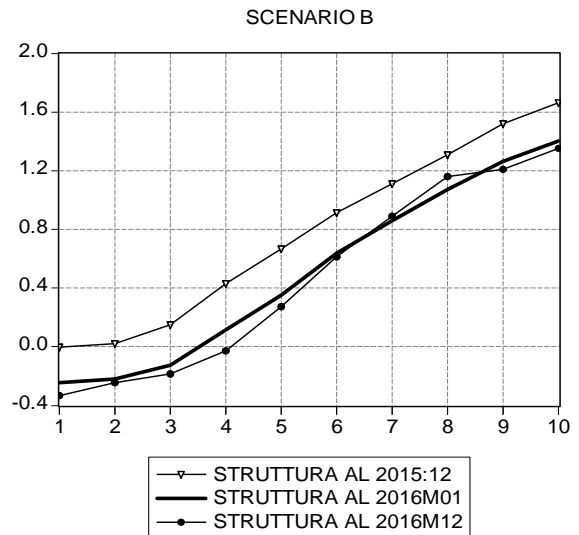
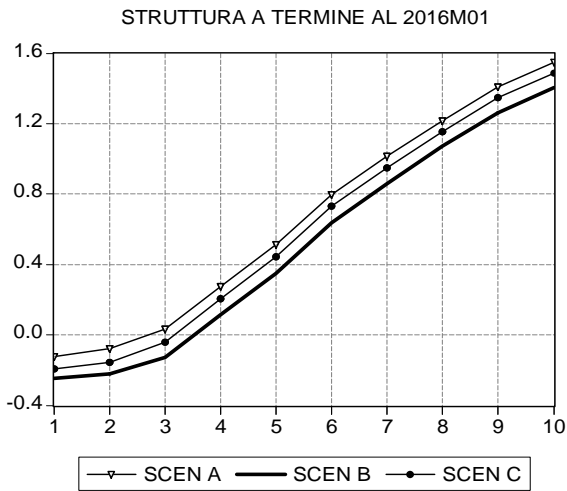
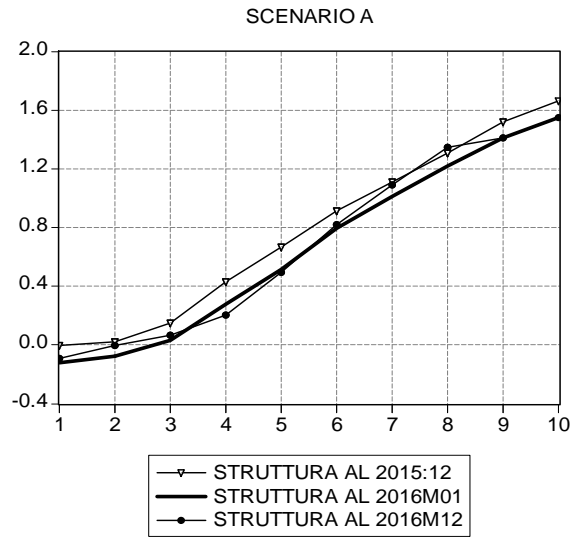
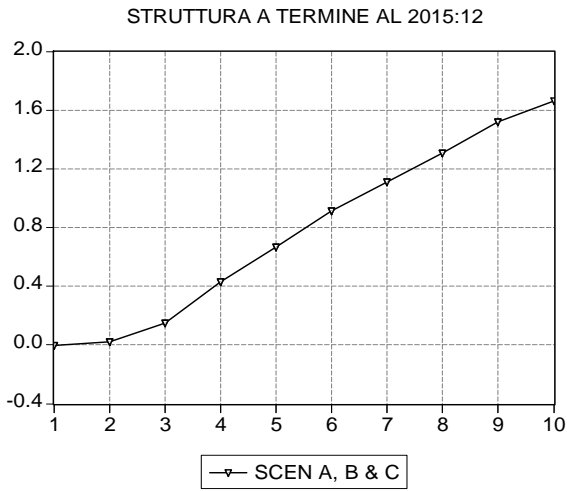
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



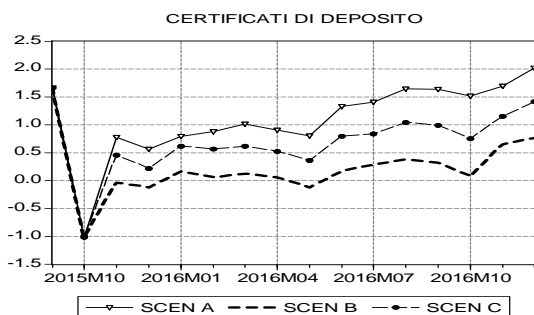
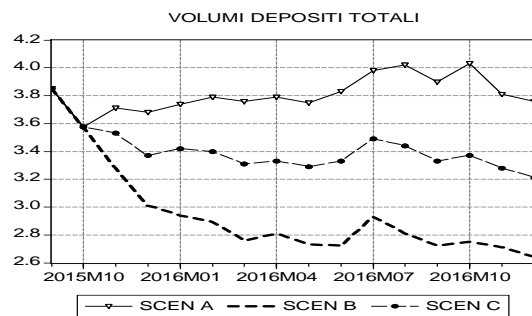
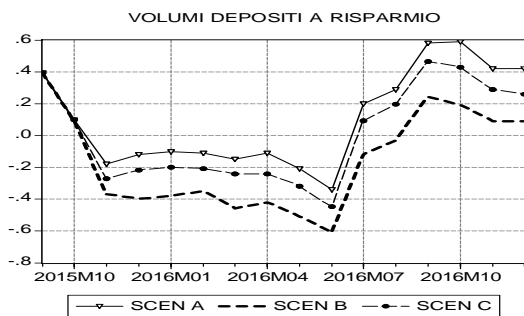
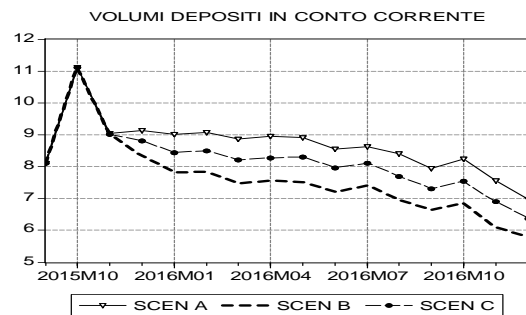
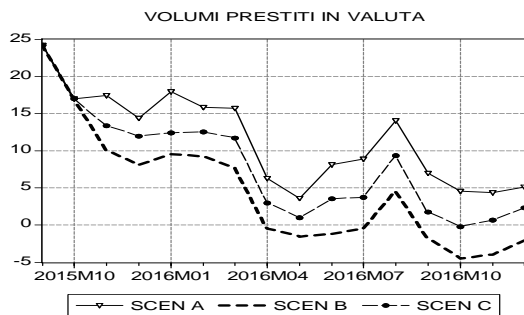
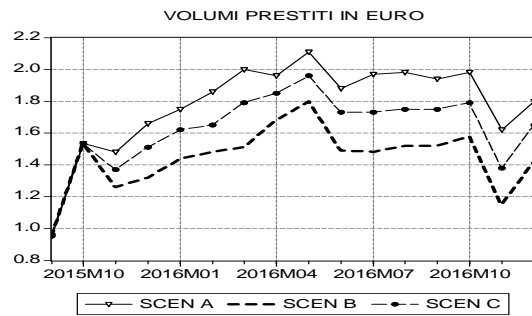
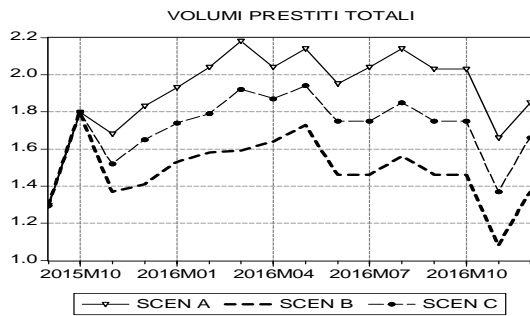
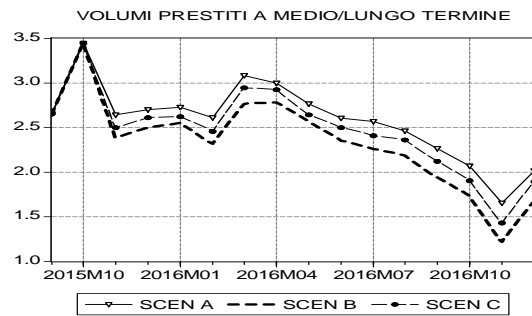
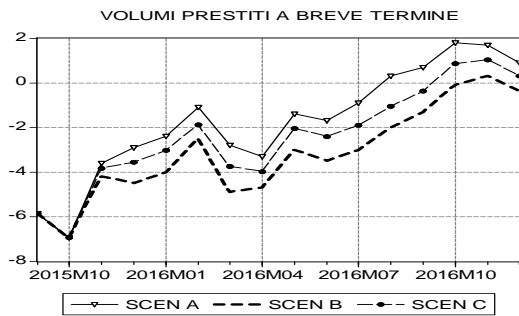
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



SCENARIO A	15 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	16 12
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	1238	1297	1216	1179	1249	1271	1218	1199	1196	1181	1161	1155	1121	1146	1110	1081	1118	1067	1079
Produzione Industriale	-0.1	2.4	1.1	2.0	2.8	2.5	2.6	2.7	2.5	2.3	2.4	2.2	2.2	2.1	2.1	2.2	2.0	2.1	1.9
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.2	0.3	0.4	0.2	0.3	0.2	0.1	1.1	1.0	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3	1.2	1.3	1.3
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	-0.14	-0.16	-0.16	-0.17	-0.17	-0.20	-0.20	-0.19	-0.19	-0.18	-0.19	-0.18	-0.19	-0.18	-0.17	-0.19	-0.17	-0.18
T. Interb. 1m lett.	-0.07	-0.08	-0.10	-0.11	-0.13	-0.15	-0.19	-0.17	-0.16	-0.15	-0.14	-0.14	-0.13	-0.13	-0.13	-0.10	-0.11	-0.10	-0.10
T. Interb. 3m lett.	-0.01	-0.02	-0.02	-0.04	-0.05	-0.10	-0.12	-0.11	-0.09	-0.08	-0.05	-0.06	-0.04	-0.05	-0.03	0.01	-0.01	0.03	0.02
T. Interb. 6m lett.	0.06	0.06	0.05	0.03	0.02	-0.03	-0.04	-0.02	0.00	0.01	0.03	0.02	0.04	0.03	0.04	0.07	0.05	0.08	0.07
T. Depositi medio	0.61	0.56	0.56	0.56	0.54	0.54	0.55	0.56	0.55	0.56	0.57	0.58	0.56	0.58	0.56	0.58	0.58	0.58	0.59
T. Prestiti medio	3.42	3.38	3.36	3.34	3.32	3.30	3.28	3.27	3.23	3.25	3.27	3.26	3.24	3.25	3.24	3.27	3.29	3.26	3.30
T.prest. medio - T.dep. medio	2.81	2.82	2.80	2.78	2.78	2.76	2.73	2.71	2.68	2.69	2.70	2.68	2.68	2.68	2.68	2.70	2.70	2.70	2.71
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.02	-0.06	-0.06	-0.05	-0.10	-0.14	-0.13	-0.19	-0.17	-0.12	-0.12	-0.17	-0.13	-0.16	-0.12	-0.09	-0.13	-0.06	-0.11
T. BOT comp. lordo 6m	0.06	0.01	0.01	0.02	-0.06	-0.11	-0.04	-0.15	-0.13	-0.08	-0.09	-0.17	-0.11	-0.15	-0.10	-0.07	-0.12	-0.05	-0.11
T. BOT comp. lordo 12m	0.06	0.13	0.01	0.03	0.02	-0.03	0.00	-0.12	-0.10	-0.05	-0.05	-0.14	-0.09	-0.13	-0.08	-0.05	-0.11	-0.03	-0.09
Rendistat lordo	1.57	1.43	1.27	1.28	1.10	1.00	1.12	1.09	1.13	1.18	1.19	1.15	1.17	1.16	1.21	1.25	1.19	1.23	1.22
Rendistat netto	1.37	1.25	1.11	1.12	0.96	0.88	0.98	0.95	0.99	1.03	1.04	1.01	1.03	1.02	1.06	1.09	1.04	1.08	1.07
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.68	0.34	0.46	0.37	0.21	0.10	0.15	0.03	0.05	0.09	0.09	0.03	0.07	0.04	0.08	0.11	0.05	0.10	0.06
Rend. BTP a 5 anni	1.32	0.86	1.03	0.87	0.63	0.51	0.67	0.51	0.51	0.51	0.52	0.47	0.51	0.48	0.51	0.53	0.48	0.52	0.49
Rend. BTP a 7 anni	1.89	1.36	1.56	1.35	1.12	0.97	1.11	1.01	1.04	1.07	1.09	1.05	1.10	1.08	1.10	1.13	1.08	1.12	1.09
Rend. BTP a 10 anni	2.44	1.85	2.06	1.82	1.57	1.47	1.66	1.55	1.56	1.57	1.58	1.53	1.57	1.55	1.57	1.59	1.55	1.58	1.55
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2339.215	2327.455	2318.679	2327.839	2321.907	2346.105	2356.198	2359.424	2354.359	2383.747	2368.07	2367.64	2384.83	2374.94	2368.30	2375.09	2369.04	2385.05	2399.79
Prestiti in euro	2313.093	2303.796	2287.994	2286.020	2276.224	2312.119	2320.789	2329.061	2319.891	2348.345	2322.552	2318.38	2356.579	2349.18	2333.30	2330.37	2321.29	2349.58	2362.56
Prestiti in valuta	26.122	23.659	30.685	41.819	45.683	33.986	35.408	30.363	34.467	35.402	45.521	49.257	28.251	25.755	35.003	44.726	47.748	35.475	37.224
Prestiti a breve	355.713	353.297	345.333	345.275	336.782	343.209	349.245	351.304	349.838	347.378	341.494	341.571	349.666	350.117	346.369	347.692	342.844	349.044	352.389
Prestiti a m / l	1983.502	1974.158	1973.346	1982.564	1985.125	2002.896	2006.952	2008.119	2004.521	2036.369	2026.579	2026.068	2035.164	2024.818	2021.930	2027.402	2026.198	2036.007	2047.399
Depositi totali	2204.410	2187.862	2195.379	2203.553	2203.688	2237.618	2239.843	2259.460	2258.409	2284.672	2266.449	2277.198	2288.839	2274.939	2283.633	2289.492	2292.497	2322.871	2324.061
Depositi in c / c	832.994	830.446	831.032	842.116	864.949	872.693	882.934	886.169	882.194	887.365	895.324	910.726	904.215	902.030	900.922	908.980	936.221	938.581	944.563
Depositi a risparmio	303.401	300.965	301.295	299.816	298.750	299.508	302.187	303.316	303.669	303.961	303.261	302.548	302.369	301.567	302.169	301.555	300.513	300.766	303.456
Certif. deposito	1068.015	1056.451	1063.052	1061.621	1039.989	1065.417	1054.722	1069.975	1072.546	1093.346	1067.864	1063.924	1082.254	1071.342	1080.543	1078.957	1055.763	1083.524	1076.042
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	1.40	0.97	1.48	1.29	1.80	1.68	1.83	1.93	2.04	2.18	2.04	2.14	1.95	2.04	2.14	2.03	2.03	1.66	1.85
Prestiti in euro	2.29	1.08	1.54	0.95	1.53	1.48	1.66	1.75	1.86	2.00	1.96	2.11	1.88	1.97	1.98	1.94	1.98	1.62	1.80
Prestiti in valuta	-42.69	-8.44	-3.20	24.19	17.01	17.42	14.37	17.93	15.82	15.73	6.30	3.57	8.15	8.86	14.07	6.95	4.52	4.38	5.13
Prestiti a breve	-2.76	-2.89	-2.96	-5.86	-6.94	-3.60	-2.90	-2.40	-1.10	-2.80	-3.30	-1.40	-1.70	-0.90	0.30	0.70	1.80	1.70	0.90
Prestiti a m / l	2.18	1.70	2.30	2.65	3.45	2.64	2.70	2.73	2.61	3.08	3.00	2.76	2.60	2.57	2.46	2.26	2.07	1.65	2.02
Depositi totali	4.43	3.69	3.45	3.85	3.58	3.71	3.68	3.74	3.79	3.76	3.79	3.75	3.83	3.98	4.02	3.90	4.03	3.81	3.76
Depositi in c / c	9.63	8.99	7.29	8.11	11.11	9.04	9.14	9.02	9.08	8.87	8.95	8.91	8.55	8.62	8.41	7.94	8.24	7.55	6.98
Depositi a risparmio	1.76	1.24	1.02	0.39	0.10	-0.18	-0.12	-0.10	-0.11	-0.15	-0.11	-0.21	-0.34	0.20	0.29	0.58	0.59	0.42	0.42
Certif. deposito	1.43	0.55	1.31	1.66	-1.02	0.78	0.56	0.80	0.88	1.01	0.90	0.80	1.33	1.41	1.65	1.63	1.52	1.70	2.02

(*) Il rendimento dei BOT a 3 mesi, in assenza d'asta, è stimato. I dati storici sono in grigio scuro, gli stimati in grigio chiaro.
I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 31/12/2015.

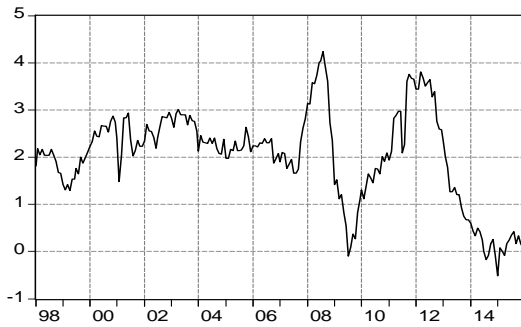
SCENARIO B	15 6	15 7	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT	1238	1297	1216	1179	1249	1271	1218	1095	1062	1017	1030	1013	1023	1027	979	952	924	956	924
Produzione Industriale	-0.1	2.4	1.1	2.0	2.8	2.1	2.0	2.0	1.7	1.5	1.6	1.3	1.4	1.3	1.3	1.4	1.1	1.4	1.2
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.2	0.3	0.4	0.2	0.3	0.2	0.1	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	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	-0.10	-0.14	-0.16	-0.16	-0.17	-0.17	-0.20	-0.24	-0.25	-0.24	-0.26	-0.25	-0.28	-0.29	-0.29	-0.27	-0.29	-0.28	-0.30
T. Interb. 1m lett.	-0.07	-0.08	-0.10	-0.11	-0.13	-0.15	-0.19	-0.22	-0.24	-0.23	-0.25	-0.25	-0.27	-0.28	-0.27	-0.25	-0.28	-0.27	-0.28
T. Interb. 3m lett.	-0.01	-0.02	-0.02	-0.04	-0.05	-0.10	-0.12	-0.19	-0.21	-0.20	-0.23	-0.22	-0.25	-0.25	-0.25	-0.23	-0.26	-0.26	-0.27
T. Interb. 6m lett.	0.06	0.06	0.05	0.03	0.02	-0.03	-0.04	-0.08	-0.09	-0.07	-0.10	-0.09	-0.12	-0.12	-0.11	-0.09	-0.13	-0.12	-0.14
T. Depositi medio	0.61	0.56	0.56	0.56	0.54	0.54	0.52	0.51	0.45	0.43	0.44	0.42	0.43	0.41	0.41	0.41	0.42	0.39	0.39
T. Prestiti medio	3.42	3.38	3.36	3.34	3.32	3.30	3.26	3.24	3.17	3.16	3.17	3.14	3.15	3.12	3.13	3.14	3.16	3.12	3.13
T.prest.medio - T.dep.medio	2.81	2.82	2.80	2.78	2.78	2.76	2.75	2.73	2.72	2.72	2.73	2.72	2.72	2.71	2.72	2.73	2.74	2.73	2.74
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.02	-0.06	-0.06	-0.05	-0.10	-0.14	-0.13	-0.30	-0.32	-0.29	-0.34	-0.33	-0.37	-0.35	-0.35	-0.32	-0.38	-0.36	-0.40
T. BOT comp. lordo 6m	0.06	0.01	0.01	0.02	-0.06	-0.11	-0.04	-0.27	-0.32	-0.27	-0.33	-0.32	-0.36	-0.33	-0.33	-0.30	-0.36	-0.34	-0.39
T. BOT comp. lordo 12m	0.06	0.13	0.01	0.03	0.02	-0.03	0.00	-0.25	-0.30	-0.25	-0.31	-0.30	-0.32	-0.29	-0.28	-0.26	-0.32	-0.30	-0.34
Rendistat lordo	1.57	1.43	1.27	1.28	1.10	1.00	1.12	0.98	0.95	1.03	1.00	1.01	0.98	1.02	1.02	1.05	0.99	1.03	0.99
Rendistat netto	1.37	1.25	1.11	1.12	0.96	0.88	0.98	0.86	0.84	0.90	0.88	0.88	0.85	0.89	0.89	0.92	0.87	0.90	0.87
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.68	0.34	0.46	0.37	0.21	0.10	0.15	-0.13	-0.17	-0.12	-0.17	-0.16	-0.19	-0.16	-0.15	-0.11	-0.18	-0.16	-0.19
Rend. BTP a 5 anni	1.32	0.86	1.03	0.87	0.63	0.51	0.67	0.35	0.30	0.32	0.28	0.29	0.27	0.30	0.30	0.33	0.27	0.29	0.27
Rend. BTP a 7 anni	1.89	1.36	1.56	1.35	1.12	0.97	1.11	0.86	0.85	0.88	0.86	0.89	0.87	0.91	0.92	0.95	0.89	0.91	0.89
Rend. BTP a 10 anni	2.44	1.85	2.06	1.82	1.57	1.47	1.66	1.40	1.37	1.39	1.36	1.37	1.35	1.38	1.38	1.41	1.35	1.37	1.35
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2339.215	2327.455	2318.679	2327.839	2321.907	2338.953	2346.479	2350.165	2343.745	2369.983	2358.79	2358.13	2373.37	2361.44	2354.85	2361.83	2355.81	2364.21	2378.63
Prestiti in euro	2313.093	2303.796	2287.994	2286.020	2276.224	2307.107	2313.028	2321.965	2311.237	2337.064	2316.174	2311.34	2347.558	2337.89	2322.77	2320.77	2312.19	2333.64	2345.87
Prestiti in valuta	26.122	23.659	30.685	41.819	45.683	31.846	33.452	28.199	32.509	32.919	42.616	46.791	25.809	23.544	32.079	41.058	43.618	30.575	32.754
Prestiti a breve	355.713	353.297	345.333	345.275	336.782	341.073	343.491	345.545	344.886	339.873	336.550	336.028	343.263	342.698	338.426	340.786	336.445	342.096	342.117
Prestiti a m / l	1983.502	1974.158	1973.346	1982.564	1985.125	1997.880	2002.989	2004.619	1998.859	2030.110	2022.240	2022.107	2030.104	2018.738	2016.424	2021.039	2019.362	2022.117	2036.509
Depositi totali	2204.410	2187.862	2195.379	2203.553	2203.688	2228.340	2225.368	2242.036	2238.826	2262.653	2245.049	2254.810	2264.370	2251.966	2257.069	2263.490	2264.289	2288.728	2284.118
Depositi in c / c	832.994	830.446	831.032	842.116	864.949	872.693	876.543	876.334	872.166	875.954	883.819	899.019	892.970	891.899	888.789	897.948	924.285	925.927	927.032
Depositi a risparmio	303.401	300.965	301.295	299.816	298.750	298.938	301.340	302.466	302.939	303.018	302.320	301.639	301.550	300.604	301.205	300.536	299.318	299.207	301.611
Certif. deposito	1068.015	1056.451	1063.052	1061.621	1039.989	1056.710	1047.486	1063.236	1063.721	1083.682	1058.910	1054.153	1069.850	1059.464	1067.076	1065.006	1040.687	1063.595	1055.475
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	1.40	0.97	1.48	1.29	1.80	1.37	1.41	1.53	1.58	1.59	1.64	1.73	1.46	1.46	1.56	1.46	1.46	1.08	1.37
Prestiti in euro	2.29	1.08	1.54	0.95	1.53	1.26	1.32	1.44	1.48	1.51	1.68	1.80	1.49	1.48	1.52	1.52	1.58	1.15	1.42
Prestiti in valuta	-42.69	-8.44	-3.20	24.19	17.01	10.03	8.05	9.53	9.23	7.61	-0.49	-1.61	-1.20	-0.49	4.54	-1.82	-4.52	-3.99	-2.09
Prestiti a breve	-2.76	-2.89	-2.96	-5.86	-6.94	-4.20	-4.50	-4.00	-2.50	-4.90	-4.70	-3.00	-3.50	-3.00	-2.00	-1.30	-0.10	0.30	-0.40
Prestiti a m / l	2.18	1.70	2.30	2.65	3.45	2.39	2.50	2.55	2.32	2.76	2.78	2.56	2.35	2.26	2.18	1.94	1.72	1.21	1.67
Depositi totali	4.43	3.69	3.45	3.85	3.58	3.28	3.01	2.94	2.89	2.76	2.81	2.73	2.72	2.93	2.81	2.72	2.75	2.71	2.64
Depositi in c / c	9.63	8.99	7.29	8.11	11.11	9.04	8.35	7.81	7.84	7.47	7.55	7.51	7.20	7.40	6.95	6.63	6.86	6.10	5.76
Depositi a risparmio	1.76	1.24	1.02	0.39	0.10	-0.37	-0.40	-0.38	-0.35	-0.46	-0.42	-0.51	-0.61	-0.12	-0.03	0.24	0.19	0.09	0.09
Certif. deposito	1.43	0.55	1.31	1.66	-1.02	-0.04	-0.13	0.16	0.05	0.12	0.06	-0.13	0.17	0.29	0.38	0.32	0.07	0.65	0.76

(*) Il rendimento dei BOT a 3 mesi, in assenza d'asta, è stimato. I dati storici sono in grigio scuro, gli stimati in grigio chiaro.
I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 31/12/2015.

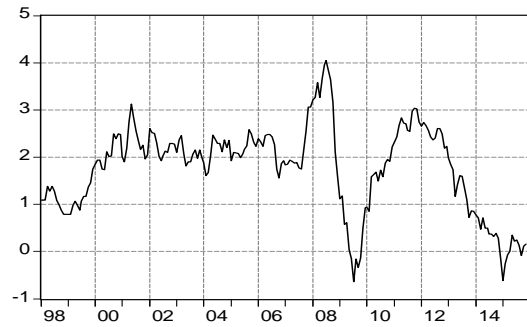
SCENARIO C	15 6	15 7	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2	16 3	16 4	16 5	16 6	16 7	16 8	16 9	16 10	16 11	16 12
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT	1238	1297	1216	1179	1249	1271	1218	1152	1133	1101	1105	1091	1064	1079	1055	1025	1047	1007	1024
Produzione Industriale	-0.1	2.4	1.1	2.0	2.8	2.3	2.4	2.4	2.2	2.1	2.1	1.9	2.0	1.8	1.9	1.9	1.6	1.9	1.7
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.2	0.3	0.4	0.2	0.3	0.2	0.1	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8	1.0	0.9	1.1	1.0	1.1	1.0
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
T. Overnight media d/1	-0.10	-0.14	-0.16	-0.16	-0.17	-0.17	-0.20	-0.22	-0.21	-0.21	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.23	-0.22	-0.23
T. Interb. 1m lett.	-0.07	-0.08	-0.10	-0.11	-0.13	-0.15	-0.19	-0.20	-0.20	-0.19	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20	-0.19	-0.19	-0.18	-0.19
T. Interb. 3m lett.	-0.01	-0.02	-0.02	-0.04	-0.05	-0.10	-0.12	-0.15	-0.15	-0.14	-0.16	-0.15	-0.16	-0.15	-0.14	-0.12	-0.13	-0.11	-0.12
T. Interb. 6m lett.	0.06	0.06	0.05	0.03	0.02	-0.03	-0.04	-0.05	-0.04	-0.03	-0.05	-0.04	-0.04	-0.04	-0.03	-0.02	-0.03	-0.01	-0.02
T. Depositi medio	0.61	0.56	0.56	0.56	0.54	0.54	0.54	0.53	0.50	0.50	0.52	0.50	0.50	0.50	0.51	0.51	0.52	0.51	0.53
T. Prestiti medio	3.42	3.38	3.36	3.34	3.32	3.30	3.28	3.25	3.21	3.21	3.24	3.20	3.21	3.20	3.22	3.22	3.25	3.22	3.25
T.prest.medio - T.dep.medio	2.81	2.82	2.80	2.78	2.78	2.76	2.74	2.72	2.71	2.71	2.71	2.70	2.70	2.70	2.71	2.71	2.72	2.71	2.73
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	-0.02	-0.06	-0.06	-0.05	-0.10	-0.14	-0.13	-0.25	-0.24	-0.20	-0.24	-0.25	-0.26	-0.23	-0.22	-0.19	-0.22	-0.18	-0.21
T. BOT comp. lordo 6m	0.06	0.01	0.01	0.02	-0.06	-0.11	-0.04	-0.22	-0.22	-0.15	-0.22	-0.24	-0.25	-0.23	-0.19	-0.17	-0.21	-0.17	-0.21
T. BOT comp. lordo 12m	0.06	0.13	0.01	0.03	0.02	-0.03	0.00	-0.19	-0.19	-0.12	-0.19	-0.22	-0.22	-0.18	-0.15	-0.13	-0.18	-0.14	-0.18
Rendistat lordo	1.57	1.43	1.27	1.28	1.10	1.00	1.12	1.05	1.08	1.13	1.09	1.09	1.08	1.12	1.14	1.17	1.13	1.15	1.14
Rendistat netto	1.37	1.25	1.11	1.12	0.96	0.88	0.98	0.92	0.95	0.99	0.95	0.95	0.95	0.98	1.00	1.02	0.99	1.01	1.00
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.68	0.34	0.46	0.37	0.21	0.10	0.15	-0.04	-0.03	0.03	-0.02	-0.03	-0.04	-0.01	0.00	0.03	-0.01	0.01	-0.01
Rend. BTP a 5 anni	1.32	0.86	1.03	0.87	0.63	0.51	0.67	0.44	0.43	0.46	0.41	0.42	0.42	0.43	0.44	0.47	0.43	0.44	0.43
Rend. BTP a 7 anni	1.89	1.36	1.56	1.35	1.12	0.97	1.11	0.95	0.97	1.02	0.99	1.01	1.01	1.03	1.05	1.07	1.03	1.05	1.04
Rend. BTP a 10 anni	2.44	1.85	2.06	1.82	1.57	1.47	1.66	1.49	1.49	1.52	1.48	1.49	1.49	1.51	1.51	1.53	1.50	1.51	1.50
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2339.215	2327.455	2318.679	2327.839	2321.907	2342.414	2352.033	2355.026	2348.590	2377.681	2364.13	2363.00	2380.15	2368.19	2361.57	2368.58	2362.54	2374.50	2391.08
Prestiti in euro	2313.093	2303.796	2287.994	2286.020	2276.224	2309.613	2317.365	2326.085	2315.108	2343.510	2320.046	2314.98	2353.109	2343.65	2328.03	2326.02	2316.97	2341.49	2355.60
Prestiti in valuta	26.122	23.659	30.685	41.819	45.683	32.801	34.668	28.940	33.482	34.171	44.081	48.027	27.042	24.534	33.541	42.551	45.572	33.019	35.475
Prestiti a breve	355.713	353.297	345.333	345.275	336.782	342.318	346.834	349.051	347.073	344.000	339.027	339.311	347.102	346.553	341.677	344.004	339.670	345.820	347.933
Prestiti a m / l	1983.502	1974.158	1973.346	1982.564	1985.125	2000.096	2005.198	2005.974	2001.518	2033.682	2025.101	2023.692	2033.049	2021.632	2019.897	2024.572	2022.870	2028.685	2043.143
Depositi totali	2204.410	2187.862	2195.379	2203.553	2203.688	2233.734	2233.146	2252.491	2249.923	2274.763	2256.404	2267.102	2277.817	2264.218	2270.900	2276.931	2277.952	2307.001	2304.829
Depositi in c / c	832.994	830.446	831.032	842.116	864.949	872.546	880.183	881.455	877.423	881.985	889.736	905.625	899.300	897.712	894.938	903.590	930.166	932.752	936.251
Depositi a risparmio	303.401	300.965	301.295	299.816	298.750	299.238	301.889	303.014	303.371	303.687	302.864	302.215	302.044	301.241	301.885	301.207	300.027	300.099	302.668
Certif. deposito	1068.015	1056.451	1063.052	1061.621	1039.989	1061.950	1051.073	1068.022	1069.129	1089.091	1063.804	1059.262	1076.473	1065.265	1074.076	1072.134	1047.759	1074.150	1065.911
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	1.40	0.97	1.48	1.29	1.80	1.52	1.65	1.74	1.79	1.92	1.87	1.94	1.75	1.75	1.85	1.75	1.75	1.37	1.66
Prestiti in euro	2.29	1.08	1.54	0.95	1.53	1.37	1.51	1.62	1.65	1.79	1.85	1.96	1.73	1.73	1.75	1.75	1.79	1.38	1.65
Prestiti in valuta	-42.69	-8.44	-3.20	24.19	17.01	13.33	11.97	12.41	12.50	11.70	2.93	0.99	3.52	3.70	9.31	1.75	-0.24	0.67	2.33
Prestiti a breve	-2.76	-2.89	-2.96	-5.86	-6.94	-3.85	-3.57	-3.03	-1.88	-3.75	-4.00	-2.05	-2.42	-1.91	-1.06	-0.37	0.86	1.02	0.32
Prestiti a m / l	2.18	1.70	2.30	2.65	3.45	2.50	2.61	2.62	2.45	2.94	2.92	2.64	2.50	2.40	2.36	2.12	1.90	1.43	1.89
Depositi totali	4.43	3.69	3.45	3.85	3.58	3.53	3.37	3.42	3.40	3.31	3.33	3.29	3.33	3.49	3.44	3.33	3.37	3.28	3.21
Depositi in c / c	9.63	8.99	7.29	8.11	11.11	9.02	8.80	8.44	8.49	8.21	8.27	8.30	7.96	8.10	7.69	7.30	7.54	6.90	6.37
Depositi a risparmio	1.76	1.24	1.02	0.39	0.10	-0.27	-0.22	-0.20	-0.21	-0.24	-0.24	-0.32	-0.45	0.09	0.20	0.46	0.43	0.29	0.26
Certif. deposito	1.43	0.55	1.31	1.66	-1.02	0.45	0.22	0.61	0.56	0.62	0.52	0.36	0.79	0.83	1.04	0.99	0.75	1.15	1.41

(*) Il rendimento dei BOT a 3 mesi, in assenza d'asta, è stimato. I dati storici sono in grigio scuro, gli stimati in grigio chiaro.
I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 31/12/2015.

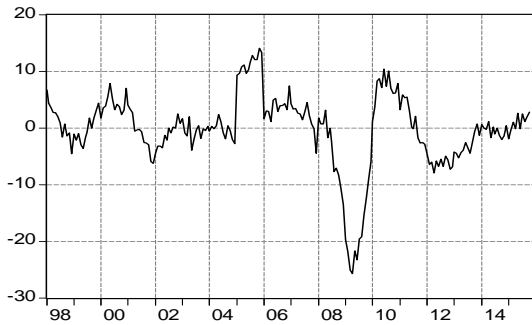
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



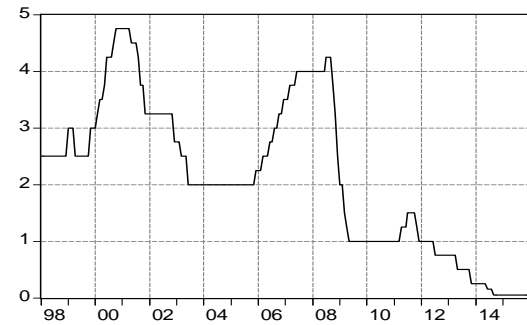
— TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



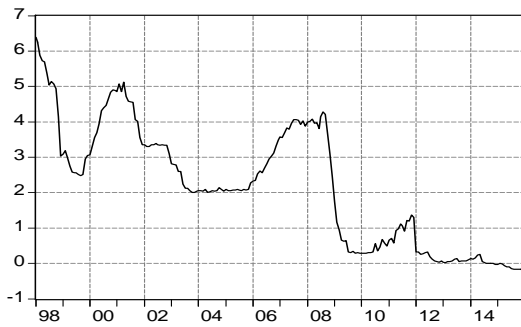
— TASSO INFLAZIONE AREA EURO



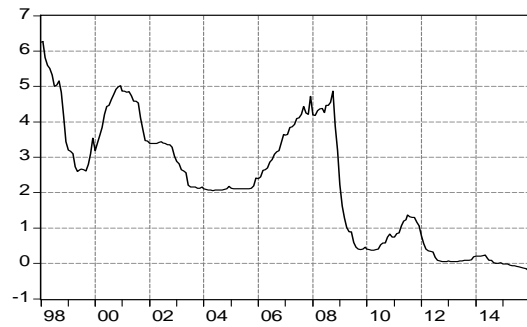
— PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



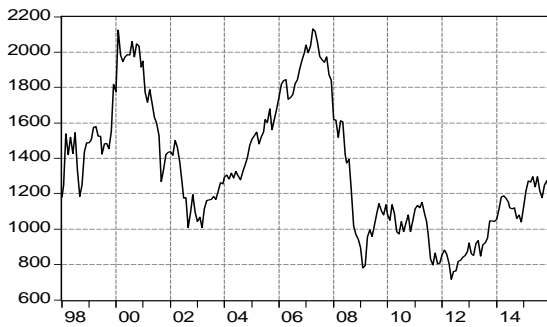
— TASSO DI INTERVENTO BCE



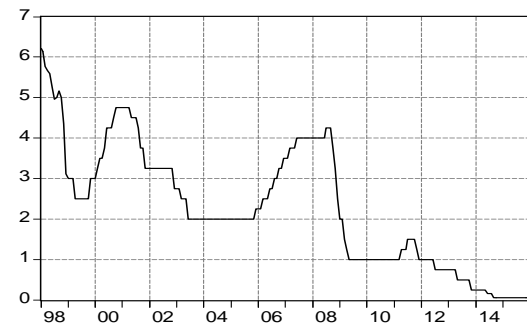
— TASSO OVERNIGHT



— TASSO INTERBANCARIO 1 MESE

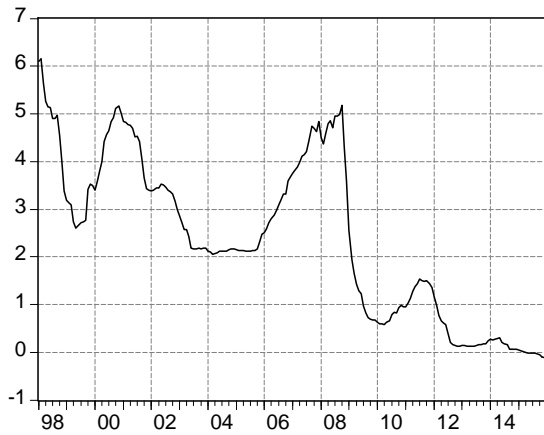


— INDICE COMIT

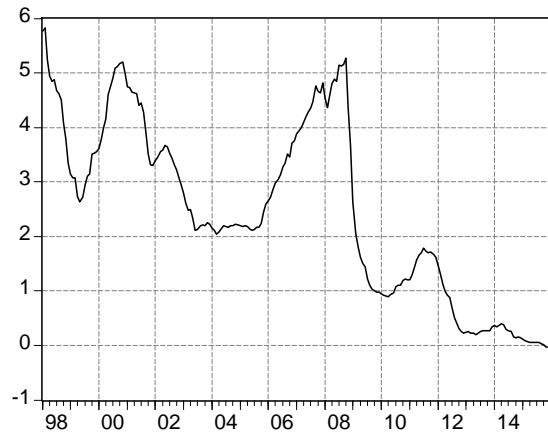


— TASSO MEDIO PONDERATO PCT

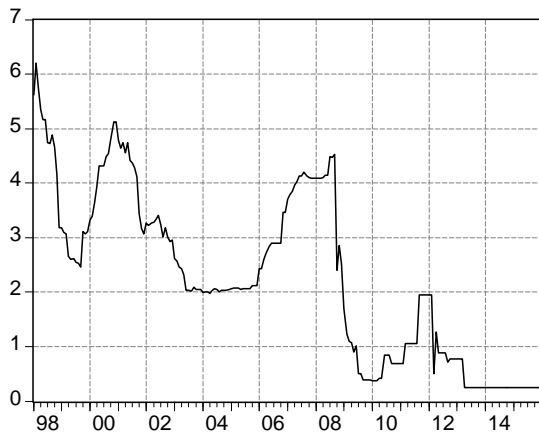
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



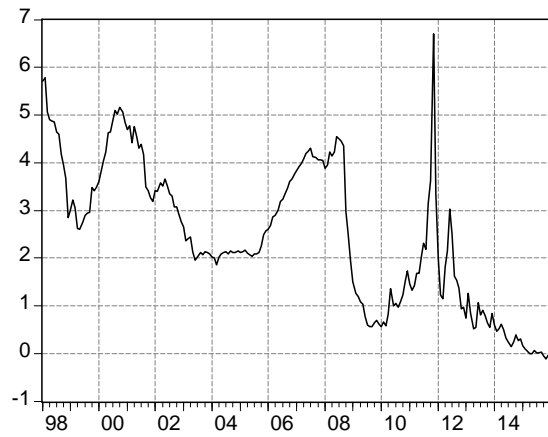
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI (LIBOR)



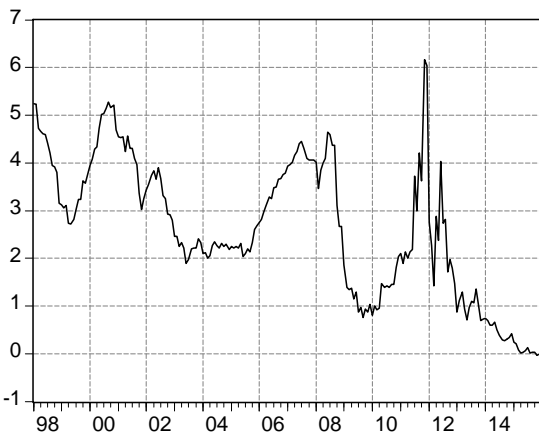
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI



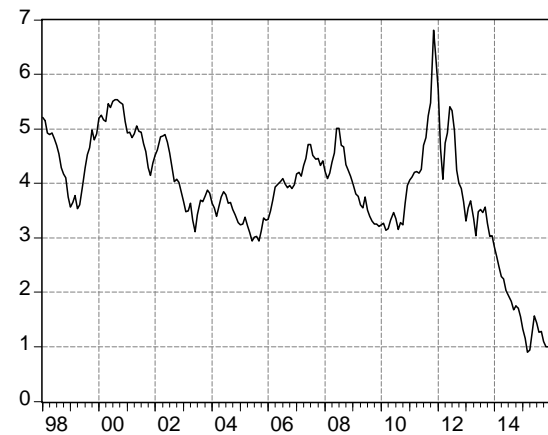
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO

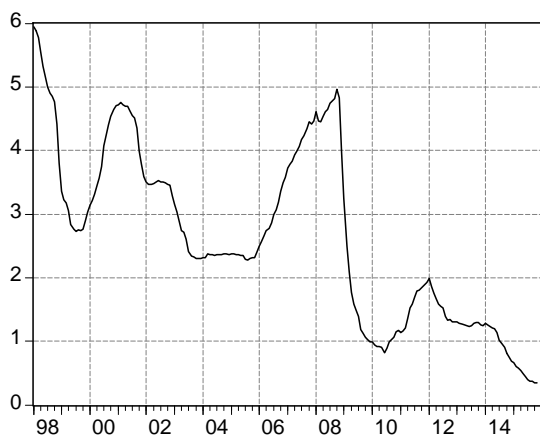


— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO

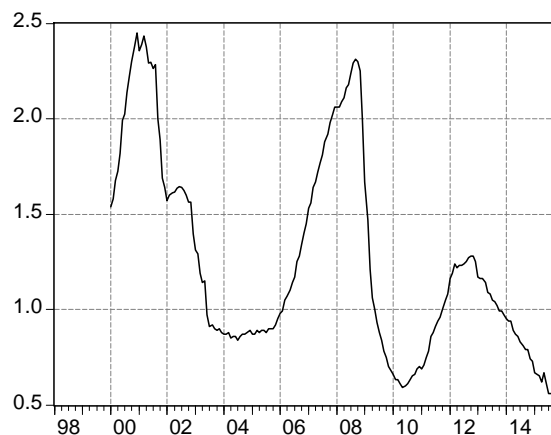


— RENDISTAT LORDO

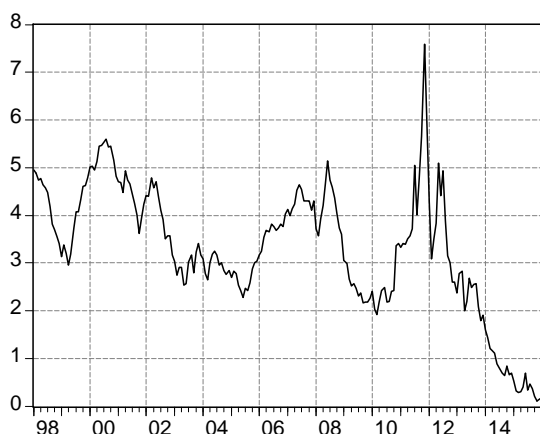
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



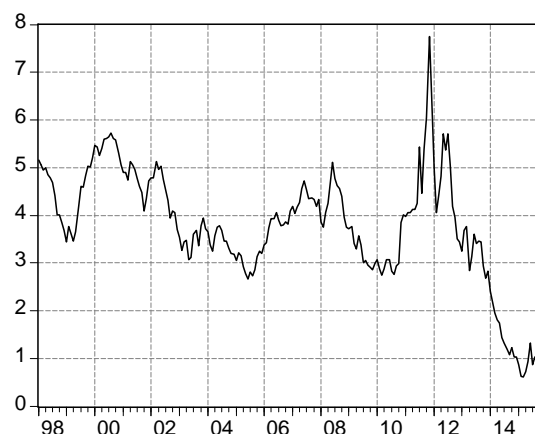
— TASSO PRESTITI MINIMO



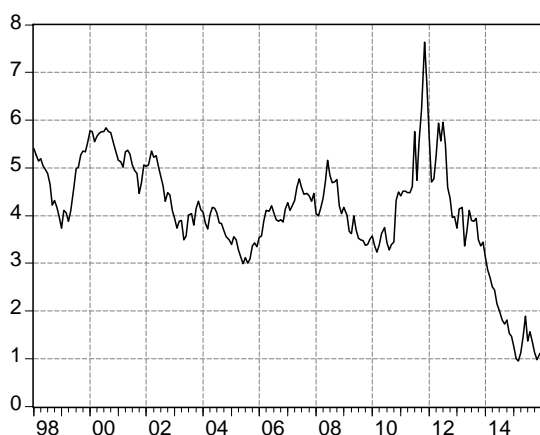
— TASSO DEPOSITI MEDIO



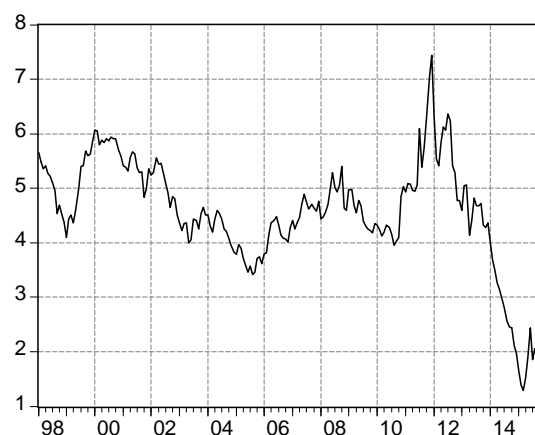
— RENDIMENTO A 3 ANNI



— RENDIMENTO A 5 ANNI

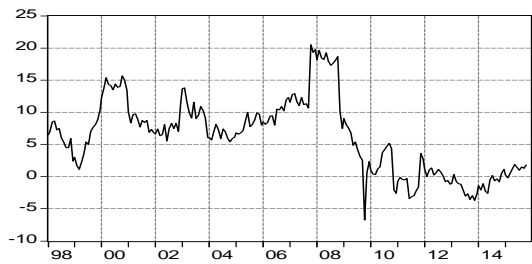


— RENDIMENTO A 7 ANNI

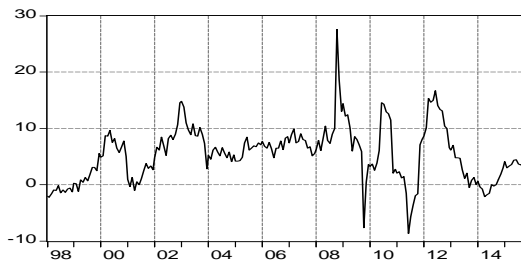


— RENDIMENTO A 10 ANNI

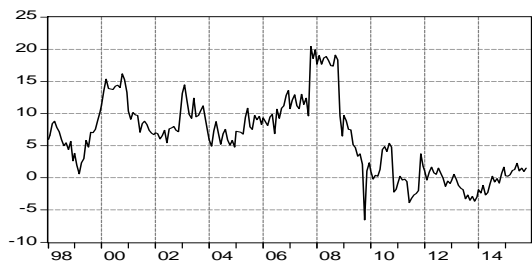
VOLUMI DI BASE: LIVELLI STORICI
(Dati mensili - Variazione % annua)



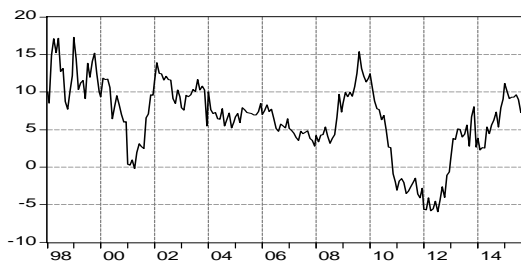
VOLUMI PRESTITI TOTALI



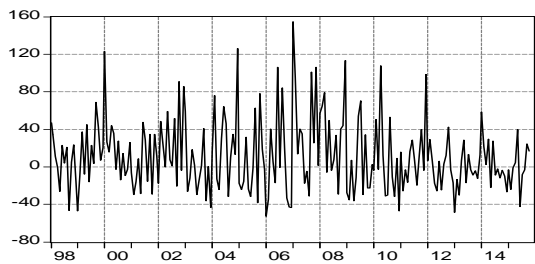
VOLUMI DEPOSITI TOTALI



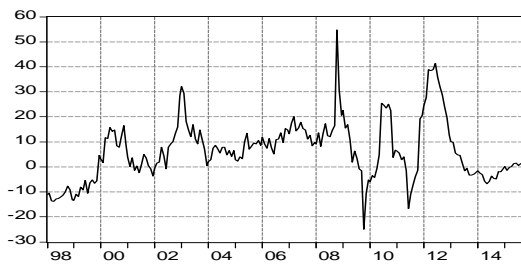
VOLUMI PRESTITI IN EURO



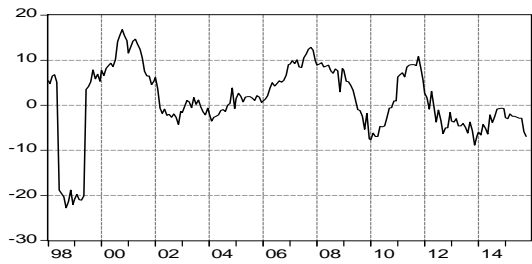
VOLUMI DEPOSITI IN CONTO CORRENTE



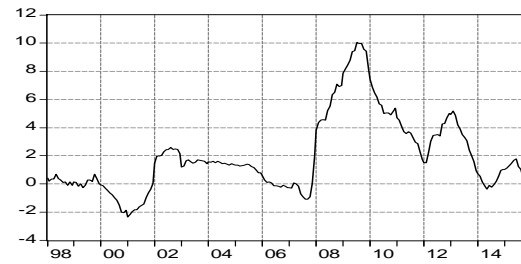
VOLUMI PRESTITI IN VALUTA



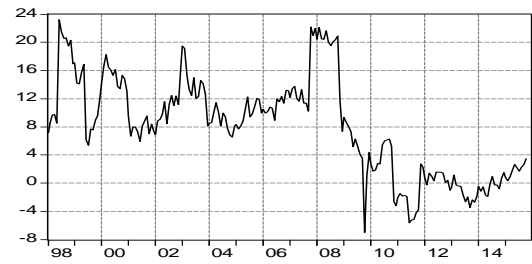
CERTIFICATI DI DEPOSITO



VOLUMI PRESTITI A BREVE TERMINE



VOLUMI DEPOSITI A RISPARMIO



VOLUMI PRESTITI A MEDIO/LUNGO TERMINE