



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 28/02/2015

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 febbraio 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

Parlando davanti alle commissioni bancarie di Camera e Senato, Janet Yellen ha dato una valutazione più cauta della crescita statunitense, rilevando come esistano ulteriori margini di miglioramento per la ripresa e il mercato del lavoro negli USA. Ha voluto puntualizzare che il termine “pazienza”, che caratterizza la *forward guidance* indicata negli ultimi documenti ufficiali della *Fed*, vuol dire che si attenderanno almeno due riunioni prima di intervenire sui tassi di riferimento. Tale sottolineatura non significa che il primo rialzo sarà certamente a giugno, poiché qualsiasi modifica all’attuale politica monetaria sarà condizionata all’andamento dei fondamentali macroeconomici, in particolare dei salari orari e dell’inflazione *core*, che al momento si mantiene sotto controllo. Tanto più che nelle minute della *Fed* relative alla riunione di gennaio si evidenziano i timori per gli effetti negativi sulla crescita derivanti dall’*escalation* di focolai di tensione internazionali (Ucraina e Isis in primo luogo) che potrebbero favorire il rafforzamento del dollaro già in atto. Quest’ultima dinamica, non scontando ancora il passaggio della *Fed* a una politica monetaria restrittiva, ma solo il *QE* della BCE, al via da marzo, è destinata a proseguire ulteriormente. Alcuni indicatori prefigurano già l’andamento meno brillante dell’attività, a causa degli effetti restrittivi, sulle esportazioni nette, del dollaro forte. Sebbene nelle minute non ci siano ancora riferimenti temporali precisi, continuano a essere percepiti maggiormente i rischi legati a un intervento troppo prematuro rispetto a quelli legati a un intervento in ritardo: un aumento dei tassi, infatti, potrebbe danneggiare una crescita solida solo in apparenza. È utile, poi, sottolineare che i recenti dati relativi a esportazioni e importazioni incorporano solo parzialmente il *rally* del dollaro verificatosi nell’ultimo trimestre del 2014 e proseguito nei primi mesi del 2015. Vista la crescita buona ma non brillante, il contesto internazionale, le attese per un ulteriore rafforzamento del dollaro e, grazie al basso prezzo del petrolio, l’assenza di segnali di tensioni inflazionistiche, a nostro avviso il primo cambiamento nel target sui *Fed funds* non si verificherà prima di settembre-ottobre 2015. Nell’Area Euro, lo sforzo espansivo della BCE sembra, da un lato, essere stato premiato dal deprezzamento della moneta europea verso il dollaro – a 1,12 dollari per euro l’ultimo giorno di febbraio – e, dall’altro, aver contribuito alla riduzione degli *spread* tra i rendimenti sui titoli governativi. A questa riduzione ha contribuito anche l’approvazione, da parte dell’Eurogruppo, dell’estensione di quattro mesi del programma di salvataggio della Grecia, che ha quindi posticipato l’individuazione di una soluzione al problema. A sostenere l’Europa è prevalentemente la politica monetaria, tuttavia, come più volte sottolineato, occorrono riforme strutturali. Resta la minaccia della deflazione, al punto di dover valutare con qualche timore il positivo ribasso delle quotazioni petrolifere. L’inflazione, infatti, è negativa per il secondo mese consecutivo. Nel medio lungo periodo, tuttavia, il Brent dovrebbe mantenersi tra i 40 e i 60 dollari al barile con una volatilità contenuta, grazie all’estrazione del petrolio non convenzionale. I dati macroeconomici in generale miglioramento, le politiche economiche espansive di quasi tutte le principali banche centrali e l’attesa del rialzo dei tassi in USA, continuano a spingere le *performance* dell’azionario, i cui prezzi sono ormai giunti vicini al massimo potenziale. Ci sono ancora margini di rialzo nel mercato azionario europeo, nel quale, almeno fino a maggio-giugno, potrebbe riversarsi la nuova liquidità. Vi è, tuttavia, il rischio che si crei una bolla speculativa. I fattori che potrebbero destabilizzare lo scenario finanziario, senza sconvolgerlo, sono la situazione in Grecia, la crisi Russia-Ucraina e l’*escalation* dell’Isis. Tali elementi potrebbero rappresentare possibili scuse per correggere i livelli eccessivi nel mercato azionario e riportarli a valori più in linea con i fondamentali economici, evitando il pericolo di un collasso della bolla speculativa.

USA

Vista la crescita buona ma non brillante, il contesto internazionale, le attese per un ulteriore rafforzamento del dollaro e, grazie al basso prezzo del petrolio, l’assenza di segnali di tensioni inflazionistiche, a nostro avviso il primo cambiamento nel target sui Fed funds non si verificherà prima di settembre-ottobre 2015.

Il PIL degli USA (seconda stima) è aumentato nel quarto trimestre del 2,2% t/t (+2,4% a/a) dopo il brillante +5% t/t (+2,7% a/a) registrato nel terzo trimestre. La stima preliminare indicava un aumento su base congiunturale del 2,6% t/t (+2,5% a/a). I consumi privati sono cresciuti del 4,2% t/t invece che del 4,3% t/t, mentre la revisione non ha riguardato l’incremento tendenziale (+2,8% a/a). Rivisti in modo sostanziale gli investimenti fissi, aumentati del 4,5% t/t (+5,4% a/a) anziché del +2,3% t/t (+4,9% a/a). Nel dettaglio, quelli non residenziali sono cresciuti del 4,8% t/t (+6,2% a/a) invece che del +1,9% t/t (+5,5% a/a) mentre quelli residenziali sono aumentati del 3,3% t/t (+2,4% a/a) da +4,1% t/t (+2,6% a/a). Le esportazioni sono cresciute del 3,2% t/t (+2,8% t/t la precedente stima) molto meno delle importazioni (+10,1% t/t, da +8,9% t/t). Il dato tendenziale mostra rispettivamente un +2,1% a/a, a fronte del precedente +2% a/a, e un +5,5% a/a (+5,3% a/a in precedenza). La spesa pubblica è diminuita su base congiunturale (-1,8% t/t, da -2,2% t/t) e aumentata su base tendenziale (+0,9% a/a, da +0,7% a/a). Passando ai contributi delle diverse componenti, la principale

ragione della revisione al ribasso della crescita è stata il peggioramento delle scorte, che invece di aggiungere lo 0,82% t/t, hanno contribuito solo per lo 0,12% t/t. Il punto centrale resta l'apporto negativo delle esportazioni nette, da imputare al rafforzamento del dollaro: -1,15% t/t (-1,02% t/t in precedenza). Positivo il contributo dei consumi privati (+2,83% t/t) e degli investimenti fissi (+0,71% t/t) grazie soprattutto alla componente non residenziale (+0,61% t/t). Infine, la spesa pubblica ha sottratto lo 0,32% t/t. Con riguardo ai dati di dicembre relativi al commercio con l'estero, l'accento è posto su una nuova flessione delle esportazioni (-0,79% m/m) e un visibile aumento delle importazioni (+2,23% m/m). Nel mese precedente la variazione era stata negativa sia delle esportazioni, -1,11% m/m, sia delle importazioni, -1,8% m/m. Il saldo della bilancia è quindi passato da -39,75 miliardi di dollari a -46,56 miliardi. L'*employment report* di gennaio conferma il miglioramento in atto nel mercato del lavoro, anche se i dati sono più deboli dei precedenti. Il tasso di disoccupazione è al 5,7%, dal 5,6%, con un tasso di partecipazione al 62,9%, dal 62,7 di dicembre. I nuovi occupati nel settore non agricolo sono aumentati di 257 mila unità (+329 mila in dicembre) e nel settore privato di 267 mila unità (+320 mila unità il precedente). I salari orari sono sotto controllo, in gennaio lieve l'aumento (+0,34% m/m, +1,96% a/a) dopo il -0,19% m/m (+1,92% a/a) di dicembre. Nel quarto trimestre il costo del lavoro è cresciuto del 2,7% rispetto al trimestre precedente (-2,3% t/t nel terzo) e dell'1,9% rispetto allo stesso trimestre del 2013 (+0,9% a/a in precedenza). Al contrario, la produttività delle imprese non agricole è calata su base congiunturale, -1,8% t/t (+3,7% t/t nel terzo trimestre) mentre è rimasta ferma su base tendenziale. Nel terzo trimestre l'aumento era stato dell'1,3% a/a. Dal lato dell'offerta, la produzione industriale di gennaio è aumentata dello 0,2% m/m, contro le attese di +0,4% m/m, dopo il precedente -0,3% m/m. Rispetto allo stesso mese del 2013 la crescita è stata del 4,8% (+4,4% a/a in dicembre). Gli ordini di beni durevoli, grazie a un ampio contributo del settore dell'aeronautica civile, hanno recuperato in parte il calo di dicembre (-3,7% m/m) aumentando del 2,8% m/m, più delle attese di consenso (+1,2% m/m). Al netto dei trasporti la variazione è stata di +0,3% m/m, dopo il precedente -0,9% m/m. Nello stesso mese l'utilizzo della capacità produttiva è rimasto stabile al 79,4%. Gli indici di fiducia di febbraio sono tutti in calo e inferiori alle attese di consenso. Nello specifico l'*NAPM* Chicago è pari a 45,8, in diminuzione di 13,6 punti rispetto a gennaio. Allo stesso modo sono in calo sia il *NY Empire State Manufacturing Index* (a 7,8 da 10) sia l'indice di Philadelphia (a 5,2 da 6,3). Permangono in gennaio alcune difficoltà nel comparto edilizio con il calo dell'avvio di nuovi cantieri (-2% m/m) dopo il +7,1% m/m precedente, mentre è positiva la dinamica tendenziale, pari a +18,7% a/a (+5,1% a/a in dicembre). La variazione è negativa, di -4,9% m/m, per le vendite di case esistenti, dopo il +2,4% m/m di dicembre, così come per la vendita di quelle nuove, a -0,2% m/m, da +8,1% m/m. Dal lato della domanda, l'indice di fiducia dei consumatori in febbraio ha fortemente corretto al ribasso, scendendo a 96,4 da 103,8 (come il dato di consenso). Le vendite al dettaglio di gennaio sono diminuite dello 0,8% m/m (-0,9% m/m in dicembre) ma restano positive su base tendenziale, +3,3% a/a come in dicembre. Anche i consumi privati (-0,1% m/m, +0,7% m/m in novembre) e il reddito personale (+0,5% m/m, dopo il +0,4 m/m di novembre) hanno mostrato una dinamica piuttosto debole. Il CPI a gennaio ha registrato una variazione al di sotto delle attese (-0,1% a/a) e sensibilmente inferiore al dato di dicembre (+0,7% a/a) pari a -0,2% a/a. Il *core*, invece, ha segnato la stessa variazione di dicembre, +1,6% a/a. Il rafforzamento del dollaro, spinto da una buona ripresa, dai primi segnali di un aumento dei tassi di interesse sui *Treasury*, così come dal divergere della politica monetaria negli USA e nel resto del mondo, potrebbe erodere ulteriormente la crescita nel corso del primo trimestre 2015. Inoltre, l'assenza di tensioni inflazionistiche, dovuta anche a contenuti prezzi del petrolio, congiuntamente alle cresciute tensioni internazionali, fa sì che un rialzo dei tassi sui *Fed funds* sia atteso non prima di settembre-ottobre 2015.

GIAPPONE

Il PIL del quarto trimestre è cresciuto dello 0,6% t/t, le stime ipotizzavano una variazione dello 0,9% t/t. Rispetto allo stesso trimestre del 2013 la variazione è ancora negativa, pari a -0,4% a/a. Il dato segue due trimestri di contrazione: -1,7% t/t (-0,4% a/a) nel secondo e -0,6% t/t (-1,3% a/a) nel terzo. La variazione dei consumi privati è stabile su base congiunturale (+0,3% t/t) e in lieve miglioramento su base tendenziale (a -2,5% a/a, da -2,9% a/a). Quella degli investimenti fissi è nulla rispetto al trimestre precedente (-0,6% t/t nel terzo trimestre) e resta negativa nei confronti dello stesso periodo del 2013 (a -1,6% a/a, da -0,4% a/a). L'incremento della spesa pubblica è in linea con il terzo trimestre: +0,1% t/t (+0,2% a/a) da +0,2% t/t (+0,3% a/a). Più che positivo l'aumento delle esportazioni, +2,7% t/t (+10,8% a/a) da +1,5% t/t (+7,6% a/a) del trimestre precedente. L'incremento delle importazioni è stato invece più contenuto, dell'1,3% t/t (+3,5% a/a) dopo il +1% t/t (+5,2% a/a) precedente. In termini di contributi, l'apporto è nullo per gli investimenti fissi e la spesa pubblica, positivo e pari a +0,2% t/t sia per i consumi privati sia per le esportazioni nette. In gennaio, il deficit della bilancia commerciale è pari a -406,12 miliardi di Yen (-620,67 miliardi in dicembre), grazie all'aumento delle esportazioni dell'1,76% m/m (+2,34% m/m in precedenza) e alla diminuzione delle

importazioni dell'1,35% m/m (-0,04% m/m di dicembre). Il tasso di disoccupazione in gennaio è stato del 3,6%, in lieve crescita rispetto al precedente 3,4%. Nello stesso mese la produzione industriale è aumentata del 4% m/m (+0,8% m/m in precedenza) e diminuita dell'1,3% a/a, come in dicembre. L'indice PMI manifatturiero di febbraio ha registrato una flessione (51,5 da 52,2) mentre la fiducia dei consumatori, in gennaio, è cresciuta a quota 39,1 da 38,8. Le informazioni provenienti dal lato della domanda sono, tuttavia, contrastanti. I consumi privati sono cresciuti dello 0,2% m/m (+0,1% m/m in dicembre) mentre il reddito disponibile è diminuito dello 0,6% m/m (+2,3% m/m in precedenza). Le vendite al dettaglio hanno subito una battuta d'arresto piuttosto rilevante, -15% m/m (-2% a/a) dopo il notevole incremento di dicembre, 16% m/m (+0,1% a/a). L'inflazione a gennaio è stabile a 2,4% a/a e, escludendo gli effetti dell'imposta sui consumi e al netto di alimentari freschi, è allo 0,5% a/a. Secondo la *BoJ* l'economia dovrebbe proseguire su un sentiero di moderata ripresa. La debolezza dello Yen e il petrolio a livelli contenuti stanno aiutando la competitività delle imprese e la crescita degli utili.

AREA EURO

Nell'Area Euro, lo sforzo espansivo della BCE sembra, da un lato, essere stato premiato dal deprezzamento della moneta europea verso il dollaro – a 1,12 dollari per euro l'ultimo giorno di febbraio – e, dall'altro, aver contribuito alla riduzione degli spread tra i rendimenti sui titoli governativi.

La stima preliminare mostra una crescita congiunturale, nel quarto trimestre, pari a +0,3% t/t e tendenziale pari a +0,9% a/a, in lieve aumento rispetto al terzo trimestre (+0,2% t/t, +0,8% a/a). Il dettaglio sarà pubblicato il 6 marzo. Riguardo al commercio con l'estero, la variazione delle esportazioni e delle importazioni di dicembre è stata negativa: rispettivamente -1,08% m/m e -2,42% m/m. In novembre, vi era stato un incremento delle esportazioni (+0,49% m/m) e un decremento delle importazioni (-0,45% m/m). Per quel che riguarda il mercato del lavoro, il tasso di disoccupazione, in dicembre, era pari all'11,4%, in calo dall'11,5% di novembre. Nello stesso mese, la produzione industriale è rimasta stabile in termini sia tendenziali sia congiunturali, dopo il +0,1% m/m (-0,6% a/a) di novembre. Il dato delle costruzioni si conferma negativo, -0,8% m/m, dopo il -0,4% m/m di novembre. Gli indici anticipatori europei migliorano nonostante la crescente tendenza deflazionistica. Il progresso resta lento, ma vi sono alcuni deboli segnali di ripresa. Gli indici di fiducia delle imprese, per il secondo mese consecutivo, correggono al rialzo. Il PMI manifatturiero passa da 51 di gennaio a 51,1 di febbraio, mentre nel settore dei servizi variazione è più ampia, da 52,7 a 53,9. Le vendite al dettaglio in dicembre hanno evidenziato una buona dinamica tendenziale (+2,9% a/a, +1,4% a/a in novembre) mentre è limitato l'incremento rispetto al mese precedente (+0,3% m/m da +0,7% m/m). La inflazione tendenziale misurata sull'HCPI si è collocata in gennaio al -0,6%, dopo il -0,2% di dicembre. Tale andamento è riconducibile principalmente al brusco calo dei prezzi dei beni energetici. Al contrario, infatti, il CPI *core* è rimasto positivo, anche se in lieve flessione rispetto al mese precedente (+0,6% a/a, da +0,7% a/a). Il 27 febbraio il Fondo europeo salva-Stati ha esteso di quattro mesi, fino al prossimo 30 giugno, il programma di sostegno finanziario alla Grecia. La decisione, che sblocca fondi per 1,8 miliardi di euro, è comunque vincolata a un programma riveduto nelle misure di austerità e nel surplus primario entro aprile. L'estensione riguarderebbe anche la disponibilità di 10,9 miliardi di euro detenuti dal fondo ellenico di stabilità finanziaria. La proroga consentirebbe di evitare il *default* da qui alla fine di giugno. A luglio e ad agosto, tuttavia, la Grecia deve rimborsare alla BCE bond in scadenza per 6,7 miliardi di euro. I dati suggeriscono uno scenario difficile per il governo greco, mentre il rischio contagio dovrebbe essere ridotto.

Germania

Il PIL è cresciuto dello 0,7% t/t (+1,5% a/a) nel quarto trimestre, più delle attese (0,1% t/t, +1,1% a/a). Nel trimestre precedente la variazione era stata di +0,1% t/t e +1,2% a/a. Non ha contribuito alla crescita l'incremento dell'1,2% t/t (+1,3% a/a) degli investimenti fissi (-1,2% t/t e +1,3% a/a i precedenti). Nullo anche l'apporto della spesa pubblica, aumentata dello 0,2% t/t (+0,6% t/t nel terzo trimestre) e dell'1,5% a/a (+1,2% a/a in precedenza). Un contributo positivo deriva invece dai consumi privati che, cresciuti dello 0,8% t/t (+2,1% a/a), hanno partecipato per lo 0,4% t/t. L'aumento, nel periodo precedente, era stato dello 0,8% t/t e dell'1,1% a/a. Positivo anche il contributo delle scorte, +0,2% t/t, e delle esportazioni nette. Grazie a un aumento più sostenuto delle esportazioni rispetto alle importazioni, +1,3% t/t (+4,1% a/a) e +1% t/t (+3,4% a/a) rispettivamente, il contributo netto è stato dello 0,2% t/t. Coerentemente con i dati trimestrali, il surplus della bilancia commerciale di dicembre è aumentato a 21,67 milioni di euro, dai 17,87 di novembre. Dopo il calo del 2,18% m/m, infatti, le esportazioni sono cresciute del 3,42% m/m, mentre le importazioni, aumentate in novembre dell'1,24% m/m, sono diminuite dello 0,7% m/m. In febbraio, si è registrato un lieve miglioramento nel mercato del lavoro, con il tasso di disoccupazione pari al 6,9%, in calo di 0,1 punti rispetto a gennaio. La produzione industriale in dicembre è aumentata debolmente rispetto al mese precedente (+0,1% m/m, come in novembre) e in misura inferiore alle attese (+0,4% m/m). Su base

tendenziale la variazione è ancora negativa (-0,4% a/a, come in novembre). È possibile, tuttavia, che il forte aumento degli ordini registrato in dicembre (+4,2% m/m da -2,4% m/m e +3,4% a/a da -0,5% a/a) si traduca in una crescita più sostenuta dell'attività produttiva a partire da gennaio. Al contrario, in dicembre, è proseguito l'andamento negativo delle costruzioni (-2,9% m/m, dopo la precedente variazione nulla). Gli indici di fiducia delle imprese in febbraio sono stati abbastanza positivi. Lo *Zew* è passato a 53 da 48,4, l'*Ifo* a 106,8 da 106,7. Anche gli indici PMI sono rimasti stabili o in miglioramento: il manifatturiero è rimasto a quota 50,9, come in gennaio, mentre quello relativo ai servizi è salito a 55,5 da 54. In gennaio l'inflazione misurata sull'indice armonizzato ha subito un deciso calo (-0,5% a/a, da +0,1% a/a di dicembre) così come quella *core* che, sebbene sia rimasta in territorio positivo, è passata da +1,2% a/a a +0,8%. L'*headline* è sceso sotto zero per la prima volta da ottobre 2009, soprattutto a causa dei bassi prezzi del petrolio.

Francia

Nei mesi finali del 2014, il PIL è cresciuto dello 0,1% t/t (+0,2% a/a) dopo il +0,3% t/t (+0,4% a/a) del terzo trimestre. Nel dettaglio, hanno sottratto punti alla variazione del PIL gli investimenti fissi (-0,1% t/t) e le scorte (-0,2% t/t). Di segno opposto sia il contributo dei consumi privati (+0,1% t/t) sia delle esportazioni nette (+0,1% t/t). I dati di dicembre relativi al commercio con l'estero mostrano un buon incremento delle esportazioni (+1,82% m/m, da +0,61% m/m di novembre) inferiore comunque a quello delle importazioni (+2,55% m/m, -2,1% m/m in precedenza). Ne è derivato un saldo della bilancia pari a -3,45 miliardi da -3,09 miliardi di euro. Relativa allo stesso mese la variazione della produzione industriale che è cresciuta dell'1,5% m/m (-0,1% a/a) dopo il -0,2% m/m (-2,8% a/a) di novembre, molto al di sopra delle attese (+0,4% m/m e -1,2% a/a). Anche l'andamento delle costruzioni è stato positivo: +0,4% m/m, da -1,1% m/m. In febbraio il PMI manifatturiero è sceso a 47,7, da 49,2, mentre nei servizi si è registrato un incremento da 49,4 a 53,4. Anche l'indice di fiducia dei consumatori in febbraio è salito, dal precedente livello di 90, a quota 92. Pari al 2% a/a l'incremento delle vendite al dettaglio in dicembre (+1% a/a in novembre) tuttavia, su base congiunturale, l'aumento è stato dello 0,4% m/m, dal +1,1% m/m del mese precedente. I consumi delle famiglie in gennaio sono cresciuti dello 0,2% m/m, dal +1,3% m/m di dicembre. I dati relativi ai prezzi riflettono la tendenza deflazionistica. L'HCPI di gennaio mostra una variazione negativa (-0,4% a/a) dopo la sostanziale stabilità del mese precedente (+0,1% a/a) e il CPI *core* è aumentato dello 0,4% a/a, dopo il +0,7% a/a di dicembre.

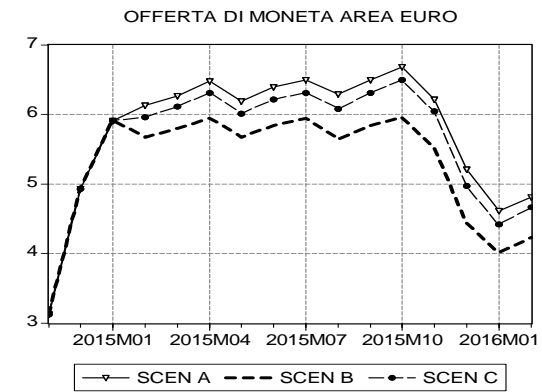
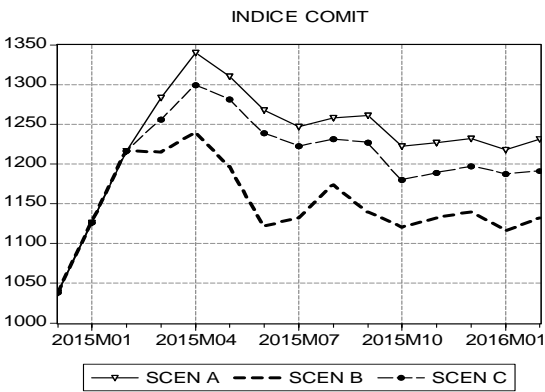
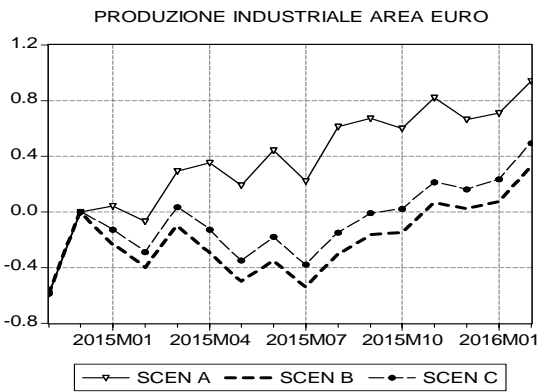
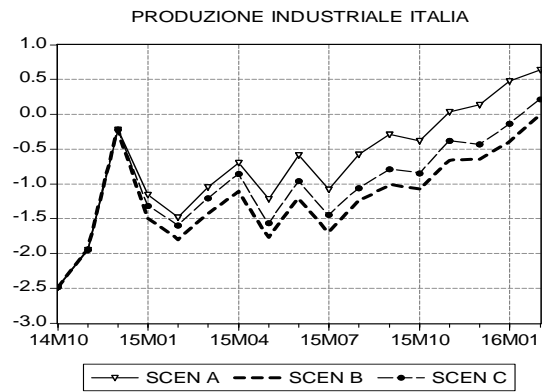
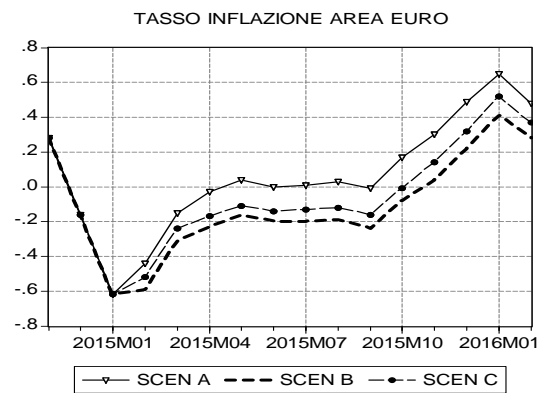
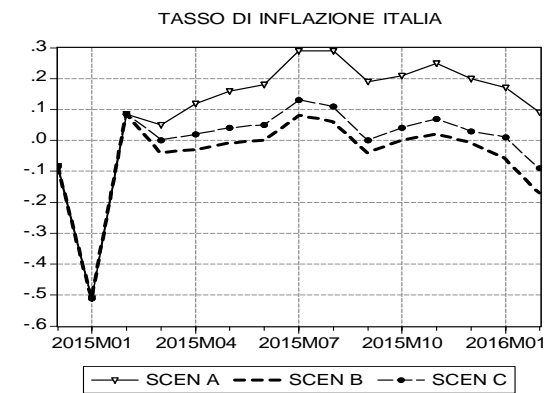
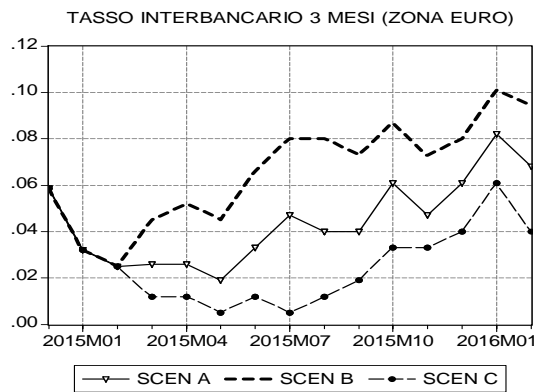
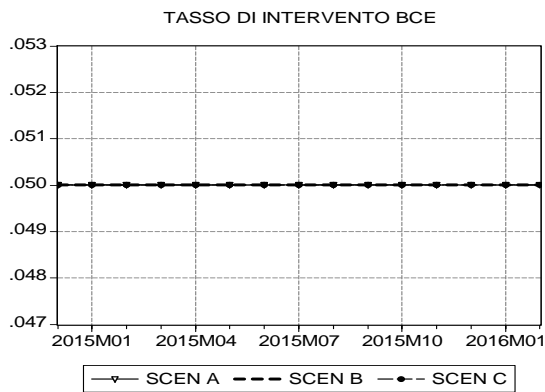
Italia

Nel quarto trimestre del 2014 il PIL è rimasto invariato rispetto al trimestre precedente (-0,1% t/t nel terzo trimestre) e diminuito dello 0,3% nei confronti del quarto trimestre del 2013 (-0,4% a/a il dato precedente). Il dettaglio con i diversi contributi alla crescita sarà pubblicato il 5 marzo, tuttavia, se confermato, l'arresto della sequenza di variazioni negative sarebbe una buona notizia. A dicembre si è registrato un aumento delle esportazioni verso i paesi UE (+2,13% m/m, dopo il calo precedente (-0,57% m/m). Nello stesso mese, le importazioni sono rimaste pressoché invariate, con una variazione di +0,07% m/m (-1,65% m/m in novembre). Verso i paesi extra UE si è registrata una diminuzione di entrambe le componenti. Le esportazioni, dopo l'incremento del 3,23% m/m, in gennaio sono diminuite del 2,42% m/m, più contenuta la riduzione delle importazioni, -0,37% m/m da -3,95% m/m di dicembre. Anche dal mercato del lavoro provengono timidissimi segnali positivi: il tasso di disoccupazione, relativo a dicembre, è al 12,9%, in diminuzione rispetto al 13,3% di novembre. La produzione industriale, sempre in dicembre, è aumentata per il secondo mese consecutivo su base mensile (+0,4% m/m, +0,3% m/m in novembre). La crescita tendenziale, al contrario, è rimasta ancora in territorio negativo, passando dal precedente -2% a/a a -0,2% a/a. Per gli ordinativi all'industria la variazione è stata molto positiva sia in termini tendenziali (+5,8% a/a) sia rispetto al mese precedente (+4,5% m/m) recuperando ampiamente il calo dello 0,8% m/m (-3,9% a/a) di novembre. Anche l'indice della produzione nelle costruzioni è aumentato, del 2,3% m/m, dopo la contrazione di -3,9% m/m di novembre. Si rileva un miglioramento generale degli indici di fiducia relativi a febbraio. Nel settore manifatturiero si è passati da 97,6 a 99,1, mentre nel settore dei servizi da 94,9 a 100,4. Per quanto riguarda i consumatori, l'indice è pari a 110,9, ben al di sopra delle attese (104,2) dopo che in gennaio si era attestato a 104,4. Nonostante questo, le vendite al dettaglio in dicembre hanno registrato una variazione negativa sia su base tendenziale, -1,1% a/a (-1,2% a/a novembre) sia congiunturale, -0,2% m/m (+0,1% m/m in precedenza). Secondo le stime preliminari, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo di febbraio ha ricominciato a crescere rispetto allo stesso mese del 2014, con una variazione che si attesterebbe a +0,1% a/a (-0,5% a/a in gennaio). Anche l'inflazione *core* ha registrato un incremento maggiore rispetto a gennaio (+0,9% a/a, da +0,4% a/a). I dati mensili relativi ai primi due mesi del 2015 evidenziano quindi qualche timido segnale di miglioramento: la visione del futuro è un po' più serena rispetto al passato, grazie anche al procedere delle riforme.

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

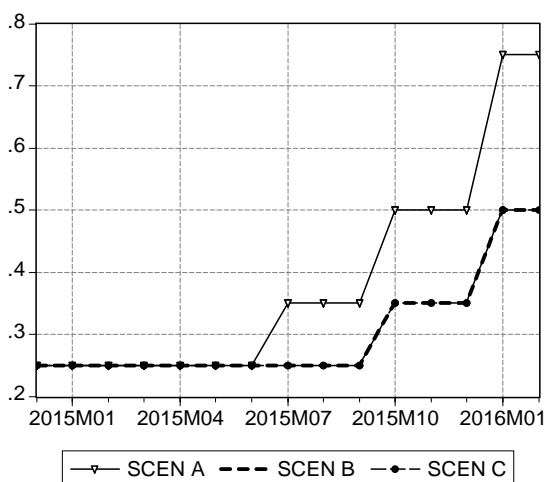
A (15%)	B (5%)	C (80%)
<p>Usa: la <i>Fed</i> decide di effettuare a giugno il rialzo annunciato già da mesi, a seguito di un duraturo miglioramento del mercato del lavoro e di una crescita brillante dell'economia, tra il 3% e il 3,5% a/a. Si attende, a causa del ciclo economico positivo, una maggiore inflazione, rispetto allo scenario C. In tale situazione, i mercati azionari correggono fisiologicamente senza brusche cadute, in anticipo rispetto a quanto ipotizzato nello scenario C.</p> <p>Area Euro: Le politiche della <i>Fed</i> e della BCE sono opposte, l'una restrittiva, l'altra fortemente espansiva. L'avvio del <i>QE</i> da parte della BCE, il basso prezzo del petrolio e le difficoltà dei paesi non OPEC esportatori di greggio, in particolare la Russia, comportano un maggiore afflusso di capitali nell'Area Euro e nei paesi periferici. I capitali sono diretti principalmente verso l'azionario europeo e il mercato dei cambi, a causa della sopravvalutazione della borsa americana e dei rendimenti ormai negativi dei titoli di debito europei a breve-medio termine. Questo potrebbe portare a un eccesso nelle quotazioni azionarie. In tale contesto, il cambio EUR/USD, per poter scendere sotto quota 1,10, necessita del rialzo dei tassi da parte della <i>Fed</i>, atteso a giugno 2015. In vista di tale intervento, lo <i>spread</i> tra BTP a 10 anni e <i>Bund</i> si porta intorno a 110 punti base, con il rendimento dei primi sopra l'1,5%. A maggio-giugno, a causa dell'incertezza circa la politica monetaria della <i>Fed</i>, più che per fattori economici e politici, si registra una elevata volatilità nei mercati finanziari.</p>	<p>Usa: la crescita è attorno al 2,5% a/a e l'inflazione rimane sotto controllo, grazie al trend decrescente del prezzo del petrolio. Questo consente al paese di crescere, nei primi mesi del 2015, in modo solido seppur con qualche incertezza. Per questo motivo, per l'apprezzamento del dollaro e a causa delle tensioni internazionali, l'inversione della politica monetaria non si verifica prima di settembre-ottobre 2015. In tale situazione, i mercati azionari correggono fisiologicamente senza brusche cadute, rimanendo tuttavia sensibili alle variazioni del tasso di inflazione <i>core</i> e dei salari orari. Questo contribuisce a mantenere elevata la volatilità nei mercati finanziari.</p> <p>Area Euro: La Grecia decide di dichiarare il <i>default</i>, senza che si inneschi alcun contagio verso il resto dell'area. Si registra, tuttavia, un incremento della volatilità. Il cambio EUR/USD potrebbe raggiungere la parità. I rendimenti dei BTP a 10 anni tornano verso il 2% e lo <i>spread</i> rispetto al <i>Bund</i> si riporta verso i 140 punti.</p>	<p>Usa: la crescita è attorno al 2,5% a/a e l'inflazione rimane sotto controllo, grazie al trend decrescente del prezzo del petrolio. Questo consente al paese di crescere, nei primi mesi del 2015, in modo solido seppur con qualche incertezza. Per questo motivo, per l'apprezzamento del dollaro e a causa delle tensioni internazionali, l'inversione della politica monetaria non si verifica prima di settembre-ottobre 2015. In tale situazione, i mercati azionari correggono fisiologicamente senza brusche cadute, rimanendo tuttavia sensibili alle variazioni del tasso di inflazione <i>core</i> e dei salari orari. Questo contribuisce a mantenere elevata la volatilità nei mercati finanziari.</p> <p>Area Euro: L'aggressività della BCE, con l'annuncio dell'avvio del <i>QE</i> in marzo, incrementa la divergenza con la politica monetaria della <i>Fed</i>. L'avvio del <i>QE</i>, il basso prezzo del petrolio e le difficoltà dei paesi non OPEC esportatori di greggio, in particolare la Russia, comportano un maggiore afflusso di capitali nell'Area Euro e nei paesi periferici. I capitali sono diretti principalmente verso l'azionario europeo e il mercato dei cambi, a causa della sopravvalutazione della borsa americana e dei rendimenti ormai negativi dei titoli di debito europei a breve-medio termine. Questo potrebbe portare a un eccesso nelle quotazioni azionarie. In tale contesto, il cambio EUR/USD, per poter scendere sotto quota 1,10, necessita del rialzo dei tassi da parte della <i>Fed</i>, atteso a settembre-ottobre 2015. Lo <i>spread</i> tra i BTP a 10 anni e il <i>Bund</i> rimane sotto i 110 punti base e il rendimento dei primi si mantengono sotto l'1,5%. A maggio-giugno, a causa dell'incertezza circa la politica monetaria della <i>Fed</i>, più che per fattori economici e politici, si registra una elevata volatilità nei mercati finanziari.</p>

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili

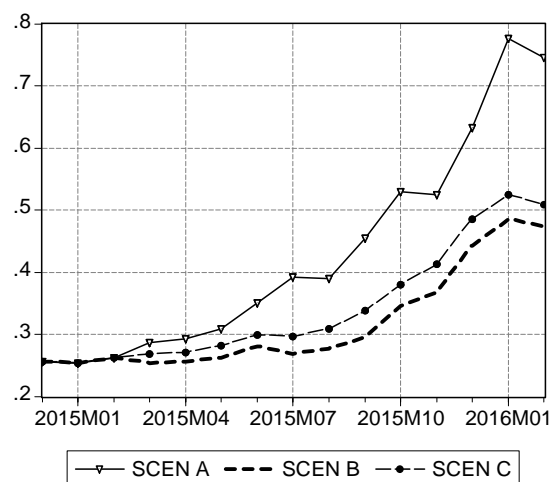


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili

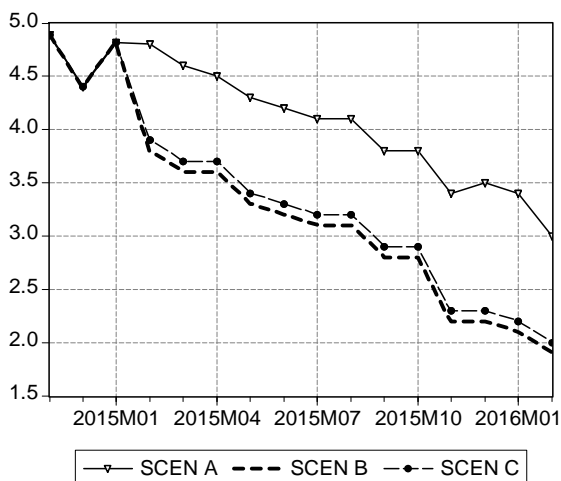
TASSO DI INTERVENTO FED



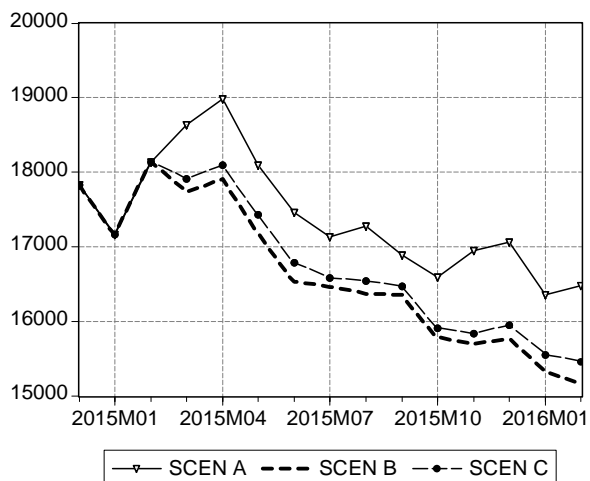
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



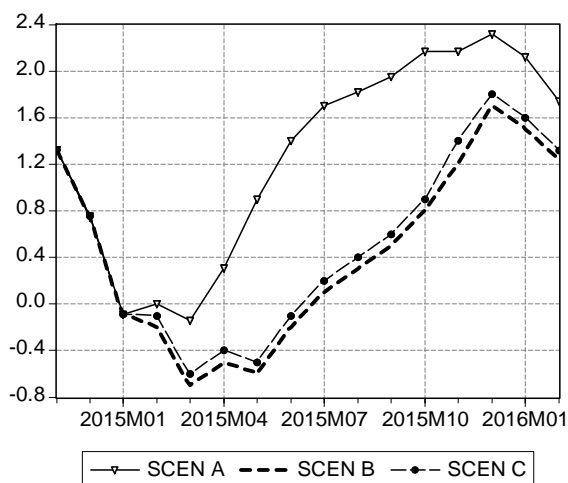
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



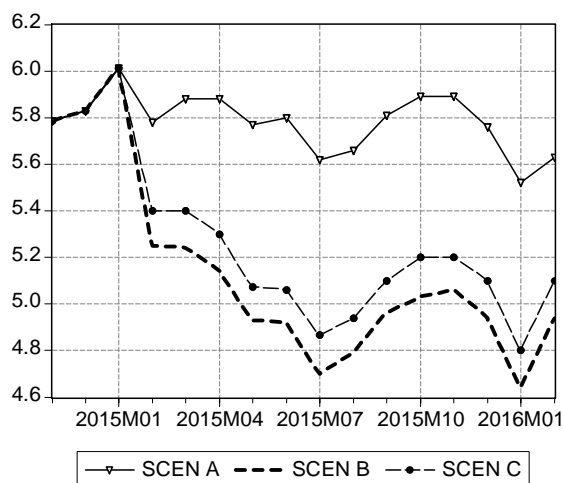
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

TASSI INTERBANCARI

I saggi interbancari europei in febbraio sono calati nuovamente e, per il secondo mese consecutivo, il tasso a 1 mese è rimasto negativo e pari a -0,01%, come in gennaio. Per quel che riguarda le scadenze a 3 e 6 mesi, i tassi si sono rispettivamente portati allo 0,03% e allo 0,09% (0,04% e 0,12% in gennaio). Gli interbancari sono visti ai minimi in tutti e tre gli scenari ipotizzati. Nello scenario più probabile (C) i tassi potrebbero mantenersi in linea con i livelli attuali nel periodo predittivo, attestandosi, a febbraio 2016, a +0,00% (1 mese) +0,04% (3 mesi) e +0,11% (6 mesi). Nello scenario A, alla fine dell'orizzonte di previsione, i tassi potrebbero essere solo lievemente superiori (+0,03%, +0,07% e +0,14% rispettivamente l'1, il 3 e il 6 mesi). Nel caso la Grecia dichiarasse *default*, scenario B, i tassi interbancari sarebbero più elevati, rimanendo, tuttavia, sempre molto contenuti: +0,05%, +0,09% e +0,16% per le scadenze a 1, 3 e 6 mesi, a febbraio 2016.

STRUTTURA A TERMINE

In vista dell'avvio, in marzo, del *QE* da parte della BCE, i rendimenti dei titoli di stato in febbraio si sono ulteriormente ridimensionati per tutte le scadenze: il BTP a 3 anni si è portato a +0,31% da +0,53% di gennaio, il 5 anni a +0,62% da +0,87%, il 7 anni si è ridotto a quota +1,00% da +1,26% e il decennale è arrivato a +1,39% dal +1,66% precedente. Se la *Fed* effettuasse il primo rialzo dei tassi a settembre-ottobre 2015 (scenario C) i rendimenti, a febbraio 2016, potrebbero mantenersi sui livelli attuali (+0,39% il 3 anni, +0,69% il 5 anni, +1,07% il 7 anni e +1,42% il 10 anni). Qualora la *Fed* decidesse di passare a una politica monetaria restrittiva a giugno del 2015 (scenario A) la struttura a termine alla fine dell'orizzonte predittivo potrebbe essere su livelli lievemente superiori (+0,56%, +0,89%, +1,24%, 1,54% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni). Se la Grecia dichiarasse il *default* e la *Fed* si comportasse come previsto nello scenario C (scenario B) il decennale potrebbe toccare quota +2,04% a febbraio 2016, +1,05% il 3 anni, +1,39% il 5 anni e +1,76% il 7 anni.

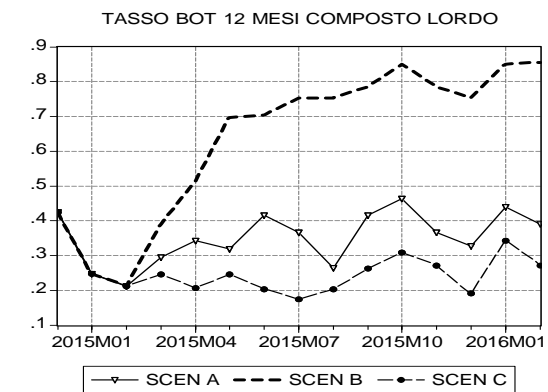
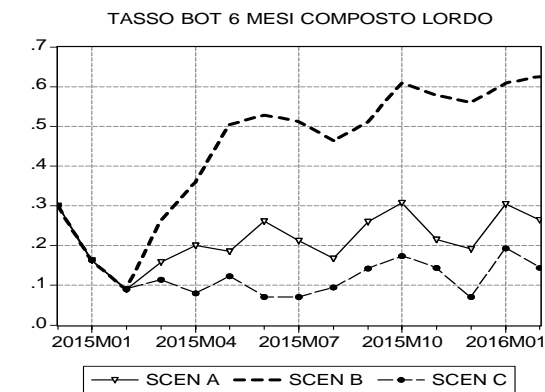
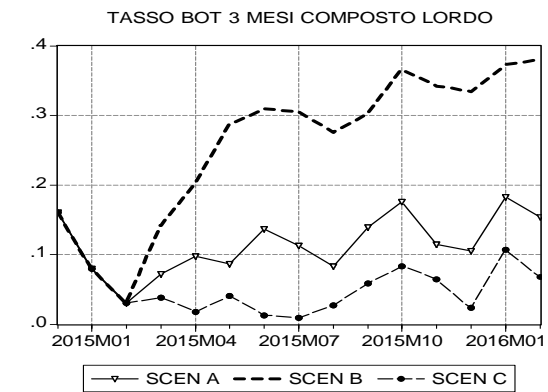
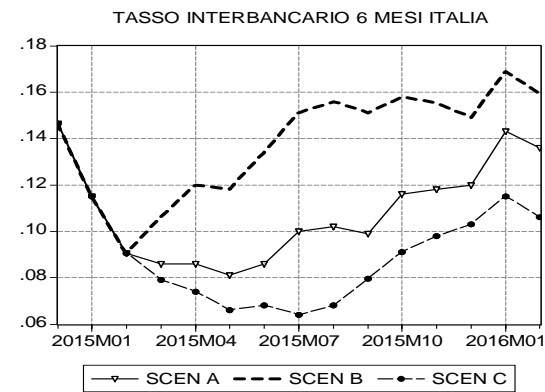
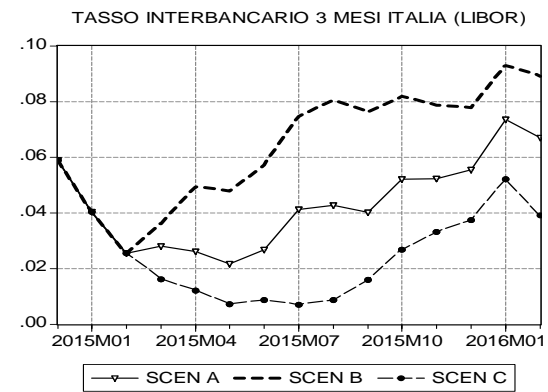
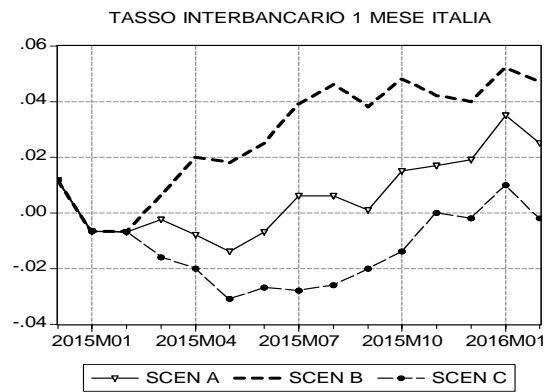
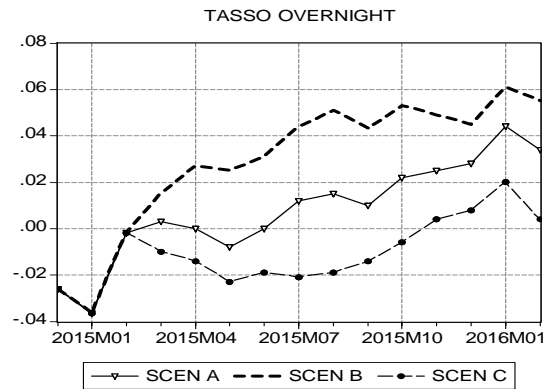
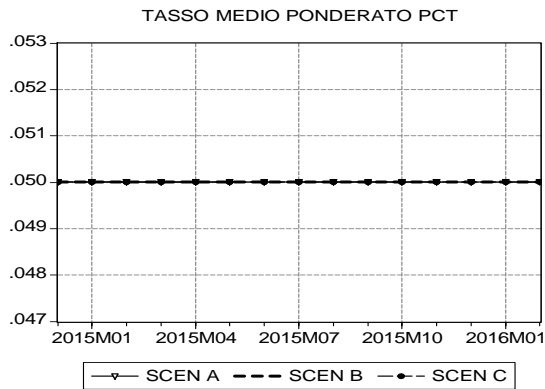
TASSI BANCARI

In dicembre i tassi bancari non si sono scostati di molto dai livelli precedenti: il tasso medio sui depositi è rimasto pressoché invariato (+0,73% da +0,74%) e l'incremento di quello sui prestiti è stato lieve (+3,67% da +3,63%). Nello scenario C, per i prossimi mesi, si prevedono tassi in linea con gli attuali sia sui depositi (+0,71% a febbraio 2016) sia sui prestiti (+3,66%). Nello scenario A, i due tassi potrebbero attestarsi, alla fine dell'orizzonte predittivo, su livelli di poco superiori: +0,76% per i depositi e +3,69 per gli impieghi. Anche nello scenario B, meno favorevole per l'Area Euro, i tassi potrebbero rimanere di poco superiori agli attuali, anche se più elevati rispetto agli altri 2 scenari presentati: il tasso medio sui depositi è visto a +0,79% a febbraio 2016 e quello sui prestiti a +3,82%.

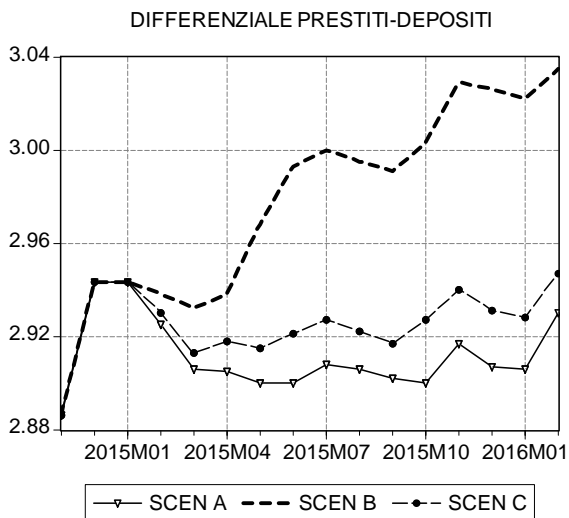
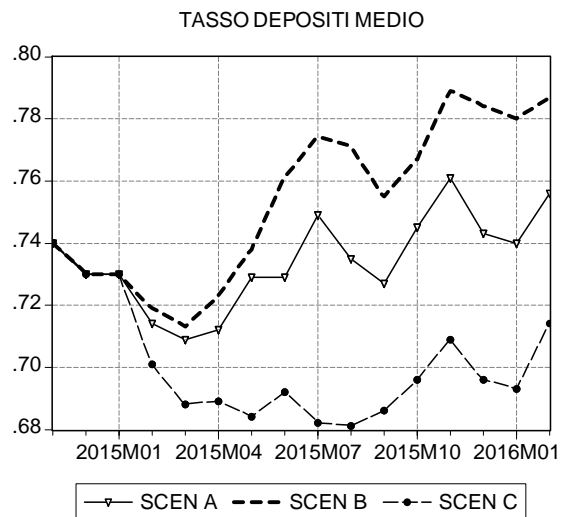
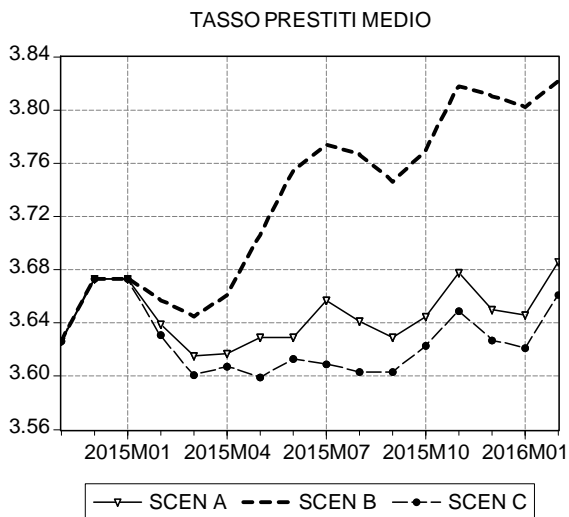
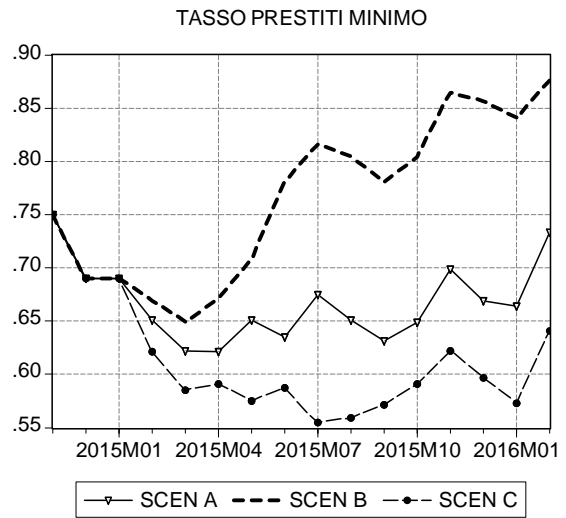
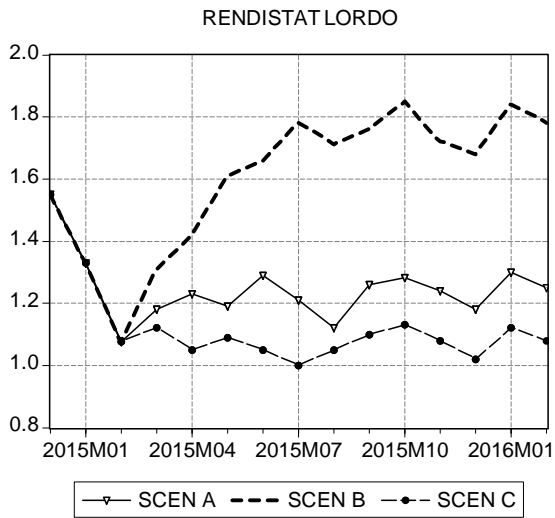
VOLUMI BANCARI

In dicembre si è registrato un balzo sia della raccolta (+2,84% a/a) sia degli impieghi (+1,10% a/a). Già il mese precedente si erano visti dei buoni risultati con il +1,87% a/a dei depositi totali e il +0,56% a/a dei prestiti totali. In base ai risultati delle simulazioni, nello scenario più probabile (C) la dinamica sia dei depositi sia dei prestiti potrebbe mantenersi positiva durante l'intero periodo predittivo: i primi potrebbero attestarsi, a febbraio 2016, a quota +0,80% a/a e i secondi a +0,70% a/a. Nello scenario A l'andamento potrebbe essere influenzato positivamente dalla migliore congiuntura economica, con una variazione tendenziale a fine periodo pari a +1,10% della raccolta e a +0,90% degli impieghi. Se si dovesse verificare lo scenario più sfavorevole (B) entrambe le grandezze tornerebbero comunque a crescere, durante l'intero arco predittivo, anche se in modo più lento e contenuto rispetto agli scenari A e C. Nel caso la Grecia dichiarasse *default*, i depositi totali potrebbero registrare un incremento dello 0,10% a/a a febbraio 2016 e i prestiti totali dello 0,14% a/a.

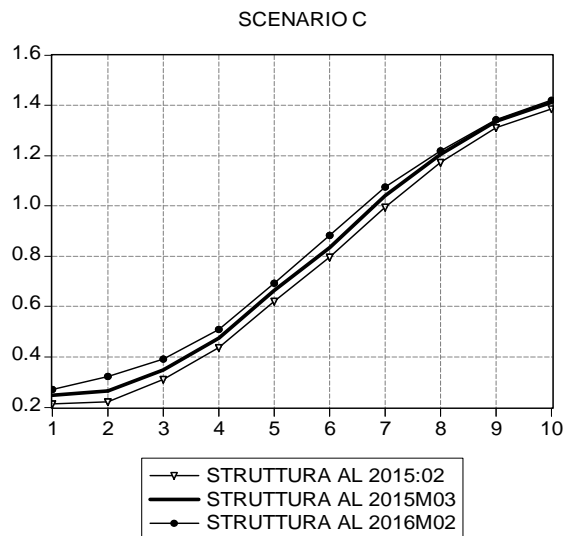
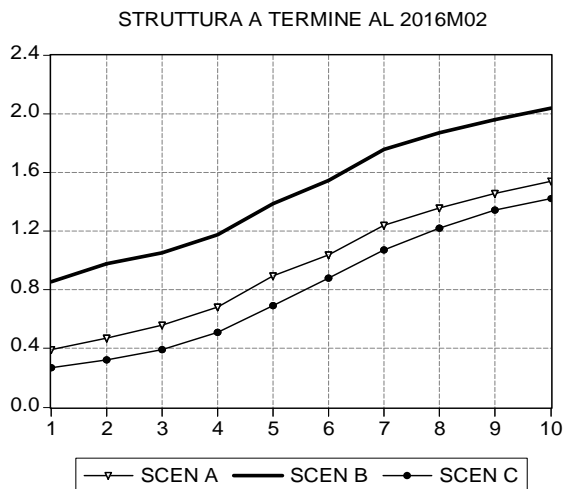
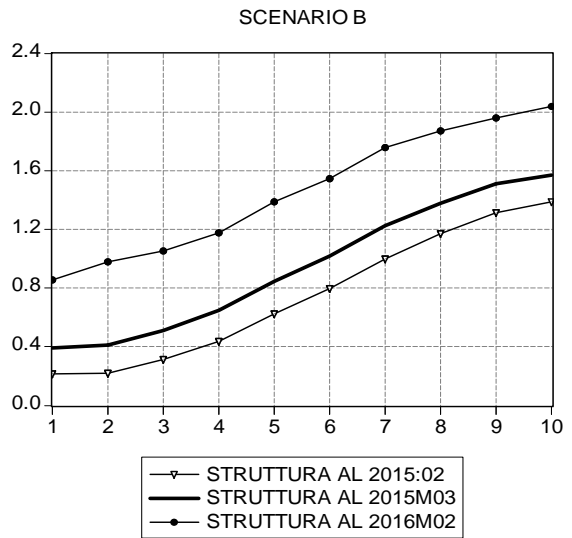
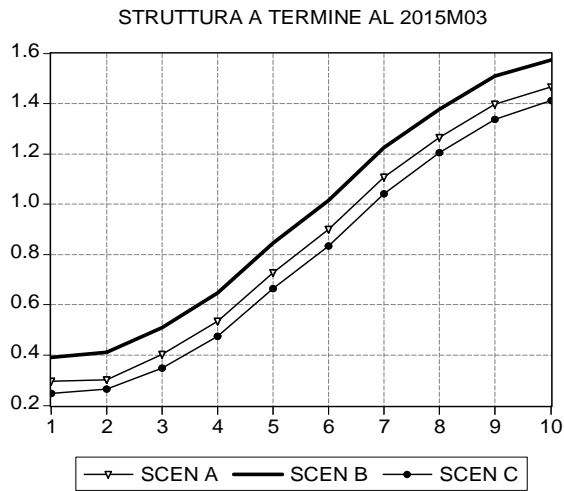
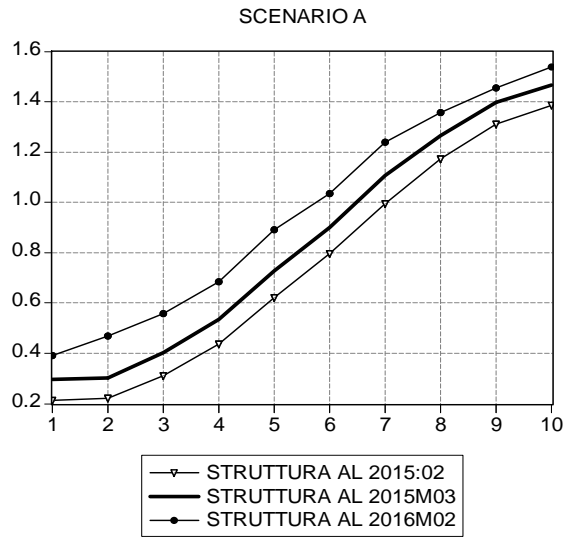
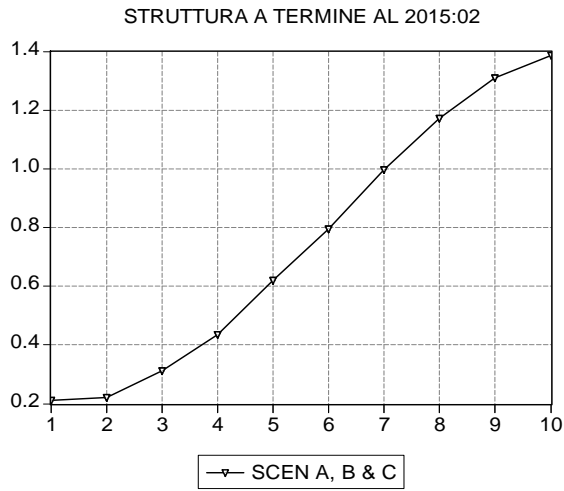
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



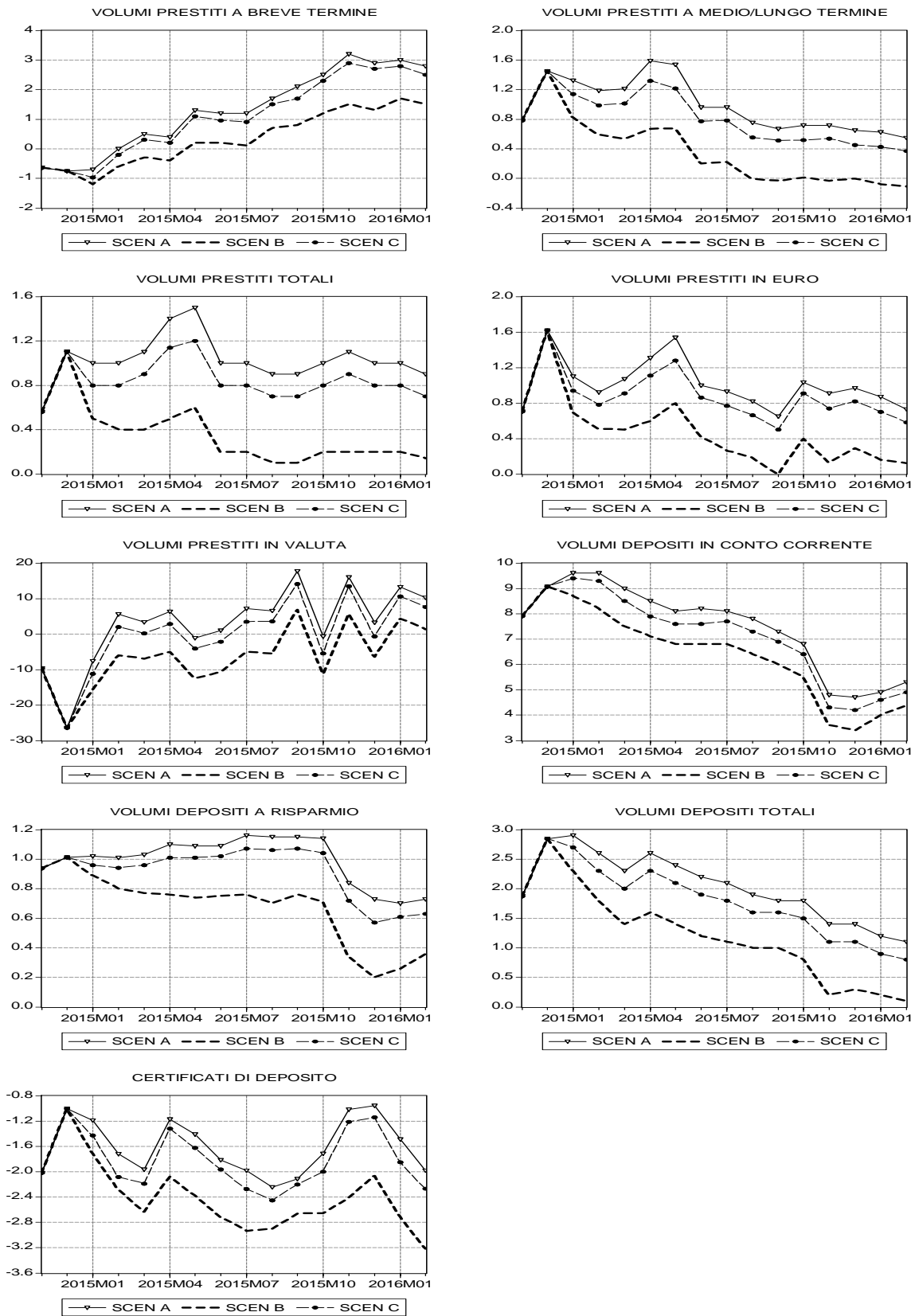
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



SCENARIO A	14 8	14 9	14 10	14 11	14 12	15 1	15 2	15 3	15 4	15 5	15 6	15 7	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.15	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	1114	1119	1059	1081	1038	1126	1216	1283	1340	1310	1268	1247	1258	1261	1222	1227	1232	1218	1231
Produzione Industriale	-0.3	-1.9	-2.5	-2.0	-0.2	-1.2	-1.5	-1.1	-0.7	-1.2	-0.6	-1.1	-0.6	-0.3	-0.4	0.0	0.1	0.5	0.6
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.2	-0.1	0.2	0.3	-0.1	-0.5	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.15	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
T. Overnight media d/1	0.00	0.01	0.00	0.00	-0.03	-0.04	0.00	0.00	0.00	-0.01	0.00	0.01	0.02	0.01	0.02	0.03	0.03	0.04	0.03
T. Interb. 1m lett.	0.08	0.01	0.00	0.00	0.01	-0.01	-0.01	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	0.01	0.01	0.00	0.02	0.02	0.02	0.04	0.03
T. Interb. 3m lett.	0.16	0.06	0.06	0.06	0.06	0.04	0.03	0.03	0.03	0.02	0.03	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05	0.06	0.07	0.07
T. Interb. 6m lett.	0.26	0.16	0.15	0.15	0.15	0.12	0.09	0.09	0.09	0.08	0.09	0.10	0.10	0.10	0.12	0.12	0.12	0.14	0.14
T. Depositi medio	0.81	0.79	0.79	0.74	0.73	0.73	0.71	0.71	0.71	0.73	0.73	0.75	0.74	0.73	0.75	0.76	0.74	0.74	0.76
T. Prestiti medio	3.75	3.74	3.68	3.63	3.67	3.67	3.64	3.62	3.62	3.63	3.63	3.66	3.64	3.63	3.65	3.68	3.65	3.65	3.69
T.prest. medio - T.dep. medio	2.94	2.95	2.89	2.89	2.94	2.94	2.93	2.91	2.91	2.90	2.90	2.91	2.91	2.90	2.90	2.92	2.91	2.91	2.93
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.09	0.13	0.22	0.16	0.16	0.08	0.03	0.07	0.10	0.09	0.14	0.11	0.08	0.14	0.18	0.11	0.11	0.18	0.15
T. BOT comp. lordo 6m	0.14	0.24	0.38	0.28	0.30	0.16	0.09	0.16	0.20	0.19	0.26	0.21	0.17	0.26	0.31	0.22	0.19	0.30	0.27
T. BOT comp. lordo 12m	0.28	0.28	0.30	0.34	0.42	0.25	0.21	0.30	0.34	0.32	0.42	0.37	0.26	0.42	0.46	0.37	0.33	0.44	0.39
Rendistat lordo	1.84	1.68	1.76	1.71	1.55	1.33	1.08	1.18	1.23	1.19	1.29	1.21	1.12	1.26	1.28	1.24	1.18	1.30	1.25
Rendistat netto	1.61	1.47	1.54	1.49	1.36	1.16	0.94	1.03	1.08	1.04	1.13	1.06	0.98	1.10	1.12	1.09	1.03	1.14	1.09
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.69	0.64	0.84	0.65	0.69	0.53	0.31	0.40	0.47	0.46	0.56	0.51	0.43	0.55	0.61	0.53	0.49	0.62	0.56
Rend. BTP a 5 anni	1.19	1.08	1.23	1.03	1.03	0.87	0.62	0.73	0.80	0.79	0.91	0.85	0.75	0.89	0.95	0.88	0.81	0.95	0.89
Rend. BTP a 7 anni	1.81	1.73	1.80	1.53	1.47	1.26	1.00	1.11	1.17	1.16	1.27	1.21	1.11	1.25	1.31	1.23	1.17	1.30	1.24
Rend. BTP a 10 anni	2.56	2.46	2.44	2.11	1.97	1.66	1.39	1.47	1.51	1.49	1.58	1.53	1.45	1.55	1.60	1.53	1.48	1.59	1.54
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2284.955	2298.089	2280.883	2307.342	2313.552	2332.259	2334.611	2348.520	2325.835	2309.501	2330.06	2328.09	2305.52	2318.77	2303.69	2332.72	2336.69	2355.58	2355.62
Prestiti in euro	2253.254	2264.415	2241.840	2278.399	2282.595	2307.670	2293.132	2316.489	2282.304	2275.796	2284.028	2300.40	2271.731	2279.13	2264.93	2299.13	2304.74	2327.75	2309.87
Prestiti in valuta	31.701	33.674	39.043	28.943	30.957	24.588	41.479	32.030	43.532	33.705	46.033	27.694	33.789	39.638	38.761	33.590	31.951	27.834	45.750
Prestiti a breve	355.882	366.785	361.898	356.026	359.972	367.811	364.631	366.320	363.618	359.920	370.183	368.169	361.932	374.487	370.945	367.419	370.411	378.846	374.841
Prestiti a m/1	1929.073	1931.304	1918.985	1951.316	1953.580	1964.447	1969.980	1982.199	1962.217	1949.581	1959.878	1959.924	1943.588	1944.284	1932.746	1965.304	1966.276	1976.736	1980.782
Depositi totali	2122.118	2121.868	2127.616	2157.572	2157.796	2152.868	2168.444	2180.805	2162.457	2154.832	2157.409	2154.228	2162.438	2160.062	2165.913	2187.778	2188.005	2178.702	2192.297
Depositi in c/c	774.545	778.934	778.449	800.354	808.993	801.610	804.725	814.337	815.720	826.809	822.160	823.688	834.960	835.796	831.384	838.771	847.016	840.889	847.375
Depositi a risparmio	298.258	298.639	298.458	300.048	302.550	303.622	303.711	303.675	302.500	301.452	301.409	300.727	301.688	302.073	301.860	302.568	304.759	305.747	305.928
Certif. deposito	1049.315	1044.295	1050.709	1057.170	1046.253	1047.636	1060.008	1062.793	1044.236	1026.570	1033.840	1029.812	1025.791	1022.192	1032.669	1046.439	1036.231	1032.066	1038.994
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	-0.64	-0.35	-0.84	0.56	1.10	1.00	1.00	1.10	1.40	1.50	1.00	1.00	0.90	0.90	1.00	1.10	1.00	1.00	0.90
Prestiti in euro	-0.62	-0.17	-0.79	0.70	1.62	1.10	0.92	1.07	1.31	1.54	1.00	0.93	0.82	0.65	1.03	0.91	0.97	0.87	0.73
Prestiti in valuta	-2.21	-11.59	-3.51	-9.60	-26.43	-7.58	5.63	3.32	6.35	-1.13	1.00	7.17	6.59	17.71	-0.72	16.06	3.21	13.20	10.30
Prestiti a breve	-2.65	-0.91	-0.77	-0.64	-0.75	-0.70	0.00	0.50	0.40	1.30	1.20	1.20	1.70	2.10	2.50	3.20	2.90	3.00	2.80
Prestiti a m/1	-0.26	-0.25	-0.85	0.78	1.45	1.32	1.19	1.21	1.59	1.54	0.96	0.96	0.75	0.67	0.72	0.72	0.65	0.63	0.55
Depositi totali	-0.24	0.00	0.95	1.87	2.84	2.90	2.60	2.30	2.60	2.40	2.20	2.10	1.90	1.80	1.80	1.40	1.40	1.20	1.10
Depositi in c/c	6.27	7.31	5.35	7.90	9.07	9.60	9.60	9.00	8.50	8.10	8.20	8.10	7.80	7.30	6.80	4.80	4.70	4.90	5.30
Depositi a risparmio	-0.07	0.15	0.52	0.94	1.01	1.02	1.01	1.03	1.10	1.09	1.09	1.16	1.15	1.15	1.14	0.84	0.73	0.70	0.73
Certif. deposito	-4.60	-4.87	-1.97	-2.02	-1.01	-1.19	-1.72	-1.97	-1.17	-1.41	-1.82	-1.99	-2.24	-2.12	-1.72	-1.02	-0.96	-1.49	-1.98

(*) 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 28/02/2015.

SCENARIO B	14 8	14 9	14 10	14 11	14 12	15 1	15 2	15 3	15 4	15 5	15 6	15 7	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.15	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	1114	1119	1059	1081	1038	1126	1216	1215	1240	1197	1122	1132	1174	1140	1120	1132	1140	1116	1132
Produzione Industriale	-0.3	-1.9	-2.5	-2.0	-0.2	-1.5	-1.8	-1.4	-1.1	-1.8	-1.2	-1.7	-1.3	-1.0	-1.1	-0.7	-0.6	-0.4	0.0
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.2	-0.1	0.2	0.3	-0.1	-0.5	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.2
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.15	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
T. Overnight media d/1	0.00	0.01	0.00	0.00	-0.03	-0.04	0.00	0.02	0.03	0.03	0.03	0.04	0.05	0.04	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06
T. Interb. 1m lett.	0.08	0.01	0.00	0.00	0.01	-0.01	-0.01	0.01	0.02	0.02	0.03	0.04	0.05	0.04	0.05	0.04	0.04	0.05	0.05
T. Interb. 3m lett.	0.16	0.06	0.06	0.06	0.06	0.04	0.03	0.04	0.05	0.05	0.06	0.07	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.09	0.09
T. Interb. 6m lett.	0.26	0.16	0.15	0.15	0.15	0.12	0.09	0.11	0.12	0.12	0.13	0.15	0.16	0.15	0.16	0.16	0.15	0.17	0.16
T. Depositi medio	0.81	0.79	0.79	0.74	0.73	0.73	0.72	0.71	0.72	0.74	0.76	0.77	0.77	0.76	0.77	0.79	0.78	0.78	0.79
T. Prestiti medio	3.75	3.74	3.68	3.63	3.67	3.67	3.66	3.65	3.66	3.71	3.75	3.77	3.77	3.75	3.77	3.82	3.81	3.80	3.82
T.prest.medio - T.dep.medio	2.94	2.95	2.89	2.89	2.94	2.94	2.94	2.93	2.94	2.97	2.99	3.00	3.00	2.99	3.00	3.03	3.03	3.02	3.04
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.09	0.13	0.22	0.16	0.16	0.08	0.03	0.14	0.20	0.29	0.31	0.30	0.28	0.30	0.37	0.34	0.33	0.37	0.38
T. BOT comp. lordo 6m	0.14	0.24	0.38	0.28	0.30	0.16	0.09	0.26	0.36	0.50	0.53	0.51	0.46	0.51	0.61	0.58	0.56	0.61	0.63
T. BOT comp. lordo 12m	0.28	0.28	0.30	0.34	0.42	0.25	0.21	0.39	0.51	0.70	0.70	0.75	0.75	0.79	0.85	0.78	0.75	0.85	0.86
Rendistat lordo	1.84	1.68	1.76	1.71	1.55	1.33	1.08	1.31	1.42	1.61	1.66	1.78	1.71	1.76	1.85	1.72	1.68	1.84	1.78
Rendistat netto	1.61	1.47	1.54	1.49	1.36	1.16	0.94	1.15	1.24	1.41	1.45	1.56	1.50	1.54	1.62	1.51	1.47	1.61	1.56
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.69	0.64	0.84	0.65	0.69	0.53	0.31	0.51	0.65	0.85	0.92	1.04	1.02	1.04	1.12	1.01	0.97	1.08	1.05
Rend. BTP a 5 anni	1.19	1.08	1.23	1.03	1.03	0.87	0.62	0.85	1.00	1.21	1.26	1.39	1.35	1.38	1.44	1.34	1.29	1.42	1.39
Rend. BTP a 7 anni	1.81	1.73	1.80	1.53	1.47	1.26	1.00	1.22	1.38	1.59	1.64	1.77	1.72	1.73	1.81	1.71	1.66	1.79	1.76
Rend. BTP a 10 anni	2.56	2.46	2.44	2.11	1.97	1.66	1.39	1.57	1.69	1.87	1.90	2.01	1.97	1.99	2.08	1.98	1.94	2.09	2.04
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2284.955	2298.089	2280.883	2307.342	2313.552	2320.713	2320.742	2332.259	2305.192	2289.022	2311.60	2309.65	2287.24	2300.39	2285.44	2311.96	2318.18	2325.35	2323.99
Prestiti in euro	2253.254	2264.415	2241.840	2278.399	2282.595	2298.312	2283.816	2303.425	2266.309	2259.210	2270.912	2285.13	2257.310	2264.41	2250.81	2281.36	2289.21	2301.99	2286.56
Prestiti in valuta	31.701	33.674	39.043	28.943	30.957	22.401	36.926	28.834	38.883	29.812	40.693	24.524	29.930	35.972	34.637	30.596	28.964	23.365	37.434
Prestiti a breve	355.882	366.785	361.898	356.026	359.972	365.959	362.443	363.405	360.720	356.012	366.525	364.167	358.373	369.719	366.241	361.366	364.652	372.180	367.880
Prestiti a m/1	1929.073	1931.304	1918.985	1951.316	1953.580	1954.754	1958.299	1968.854	1944.471	1933.011	1945.080	1945.485	1928.867	1930.668	1919.204	1950.590	1953.527	1953.174	1956.111
Depositi totali	2122.118	2121.868	2127.616	2157.572	2157.796	2140.314	2151.536	2161.619	2141.381	2133.789	2136.300	2133.129	2143.339	2143.087	2144.637	2161.887	2164.269	2144.595	2153.687
Depositi in c/c	774.545	778.934	778.449	800.354	808.993	795.027	794.446	803.130	805.195	816.866	811.522	813.783	824.116	825.670	821.264	829.167	836.499	826.829	829.401
Depositi a risparmio	298.258	298.639	298.458	300.048	302.550	303.231	303.079	302.893	301.483	300.409	300.395	299.538	300.346	300.909	300.577	301.068	303.155	304.019	304.170
Certif. deposito	1049.315	1044.295	1050.709	1057.170	1046.253	1042.056	1054.011	1055.595	1034.703	1016.514	1024.382	1019.808	1018.877	1016.508	1022.796	1031.652	1024.616	1013.747	1020.116
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	-0.64	-0.35	-0.84	0.56	1.10	0.50	0.40	0.40	0.50	0.60	0.20	0.20	0.10	0.10	0.20	0.20	0.20	0.20	0.14
Prestiti in euro	-0.62	-0.17	-0.79	0.70	1.62	0.69	0.51	0.50	0.60	0.80	0.42	0.26	0.18	0.00	0.40	0.13	0.29	0.16	0.12
Prestiti in valuta	-2.21	-11.59	-3.51	-9.60	-26.43	-15.80	-5.97	-6.99	-5.00	-12.55	-10.72	-5.09	-5.59	6.82	-11.28	5.71	-6.44	4.30	1.38
Prestiti a breve	-2.65	-0.91	-0.77	-0.64	-0.75	-1.20	-0.60	-0.30	-0.40	0.20	0.20	0.10	0.70	0.80	1.20	1.50	1.30	1.70	1.50
Prestiti a m/1	-0.26	-0.25	-0.85	0.78	1.45	0.82	0.59	0.53	0.67	0.67	0.20	0.22	-0.01	-0.03	0.01	-0.04	0.00	-0.08	-0.11
Depositi totali	-0.24	0.00	0.95	1.87	2.84	2.30	1.80	1.40	1.60	1.40	1.20	1.10	1.00	1.00	0.80	0.20	0.30	0.20	0.10
Depositi in c/c	6.27	7.31	5.35	7.90	9.07	8.70	8.20	7.50	7.10	6.80	6.80	6.80	6.40	6.00	5.50	3.60	3.40	4.00	4.40
Depositi a risparmio	-0.07	0.15	0.52	0.94	1.01	0.89	0.80	0.77	0.76	0.74	0.75	0.76	0.70	0.76	0.71	0.34	0.20	0.26	0.36
Certif. deposito	-4.60	-4.87	-1.97	-2.02	-1.01	-1.72	-2.28	-2.63	-2.08	-2.38	-2.71	-2.94	-2.90	-2.66	-2.66	-2.41	-2.07	-2.72	-3.22

(*) Il rendimento dei BOT a 3 mesi, in assenza d'asta, è stimato. I dati storici sono in grigio scuro, gli stimati in grigio chiaro.
I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 28/02/2015.

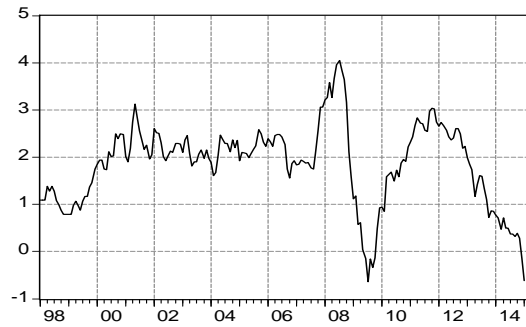
SCENARIO C	14 8	14 9	14 10	14 11	14 12	15 1	15 2	15 3	15 4	15 5	15 6	15 7	15 8	15 9	15 10	15 11	15 12	16 1	16 2
ESOGENE																			
Tasso di intervento	0.15	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Indice COMIT	1114	1119	1059	1081	1038	1126	1216	1256	1299	1281	1239	1222	1231	1227	1180	1189	1197	1187	1191
Produzione Industriale	-0.3	-1.9	-2.5	-2.0	-0.2	-1.3	-1.6	-1.2	-0.9	-1.6	-1.0	-1.5	-1.1	-0.8	-0.8	-0.4	-0.4	-0.1	0.2
Tasso di Inflazione (Arm.)	-0.2	-0.1	0.2	0.3	-0.1	-0.5	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.1
ENDOGENE																			
TASSI																			
T. P/T medio	0.15	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
T. Overnight media d/1	0.00	0.01	0.00	0.00	-0.03	-0.04	0.00	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	0.00	0.01	0.02	0.00
T. Interb. 1m lett.	0.08	0.01	0.00	0.00	0.01	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.02	-0.01	0.00	0.00	0.01	0.00
T. Interb. 3m lett.	0.16	0.06	0.06	0.06	0.06	0.04	0.03	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.03	0.03	0.04	0.05	0.04
T. Interb. 6m lett.	0.26	0.16	0.15	0.15	0.15	0.12	0.09	0.08	0.07	0.07	0.07	0.06	0.07	0.08	0.09	0.10	0.10	0.12	0.11
T. Depositi medio	0.81	0.79	0.79	0.74	0.73	0.73	0.70	0.69	0.69	0.68	0.69	0.68	0.68	0.69	0.70	0.71	0.70	0.69	0.71
T. Prestiti medio	3.75	3.74	3.68	3.63	3.67	3.67	3.63	3.60	3.61	3.60	3.61	3.61	3.60	3.60	3.62	3.65	3.63	3.62	3.66
T.prest.medio - T.dep.medio	2.94	2.95	2.89	2.89	2.94	2.94	2.93	2.91	2.92	2.92	2.92	2.93	2.92	2.92	2.93	2.94	2.93	2.93	2.95
T. BOT comp. lordo 3m ^(*)	0.09	0.13	0.22	0.16	0.16	0.08	0.03	0.04	0.02	0.04	0.01	0.01	0.03	0.06	0.08	0.06	0.02	0.11	0.07
T. BOT comp. lordo 6m	0.14	0.24	0.38	0.28	0.30	0.16	0.09	0.11	0.08	0.12	0.07	0.07	0.10	0.14	0.17	0.14	0.07	0.19	0.14
T. BOT comp. lordo 12m	0.28	0.28	0.30	0.34	0.42	0.25	0.21	0.25	0.21	0.25	0.20	0.17	0.20	0.26	0.31	0.27	0.19	0.34	0.27
Rendistat lordo	1.84	1.68	1.76	1.71	1.55	1.33	1.08	1.12	1.05	1.09	1.05	1.00	1.05	1.10	1.13	1.08	1.02	1.12	1.08
Rendistat netto	1.61	1.47	1.54	1.49	1.36	1.16	0.94	0.98	0.92	0.95	0.92	0.88	0.92	0.96	0.99	0.95	0.89	0.98	0.95
STRUTTURA A TERMINE																			
Rend. BTP a 3 anni	0.69	0.64	0.84	0.65	0.69	0.53	0.31	0.35	0.32	0.37	0.33	0.30	0.32	0.40	0.45	0.38	0.26	0.43	0.39
Rend. BTP a 5 anni	1.19	1.08	1.23	1.03	1.03	0.87	0.62	0.66	0.63	0.69	0.65	0.61	0.63	0.71	0.76	0.68	0.57	0.74	0.69
Rend. BTP a 7 anni	1.81	1.73	1.80	1.53	1.47	1.26	1.00	1.04	1.01	1.07	1.03	0.99	1.02	1.09	1.13	1.07	0.97	1.12	1.07
Rend. BTP a 10 anni	2.56	2.46	2.44	2.11	1.97	1.66	1.39	1.41	1.37	1.41	1.37	1.34	1.35	1.41	1.45	1.42	1.33	1.48	1.42
VOLUMI (LIVELLI in mld)																			
Prestiti totali	2284.955	2298.089	2280.883	2307.342	2313.552	2327.640	2329.988	2343.874	2319.871	2302.674	2325.45	2323.48	2300.95	2314.18	2299.13	2328.11	2332.06	2346.26	2346.30
Prestiti in euro	2253.254	2264.415	2241.840	2278.399	2282.595	2304.018	2289.951	2312.822	2277.798	2269.968	2280.862	2296.75	2268.126	2275.74	2262.24	2295.26	2301.31	2320.15	2303.23
Prestiti in valuta	31.701	33.674	39.043	28.943	30.957	23.622	40.037	31.052	42.073	32.706	44.585	26.731	32.824	38.439	36.889	32.849	30.748	26.115	43.065
Prestiti a breve	355.882	366.785	361.898	356.026	359.972	366.791	363.902	365.591	362.893	359.209	369.272	367.077	361.220	373.020	370.222	366.351	369.691	377.061	372.999
Prestiti a m/1	1929.073	1931.304	1918.985	1951.316	1953.580	1960.850	1966.086	1978.282	1956.978	1943.465	1956.175	1956.405	1939.729	1941.155	1928.908	1961.757	1962.369	1969.201	1973.299
Depositi totali	2122.118	2121.868	2127.616	2157.572	2157.796	2148.683	2162.103	2174.409	2156.134	2148.519	2151.076	2147.899	2156.072	2155.818	2159.530	2181.305	2181.532	2168.021	2179.400
Depositi in c/c	774.545	778.934	778.449	800.354	808.993	800.147	802.522	810.601	811.209	822.985	817.601	820.641	831.087	832.680	828.270	834.769	842.971	836.954	841.846
Depositi a risparmio	298.258	298.639	298.458	300.048	302.550	303.441	303.500	303.465	302.231	301.214	301.200	300.460	301.420	301.834	301.562	302.208	304.275	305.292	305.412
Certif. deposito	1049.315	1044.295	1050.709	1057.170	1046.253	1045.095	1056.081	1060.344	1042.694	1024.320	1032.275	1026.798	1023.566	1021.303	1029.699	1044.328	1034.287	1025.775	1032.142
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																			
Prestiti totali	-0.64	-0.35	-0.84	0.56	1.10	0.80	0.80	0.90	1.14	1.20	0.80	0.80	0.70	0.70	0.80	0.90	0.80	0.80	0.70
Prestiti in euro	-0.62	-0.17	-0.79	0.70	1.62	0.94	0.78	0.91	1.11	1.28	0.86	0.77	0.66	0.50	0.91	0.74	0.82	0.70	0.58
Prestiti in valuta	-2.21	-11.59	-3.51	-9.60	-26.43	-11.21	1.96	0.16	2.79	-4.06	-2.18	3.45	3.54	14.15	-5.52	13.50	-0.67	10.55	7.56
Prestiti a breve	-2.65	-0.91	-0.77	-0.64	-0.75	-0.98	-0.20	0.30	0.20	1.10	0.95	0.90	1.50	1.70	2.30	2.90	2.70	2.80	2.50
Prestiti a m/1	-0.26	-0.25	-0.85	0.78	1.45	1.14	0.99	1.01	1.32	1.22	0.77	0.78	0.55	0.51	0.52	0.54	0.45	0.43	0.37
Depositi totali	-0.24	0.00	0.95	1.87	2.84	2.70	2.30	2.00	2.30	2.10	1.90	1.80	1.60	1.60	1.50	1.10	1.10	0.90	0.80
Depositi in c/c	6.27	7.31	5.35	7.90	9.07	9.40	9.30	8.50	7.90	7.60	7.60	7.70	7.30	6.90	6.40	4.30	4.20	4.60	4.90
Depositi a risparmio	-0.07	0.15	0.52	0.94	1.01	0.96	0.94	0.96	1.01	1.01	1.02	1.07	1.06	1.07	1.04	0.72	0.57	0.61	0.63
Certif. deposito	-4.60	-4.87	-1.97	-2.02	-1.01	-1.43	-2.09	-2.19	-1.32	-1.63	-1.96	-2.27	-2.45	-2.20	-2.00	-1.21	-1.14	-1.85	-2.27

(*) 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 28/02/2015.

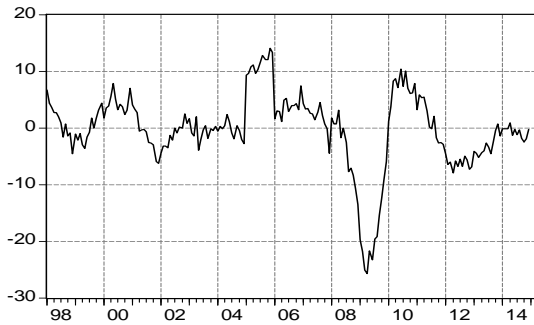
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



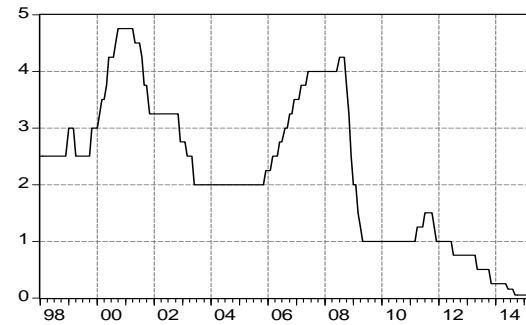
— TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



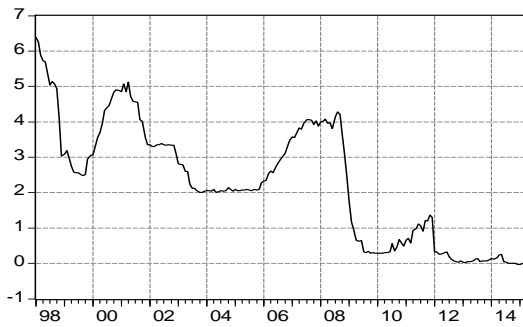
— TASSO INFLAZIONE AREA EURO



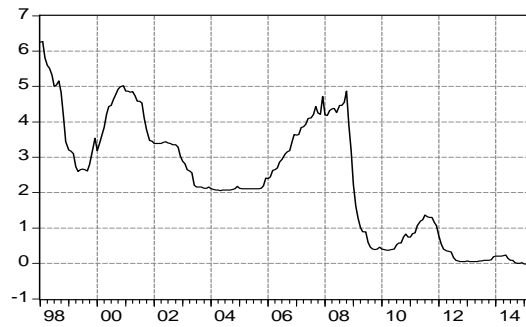
— PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



— TASSO DI INTERVENTO BCE



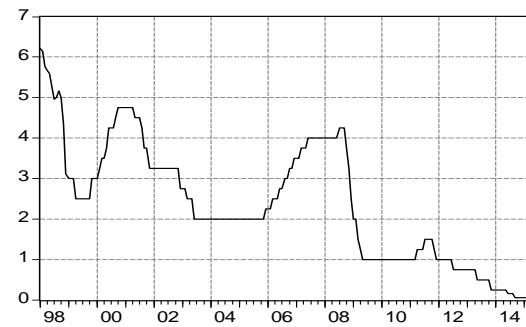
— TASSO OVERNIGHT



— TASSO INTERBANCARIO 1 MESE ITALIA

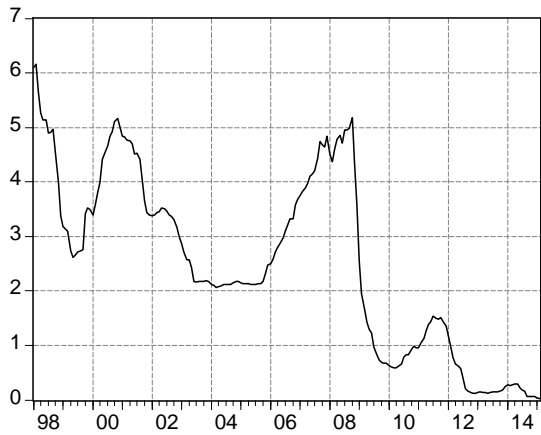


— INDICE COMIT



— TASSO MEDIO PONDERATO PCT

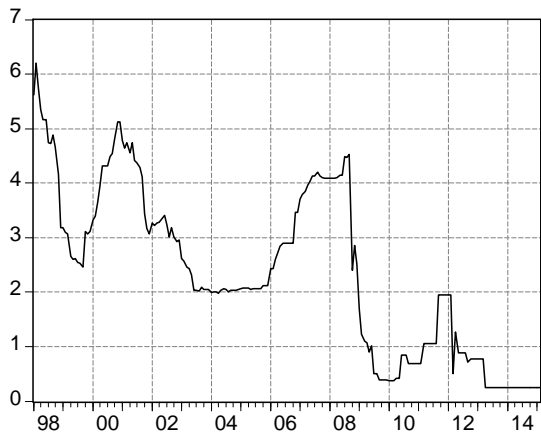
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



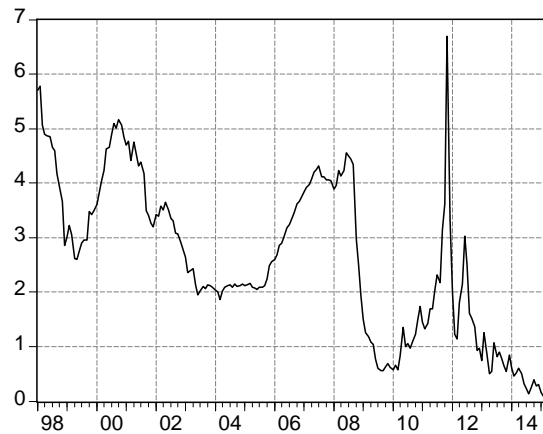
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI ITALIA (LIBOR)



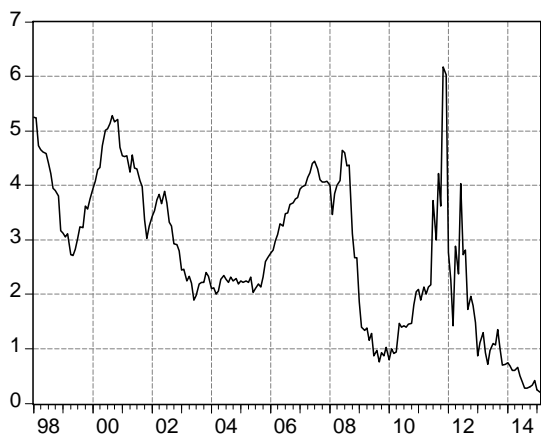
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI ITALIA



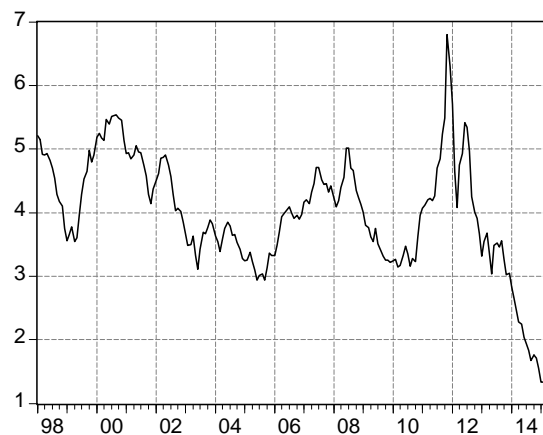
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO



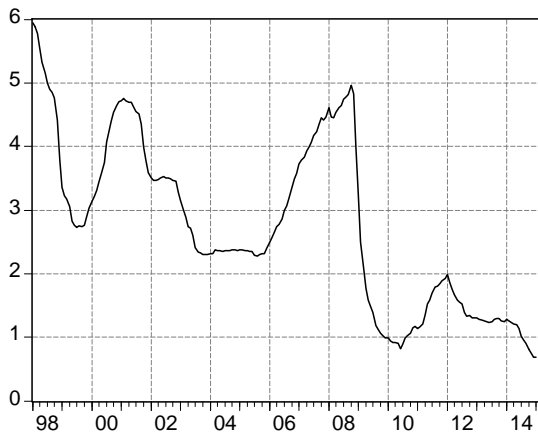
— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO



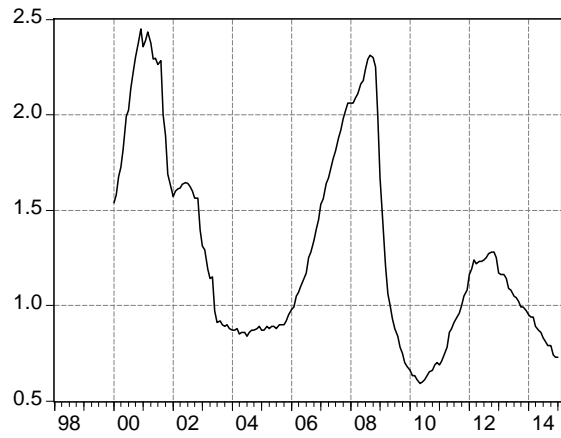
— RENDISTAT LORDO

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

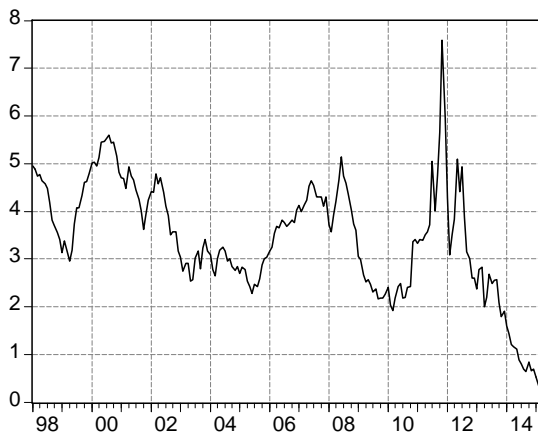
Dati mensili



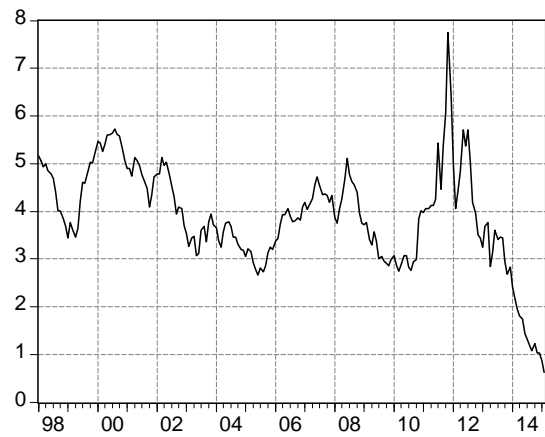
— TASSO PRESTITI MINIMO



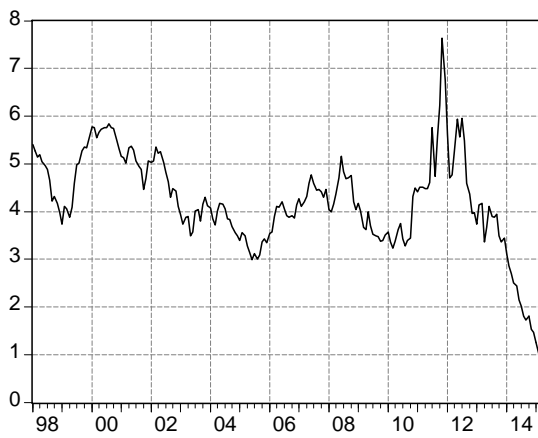
— TASSO DEPOSITI MEDIO



— 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)

