

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

Elaborazione del 30/01/2009

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 Gennaio 2010.

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

Rispetto al precedente rapporto, peggiora ulteriormente l'*outlook* economico internazionale, con la crisi del settore finanziario che pesa sempre più sulla crescita dell'attività produttiva, generando una recessione economica senza precedenti. La finanza è stata il motore primo della crisi, ma ora è l'auto, con il suo rilevantissimo indotto, la principale vittima del contagio che ha colpito l'economia reale, per il peso che riveste nella formazione del Pil e nella composizione dell'occupazione e per la natura discrezionale degli acquisti. Per questo motivo, nel mettere a punto le misure per evitare un ulteriore approfondimento della crisi, i Governi hanno come prima priorità il risanamento del sistema bancario-finanziario (per i suoi riflessi sistemici) e poi quello dell'auto. Sebbene lo *shock* della crisi sia stato simmetrico, le conseguenze su tassi e valute non hanno colpito tutti i Paesi allo stesso modo.

In America, vittima di tre sintomi preoccupanti: una recessione sempre più pericolosa, con licenziamenti a catena e diminuzioni preoccupanti dell'*output* produttivo, la paralisi del mercato del credito e la crisi delle banche che non riescono a liberarsi dei titoli tossici, è stato approvato alla Camera il pacchetto di stimoli fiscali da 825 miliardi di \$, per dare una spinta forte all'economia e restituirle vitalità. Si rafforza inoltre l'idea della creazione di una "*bad bank*".

Anche il Vecchio Continente, che dal 1 gennaio ha visto salire a sedici i membri dell'Eurozona con l'entrata della Slovacchia nell'Unione Monetaria, è alle prese con una triplice crisi bancaria-finanziaria-creditizia senza precedenti e con una sferzante recessione. I Governi europei però mostrano maggiore prudenza rispetto agli Stati Uniti sulla politica fiscale e sulle misure da implementare per uscire dalla crisi, sebbene la seria recessione, partita dagli Usa, non possa non generare un impatto forte anche in Europa. Infine, tutti i Paesi emergenti si sono dimostrati in questa circostanza un motore fragile dello sviluppo globale, perché troppo facilmente influenzabili dall'andamento internazionale ed incapaci di alimentare adeguatamente la domanda interna.

Usa: segnali di una recessione che si fa sempre più grave

I primi dati sull'andamento dell'economia americana nel IV trimestre dell'anno mostrano la peggiore *performance* dal 1982, con una diminuzione del Pil di -3,8% t/t e di -0,2% su base annua, minore comunque rispetto alle attese (-5,5% t/t). Continua anche negli ultimi mesi del 2008 la flessione dei consumi privati (-3,5% t/t e -1,3% a/a, dopo una contrazione di -3,8% t/t e -0,2% a/a nel trimestre precedente). Sono inoltre precipitati gli investimenti fissi, sia quelli residenziali (-23,6% t/t, -19,7% a/a), sia quelli non residenziali (-19,1% t/t, -4,4% a/a). Mentre la diminuzione dei primi si protrae da molti mesi a questa parte, il crollo dei secondi è un fatto nuovo, indice che le imprese hanno iniziato a diminuire bruscamente gli investimenti in macchinari e impianti, in vista di una contrazione della domanda, ed indice che la crisi, inizialmente scoppiata nel ramo edilizio, si sta trasferendo velocemente agli altri settori economici. Pesanti diminuzioni sono state registrate anche nel comparto del commercio estero. Soltanto consumi pubblici e scorte hanno sostenuto l'economia (contribuendo rispettivamente per +0,38% t/t e +1,38% t/t), anche se l'accumulo di scorte, nel quadro di un pesante rallentamento dei consumi e di una frenata degli investimenti, deve essere visto con preoccupazione. Gli investimenti fissi non residenziali hanno inciso per -2,26% t/t sul risultato, -0,85% t/t è stato il peso quelli residenziali, mentre il contributo delle esportazioni nette è stato pressoché trascurabile (+0,09% t/t): è venuto meno il loro sostegno all'economia, anche a motivo del rafforzamento del dollaro, aumentato in pochi mesi del 14% circa nei confronti dell'euro.

Dal lato dell'offerta, prosegue anche nel mese di dicembre il calo della produzione industriale (-2,0% m/m, -7,8% a/a) e degli ordini di beni durevoli (-2,6% m/m, -5,7% a/a); se privato della componente trasporti, quest'ultimo dato sarebbe stato ancor più negativo (-3,6% m/m). Nel mese di riferimento il tasso di utilizzo della capacità produttiva ha raggiunto il livello più basso dall'aprile 1993, scendendo a 73,7% da 75,2% di novembre. Gli ordini all'industria riferiti al mese di novembre hanno riportato un calo di -4,6% su base mensile (+2,3% a/a), dopo il -6,0% m/m rivisto di ottobre, nonostante le previsioni li attendessero a -2,2% m/m. Alcuni indici di fiducia, quali l'ISM non manifatturiero, l'indice di Philadelphia e il NY Empire State Manufacturing hanno registrato timidi aumenti negli ultimi mesi, giustificabili con tutta probabilità alla luce del cambio al vertice politico. Dal lato della domanda, si segnala la pesante contrazione delle vendite dei grandi magazzini in novembre (-7,1% m/m, -7,6% a/a), mentre neppure la concomitanza col periodo natalizio è servita ad invertire la rotta delle vendite al dettaglio (-2,7% m/m e -9,8% a/a in dicembre). L'indice di fiducia dei consumatori elaborato dal Conference Board ha toccato in gennaio il minimo storico, scendendo a 37,7 da 38,6 rivisto del mese precedente, contro un'attesa di 38,0. Nel mercato del lavoro, gli ultimi dati sull'occupazione hanno alimentato il pessimismo su profondità e durata della crisi: il tasso di disoccupazione ha raggiunto in dicembre il livello più alto da gennaio 1993, al 7,2% dal 6,8% rivisto di

novembre, mentre prosegue la contrazione del numero degli occupati in ogni settore dell'economia. Nel contempo, diminuisce anche il numero medio di ore lavorate (da 33,5 a 33,3) e il tasso di partecipazione, da 65,8% a 65,7%, mentre il costo del lavoro unitario è aumentato nel IV trimestre solo di +0,5 punti percentuali t/t: era dal 1999 che non si osservava un aumento così contenuto. Permane nel frattempo la crisi del settore edilizio: l'avvio di nuovi cantieri è sceso in dicembre di -15,5% m/m, al nuovo minimo storico (-45,0% il calo su base annua), mentre la vendita di nuove case registra contrazioni a due cifre anche su base mensile (-14,7% m/m, -44,8% a/a). Solo le vendite di case esistenti mostrano un +6,5% m/m, ma con il tendenziale ancora in terreno negativo (-3,5% a/a). Sul fronte dei prezzi, prosegue la correzione verso il basso degli indicatori generali, che rende più concreto il rischio deflazione: l'indice dei prezzi al consumo relativo al mese di dicembre è infatti diminuito di -0,7% su base mensile, facendo registrare il minor aumento annuo dal 1954 (+0,1% a/a), mentre ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione è sceso di -1,9% m/m e -0,9% a/a. Al contrario, gli indicatori depurati delle componenti alimentari ed energetiche rimangono ancora su livelli elevati: il CPI *core*, invariato in dicembre su base mensile, mantiene un tendenziale a +1,8%, mentre il PPI *core*, cresciuto di +0,2% m/m, risulta più alto dello scorso anno di +4,3 punti percentuali. È verosimile attendersi un suo ridimensionamento nei prossimi mesi, che ricalchi, sebbene con qualche mese di ritardo, il percorso discendente seguito in precedenza dall'indice generale. Molto marcata è stata in dicembre la diminuzione sia dei prezzi *export* (-2,3% m/m e -3,2% a/a), sia dei prezzi *import* (-4,2% su base mensile, -9,3% su base annua, maggior calo annuo dall'inizio della serie). Non disponendo più di alcuno spazio di manovra sui tassi, dato anche il livello pesantemente negativo raggiunto dai tassi di interesse reali, riteniamo che la Fed si concentri ora su politiche quantitative, quali l'apertura di linee di finanziamento a breve ad istituzioni finanziarie solide, la concessione di liquidità direttamente nelle mani degli investitori in settori chiave e l'acquisto di titoli a lungo termine.

Giappone: si aggrava pesantemente lo scenario economico

L'economia giapponese ha chiuso il III trimestre dell'anno in calo di -0,5% su base trimestrale e -0,3% su base annua, spiegabile principalmente con la contrazione degli investimenti fissi (-0,8% t/t, -4,1% a/a) e il peggioramento del commercio estero, con un aumento delle importazioni maggiore del livello delle esportazioni. L'*export* giapponese, barometro dell'economia mondiale, ha registrato a dicembre il peggior calo di cui si abbia memoria. Gli analisti prevedono per il Giappone il protrarsi della recessione almeno fino alla prima metà del 2010, il ritorno della deflazione e la caduta del *surplus* commerciale ai livelli minimi.

I dati provenienti dal lato dell'offerta testimoniano una preoccupante contrazione sia della produzione industriale (-9,6% su base congiunturale e -20,6% su base tendenziale, secondo i dati preliminari per il mese di dicembre), sia degli ordini di macchinari industriali (-16,2% m/m e -27,7% a/a in novembre), segni inequivocabili che l'economia giapponese, fortemente orientata all'esportazione e tradizionalmente sostenuta dal canale estero, sta ora risentendo in maniera pesante delle conseguenze della recessione globale e del concomitante rafforzamento dello Yen nei confronti delle altre principali valute, dollaro ed euro *in primis*. Non migliori sono i dati che provengono dal lato della domanda, con i consumi delle famiglie diminuiti in dicembre di -3,7% su base annua in termini nominali, mentre se valutati in termini reali sono diminuiti addirittura di -4,1% a/a. Pesanti contrazioni hanno registrato sia le vendite dei grandi magazzini (-5,0% a/a), sia le vendite al dettaglio (-2,7% rispetto ad un anno prima). Un'ulteriore conferma della situazione di grave crisi della domanda proviene dall'indice di fiducia dei consumatori, che ha raggiunto in dicembre il nuovo minimo storico, a 26,2, da 28,4 del mese precedente. L'ultimo mese dell'anno ha visto anche l'aggravarsi della situazione nel mercato del lavoro, con la diminuzione della forza lavoro e degli occupati, e il parallelo aumento del numero di persone disoccupate (da 2,56 a 2,70 milioni) e del tasso di disoccupazione (dal 3,9% al 4,4%, contro una previsione di 4,2%). Sul fronte dei prezzi, torna ad affacciarsi lo spettro della deflazione: l'indice CPI Tokio anticipa che i prezzi al consumo subiranno in gennaio un calo congiunturale di -0,6%, portando la variazione tendenziale a +0,5%; l'indice CPI riferito al mese di dicembre è diminuito di -0,4% m/m (+0,4% a/a), mentre il *core* è rimasto invariato sia su base mensile che su base annua. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice CGPI ha fatto segnare in dicembre un -1,2% m/m, portando il tendenziale a +1,1%, da +2,8% del mese precedente.

Europa: critica la situazione dal lato dell'offerta

Il terzo trimestre dell'anno si è chiuso con un calo del Pil di -0,2% t/t (+0,6% la variazione annua), in linea con le attese degli analisti ed imputabile principalmente alla diminuzione degli investimenti fissi (-0,6% t/t, +0,8% a/a) e alla battuta d'arresto delle esportazioni e dei consumi privati rispetto al trimestre precedente. Anche la robusta crescita delle importazioni (+1,4% t/t, +2,2% a/a) ha pesato sul risultato finale. L'unico contributo positivo al risultato economico proviene dalle scorte, che hanno pesato per +0,4% t/t e +0,1% a/a,

anche se questo dato segnala l'aumento dell'invenduto e la contrazione della domanda. È più che raddoppiato in novembre il *deficit* della bilancia commerciale, a causa di una diminuzione delle esportazioni (-4,7% su base congiunturale, dopo il -2,8% m/m rivisto del mese precedente) maggiore del calo dell'*import* (-2,5% m/m, dopo il -5,1% m/m rivisto riportato in ottobre).

Pesantemente negativi sono i dati che provengono dal lato dell'offerta: sia la produzione industriale che gli ordini all'industria hanno registrato in novembre le maggiori diminuzioni annue assolute: la prima è scesa di -1,6% su base mensile e -7,7% su base annua, dopo un -1,6% m/m e -5,7% a/a rivisti di ottobre, mentre i secondi sono precipitati di -4,5% m/m e addirittura -26,2% a/a. In leggero recupero e superiori alle attese sono stati gli indici PMI nel mese di gennaio: quello manifatturiero è passato da 33,9 a 34,5, contro una previsione di 33,0, mentre quello dei servizi è passato da 42,1 a 42,5, (previsione: 41,5). L'indice Leading Indicator elaborato dall'OCSE si mantiene in terreno negativo, segno che le prospettive continuano a rimanere fosche: esso ha riportato in novembre una variazione congiunturale di -1,3%, che porta il tendenziale a -7,3%. Dal lato della domanda, si osserva un timido recupero delle vendite al dettaglio nel mese di novembre: sono infatti cresciute di +0,6% rispetto al mese precedente, facendo risalire il tendenziale a -1,5%, dopo il -2,3% a/a di ottobre. I dati provenienti dal mercato del lavoro segnalano un aumento superiore alle attese del tasso di disoccupazione, che in dicembre ha raggiunto l'8%, il livello maggiore da novembre del 2006; esso rimane comunque inferiore al dato statunitense, anche a causa della maggiore rigidità del mercato del lavoro nel vecchio continente. Sul fronte dei prezzi, prosegue il ridimensionamento degli indici, sebbene ad un ritmo più moderato rispetto agli ultimi mesi: l'indice dei prezzi al consumo è diminuito in dicembre di -0,1% m/m, portando il tendenziale a +1,6%, al livello più basso dall'ottobre 2006. Riprende invece la crescita dell'indice *core* (+0,4% m/m e +1,8% a/a), dopo l'invarianza di novembre. La stima *flash* per il mese di gennaio attende l'inflazione a +1,1%, al livello più basso da luglio 1999, trascinata al ribasso dal rallentamento economico e dal netto calo dei prezzi dei prodotti petroliferi. Molto più marcate appaiono le diminuzioni ai primi stadi della commercializzazione, dove l'indice dei prezzi alla produzione è sceso in novembre di -1,9% m/m (facendo registrare il maggior calo assoluto dal 1990, anno d'inizio della serie), portando il tendenziale a +3,3%, dopo il +6,3% del mese precedente. Prosegue inoltre lo sgonfiamento di M3: in dicembre infatti il suo tasso annuo di crescita si è attestato a +7,3%, dopo il +7,7% rivisto di novembre e le attese di +7,6%.

Alla luce di tutti questi dati, riteniamo che la Bce, dopo il taglio di 50 p.b. effettuato in gennaio, opti per una riduzione del tasso di riferimento fino all'1% entro il primo semestre dell'anno, in concomitanza con la diminuzione attesa dell'inflazione. Tale politica verrà presumibilmente attuata con due tagli di 50 p.b. ciascuno: il primo nella riunione di marzo (Scen. A e C, prob. Cumulata: 90%), il secondo a giugno, dopo la pubblicazione dei primi dati sull'andamento economico nel primo trimestre del 2009 (Scen. C, prob. 60%). Non si esclude comunque un anticipo di tale mossa espansionistica alla riunione di aprile, nel caso in cui la gravità della situazione lo richiedesse (Scen. A, prob. 30%).

Come già sottolineato in precedenza, è la **Germania** il Paese europeo a risentire maggiormente delle conseguenze della crisi internazionale, a causa della sua vocazione commerciale. Il rallentamento del commercio internazionale si sta infatti rivelando dirompente per l'economia nazionale, piombata in una delle peggiori recessioni dalla fine della II Guerra Mondiale. Sono infatti le esportazioni nette a pesare maggiormente sul -0,5% t/t registrato dal Pil nel III trimestre dell'anno: il loro contributo è stato infatti di -1,7% t/t, solo in parte mitigato dall'accumulo di scorte e dal debole aumento dei consumi privati. È diminuito in novembre l'attivo della bilancia commerciale, a causa di una riduzione delle esportazioni (-10,6% m/m e -11,8% a/a) nettamente superiore alla contrazione delle importazioni (-5,6% m/m, -0,9% a/a). Preso atto della gravità della situazione, il Governo ha messo a punto in tempi brevi un nuovo piano di aiuti economici, costituito in gran parte da sgravi fiscali, investimenti in infrastrutture ed incentivi al consumo, che fa salire a 81 miliardi di euro la quota complessivamente stanziata.

Pesantemente negativi sono i dati che provengono dal lato dell'offerta: la produzione industriale è infatti diminuita in novembre di -3,1% su base mensile e -10,0% su base annua, battendo al ribasso le aspettative, mentre gli ordini all'industria manifatturiera hanno fatto registrare un -6,0% a livello congiunturale e -27,2% su base tendenziale. Anche le stime *flash* degli indici PMI riferiti al mese di gennaio denotano il deterioramento delle condizioni economiche: l'indicatore manifatturiero è atteso a 32,0 da 32,7 del mese precedente e quello dei servizi è previsto in calo a 45,4 da 46,6. Dal lato della domanda, è proseguita anche in novembre la diminuzione delle vendite al dettaglio, scese di -1,1% m/m e -2,0% su base annua. Sorprendentemente in aumento appaiono nel primo mese dell'anno i principali indici di fiducia: l'indice Zew è passato da -45,2 a -31,0, nonostante le previsioni lo dessero a -44,0, mentre l'Ifo è salito da 82,7 a 83,0, contro un'aspettativa di 81,3. Segnali di recessione sono ormai visibili anche nel mercato del lavoro tedesco: in gennaio è infatti cresciuto il numero di persone disoccupate di +56mila unità, ben oltre le aspettative, e il

tasso di disoccupazione ha raggiunto il 7,8%. Sul fronte dei prezzi, si notano diminuzioni generalizzate e sostenute di tutti gli indici, a causa della caduta dei prezzi delle materie prime: i dati preliminari per il mese di gennaio mostrano l'indice dei prezzi al consumo in calo di -0,4% su base mensile, ai minimi da febbraio 2004, e l'indice calcolato sul paniere armonizzato in discesa di -0,6% m/m. In entrambi i casi il tendenziale si attesta a +0,9%. Minore rispetto alle attese è stata la diminuzione ai primi stadi della commercializzazione, con l'indice dei prezzi alla produzione sceso in novembre di -0,1% m/m, dopo il -0,9% m/m rivisto del mese precedente, che ha portato il tendenziale a +4,3%, dal +5,3% di ottobre.

La **Francia** rimane l'unico Paese europeo di grandi dimensioni a non aver riportato una contrazione del Pil nel III trimestre dell'anno, grazie alla tenuta dei consumi interni. Anche qui i dati provenienti dal lato dell'offerta sono pesantemente negativi: la produzione industriale è scesa in novembre di -2,4% su base mensile e -6,5% su base annua, ben al di sotto delle aspettative di mercato (-1,1% m/m), mentre gli ordini all'industria hanno subito un decremento di -5,7 punti percentuali rispetto al mese precedente e addirittura di -27,7% rispetto a novembre 2007. L'indice di fiducia delle imprese è rimasto stabile in gennaio a 73 punti, che rappresenta comunque il livello più basso mai raggiunto. Dal lato della domanda, si segnala l'aumento delle vendite al dettaglio nel mese di novembre (+1,8% m/m, +1,6% a/a) e il recupero dell'indice di fiducia dei consumatori, che in gennaio è salito a -41 da -44 del mese precedente, nonostante le attese lo dessero a -45. Preoccupante è però il calo dei consumi delle famiglie registrato in dicembre (-0,9% m/m, -1,7% a/a, al livello più basso dal lontano 1972), non previsto dagli analisti e concomitante col periodo degli acquisti natalizi. Sul fronte dei prezzi, sia l'indice nazionale dei prezzi al consumo, sia quello calcolato sul paniere armonizzato hanno registrato in dicembre una contrazione di -0,3% su base mensile, che ha portato i tendenziali rispettivamente a +1,0% e +1,2%, ben al di sotto quindi della media europea e in particolare dei risultati italiani. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione ha subito in novembre il maggior calo mensile della sua storia: -1,9%, che ha fatto precipitare il tendenziale a +1,6%, dopo il +4,3% del mese precedente.

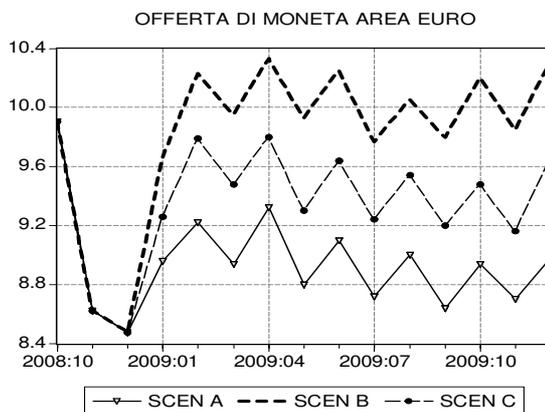
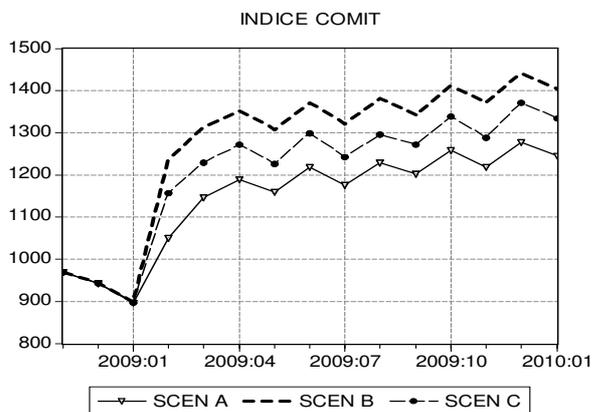
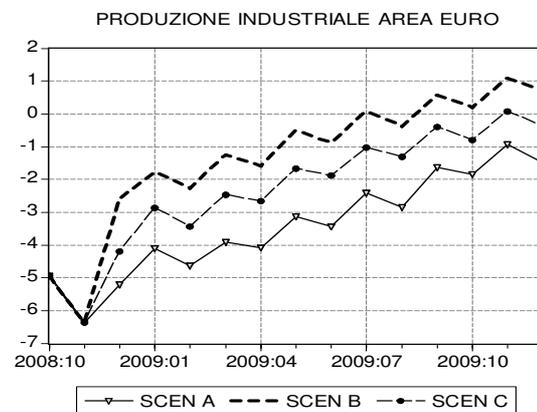
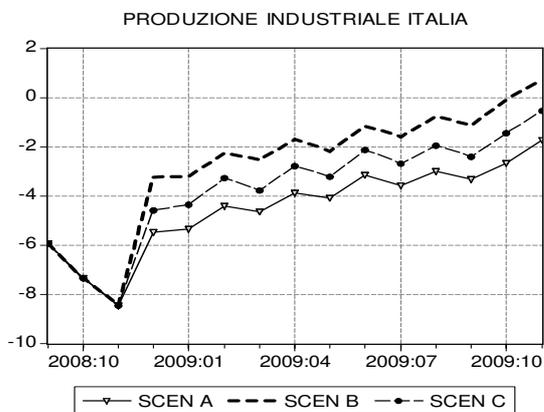
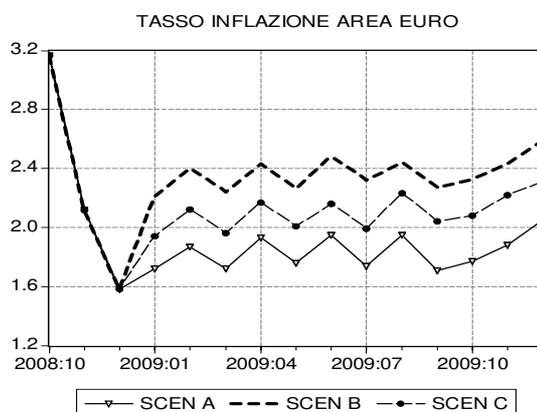
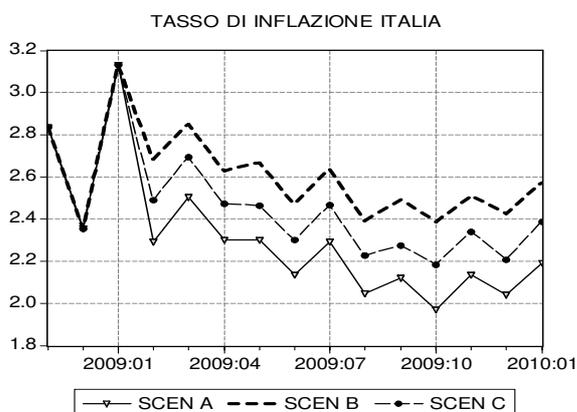
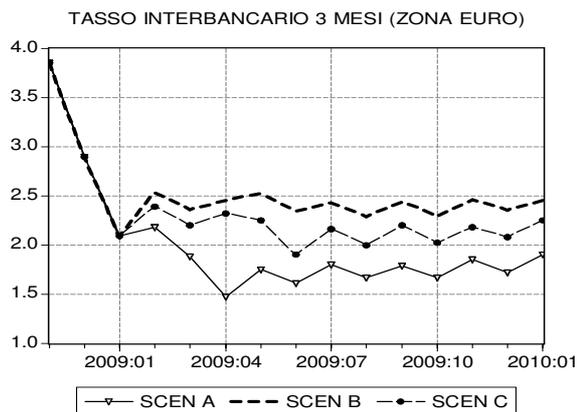
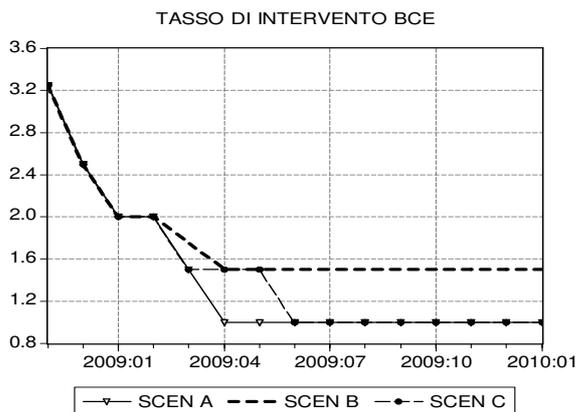
Italia: la peggiore battuta d'arresto per l'industria degli ultimi 17 anni

I dati definitivi relativi all'andamento dell'economia nel III trimestre del 2008 confermano la contrazione del Pil di -0,5 punti percentuali su base trimestrale e il maggior declino annuo dal 1993: -0,9%. Il risultato è da imputare principalmente all'andamento negativo degli investimenti fissi e ad una contrazione delle esportazioni maggiore di quella registrata dall'*import*. L'andamento del commercio estero nel mese di novembre segnala l'aumento del saldo positivo nei confronti degli altri Paesi europei, a causa di una contrazione dell'*import* maggiore dell'*export*, e una parallela diminuzione nel mese di dicembre del *deficit* verso il resto del mondo, a causa di una variazione positiva delle esportazioni (+2,1% m/m) e di una contestuale diminuzione dell'*import* (-2,3% m/m), segno che, nonostante la recessione globale, l'Italia continua ad esportare i suoi prodotti nel mondo, grazie soprattutto alla reattività e alla flessibilità del settore manifatturiero. Preoccupanti sono i segnali che giungono dal lato dell'offerta: in novembre la produzione industriale è scesa, ben oltre le aspettative, di -2,3% m/m e -9,7% a/a, facendo registrare il maggior calo annuale da gennaio 1991, data d'inizio della serie, che fa presagire una secca contrazione del Pil nell'ultima porzione dell'anno e un 2009 critico per l'attività produttiva. Il fatturato industriale è precipitato di -3,9% su base mensile, facendo scendere il tendenziale di -13,9 punti percentuali, dopo il decremento di -5,9% a/a in ottobre. Anche gli ordini all'industria hanno toccato il minimo dall'inizio della serie (gennaio 1991), scendendo di -6,3% m/m e -26,2% a/a, battendo fortemente al ribasso le aspettative degli analisti. In forte diminuzione appaiono anche l'indice di fiducia delle imprese manifatturiere (passato da 66,8 a 65,5, in linea con le attese e al livello minimo dal 1991) e quello delle imprese di servizi (scivolato da -26,0 a -30,0 nel mese). Permane uno stato di forte criticità sul versante della domanda delle famiglie, segnalato da un'ulteriore contrazione delle vendite al dettaglio in novembre (-0,5% m/m, -3,0% a/a). Per quanto riguarda l'andamento dei prezzi, prosegue la diminuzione degli indici, sebbene ad un ritmo molto più contenuto rispetto ai mesi precedenti e rispetto alla *performance* degli altri Paesi europei, a causa della maggiore rigidità dei prezzi e alla scarsa concorrenza vigente nel nostro Paese. L'indice nazionale dei prezzi al consumo è infatti sceso in dicembre di -0,1% su base mensile, confermando il dato preliminare e portando il tendenziale a +2,2%, mentre l'indice armonizzato, sceso anch'esso di -0,1% m/m, si è fermato a +2,4% a/a, dopo il +2,7% fatto segnare in novembre. Ai primi stadi della commercializzazione, il ridimensionamento dell'indice dei prezzi alla produzione appare più marcato: in novembre è diminuito, oltre le aspettative, di -1,3% su base congiunturale, con il tendenziale a +0,6%, dal +2,1% del mese precedente.

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

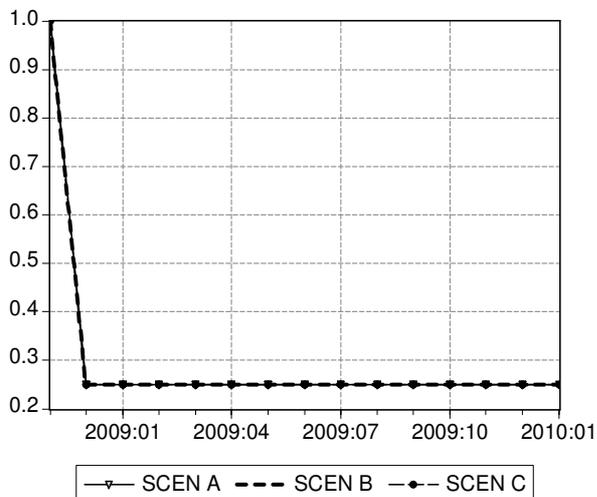
A (30%)	B (10%)	C (60%)
<p>Usa: la crisi finanziaria ha ormai pesanti effetti negativi sull'economia reale, generando forte recessione, ulteriore peggioramento della situazione nel mercato del lavoro, crollo della produzione industriale e forte diminuzione della domanda, che si protrarranno anche per buona parte del nuovo anno. La fiducia dei consumatori continua su di un <i>trend</i> fortemente decrescente, si assorbono rapidamente le pressioni inflazionistiche dei mesi scorsi, a causa della forte debolezza della domanda interna, frenata da un reddito in calo. Anche le esportazioni rallentano a causa del rafforzamento del dollaro nei confronti delle altre valute e della crisi globale. La <i>Federal Reserve</i>, non avendo più alcun margine di manovra sui tassi, deciderà quindi di intervenire con un massiccio allentamento quantitativo, volto ad aumentare la quantità di moneta circolante, come segnale forte per il rilancio dell'economia.</p> <p>Area Euro: l'economia attraversa un fase di severa recessione. La crisi americana trasmette i suoi pesanti effetti anche al di qua dell'oceano. Molto forte è la contrazione della produzione industriale e degli ordini, a causa del rallentamento della domanda mondiale. I consumi e gli investimenti sono seriamente minacciati dalla restrizione delle condizioni di accesso al credito per imprese e famiglie conseguenti alle turbolenze nel settore creditizio. La BCE decide di intervenire nella riunione di marzo a favore di una nuova riduzione dei tassi di 50 p.b., seguita da una misura analoga nella riunione di aprile, per scuotere i mercati e riprendere il sentiero di crescita.</p>	<p>Usa: i mercati stanno ora scontando il peggio, quindi, senza sottovalutare la gravità della situazione, è possibile che l'evoluzione dei prossimi mesi risulti migliore delle attese. Le turbolenze sui mercati finanziari vengono lentamente riassorbite, grazie anche alle ingenti misure a sostegno della liquidità e del recupero del sistema bancario. Dopo una fase di recessione, l'economia americana dà timidi segnali di ripresa, grazie agli effetti positivi generati dalle misure messe in atto a livello statale per contrastare il diffondersi della crisi.</p> <p>La Fed, che dopo il taglio di 75 p.b. effettuato a dicembre ha praticamente azzerato il costo del denaro, avrà a disposizione solo lo strumento quantitativo per stimolare il recupero dell'economia.</p> <p>Area Euro: l'economia europea mostra alcuni segni di recupero, con la parziale ripresa della domanda e la produzione industriale che torna lentamente a crescere, anche in seguito al robusto stimolo proveniente dalla politica monetaria espansiva e dalle misure messe in atto a livello governativo nei singoli Paesi per contrastare la crisi. La Bce, dopo la riduzione operata nella riunione di gennaio, opterà per un taglio di 25 p.b. nella riunione di marzo, eventualmente seguito da una mossa analoga il mese successivo, con l'obiettivo di sostenere la crescita economica, grazie anche al progressivo rientro dei rischi per la stabilità dei prezzi.</p>	<p>Usa: l'economia americana è in recessione: la caduta della produzione industriale ma soprattutto la contrazione degli ordini gettano fosche luci sull'evoluzione dell'economia nei prossimi mesi e i dati che provengono dal mercato del lavoro sono fortemente negativi. Inoltre, il rafforzamento del dollaro comporta un rallentamento della domanda e il conseguente ulteriore peggioramento dell'attività economica. La Fed fa ampio ricorso a strumenti quantitativi per cercare di rilanciare l'economia, pesantemente colpita dalla crisi nel comparto finanziario. Immette massicce quantità di liquidità nel mercato, attraverso l'acquisto di buoni del Tesoro e di titoli garantiti da mutui immobiliari allo scopo di scuotere i mercati e stabilizzare il sistema bancario.</p> <p>Area Euro: la crisi finanziaria che ha investito gli Stati Uniti genera ripercussioni di rilievo anche nell'Eurozona, ormai piombata in recessione. Enormi sono le diminuzioni della produzione e degli ordini industriali, congiunte alla crisi di fiducia e alla contrazione della domanda. Questo quadro, unito al riassorbirsi delle pressioni inflazionistiche dei mesi scorsi, crea un ampio spazio di manovra per la Bce, che proseguirà la sua politica monetaria espansiva a sostegno della crescita, che si concretizzerà nella riduzione del tasso di riferimento di ulteriori 50 p.b. a marzo, eventualmente seguita da una misura analoga nella riunione di giugno.</p>

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili

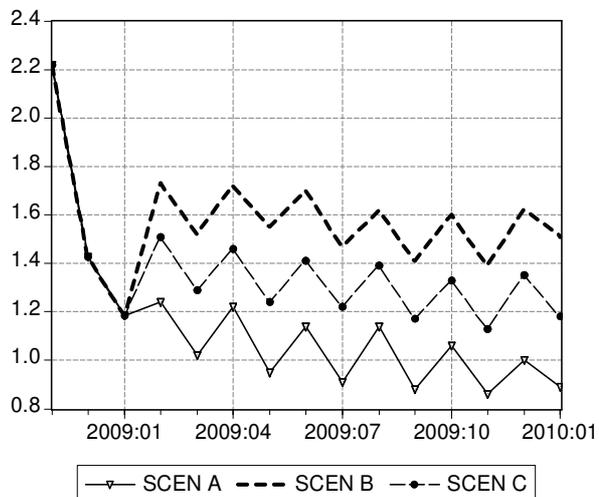


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili

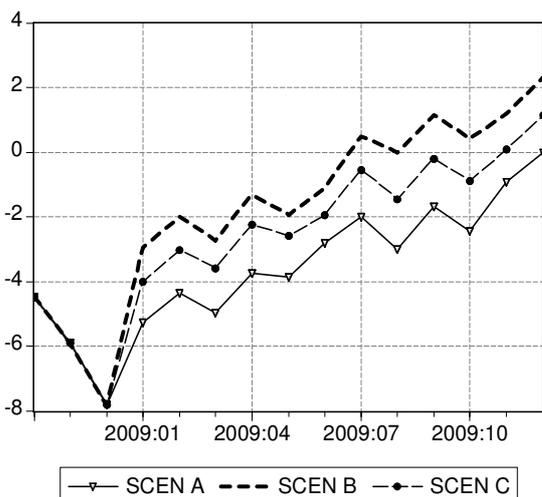
TASSO DI INTERVENTO FED



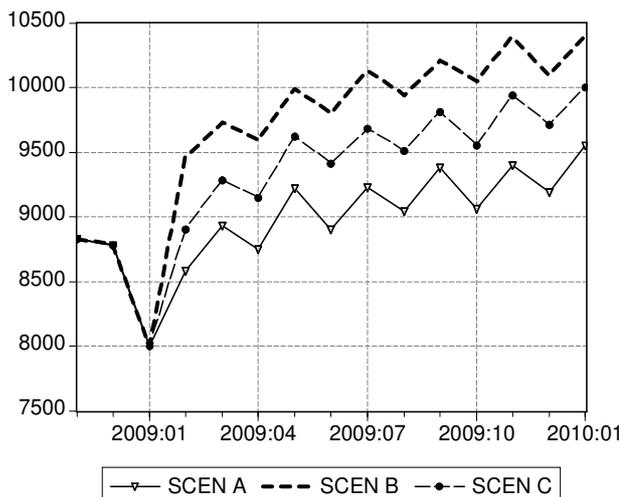
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



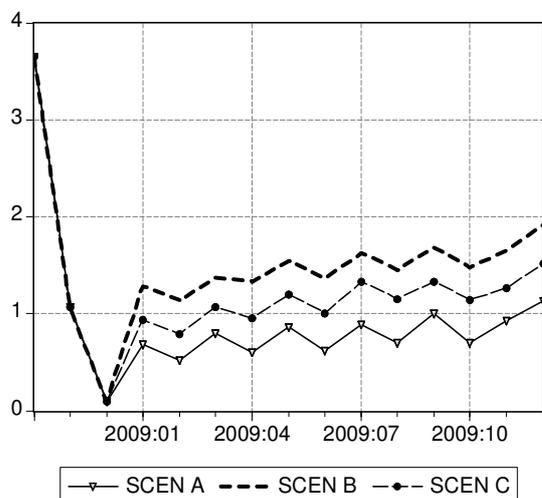
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



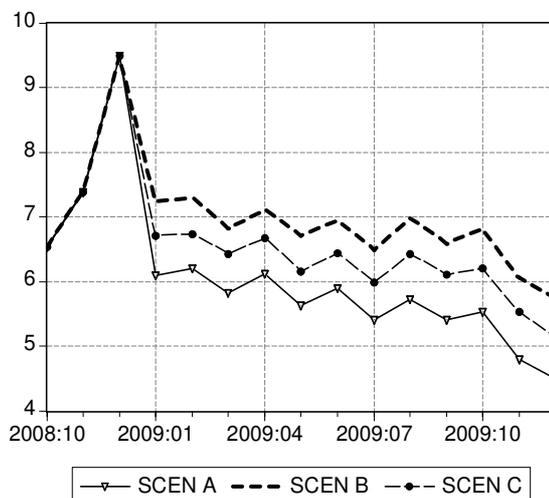
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

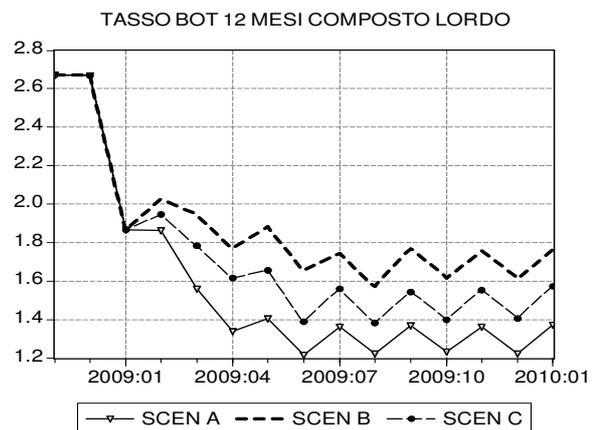
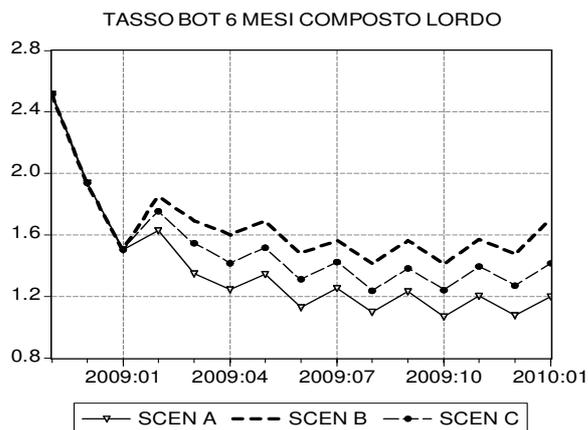
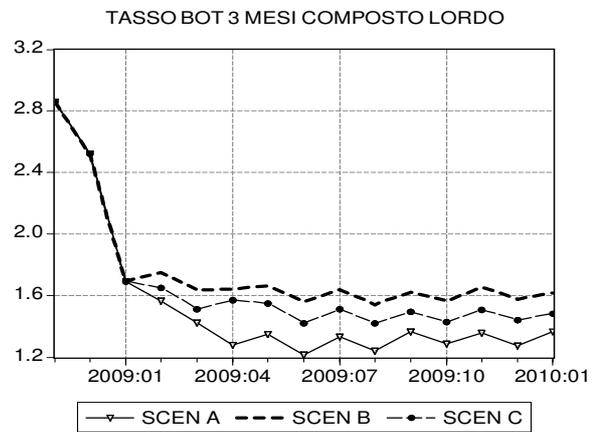
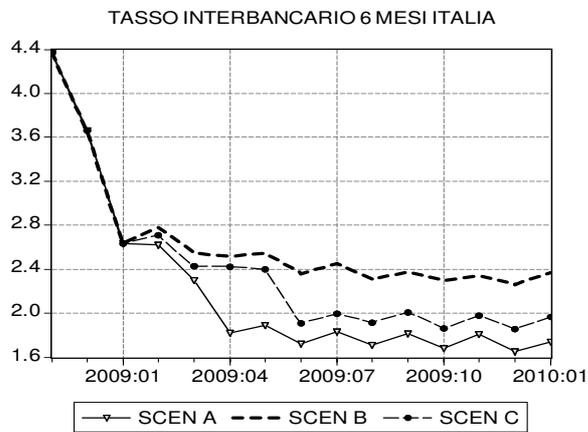
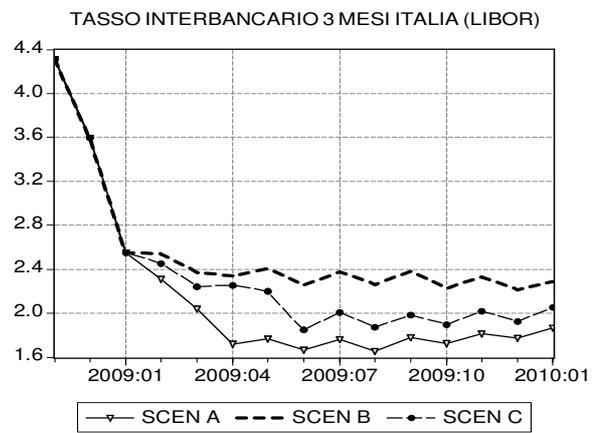
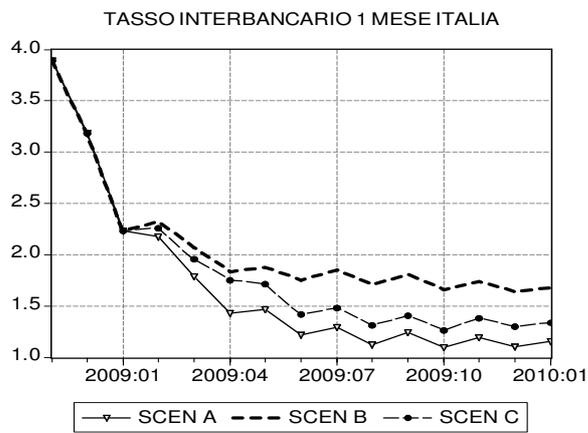
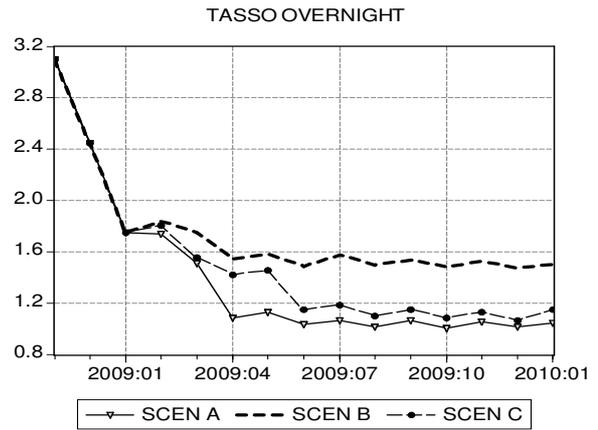
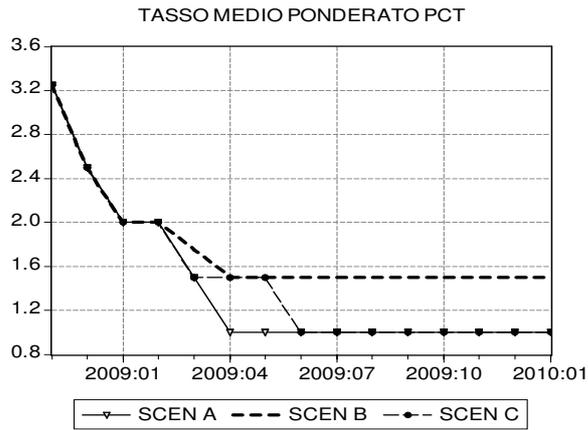
Tassi interbancari: prosegue anche in gennaio la forte diminuzione dei tassi interbancari, dopo il picco raggiunto in autunno. La crisi che sta investendo il sistema finanziario americano e che ha costretto lo Stato a correre ai ripari con interventi di salvataggio pubblico, sta avendo pesanti effetti negativi anche su tutti gli altri grandi Paesi, sia nel settore creditizio, direttamente coinvolto negli avvenimenti, sia nell'economia reale, inducendo recessione e una forte flessione dell'attività produttiva. Sul fronte americano pesano la contrazione del Pil nel IV trimestre e i dati pesantemente negativi provenienti dal mercato del lavoro. La crisi americana ha ormai contagiato anche l'Europa, divenendo sistemica. Peggiora la situazione soprattutto dal lato dell'offerta, accanto ad un mercato del lavoro in contrazione e ad uno sgonfiamento delle pressioni inflazionistiche dei mesi scorsi. Dato l'attuale scenario economico, è verosimile attendersi che i tassi interbancari diminuiscano ulteriormente nei mesi a venire, in funzione dell'evoluzione dei dati economici e quindi delle conseguenti decisioni di intervento da parte delle Banche Centrali. In particolare se la crescita negli Stati Uniti e nell'Area Euro rimanesse simile all'attuale, con recessione e contestuale diminuzione dell'inflazione (scenario C), i tassi interbancari dovrebbero sensibilmente diminuire nei prossimi mesi ed attestarsi a +1,33% per la scadenza ad un mese, +2,05% per la scadenza a tre mesi e +1,96% per quella a sei mesi a gennaio 2010. Qualora l'economia di Eurolandia mostrasse alcuni segnali di ripresa nei prossimi mesi (scenario B), i tre tassi interbancari considerati potrebbero raggiungere alla fine dell'orizzonte di previsione un valore di +1,67% (1 mese), +2,29% (3 mesi) e +2,37% (6 mesi). Nel caso in cui, invece, la crisi avesse effetti pesantemente negativi anche in Europa, con contrazione della domanda, sia interna che estera, e brusca flessione della produzione industriale (scenario A), i diversi tassi interbancari si porterebbero rispettivamente a +1,15%, +1,87% e +1,74% alla fine dell'orizzonte di previsione.

Struttura a termine: nel mese di gennaio si sono verificate sensibili movimentazioni per i tassi della struttura a termine sulle varie scadenze. Nei prossimi mesi è probabile che i diversi tassi seguano un *trend* prevalentemente decrescente, a seconda della situazione economica. Nel caso in cui la crescita globale dovesse mantenersi analoga all'attuale (scenario C), i rendimenti sui Btp raggiungerebbero a gennaio 2010 quota +2,51% (3 anni), +2,67% (5 anni), +2,80% (7 anni) e +3,11% (10 anni). Qualora l'andamento economico europeo manifestasse un certo recupero (scenario B), la diminuzione dei rendimenti sarebbe più contenuta, con il decennale a +3,25% a gennaio 2010. Se si verificasse, invece, un pesante rallentamento dell'economia (scenario A), i rendimenti scenderebbero vistosamente, attestandosi su valori di +2,30%, +2,54%, +2,67%, +2,96% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni al termine dell'orizzonte previsivo considerato.

Tassi bancari: nel mese di dicembre sia il tasso medio sui depositi che quello sugli impieghi sono rimasti invariati rispetto al mese precedente. Nei prossimi mesi ci attendiamo che entrambi i tassi registrino una marcata tendenza alla diminuzione, di entità diversa a seconda dell'evoluzione dell'ambiente economico. Nel caso in cui la crescita del prodotto europeo si mantenesse su di un passo simile all'attuale (scenario C), ci aspettiamo che il tasso medio sugli impieghi manifesti una tendenza al ribasso fino a quota +3,83%, mentre il tasso medio sui depositi si attesti intorno ad un valore di +0,53%. In uno scenario di ripresa economica (scenario B), l'andamento dei tassi registrerebbe diminuzioni leggermente più contenute, rispettivamente a quota +4,02% e +0,61% al termine dell'orizzonte di previsione. Se però la congiuntura risultasse fortemente penalizzata dall'andamento globale (scenario A), il tasso sugli impieghi si fermerebbe a quota +3,71% e quello sui depositi di +0,47% a gennaio 2010.

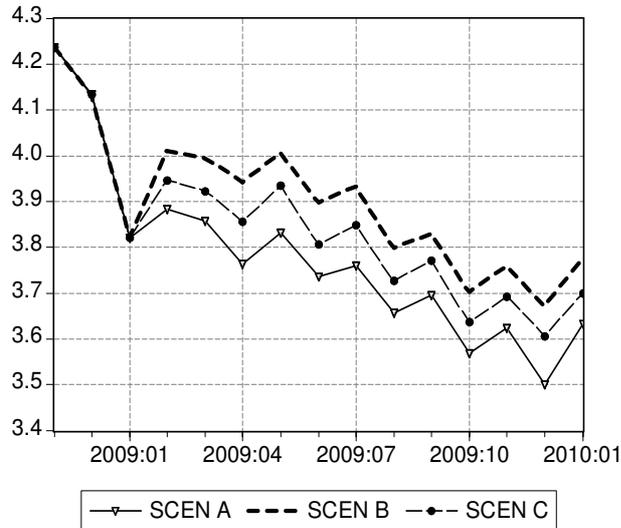
Volumi bancari: in base ai risultati delle simulazioni, la variazione tendenziale dei volumi seguirà un andamento sostanzialmente in diminuzione, seppur con forti oscillazioni nel periodo considerato, sia per gli impieghi che per i depositi. Nel caso in cui l'espansione economica europea non si discostasse troppo dagli attuali ritmi di crescita (scenario C), il tasso di variazione tendenziale dei depositi toccherebbe un valore di +5,71% a gennaio del prossimo anno, mentre la variazione tendenziale del volume degli impieghi nello stesso periodo dovrebbe essere di +3,96%.

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili

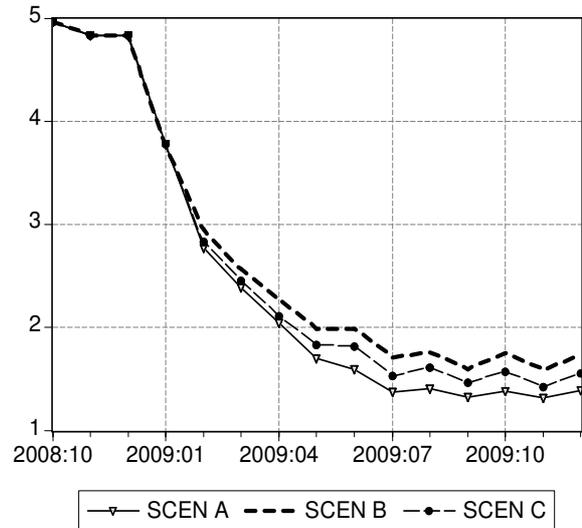


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili

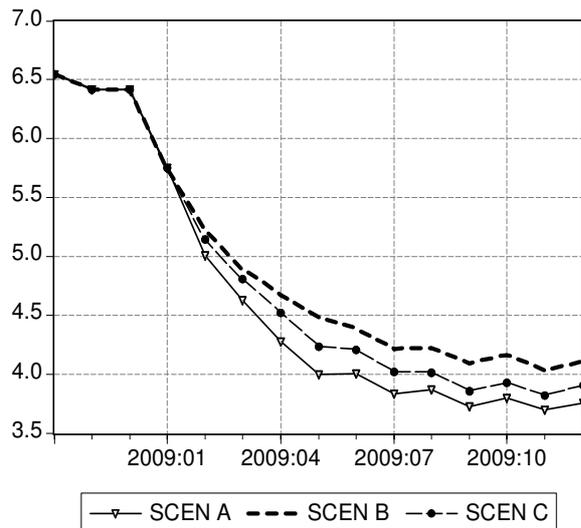
RENDISTAT LORDO



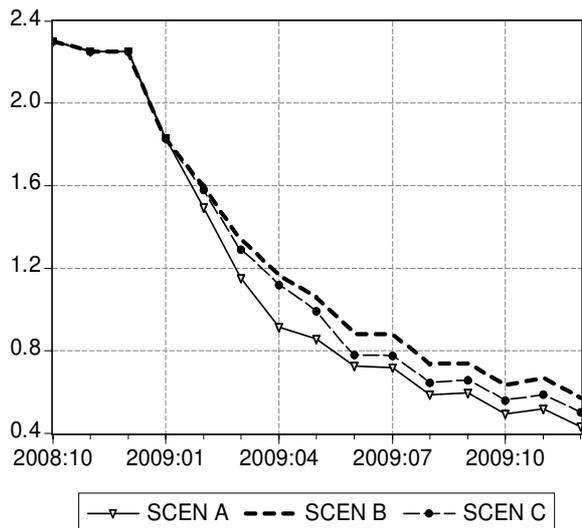
TASSO IMPIEGHI MINIMO



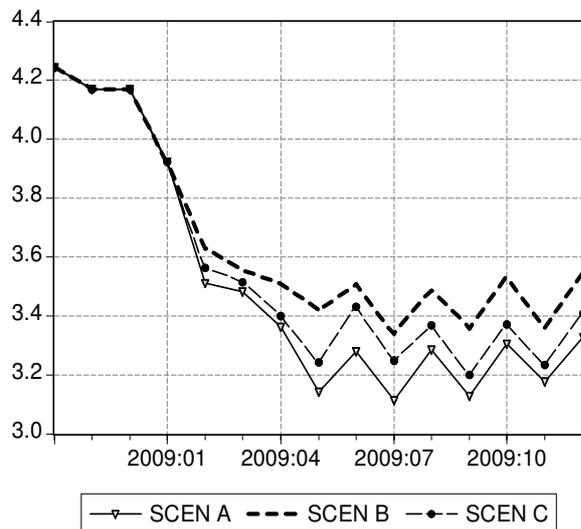
TASSO IMPIEGHI MEDIO



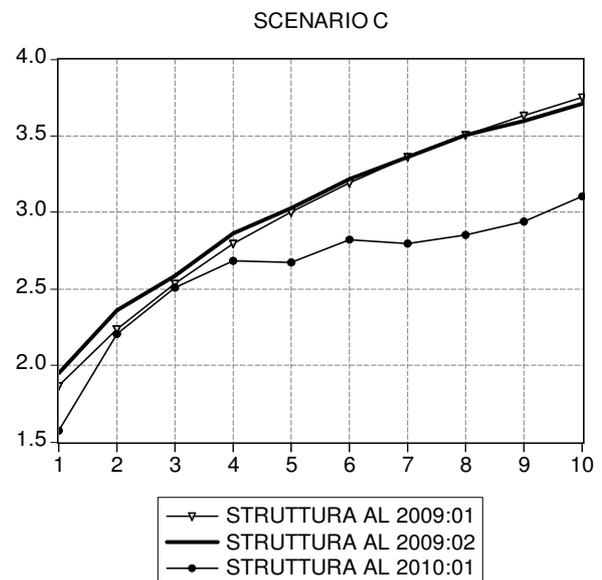
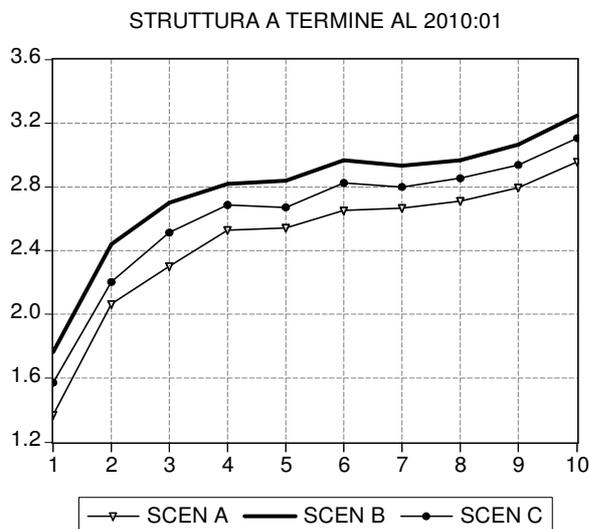
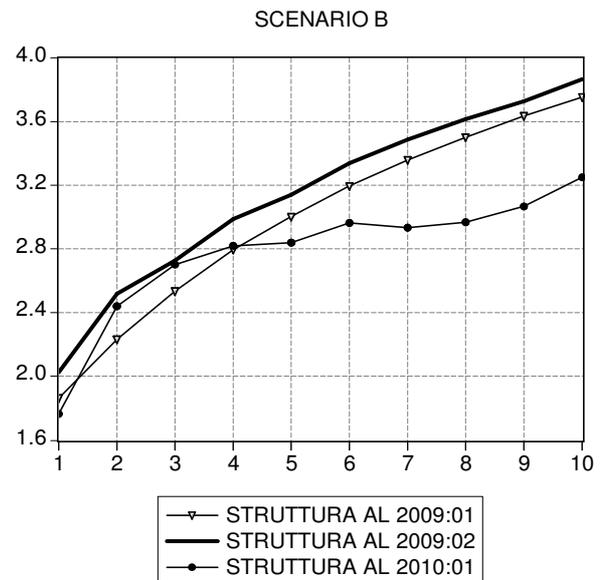
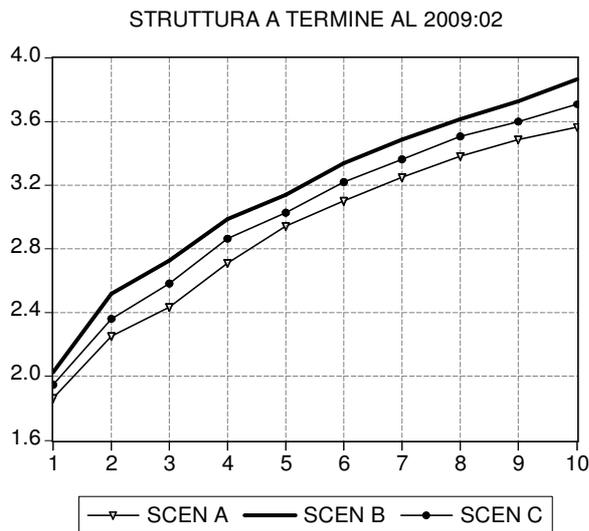
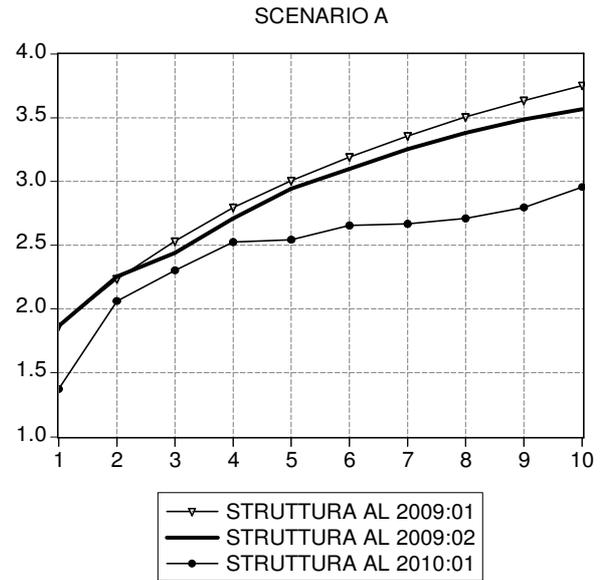
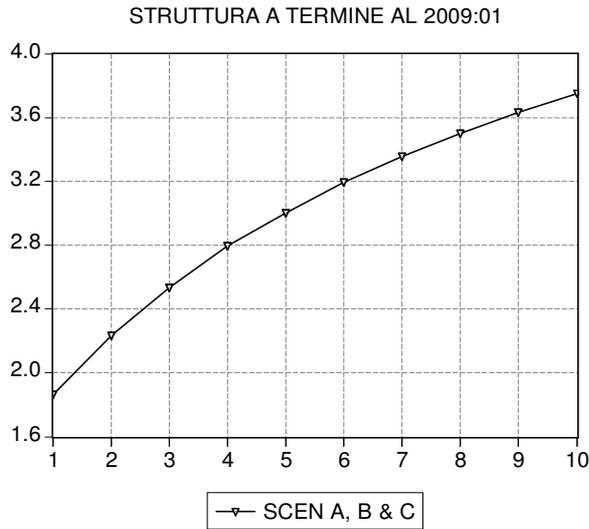
TASSO DEPOSITI MEDIO



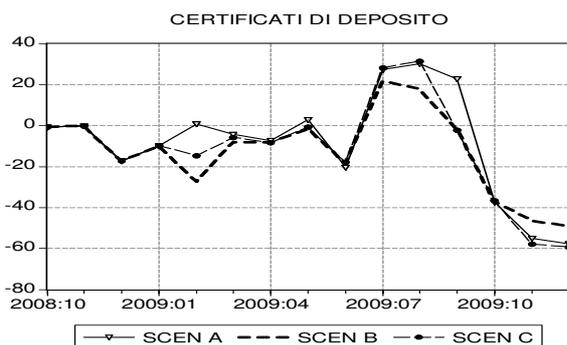
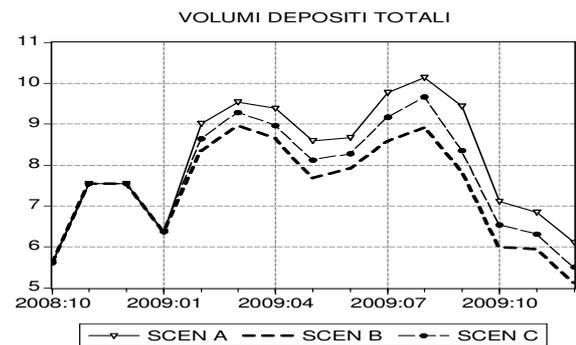
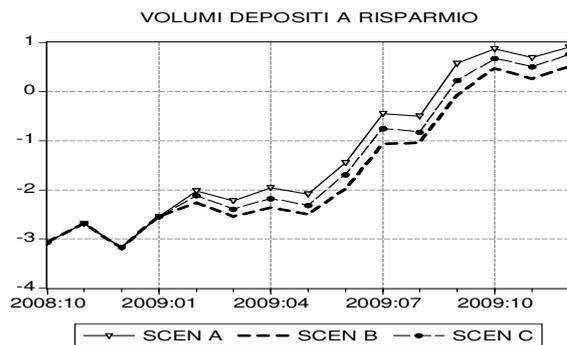
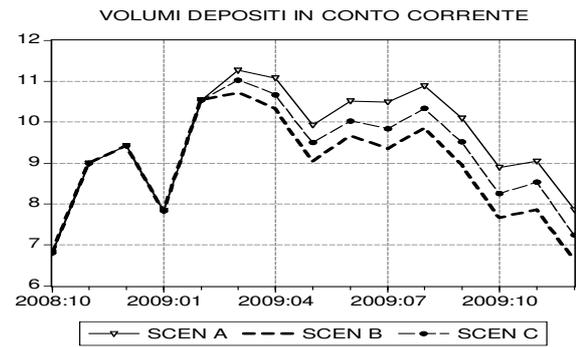
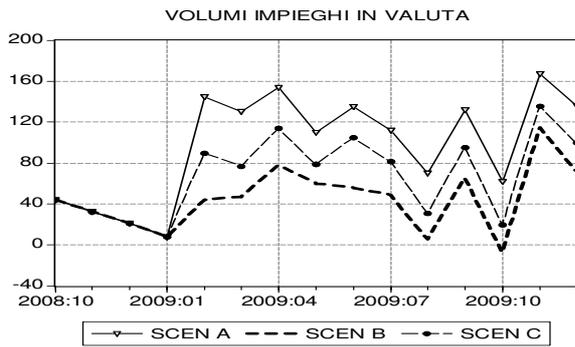
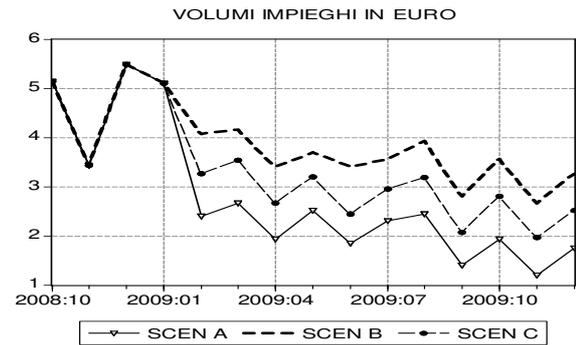
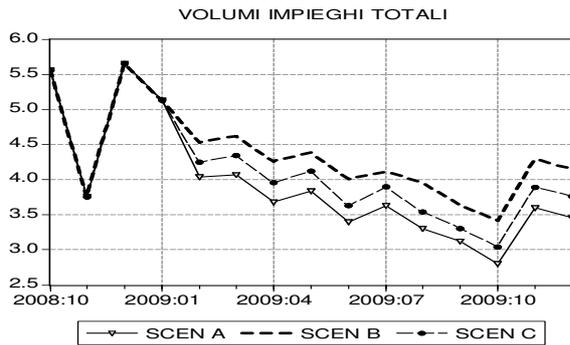
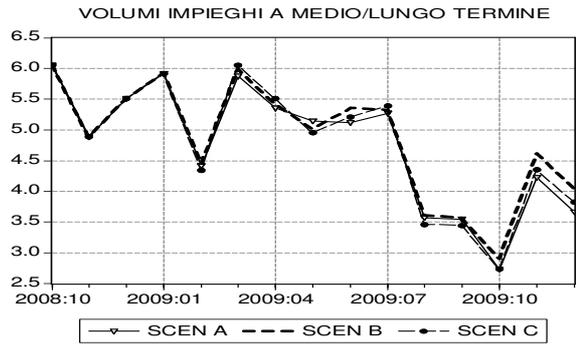
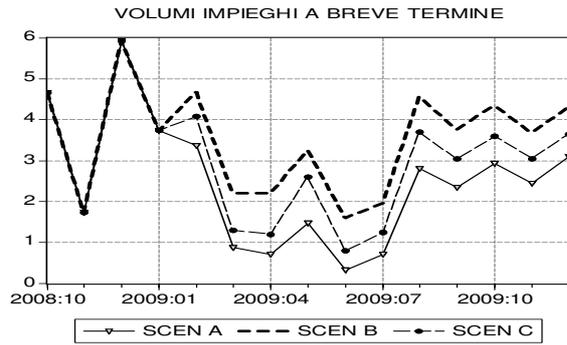
DIFFERENZIALE IMPIEGHI-DEPOSITI



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



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



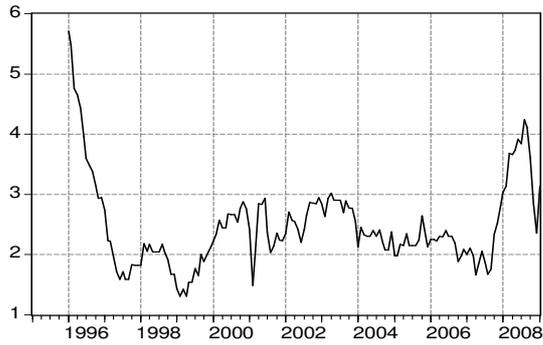
SCENARIO A	08 7	08 8	08 9	08 10	08 11	08 12	09 1	09 2	09 3	09 4	09 5	09 6	09 7	09 8	09 9	09 10	09 11	09 12	10 1	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	4.25	4.25	4.25	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Indice COMIT	1372	1395	1223	1015	970	943	896	1051	1146	1189	1160	1219	1176	1229	1202	1259	1219	1278	1245	
Produzione Industriale	-4.0	-4.4	-5.9	-7.3	-8.5	-5.5	-5.4	-4.4	-4.7	-3.9	-4.1	-3.2	-3.6	-3.0	-3.3	-2.7	-1.7	-2.1	-1.4	
Tasso di Inflazione (Arm.)	3.8	4.2	4.1	3.6	2.8	2.4	3.1	2.3	2.5	2.3	2.3	2.1	2.3	2.0	2.1	2.0	2.1	2.0	2.2	
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	4.25	4.25	4.25	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
T. Overnight media d/l	4.14	4.27	4.22	3.64	3.10	2.45	1.75	1.74	1.51	1.08	1.13	1.03	1.06	1.01	1.06	1.00	1.05	1.01	1.04	
T. Interb. 1m lett.	4.47	4.47	4.55	4.88	3.89	3.18	2.23	2.17	1.78	1.43	1.47	1.22	1.29	1.12	1.24	1.10	1.19	1.11	1.15	
T. Interb. 3m lett.	4.96	4.95	4.98	5.18	4.31	3.60	2.55	2.31	2.04	1.72	1.77	1.67	1.76	1.65	1.78	1.72	1.82	1.77	1.87	
T. Interb. 6m lett.	5.14	5.13	5.16	5.27	4.37	3.66	2.63	2.62	2.30	1.82	1.89	1.72	1.83	1.71	1.82	1.68	1.81	1.65	1.74	
T. Depositi medio	2.24	2.29	2.31	2.30	2.25	2.25	1.83	1.49	1.15	0.92	0.86	0.72	0.72	0.59	0.60	0.49	0.52	0.43	0.47	
T. Impieghi medio	6.40	6.42	6.49	6.54	6.42	6.42	5.75	5.00	4.63	4.28	4.00	4.00	3.83	3.87	3.72	3.80	3.70	3.76	3.71	
T.imp. medio - T.dep. medio	4.16	4.13	4.18	4.24	4.17	4.17	3.92	3.51	3.48	3.36	3.14	3.28	3.11	3.29	3.13	3.30	3.18	3.33	3.24	
T. BOT comp. lordo 3m	4.48	4.48	4.52	2.41	2.86	2.52	1.69	1.57	1.42	1.28	1.35	1.21	1.33	1.24	1.36	1.28	1.36	1.27	1.36	
T. BOT comp. lordo 6m	4.50	4.45	4.35	2.98	2.51	1.94	1.50	1.63	1.35	1.25	1.35	1.13	1.25	1.10	1.23	1.07	1.21	1.08	1.20	
T. BOT comp. lordo 12m	4.59	4.36	4.37	3.11	2.67	2.67	1.87	1.86	1.56	1.34	1.41	1.21	1.36	1.22	1.37	1.23	1.36	1.22	1.37	
Rendistat lordo	5.01	4.70	4.67	4.35	4.24	4.13	3.82	3.88	3.86	3.76	3.83	3.74	3.76	3.66	3.70	3.57	3.62	3.50	3.63	
Rendistat netto	4.38	4.11	4.08	3.80	3.71	3.62	3.34	3.40	3.37	3.29	3.35	3.27	3.29	3.20	3.23	3.12	3.17	3.06	3.18	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	4.84	4.69	4.55	3.75	3.20	2.93	2.53	2.44	2.38	2.20	2.34	2.18	2.26	2.15	2.26	2.21	2.35	2.22	2.30	
Rend. BTP a 5 anni	4.76	4.60	4.60	3.98	3.43	3.21	3.00	2.94	2.83	2.64	2.70	2.57	2.64	2.52	2.61	2.45	2.57	2.47	2.54	
Rend. BTP a 7 anni	4.73	4.58	4.60	4.20	3.65	3.45	3.36	3.25	3.16	3.00	3.04	2.89	2.90	2.77	2.83	2.70	2.72	2.65	2.67	
Rend. BTP a 10 anni	4.77	4.62	4.61	4.47	3.95	3.75	3.75	3.56	3.44	3.24	3.24	3.11	3.15	3.02	3.08	2.96	3.01	2.89	2.96	
VOLUMI (LIVELLI in mln)																				
Impieghi totali	1504.473	1485.921	1500.749	1505.785	1505.785	1535.454	1539.093	1530.211	1537.280	1537.192	1539.48	1548.31	1559.09	1534.96	1547.57	1547.95	1559.99	1588.58	1596.50	
Impieghi in euro	1486.191	1467.002	1480.920	1484.010	1484.010	1515.839	1517.743	1488.740	1499.967	1493.802	1501.252	1507.33	1520.373	1502.80	1501.65	1512.68	1501.82	1542.35	1535.96	
Impieghi in valuta	18.282	18.919	19.829	21.775	21.775	19.615	21.350	41.471	37.314	43.389	38.226	40.980	38.712	32.160	45.919	35.268	58.175	46.228	60.545	
Impieghi a breve	541.531	522.163	529.569	529.433	529.433	547.526	543.502	537.639	537.130	538.151	533.341	538.267	545.376	536.784	541.961	544.945	542.404	564.499	558.557	
Impieghi a m/l	962.942	963.758	971.180	976.352	976.352	987.928	995.591	992.572	1000.151	999.041	1006.137	1010.039	1013.709	998.173	1005.611	1003.002	1017.589	1024.081	1037.945	
Depositi totali	713.176	700.985	721.712	739.039	739.039	781.305	760.879	769.979	786.138	797.637	798.268	792.880	782.853	772.065	789.769	791.585	789.589	828.965	809.042	
Depositi in c/c	626.690	614.472	635.633	652.862	652.862	696.805	675.488	682.565	699.586	711.791	711.432	709.934	692.430	681.327	699.768	710.901	711.881	751.574	730.337	
Depositi a risparmio	70.970	71.278	70.675	69.914	69.914	71.050	70.897	70.968	70.964	70.883	70.361	70.418	70.651	70.917	71.074	70.522	70.396	71.689	71.365	
Certif. deposito	15.516	15.235	15.404	16.263	16.263	13.450	14.494	16.446	15.587	14.964	16.475	12.528	19.773	19.822	18.927	10.161	7.312	5.702	7.340	
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																				
Impieghi totali	7.79	6.63	6.90	5.56	3.76	5.65	5.14	4.04	4.07	3.68	3.84	3.40	3.63	3.30	3.12	2.80	3.60	3.46	3.73	
Impieghi in euro	7.60	6.49	6.69	5.14	3.43	5.48	5.10	2.40	2.67	1.93	2.52	1.85	2.30	2.44	1.40	1.93	1.20	1.75	1.20	
Impieghi in valuta	25.97	18.44	25.67	44.21	32.20	20.78	7.54	144.77	130.32	153.55	110.06	134.87	111.75	69.99	131.58	61.97	167.16	135.68	183.58	
Impieghi a breve	7.34	4.56	5.24	4.66	1.73	5.92	3.74	3.37	0.87	0.71	1.47	0.33	0.71	2.80	2.34	2.93	2.45	3.10	2.77	
Impieghi a m/l	8.05	7.78	7.83	6.05	4.89	5.51	5.91	4.41	5.87	5.35	5.14	5.11	5.27	3.57	3.55	2.73	4.22	3.66	4.25	
Depositi totali	2.65	3.18	3.46	5.62	7.55	7.55	6.37	9.02	9.54	9.38	8.60	8.67	9.77	10.14	9.43	7.11	6.84	6.10	6.33	
Depositi in c/c	3.45	4.08	4.48	6.81	8.99	9.42	7.83	10.53	11.26	11.08	9.93	10.51	10.49	10.88	10.09	8.89	9.04	7.86	8.12	
Depositi a risparmio	-1.63	-1.49	-2.95	-3.07	-2.69	-3.18	-2.54	-2.03	-2.23	-1.96	-2.09	-1.45	-0.45	-0.51	0.56	0.87	0.69	0.90	0.66	
Certif. deposito	-7.88	-8.38	-5.91	-0.80	-0.29	-17.26	-9.86	0.77	-4.40	-7.31	2.83	-20.43	27.44	30.11	22.87	-37.52	-55.04	-57.61	-49.36	

SCENARIO B	08 7	08 8	08 9	08 10	08 11	08 12	09 1	09 2	09 3	09 4	09 5	09 6	09 7	09 8	09 9	09 10	09 11	09 12	10 1	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	4.25	4.25	4.25	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00	1.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
Indice COMIT	1372	1395	1223	1015	970	943	896	1235	1311	1351	1308	1371	1320	1381	1341	1410	1371	1440	1404	
Produzione Industriale	-4.0	-4.4	-5.9	-7.3	-8.5	-3.3	-3.2	-2.3	-2.6	-1.7	-2.2	-1.2	-1.6	-0.8	-1.2	-0.1	0.7	0.2	0.7	
Tasso di Inflazione (Arm.)	3.8	4.2	4.1	3.6	2.8	2.4	3.1	2.7	2.8	2.6	2.7	2.5	2.6	2.4	2.5	2.4	2.5	2.4	2.6	
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	4.25	4.25	4.25	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00	1.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
T. Overnight media d/1	4.14	4.27	4.22	3.64	3.10	2.45	1.75	1.84	1.75	1.54	1.58	1.49	1.57	1.50	1.53	1.48	1.53	1.47	1.50	
T. Interb. 1m lett.	4.47	4.47	4.55	4.88	3.89	3.18	2.23	2.32	2.07	1.83	1.88	1.75	1.85	1.70	1.80	1.65	1.73	1.64	1.67	
T. Interb. 3m lett.	4.96	4.95	4.98	5.18	4.31	3.60	2.55	2.54	2.37	2.34	2.41	2.25	2.37	2.26	2.38	2.22	2.33	2.21	2.29	
T. Interb. 6m lett.	5.14	5.13	5.16	5.27	4.37	3.66	2.63	2.78	2.54	2.52	2.54	2.36	2.45	2.31	2.37	2.29	2.34	2.26	2.37	
T. Depositi medio	2.24	2.29	2.31	2.30	2.25	2.25	1.83	1.60	1.34	1.16	1.06	0.88	0.88	0.73	0.74	0.63	0.66	0.57	0.61	
T. Impieghi medio	6.40	6.42	6.49	6.54	6.42	6.42	5.75	5.23	4.89	4.67	4.47	4.39	4.22	4.22	4.09	4.16	4.02	4.11	4.02	
T.imp.medio - T.dep.medio	4.16	4.13	4.18	4.24	4.17	4.17	3.92	3.63	3.55	3.51	3.42	3.51	3.34	3.49	3.36	3.53	3.36	3.54	3.40	
T. BOT comp. lordo 3m	4.48	4.48	4.52	2.41	2.86	2.52	1.69	1.75	1.63	1.64	1.66	1.56	1.64	1.54	1.62	1.56	1.65	1.57	1.61	
T. BOT comp. lordo 6m	4.50	4.45	4.35	2.98	2.51	1.94	1.50	1.85	1.69	1.60	1.69	1.48	1.56	1.41	1.56	1.41	1.57	1.47	1.70	
T. BOT comp. lordo 12m	4.59	4.36	4.37	3.11	2.67	2.67	1.87	2.02	1.94	1.77	1.88	1.66	1.74	1.57	1.77	1.62	1.76	1.61	1.76	
Rendistat lordo	5.01	4.70	4.67	4.35	4.24	4.13	3.82	4.01	3.99	3.94	4.01	3.90	3.93	3.80	3.83	3.70	3.76	3.67	3.77	
Rendistat netto	4.38	4.11	4.08	3.80	3.71	3.62	3.34	3.51	3.49	3.45	3.51	3.41	3.44	3.32	3.35	3.24	3.29	3.21	3.30	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	4.84	4.69	4.55	3.75	3.20	2.93	2.53	2.72	2.71	2.58	2.70	2.50	2.60	2.52	2.66	2.57	2.70	2.58	2.70	
Rend. BTP a 5 anni	4.76	4.60	4.60	3.98	3.43	3.21	3.00	3.14	3.08	3.00	3.05	2.88	2.96	2.86	2.93	2.77	2.85	2.75	2.84	
Rend. BTP a 7 anni	4.73	4.58	4.60	4.20	3.65	3.45	3.36	3.49	3.35	3.28	3.30	3.15	3.17	3.04	3.07	2.95	2.98	2.84	2.93	
Rend. BTP a 10 anni	4.77	4.62	4.61	4.47	3.95	3.75	3.75	3.87	3.64	3.50	3.48	3.34	3.37	3.27	3.34	3.24	3.28	3.18	3.25	
VOLUMI (LIVELLI in mln)																				
Impieghi totali	1504.473	1485.921	1500.749	1505.785	1505.785	1535.454	1539.093	1537.418	1545.405	1545.791	1547.63	1557.44	1566.31	1544.61	1555.23	1557.13	1570.38	1599.02	1604.66	
Impieghi in euro	1486.191	1467.002	1480.920	1484.010	1484.010	1515.839	1517.743	1513.020	1521.589	1515.346	1518.531	1530.27	1539.099	1524.66	1522.39	1536.84	1523.63	1565.26	1559.33	
Impieghi in valuta	18.282	18.919	19.829	21.775	21.775	19.615	21.350	24.398	23.816	30.445	29.101	27.175	27.207	19.960	32.840	20.292	46.750	33.766	45.329	
Impieghi a breve	541.531	522.163	529.569	529.433	529.433	547.526	543.502	544.406	544.212	546.113	542.683	545.081	552.145	546.026	549.495	552.463	548.964	571.015	564.283	
Impieghi a m/1	962.942	963.758	971.180	976.352	976.352	987.928	995.591	993.011	1001.193	999.678	1004.949	1012.360	1014.162	998.589	1005.731	1004.669	1021.419	1028.007	1040.375	
Depositi totali	713.176	700.985	721.712	739.039	739.039	781.305	760.879	765.247	781.904	792.314	791.579	787.408	774.367	763.513	778.366	783.307	782.938	821.308	801.205	
Depositi in c/c	626.690	614.472	635.633	652.862	652.862	696.805	675.488	682.565	696.191	706.921	705.720	704.485	685.286	675.059	692.586	702.871	704.177	743.073	722.231	
Depositi a risparmio	70.970	71.278	70.675	69.914	69.914	71.050	70.897	70.794	70.732	70.586	70.059	70.032	70.204	70.530	70.618	70.236	70.089	71.405	71.117	
Certif. deposito	15.516	15.235	15.404	16.263	16.263	13.450	14.494	11.888	14.981	14.807	15.800	12.891	18.877	17.924	15.162	10.201	8.672	6.830	7.857	
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																				
Impieghi totali	7.79	6.63	6.90	5.56	3.76	5.65	5.14	4.53	4.62	4.26	4.39	4.01	4.11	3.95	3.63	3.41	4.29	4.14	4.26	
Impieghi in euro	7.60	6.49	6.69	5.14	3.43	5.48	5.10	4.07	4.15	3.40	3.70	3.40	3.56	3.93	2.80	3.56	2.67	3.26	2.74	
Impieghi in valuta	25.97	18.44	25.67	44.21	32.20	20.78	7.54	44.00	47.00	77.91	59.91	55.75	48.82	5.50	65.62	-6.81	114.70	72.15	112.31	
Impieghi a breve	7.34	4.56	5.24	4.66	1.73	5.92	3.74	4.67	2.20	2.20	3.25	1.60	1.96	4.57	3.76	4.35	3.69	4.29	3.82	
Impieghi a m/1	8.05	7.78	7.83	6.05	4.89	5.51	5.91	4.45	5.98	5.42	5.02	5.36	5.32	3.61	3.56	2.90	4.62	4.06	4.50	
Depositi totali	2.65	3.18	3.46	5.62	7.55	7.55	6.37	8.35	8.95	8.65	7.69	7.92	8.58	8.92	7.85	5.99	5.94	5.12	5.30	
Depositi in c/c	3.45	4.08	4.48	6.81	8.99	9.42	7.83	10.53	10.72	10.32	9.05	9.66	9.35	9.86	8.96	7.66	7.86	6.64	6.92	
Depositi a risparmio	-1.63	-1.49	-2.95	-3.07	-2.69	-3.18	-2.54	-2.27	-2.55	-2.37	-2.51	-1.99	-1.08	-1.05	-0.08	0.46	0.25	0.50	0.31	
Certif. deposito	-7.88	-8.38	-5.91	-0.80	-0.29	-17.26	-9.86	-27.16	-8.12	-8.28	-1.39	-18.13	21.66	17.65	-1.57	-37.28	-46.68	-49.22	-45.79	

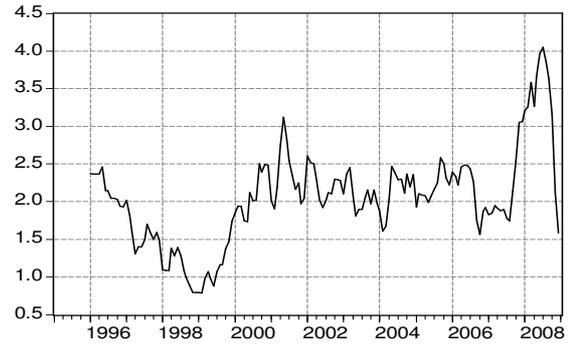
SCENARIO C	08 7	08 8	08 9	08 10	08 11	08 12	09 1	09 2	09 3	09 4	09 5	09 6	09 7	09 8	09 9	09 10	09 11	09 12	10 1	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	4.25	4.25	4.25	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00	1.50	1.50	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Indice COMIT	1372	1395	1223	1015	970	943	896	1156	1229	1272	1226	1298	1242	1295	1272	1338	1288	1371	1334	
Produzione Industriale	-4.0	-4.4	-5.9	-7.3	-8.5	-4.6	-4.4	-3.3	-3.8	-2.8	-3.2	-2.1	-2.7	-2.0	-2.4	-1.5	-0.5	-1.0	-0.1	
Tasso di Inflazione (Arm.)	3.8	4.2	4.1	3.6	2.8	2.4	3.1	2.5	2.7	2.5	2.5	2.3	2.5	2.2	2.3	2.2	2.3	2.2	2.2	2.4
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	4.25	4.25	4.25	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00	1.50	1.50	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
T. Overnight media d/l	4.14	4.27	4.22	3.64	3.10	2.45	1.75	1.80	1.56	1.42	1.45	1.15	1.19	1.10	1.15	1.08	1.13	1.06	1.15	
T. Interb. 1m lett.	4.47	4.47	4.55	4.88	3.89	3.18	2.23	2.25	1.96	1.75	1.71	1.41	1.48	1.31	1.41	1.26	1.38	1.30	1.33	
T. Interb. 3m lett.	4.96	4.95	4.98	5.18	4.31	3.60	2.55	2.45	2.24	2.25	2.20	1.85	2.01	1.87	1.98	1.89	2.02	1.93	2.05	
T. Interb. 6m lett.	5.14	5.13	5.16	5.27	4.37	3.66	2.63	2.71	2.43	2.42	2.40	1.91	1.99	1.91	2.01	1.86	1.98	1.86	1.96	
T. Depositi medio	2.24	2.29	2.31	2.30	2.25	2.25	1.83	1.58	1.29	1.12	0.99	0.78	0.77	0.64	0.66	0.56	0.59	0.50	0.53	
T. Impieghi medio	6.40	6.42	6.49	6.54	6.42	6.42	5.75	5.15	4.81	4.52	4.24	4.21	4.02	4.01	3.85	3.93	3.82	3.91	3.83	
T.imp.medio - T.dep.medio	4.16	4.13	4.18	4.24	4.17	4.17	3.92	3.56	3.51	3.40	3.24	3.43	3.25	3.37	3.20	3.37	3.23	3.41	3.30	
T. BOT comp. lordo 3m	4.48	4.48	4.52	2.41	2.86	2.52	1.69	1.65	1.51	1.57	1.55	1.42	1.51	1.42	1.49	1.43	1.51	1.44	1.48	
T. BOT comp. lordo 6m	4.50	4.45	4.35	2.98	2.51	1.94	1.50	1.75	1.55	1.42	1.52	1.31	1.42	1.24	1.38	1.24	1.40	1.27	1.42	
T. BOT comp. lordo 12m	4.59	4.36	4.37	3.11	2.67	2.67	1.87	1.95	1.78	1.62	1.66	1.39	1.56	1.38	1.54	1.40	1.55	1.41	1.57	
Rendistat lordo	5.01	4.70	4.67	4.35	4.24	4.13	3.82	3.95	3.92	3.86	3.94	3.81	3.85	3.73	3.77	3.64	3.69	3.61	3.70	
Rendistat netto	4.38	4.11	4.08	3.80	3.71	3.62	3.34	3.45	3.43	3.37	3.44	3.33	3.37	3.26	3.30	3.18	3.23	3.16	3.24	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	4.84	4.69	4.55	3.75	3.20	2.93	2.53	2.58	2.54	2.42	2.49	2.34	2.45	2.34	2.46	2.41	2.50	2.41	2.51	
Rend. BTP a 5 anni	4.76	4.60	4.60	3.98	3.43	3.21	3.00	3.03	2.95	2.85	2.84	2.71	2.81	2.68	2.75	2.60	2.70	2.60	2.67	
Rend. BTP a 7 anni	4.73	4.58	4.60	4.20	3.65	3.45	3.36	3.36	3.26	3.13	3.14	2.98	3.06	2.91	2.95	2.81	2.84	2.75	2.80	
Rend. BTP a 10 anni	4.77	4.62	4.61	4.47	3.95	3.75	3.75	3.71	3.54	3.34	3.36	3.23	3.26	3.14	3.21	3.10	3.16	3.03	3.11	
VOLUMI (LIVELLI in mln)																				
Impieghi totali	1504.473	1485.921	1500.749	1505.785	1505.785	1535.454	1539.093	1533.300	1541.269	1541.300	1543.63	1551.75	1563.15	1538.52	1550.27	1551.56	1564.36	1593.19	1600.04	
Impieghi in euro	1486.191	1467.002	1480.920	1484.010	1484.010	1515.839	1517.743	1501.243	1512.631	1504.647	1511.137	1516.06	1530.002	1513.81	1511.58	1525.56	1513.09	1554.04	1546.78	
Impieghi in valuta	18.282	18.919	19.829	21.775	21.775	19.615	21.350	32.056	28.638	36.653	32.492	35.693	33.145	24.715	38.699	25.999	51.271	39.149	53.266	
Impieghi a breve	541.531	522.163	529.569	529.433	529.433	547.526	543.502	541.332	539.419	540.769	539.280	540.789	548.300	541.483	545.668	548.493	545.528	567.456	560.894	
Impieghi a m/l	962.942	963.758	971.180	976.352	976.352	987.928	995.591	991.968	1001.849	1000.531	1004.349	1010.961	1014.847	997.040	1004.606	1003.068	1018.832	1025.731	1039.147	
Depositi totali	713.176	700.985	721.712	739.039	739.039	781.305	760.879	767.366	784.289	794.647	794.739	790.026	778.604	768.700	782.028	787.372	785.672	824.355	804.325	
Depositi in c/c	626.690	614.472	635.633	652.862	652.862	696.805	675.488	682.565	698.086	709.145	708.649	706.858	688.294	678.008	696.145	706.723	708.551	747.323	725.676	
Depositi a risparmio	70.970	71.278	70.675	69.914	69.914	71.050	70.897	70.902	70.841	70.717	70.196	70.239	70.432	70.679	70.830	70.375	70.257	71.583	71.280	
Certif. deposito	15.516	15.235	15.404	16.263	16.263	13.450	14.494	13.898	15.361	14.785	15.895	12.929	19.878	20.012	15.052	10.274	6.865	5.449	7.369	
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																				
Impieghi totali	7.79	6.63	6.90	5.56	3.76	5.65	5.14	4.25	4.34	3.96	4.12	3.63	3.90	3.54	3.30	3.04	3.89	3.76	3.96	
Impieghi in euro	7.60	6.49	6.69	5.14	3.43	5.48	5.10	3.26	3.54	2.67	3.20	2.44	2.95	3.19	2.07	2.80	1.96	2.52	1.91	
Impieghi in valuta	25.97	18.44	25.67	44.21	32.20	20.78	7.54	89.20	76.77	114.18	78.55	104.57	81.30	30.63	95.16	19.40	135.46	99.59	149.49	
Impieghi a breve	7.34	4.56	5.24	4.66	1.73	5.92	3.74	4.08	1.30	1.20	2.60	0.80	1.25	3.70	3.04	3.60	3.04	3.64	3.20	
Impieghi a m/l	8.05	7.78	7.83	6.05	4.89	5.51	5.91	4.34	6.05	5.51	4.95	5.21	5.39	3.45	3.44	2.74	4.35	3.83	4.37	
Depositi totali	2.65	3.18	3.46	5.62	7.55	7.55	6.37	8.65	9.28	8.97	8.12	8.28	9.17	9.66	8.36	6.54	6.31	5.51	5.71	
Depositi in c/c	3.45	4.08	4.48	6.81	8.99	9.42	7.83	10.53	11.02	10.67	9.50	10.03	9.83	10.34	9.52	8.25	8.53	7.25	7.43	
Depositi a risparmio	-1.63	-1.49	-2.95	-3.07	-2.69	-3.18	-2.54	-2.12	-2.40	-2.19	-2.32	-1.70	-0.76	-0.84	0.22	0.66	0.49	0.75	0.54	
Certif. deposito	-7.88	-8.38	-5.91	-0.80	-0.29	-17.26	-9.86	-14.84	-5.78	-8.42	-0.80	-17.89	28.12	31.36	-2.28	-36.83	-57.79	-59.49	-49.16	

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

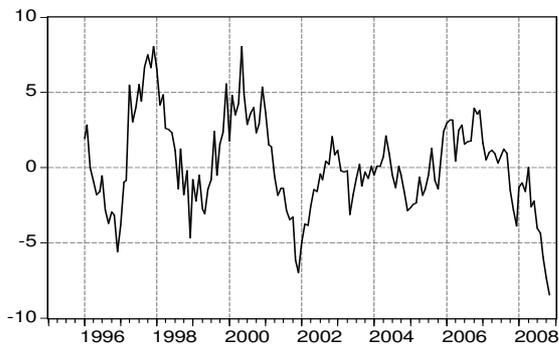
Dati mensili



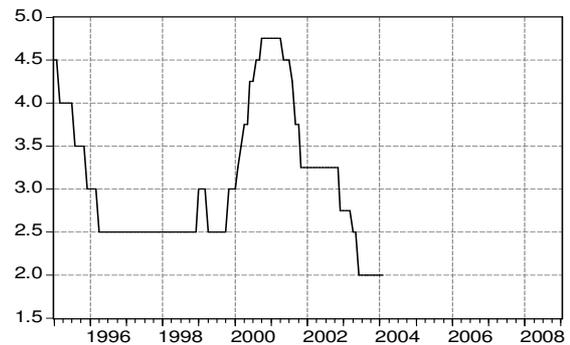
— TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



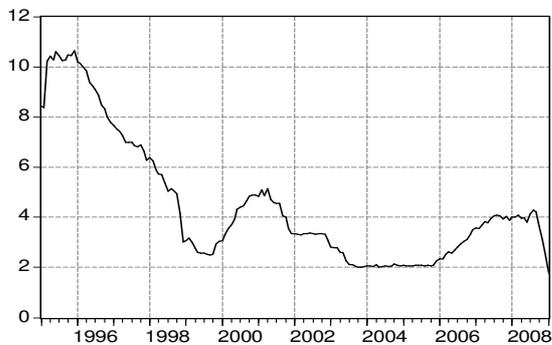
— TASSO INFLAZIONE AREA EURO



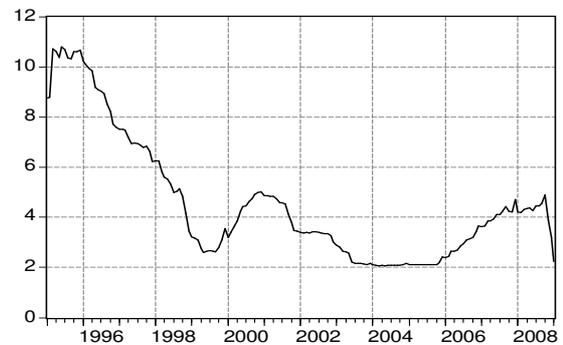
— PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



— TASSO DI INTERVENTO BCE



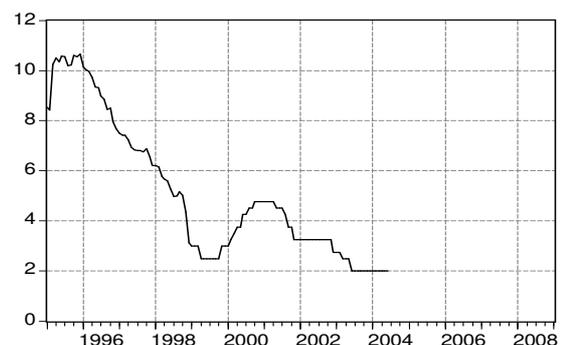
— TASSO OVERNIGHT



— 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

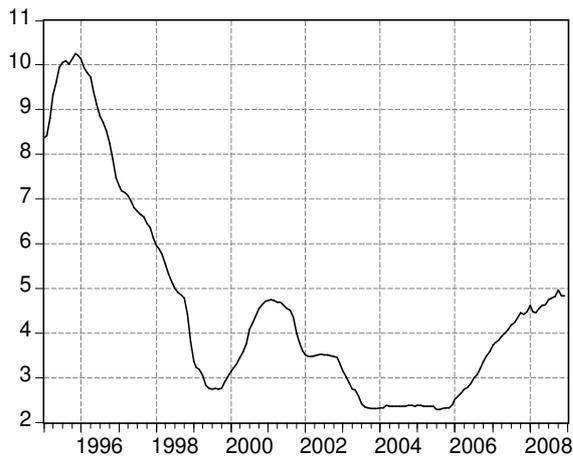


— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO

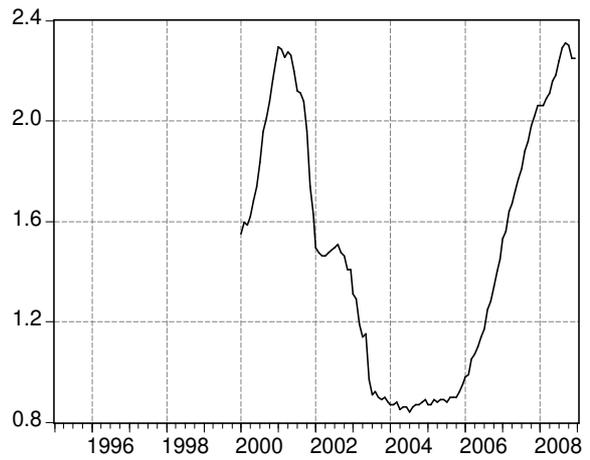


— RENDISTAT LORDO

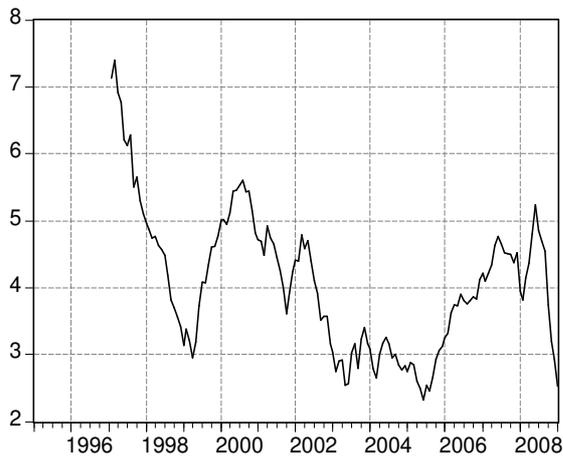
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



— TASSO IMPIEGHI 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)

