

# 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 30/04/2009

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 ad Aprile 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

L'analisi degli ultimi dati macroeconomici fa emergere alcuni segnali positivi, confinati per lo più nell'ambito degli indici di fiducia, volatili ma tempestivi nel cogliere le nuove tendenze in atto. Si tratta di un dato importante, dal momento che il terremoto scoppiato negli scorsi mesi è stato anche originato da una crisi di sfiducia. La situazione rimane comunque molto difficile: questi spiragli devono essere interpretati come segnali di rallentamento del ritmo di deterioramento dell'economia, più che come effettivi indicatori di una decisa inversione di tendenza. Stando alle ultime dichiarazioni del FMI infatti, la crisi in corso sarà ancora lunga e profonda e la ripresa lenta, perché collegata alla crisi finanziaria e sincronizzata a livello mondiale.

In America, il risultato economico relativo al I trimestre del 2009 è stato pesantemente negativo ed in linea con il precedente. Si notano alcuni modesti segnali positivi, per lo più nel settore immobiliare e manifatturiero, che non possono però mascherare la persistente debolezza dell'economia e la grave condizione del mercato del lavoro, che non accenna a migliorare. Nonostante questo e contro gli autorevoli pareri delle istituzioni internazionali, i mercati finanziari stanno già scontando una ripresa nell'autunno del 2009: ciò rischia di essere pericoloso, dal momento che l'economia rimane stagnante e il miglioramento non è evidente e solido. L'Europa continentale, entrata in recessione con un certo ritardo rispetto agli Stati Uniti, sta ora subendo conseguenze altrettanto pesanti e la maggior parte delle previsioni indica che ne uscirà con grande lentezza, solo a partire dal 2010.

Un ulteriore motivo di preoccupazione potrebbe provenire dal diffondersi del virus dell'influenza suina, rischioso perché non controllabile e altamente infettivo, dal momento che il genere umano non dispone di anticorpi per difendersene; quest'epidemia si innesta in uno scenario economico già fragile, la cui fiducia è minata, aggiungendo nuovi motivi di tensione sui mercati e allontanando ulteriormente l'inizio della ripresa. Le autorità, per alimentare una ripresa duratura, dovranno continuare a muoversi contemporaneamente su tre fronti: la fornitura di liquidità, la pulizia dei bilanci bancari dalle attività tossiche e la ricapitalizzazione degli istituti solidi, che preveda anche la chiusura di quelli insolventi.

### Usa: nuova pesante contrazione del Pil nel I trimestre dell'anno

I nuovi dati disponibili relativi all'andamento dell'economia americana nei primi tre mesi del 2009 segnalano la prosecuzione del *trend* decrescente su livelli paragonabili a quelli dell'ultimo trimestre 2008: il Pil infatti è diminuito di -6,1% t/t, dopo il -6,3% t/t del periodo precedente, mentre la contrazione su base annua è stata di -2,6%. Tale risultato, peggiore delle attese di diminuzione di -4,6% su base trimestrale, è da ascrivere principalmente alla dinamica fortemente negativa degli investimenti fissi (-37,9% t/t, -18,1% a/a) e delle esportazioni (-30,0% t/t). Analizzando i contributi al risultato economico, si osserva infatti che gli investimenti fissi non residenziali hanno pesato per -4,68% t/t, contro il -2,56% t/t del periodo precedente, segnale inequivocabile che le imprese stanno continuando a ridurre in maniera massiccia gli investimenti in macchinari. Anche gli investimenti fissi residenziali hanno sottratto risorse alla crescita (-1,36% t/t, dopo il -0,8% t/t del periodo precedente). È inoltre tornato in terreno negativo il contributo dei consumi pubblici (-0,81% t/t, dopo un +0,26% t/t), mentre sorprende il +1,5% t/t fatto segnare dai consumi privati, dopo il -2,99% t/t dell'ultimo trimestre dell'anno. Positivo risulta pure il contributo delle esportazioni nette: +1,99% t/t. Il suo significato però non è foriero di buone notizie, dal momento che esso deriva da una fortissima contrazione delle importazioni tale da superare abbondantemente la diminuzione delle esportazioni.

Gli ultimi dati relativi al commercio con l'estero segnalano per il mese di febbraio una diminuzione del *deficit* della bilancia commerciale, superiore alle aspettative ed imputabile all'aumento delle esportazioni (+1,61% m/m) e al contestuale forte declino dell'import (-5,24% rispetto al mese di gennaio), sintomo chiaro della debolezza della domanda interna e della crisi americana generale. Dal lato dell'offerta, prosegue anche in marzo la contrazione della produzione industriale (-1,5% rispetto al mese precedente, -12,8% su base annua, al livello più basso da aprile 2002) e la contrazione degli ordini di beni durevoli (-0,8% m/m e -27,1% a/a), che annulla la variazione positiva, seppur fortemente rivista al ribasso, fatta registrare il mese precedente (+2,1% m/m). Le imprese stanno rispondendo alla crisi attraverso la diminuzione degli investimenti fissi, il decumulo delle scorte (scese di -1,3% m/m e -3,5% a/a in febbraio) e il ridimensionamento della capacità produttiva (scesa in marzo al di sotto del 70%, precisamente al 69,3%, dal 70,3% di febbraio, al livello più basso mai registrato dal lontano 1967, anno di inizio della serie). Gli unici segnali positivi provengono dagli indici di fiducia: l'indice ISM manifatturiero per esempio è salito in marzo a 36,3 da 35,8, mentre quello elaborato dalla Fed di Philadelphia si è attestato in aprile a -24,4 da -35,0 (previsione: -32,0); infine, l'indice NY Empire State è risalito a quota -14,65 da -38,23.

Dal lato della domanda si osserva la nuova diminuzione delle vendite al dettaglio in marzo (-1,5 m/m, -9,4% a/a) dopo il timido rialzo di febbraio (+0,3% m/m rivisto). Anche l'indice di fiducia dei consumatori Michigan ha registrato un sensibile rialzo in aprile: è passato infatti a 61,9 da 57,3 del mese precedente, contro un consenso che lo attendeva a 58,5. Nessun segnale di recupero proviene dal mercato del lavoro: il tasso di disoccupazione è salito in marzo all'8,5%, in linea con le previsioni degli analisti e al livello più alto dal novembre 1983, quando l'economia era reduce da una seria recessione che aveva visto i senza lavoro sfiorare l'11%. Continua l'emorragia di posti di lavoro: nel solo mese di marzo ne sono stati persi 663mila, 161mila dei quali solo nel settore manifatturiero. Nello stesso mese è diminuito pure il numero medio di ore lavorate, sceso da 33,3 a 33,2, e il tasso di partecipazione, passato da 65,6% a 65,5%.

Nel mese di marzo sono tornati in terreno negativo tutti gli indicatori del settore edilizio che in febbraio avevano registrato le prime incoraggianti variazioni positive: l'avvio di nuovi cantieri ha registrato un -10,8% su base congiunturale, che porta la variazione tendenziale a -48,4% a/a, dopo il +17,2% m/m rivisto e -47,3% a/a del mese precedente. Le vendite di case esistenti sono scese di -3,0% m/m e -4,6% a/a, dopo il +5,1% m/m di febbraio, mentre le vendite di case nuove hanno subito una diminuzione di -0,6% m/m, che porta il tendenziale a -30,6% a/a. Solo quando l'eccessivo inventario di case invendute sarà liquidato e la deflazione dei prezzi immobiliari si sarà assorbita, anche il comparto creditizio ne trarrà vantaggio.

Sul fronte dei prezzi, è da segnalare la prima flessione annua dei prezzi da agosto 1955, imputabile principalmente al drastico calo dei prezzi delle materie prime: -0,4% è stata la variazione annua dell'indice generale, -0,1% quella mensile, in linea con le attese degli analisti. L'indice depurato delle componenti alimentari ed energetica continua a registrare variazioni positive (+0,2% m/m, +1,8% m/m), segno che il rischio deflazione è al momento scongiurato. La stessa dinamica si registra ai primi stadi della commercializzazione, dove l'indice generale dei prezzi alla produzione è sceso in marzo di -1,2% su base mensile e -3,5% su base annua, facendo registrare il maggior declino annuo dal lontano gennaio 1950, mentre l'indice *core*, invariato rispetto al mese di febbraio, mantiene il tendenziale a +3,8%. Anche i prezzi import hanno fatto segnare nel mese la maggiore diminuzione annua dall'inizio della serie (1982).

Alla luce di questi dati, riteniamo che la Federal Reserve continui a perseguire la politica di *quantitative easing* già intrapresa, allo scopo di facilitare le condizioni di accesso al credito da parte di famiglie e imprese e di eliminare le tensioni accumulate nei mercati finanziari. La Fed inoltre fa ricorso a queste misure per neutralizzare l'aumento dei tassi a lungo, acquistando i titoli utilizzati per il finanziamento dei pacchetti fiscali il cui tasso sta aumentando maggiormente. Tra le altre misure adottate, si segnala che Bank of England, Bank of Japan, Banca Centrale Europea e Banca Centrale Svizzera hanno recentemente annunciato un accordo in *swap* con la Fed per la fornitura di liquidità straniera alle istituzioni finanziarie americane.

### **Giappone: sta attraversando la peggiore recessione dal dopoguerra**

L'ultima stima disponibile relativa all'andamento dell'economia nell'ultimo trimestre del 2008 segnala una diminuzione del Pil di -3,2% t/t e -4,3% a/a, imputabile alla diminuzione delle esportazioni (-13,8% t/t, -12,8% a/a) e al contestuale aumento delle importazioni (+3,0% t/t, +3,0% a/a). Pesante è stata pure la contrazione degli investimenti fissi (-2,9% t/t, -7,0% a/a) e la flessione dei consumi privati (-0,4% t/t, -0,2% a/a). Secondo anticipazioni, anche i primi mesi del 2009 dovrebbero registrare un altro calo annualizzato a doppia cifra, a causa di esportazioni quasi dimezzate, investimenti in picchiata e consumi deboli. Per la prima volta dai tempi della crisi petrolifera, la bilancia commerciale è scesa in terreno negativo, a causa del crollo delle esportazioni negli ultimi mesi. Si segnalano tuttavia due deboli spiragli di luce nel buio della più profonda recessione che ha colpito il Giappone dal dopoguerra: l'entità della manovra fiscale di stimolo all'economia superiore alle previsioni (175 miliardi di dollari) e l'interruzione dell'ascesa vertiginosa dello Yen, che aveva contribuito ad aggravare i problemi del Paese. Dal lato dell'offerta, è proseguita anche in febbraio la pesante contrazione della produzione industriale (-9,4% m/m, -38,4% a/a, sostanzialmente in linea con le previsioni degli analisti). L'unico segnale positivo proviene dagli ordini di macchinari industriali, che in marzo sono aumentati di +1,4% m/m, portando la variazione tendenziale a -30,1%. L'indice Tankan relativo al primo trimestre dell'anno mostra una contrazione sia dell'indice generale (sceso da -24 a -46), sia di quello manifatturiero (precipitato a -57 da -25), sia di quello non manifatturiero (attestatosi a -38 da -23). Permane la marcata debolezza della domanda, testimoniata dalla diminuzione delle vendite, sia dei grandi magazzini (-6,7% a/a), sia al dettaglio (-3,9% a/a). Anche l'indice di attività del terziario ha segnato una contrazione di -0,8% m/m in febbraio, dopo il +0,4% a/a del mese precedente.

Sul fronte dei prezzi, si profila il rischio deflazione: i prezzi alla produzione hanno proseguito anche nel mese di marzo la loro discesa (-0,2% m/m, -2,2% a/a).

**Europa: quadro di marcata debolezza**

La stima definitiva sull'andamento dell'economia mostra che il IV trimestre 2008 si è concluso con una flessione del Pil di -1,6% t/t e -1,5% su base annua, il maggior calo dall'inizio della serie, risalente al 1995, imputabile principalmente al crollo delle esportazioni (-6,7% t/t, -5,8% a/a) e alla forte contrazione degli investimenti fissi (-4,0% t/t, -5,0% a/a). Le prime infatti hanno sottratto risorse per -2,8% t/t e -2,4% a/a, mentre i secondi pesano per -0,9% su base trimestrale e -1,1% su base annua sul risultato economico del periodo. Positivo è stato il contributo delle importazioni (+1,9% t/t e +1,2% a/a), spiegabile con la loro forte diminuzione in valore assoluto, e anche quello delle scorte (+0,3% t/t, +0,7% a/a). I nuovi dati mensili a disposizione segnalano per il mese di febbraio un'ulteriore contrazione della produzione industriale, scesa di -2,3% su base mensile e -18,4% a/a, il maggior calo dall'inizio della serie (1990). Anche gli ordini all'industria hanno subito un calo annuo record, diminuendo di -34,5% a/a e -0,6% m/m. Gli unici segnali positivi provengono anche per l'Europa dalla dinamica degli indici di fiducia, aumentati tutti sensibilmente nel mese di aprile: il PMI manifatturiero per esempio è passato da 33,9 a 36,7 (previsione: 34,5), mentre quello dei servizi è salito a 43,1 da 40,9 (previsione: 41,2), entrambi ai livelli più alti da sei mesi a questa parte. L'ESI si è attestato a 67,2 da 64,7 rivisto di marzo e il Leading Indicator elaborato dall'Ocse segnala un leggero recupero in febbraio (-0,2% m/m, -8,2% a/a, dopo il -0,5% m/m e -8,4% a/a rivisti di gennaio), segno che probabilmente il peggio è alle spalle e che nei prossimi mesi è da attendersi una certa ripresa. I dati provenienti dal mercato del lavoro segnalano l'ulteriore aumento del tasso di disoccupazione nel mese di marzo all'8,9%, dall'8,7% di febbraio, al livello più alto da novembre 2005. Molto debole anche in febbraio si dimostra la domanda, con le vendite al dettaglio scese di -0,6% m/m e -4,0% a/a, ben al di sotto delle attese degli analisti: mai dall'inizio della serie (gennaio 2000) si era registrato un calo annuo comparabile. Sul fronte dei prezzi, prosegue la moderazione in atto dagli scorsi mesi: l'indice generale dei prezzi al consumo, con la sua variazione mensile di +0,4% m/m e +0,6% a/a nel mese di marzo, è al livello più basso dall'inizio della serie (1996); anche la stima *flash* relativa al mese di aprile segnala un'inflazione allo 0,6%, invariata rispetto al mese precedente. L'indice *core*, depurato delle componenti più volatili, ha proseguito la sua ascesa, registrando in marzo una variazione di +0,5% su base mensile, che porta il tendenziale a +1,5%. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione ha fatto segnare in febbraio il maggior calo annuo da aprile 1999, scendendo di -0,5% m/m e -1,8% rispetto all'anno precedente. Anche l'andamento di M3, cresciuto in marzo al tasso del +5,1%, dopo il +5,8% rivisto di febbraio, segnala il venir meno di tensioni inflazionistiche e monetarie. Alla luce di questi dati, che segnano una marcata debolezza in ogni comparto economico e un livello di inflazione molto basso, riteniamo per certo che la Bce decida di tagliare ulteriormente il costo del denaro di 25 p.b. nella riunione di maggio, facendo scendere così il tasso di rifinanziamento principale all'1%, il nuovo minimo storico (Scen. A, B e C, Prob. cumulata 100%). Non escludiamo però che, nel caso di un ulteriore peggioramento del contesto economico, la Bce possa intervenire a favore di un nuovo taglio di 25 p.b. nella riunione successiva; attribuiamo però a quest'eventualità una bassa probabilità di realizzazione (Scen. A, Prob. 10%).

Non sono ancora disponibili dati aggiornati sull'andamento del Pil tedesco nel IV trimestre del 2008. La **Germania**, più esposta di altri Paesi sul fronte dell'export, sta soffrendo del rallentamento mondiale e non può neppure contare su una domanda interna forte. Per quanto riguarda il commercio con l'estero, in febbraio si è avuto un aumento dell'avanzo della bilancia commerciale, dovuto ad una diminuzione delle importazioni (-4,2% m/m, -16,4% a/a) maggiore del calo delle esportazioni (-0,7% m/m, -23,1% a/a). Pesantemente negativi sono i dati che continuano a provenire dal lato dell'offerta, con la produzione industriale scesa in febbraio di -2,9% su base congiunturale e -23,2% su base annua: era dalla riunificazione che non si assisteva ad una *performance* tanto negativa. Anche gli ordini all'industria manifatturiera hanno fatto registrare il maggior calo annuo dal 1991, precipitando di -38,2% a/a e -3,5% m/m. Gli unici barlumi di speranza provengono dagli indici di fiducia riferiti al mese di aprile: lo Zew, che riflette la fiducia a sei mesi degli investitori finanziari, è salito a quota 13 da -3,5 del mese precedente (previsione: 3,8), l'Ifo, che invece riflette la fiducia delle imprese, è passato a 83,7 da 82,2 (previsione: 82,3), mentre PMI manifatturiero e dei servizi sono cresciuti rispettivamente a 35,0 (da 32,4) e a 43,5 da 42,3. Nel mese di febbraio si segnala la timida ripresa delle vendite al dettaglio, cresciute di +0,2 punti percentuali su base congiunturale, portando il tendenziale a -5,3% a/a. Il mercato del lavoro vede nel mese di aprile un nuovo aumento di +58mila unità del numero di disoccupati, dopo il +71mila rivisto di marzo, mentre il tasso di disoccupazione è salito all'8,3% dall'8,1% del mese precedente, in linea con le attese degli analisti. Sul fronte dei prezzi, prosegue il trend disinflazionistico iniziato negli scorsi mesi: l'indice generale dei prezzi al consumo, sceso di -0,1% m/m (+0,5% è stata la variazione annua), ha raggiunto il livello più basso da luglio 1999. L'indice calcolato sul paniere armonizzato ha invece registrato una variazione mensile di -0,2%, che porta il tendenziale a +0,4%, al di sotto della media europea. Ai primi stadi della commercializzazione, si osserva che l'indice dei prezzi

alla produzione è sceso ben oltre le aspettative, di -0,7% m/m e -0,5% a/a, registrando il maggior calo annuo da settembre 2002.

Nell'ultimo trimestre del 2008, l'economia della **Francia** è calata ad un ritmo di -1,1% t/t (-0,9% a/a), per lo più a causa della contrazione delle esportazioni (-3,5% t/t) e degli investimenti fissi (-1,4% t/t), mentre sembrano tenere i consumi privati, cresciuti di +0,3% t/t negli ultimi mesi dell'anno. Dal lato dell'offerta si segnala anche per il mese di febbraio la diminuzione della produzione industriale, di -0,5 punti percentuali su base congiunturale e -13,5% rispetto all'anno precedente, battendo tuttavia al rialzo le aspettative degli analisti. Un segnale incoraggiante proviene dagli ordini all'industria, che nel mese di febbraio hanno fatto registrare un incremento mensile di +4,8%, che porta il tendenziale a -24,3%. In aumento sono risultati pure tutti gli indici di fiducia, in tutti i casi sorprendendo positivamente gli analisti: l'indice di fiducia delle imprese è salito in aprile a 71,0 da 68,0 del mese precedente, mentre il PMI manifatturiero è salito a 40,0 da 36,5 rivisto di marzo e quello relativo ai servizi è giunto a quota 46,2 da 43,6 rivisto del mese precedente. Il tasso di disoccupazione è leggermente aumentato in febbraio, attestandosi all'8,6%, dopo l'8,5% rivisto di gennaio. Dal lato della domanda si osserva la diminuzione delle vendite al dettaglio nel mese di febbraio (-0,1% m/m, -3,3% a/a), ma anche l'aumento dei consumi delle famiglie in marzo (+1,1% su base mensile e +0,6% su base annua), ben al di sopra delle attese, e il miglioramento dell'indice di fiducia dei consumatori relativo al mese di aprile, passato da -42,0 rivisto a -41. Sul fronte dei prezzi, si assiste a forti moderazioni in tutti i comparti: sia l'indice dei pezzi al consumo nazionale, sia quello calcolato sul paniere armonizzato hanno registrato in marzo una crescita congiunturale di +0,2%, che porta i tendenziali rispettivamente a +0,3% e +0,4%. Ai primi stadi della commercializzazione, la disinflazione appare più marcata: nello stesso mese l'indice dei prezzi alla produzione ha subito una variazione di -0,5% m/m e -4,7% a/a, dopo il -3,7% a/a di febbraio.

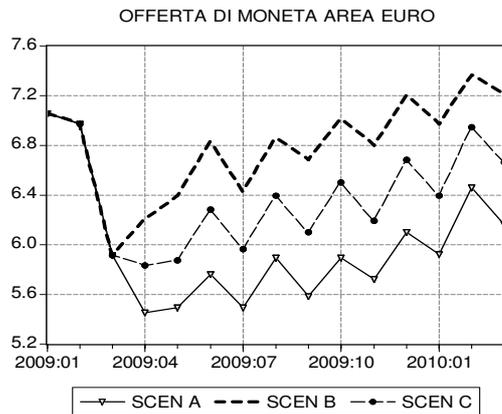
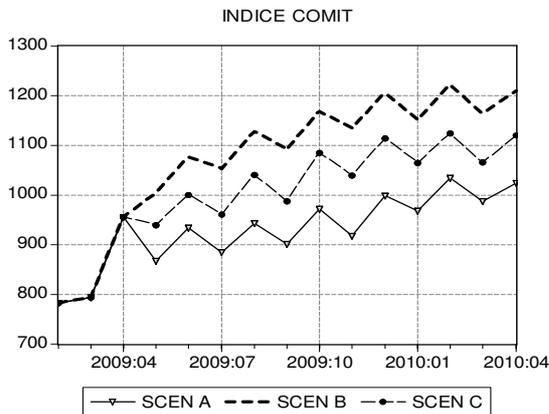
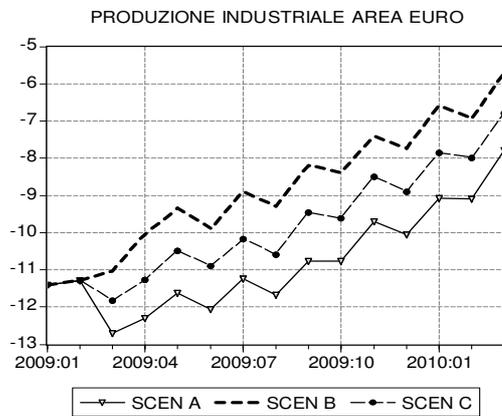
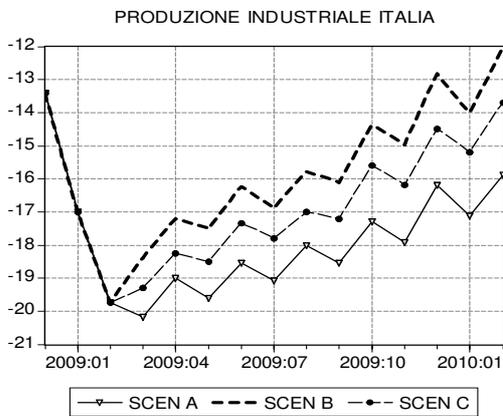
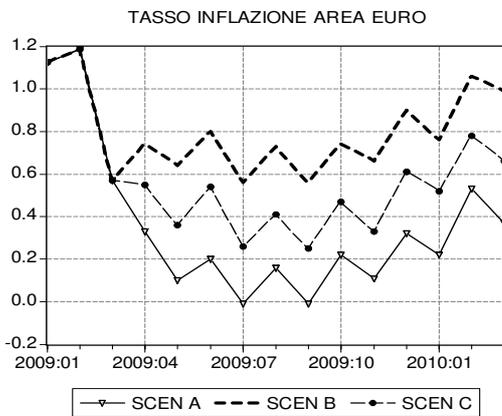
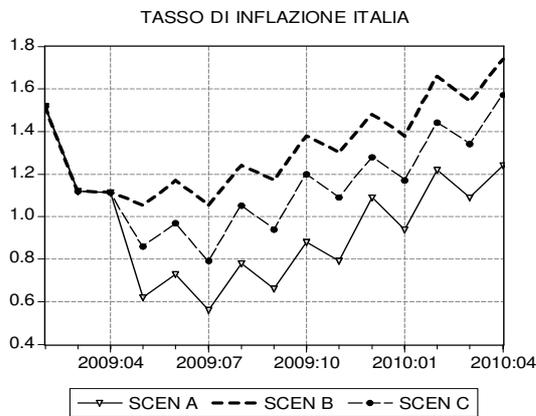
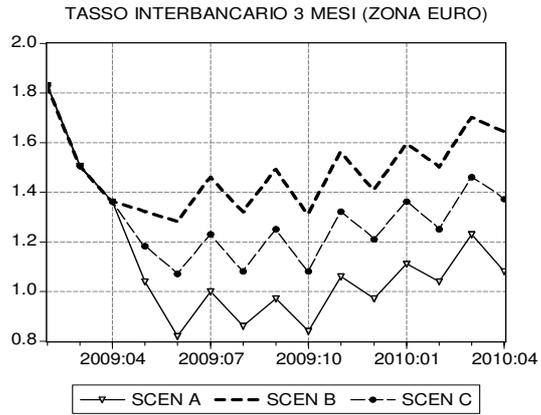
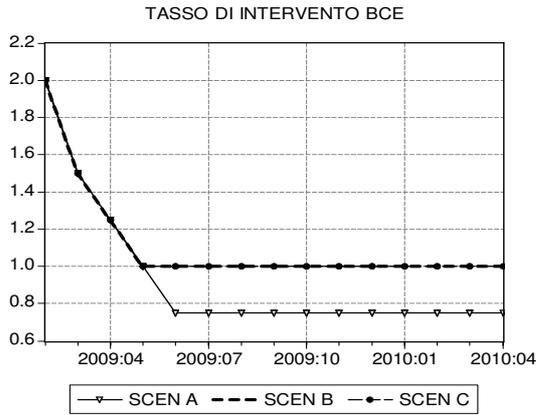
### **Italia: inflazione ai minimi dal 1969, ma aumenta il gap nei confronti dell'Area Euro**

Prosegue il momento di crisi dell'economia italiana. Non sono ancora stati diffusi i dati aggiornati sull'andamento del Pil nell'ultimo trimestre dell'anno, tuttavia le indicazioni a disposizione segnalano una forte contrazione dell'attività nell'ordine del -3,0% su base annua, imputabile principalmente alla dinamica fortemente negativa degli investimenti fissi e delle esportazioni. Sul fronte del commercio con l'estero, si nota un diffuso raffreddamento del volume degli scambi internazionali, con generale diminuzione sia del flusso dell'import che delle esportazioni. Per quanto riguarda l'interscambio con i Paesi Ue, le esportazioni sono diminuite in febbraio di -4,7% m/m, contro il -1,5% m/m di gennaio, mentre l'import è sceso di -3,4% m/m, dopo il -0,4% m/m del mese precedente. Nei confronti del resto del mondo, si segnala nel mese di marzo il crollo delle esportazioni (-3,8% m/m, dopo il +8,9% m/m di febbraio) e la diminuzione pure del flusso delle merci in entrata (-6,0% m/m). Dal lato dell'offerta, ingente è stata la contrazione della produzione industriale in febbraio (-3,5% m/m, -20,7% a/a, che rappresenta il maggior calo annuo dall'inizio della serie). Uguale dinamica hanno riportato il fatturato industriale, diminuito di -3,1% m/m e -23,9% a/a, e gli ordini all'industria, che hanno registrato un flessione di -1,5% su base congiunturale e -32,7% a livello tendenziale. A quest'andamento si sottrae il settore dei trasporti, che ha visto aumentare le immatricolazioni di auto e motocicli, grazie agli incentivi governativi. Anche in Italia gli indici di fiducia hanno ripreso ad aumentare, dopo mesi di ininterrotti cali: quello relativo alle imprese manifatturiere è salito a 64,2 da 60,9 in aprile, mentre quello del comparto dei servizi ha recuperato terreno, salendo a -19 da -27 di marzo. Anche i direttori d'acquisto mostrano una rinnovata fiducia nel futuro: l'indice PMI servizi si è infatti attestato in marzo a quota 39,1 da 37,9 del mese precedente. Dal lato della domanda si segnala la diminuzione delle vendite al dettaglio in febbraio (-0,7% m/m e -3,1% a/a, dopo il +0,2% m/m e +0,4% a/a di gennaio), mentre l'indice di fiducia dei consumatori relativo al mese di aprile ha riportato il miglior risultato da dicembre 2007, attestandosi a quota 104,9 da 99,8 di marzo. Sul fronte dei prezzi, prosegue il processo disinflazionistico in atto da mesi, che ha condotto l'indice generale dei prezzi al consumo al livello più basso mai registrato dal lontano febbraio 1969: la variazione mensile è stata di +0,1%, mentre quella tendenziale è stata di +1,2%, perfettamente in linea con le previsioni. L'indice calcolato sul paniere armonizzato ha registrato invece variazioni di +1,2% m/m e +1,1% a/a. La stima *flash* sull'inflazione per il mese di aprile prevede un incremento mensile di +0,3%, che, se confermato, porterebbe il tendenziale a +1,3%, al di sopra delle attese e del livello del mese precedente. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione ha segnato in febbraio un calo di -0,6% m/m, che ha portato il tendenziale a -2,8%, dopo il -1,6% a/a di gennaio, scivolando così ai minimi dal 1991.

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

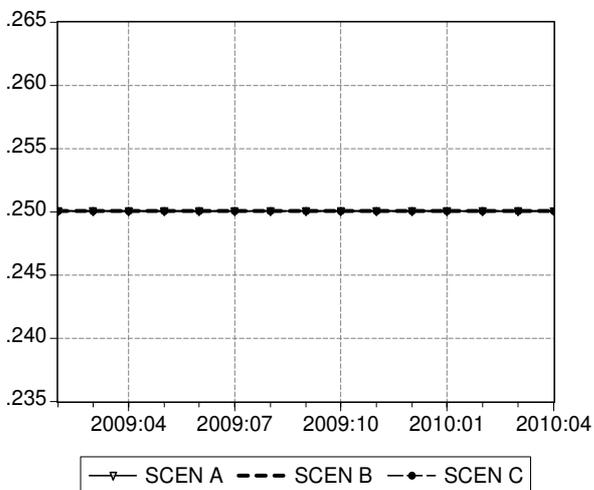
A (10%)	B (20%)	C (70%)
<p><b>Usa:</b> la crisi, scoppiata nel comparto finanziario, sta avendo ancora pesanti effetti negativi sull'economia reale, generando forte recessione, ulteriore peggioramento della situazione nel mercato del lavoro, crollo della produzione industriale e forte diminuzione della domanda, che si protrarranno per buona parte dell'anno. Permangono rischi di deflazione per gli indici generali di prezzo, 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 di proseguire il massiccio allentamento quantitativo, volto ad aumentare la quantità di moneta circolante, come segnale forte per il rilancio dell'economia.</p> <p><b>Area Euro:</b> l'economia attraversa una 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 maggio a favore di una nuova riduzione dei tassi di 25 p.b. eventualmente seguita da una mossa analoga in giugno, per scuotere i mercati e riattivare il comparto del credito.</p>	<p><b>Usa:</b> i mercati finanziari stanno ora scontando una ripresa dell'economia nella seconda parte del 2009, convinti che la recessione abbia ormai raggiunto il suo punto più basso. Le turbolenze sui mercati finanziari si riassorbono progressivamente, grazie anche alle ingenti misure a sostegno della liquidità e del recupero del sistema bancario. I timidi segnali positivi provenienti dagli indici di fiducia fanno presagire che l'inversione di tendenza sia da attendersi a breve.</p> <p>La Fed che, dopo il taglio di 75 p.b. effettuato a dicembre, ha praticamente azzerato il costo del denaro, continua ad avere a disposizione solo lo strumento quantitativo per stimolare il recupero dell'economia e neutralizzare l'aumento dei tassi a lungo, che potrebbe costituire un ostacolo alla ripresa.</p> <p><b>Area Euro:</b> l'economia europea mostra alcuni segni di recupero, visibili soprattutto nell'andamento degli indici di fiducia, grazie anche 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 di 25 p.b. operata nella riunione di aprile, opererà per una misura analoga nella riunione di maggio, con l'obiettivo di sostenere la crescita economica, grazie anche al progressivo rientro dei rischi per la stabilità dei prezzi.</p>	<p><b>Usa:</b> nonostante alcuni segnali positivi, l'economia americana rimane in forte recessione: a preoccupare principalmente sono i dati provenienti dal mercato del lavoro, in cui non sembra arrestarsi l'emorragia di disoccupati. Inoltre, la continua diminuzione degli investimenti delle imprese e il crollo degli scambi internazionali non facilitano sicuramente la ripresa dell'attività produttiva. 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><b>Area Euro:</b> la crisi finanziaria che ha investito gli Stati Uniti genera ripercussioni di rilievo anche nell'Eurozona, piombata ormai in una severa recessione. Enormi sono le diminuzioni della produzione e degli ordini industriali, congiunte alla contrazione della domanda. Questo quadro, unito alla forte disinflazione, spingerà la Bce a diminuire ulteriormente il costo del denaro di ulteriori 25 p.b. nella riunione di maggio, facendo così scendere il tasso di rifinanziamento principale al nuovo minimo storico dell'1%.</p>

**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE**  
**Dati mensili**

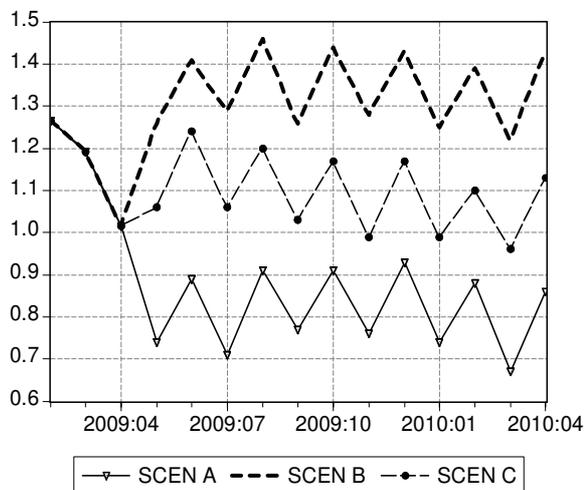


**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE**  
*Dati mensili*

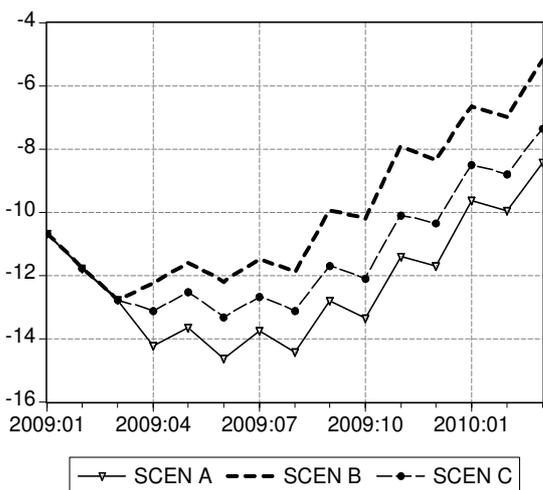
TASSO DI INTERVENTO FED



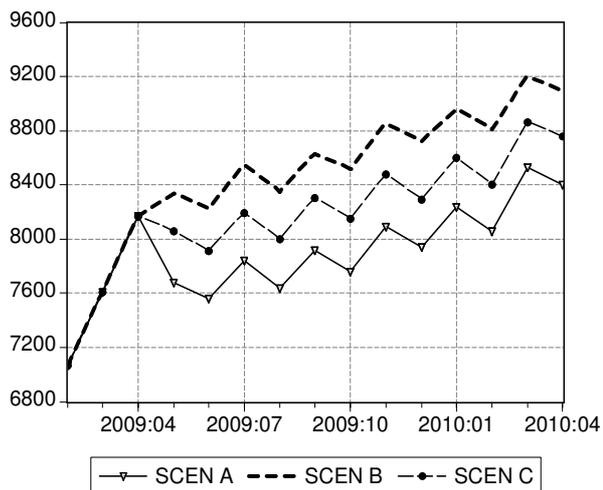
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



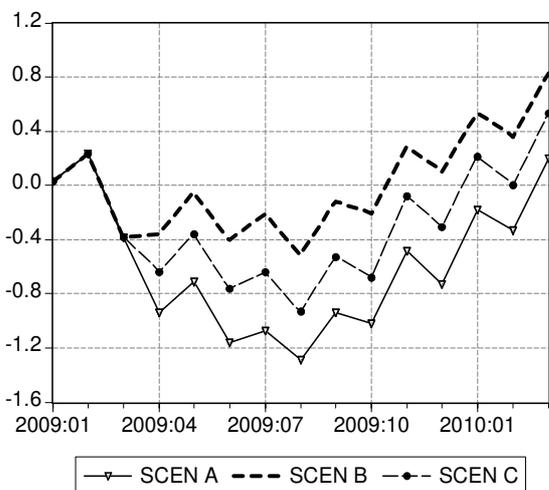
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



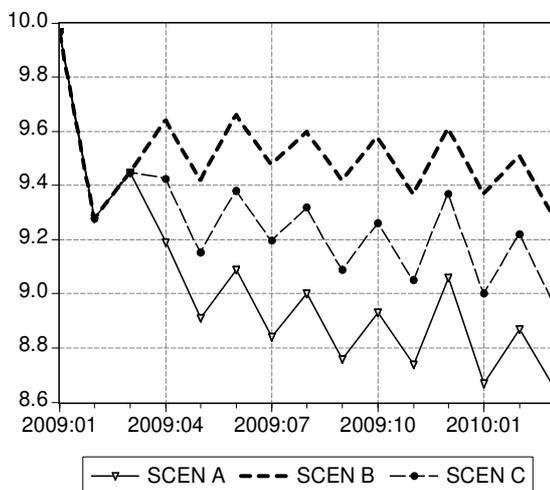
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

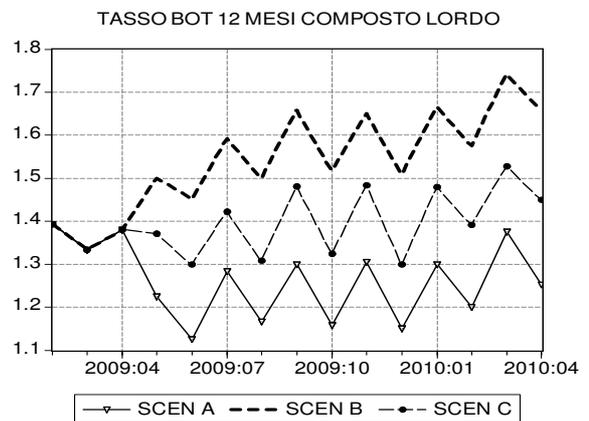
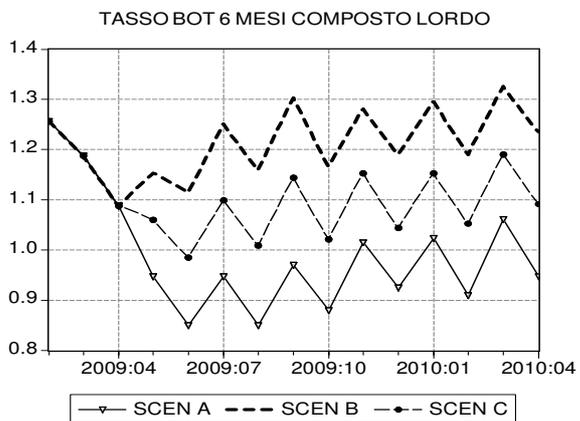
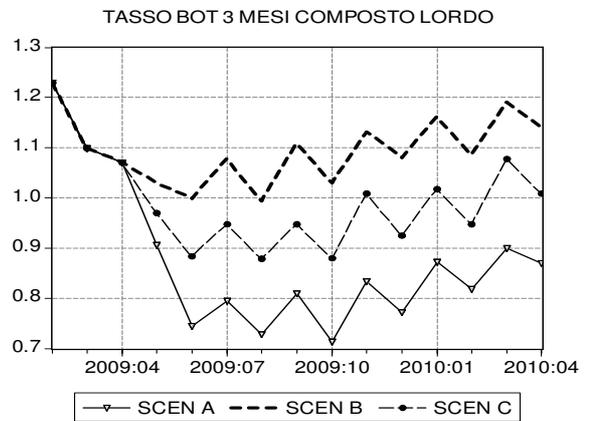
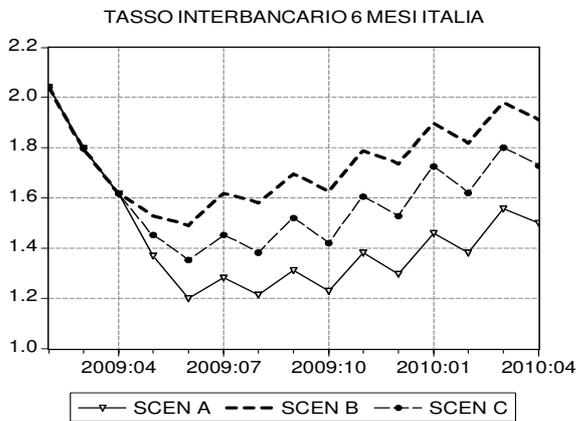
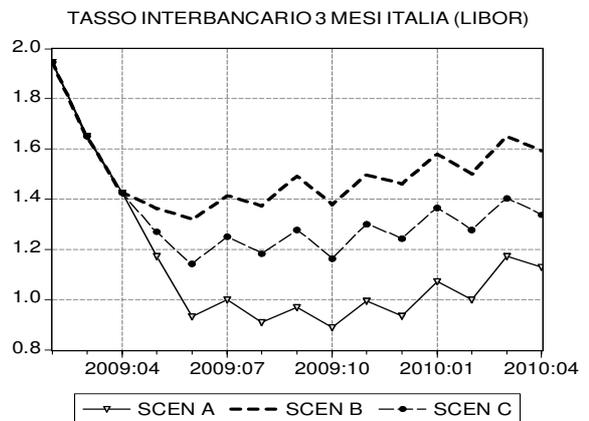
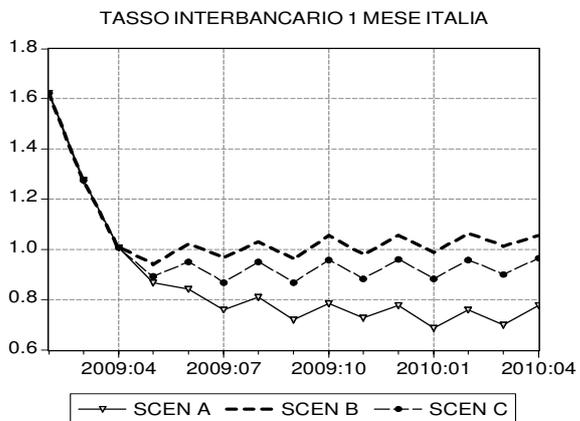
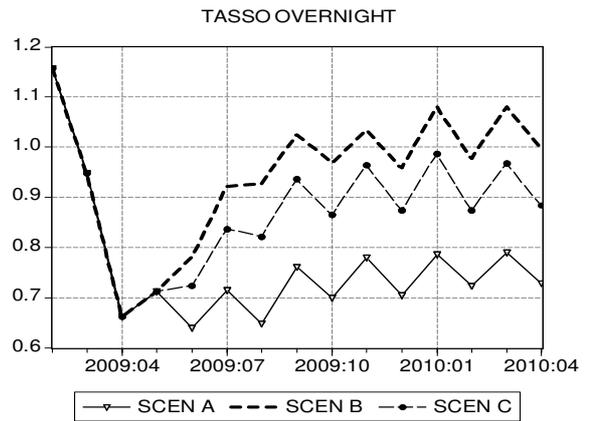
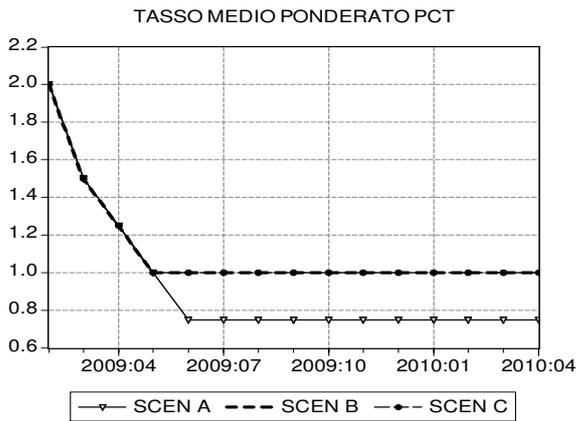
**Tassi interbancari:** prosegue anche in aprile la forte diminuzione dei tassi interbancari, dopo il picco raggiunto lo scorso autunno. La crisi che sta investendo il sistema finanziario americano e che ha costretto lo Stato a correre ai ripari con interventi di salvataggio pubblico, sta avendo pesanti 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 forte contrazione del Pil nel I trimestre dell'anno 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 un rapido rientro dell'inflazione. 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 dinamica economica negli Stati Uniti e nell'Area Euro rimanesse simile all'attuale, con recessione e contestuale ulteriore diminuzione degli indici di prezzo (scenario C), i tassi interbancari dovrebbero diminuire nei prossimi mesi ed attestarsi a +0,96% per la scadenza ad un mese, +1,34% per la scadenza a tre mesi e +1,73% per quella a sei mesi ad aprile 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 +1,05% (1 mese), +1,59% (3 mesi) e +1,91% (6 mesi). Nel caso in cui, invece, la crisi continuasse ad avere effetti pesantemente negativi anche in Europa, con ulteriore contrazione della domanda, sia interna che estera, e brusca flessione della produzione industriale (scenario A), i diversi tassi interbancari si porterebbero rispettivamente a +0,78%, +1,13% e +1,50% alla fine dell'orizzonte di previsione.

**Struttura a termine:** nel mese di aprile 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 ad aprile 2010 quota +2,14% (3 anni), +2,53% (5 anni), +2,97% (7 anni) e +3,30% (10 anni). Qualora l'andamento economico europeo manifestasse un certo recupero (scenario B), la diminuzione dei rendimenti sarebbe decisamente più contenuta, con il decennale a +3,44% ad aprile 2010. Se si verificasse, invece, un pesante rallentamento dell'economia (scenario A), i rendimenti scenderebbero, attestandosi su valori di +2,04%, +2,44%, +2,88%, +3,20% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni al termine dell'orizzonte previsivo considerato.

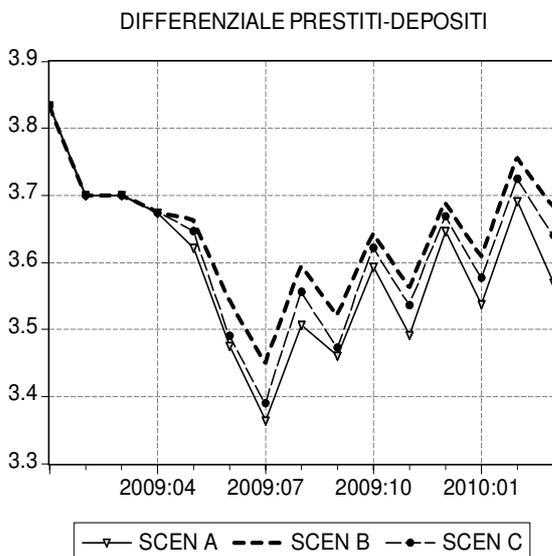
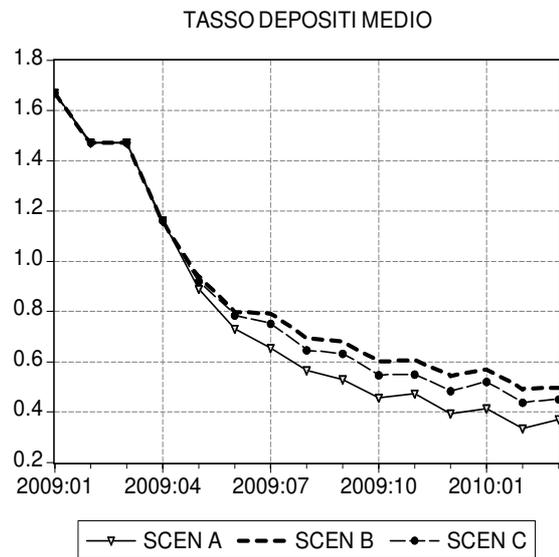
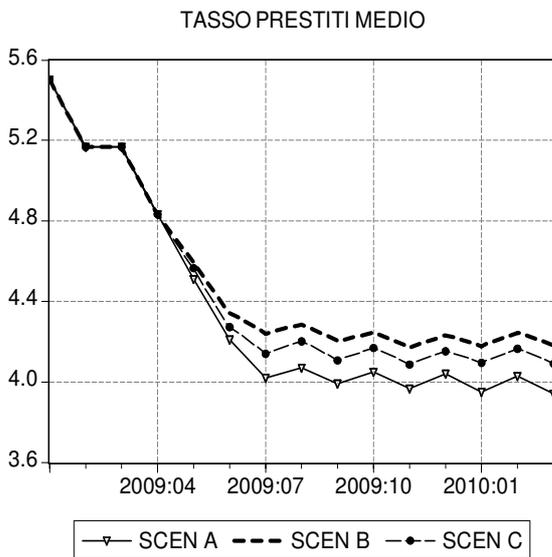
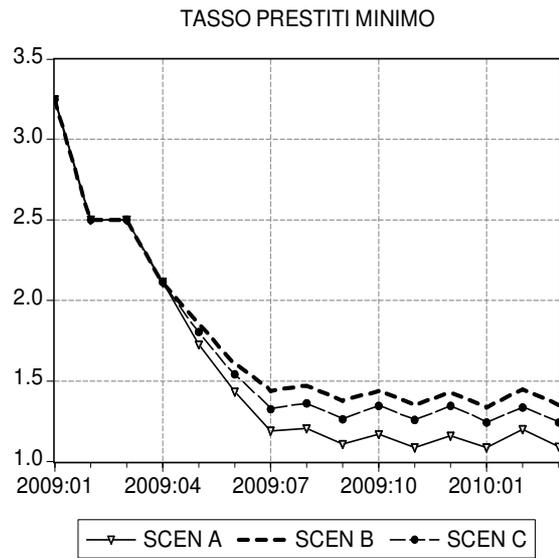
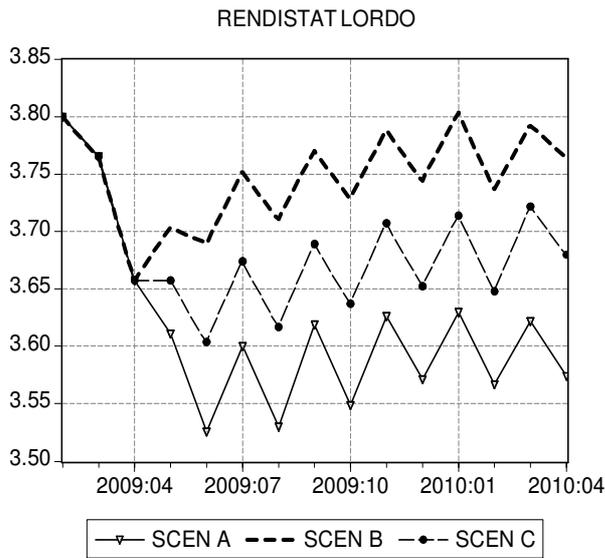
**Tassi bancari:** sia il tasso medio sui depositi che quello sui prestiti proseguono il loro *trend* decrescente. Nei prossimi mesi ci attendiamo che entrambi i tassi registrino una marcata tendenza alla diminuzione, di entità diversa a seconda dell'evoluzione dell'ambiente economico. Nel caso in cui la crescita del prodotto europeo si mantenesse su di un passo simile all'attuale (scenario C), ci aspettiamo che il tasso medio sui prestiti manifesti una tendenza al ribasso fino a quota +4,17%, mentre il tasso medio sui depositi si attesti intorno ad un valore di +0,40%. In uno scenario di ripresa economica (scenario B), l'andamento dei tassi registrerebbe diminuzioni leggermente più contenute, rispettivamente a quota +4,25% e +0,45% al termine dell'orizzonte di previsione. Se però la congiuntura risultasse fortemente penalizzata dall'andamento globale (scenario A), il tasso sui prestiti si fermerebbe a quota +4,01% e quello sui depositi di +0,29% ad aprile 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 i prestiti 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 +8,06% ad aprile del prossimo anno, mentre la variazione tendenziale del volume dei prestiti nello stesso periodo dovrebbe essere di +5,51%.

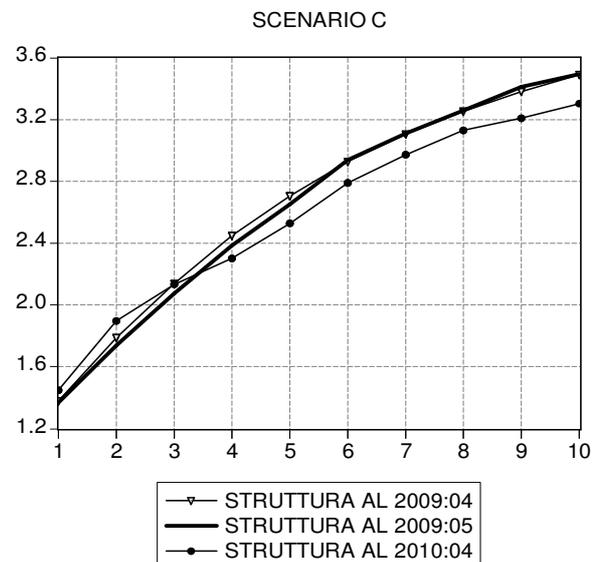
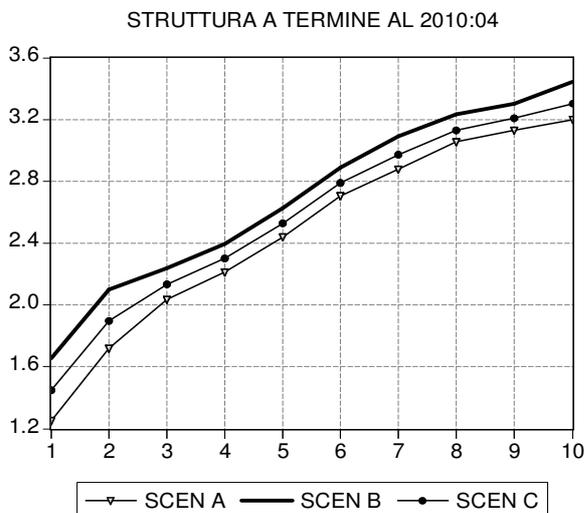
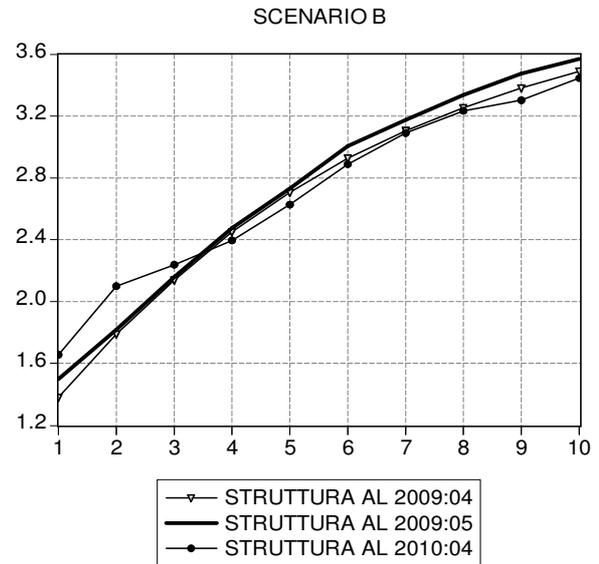
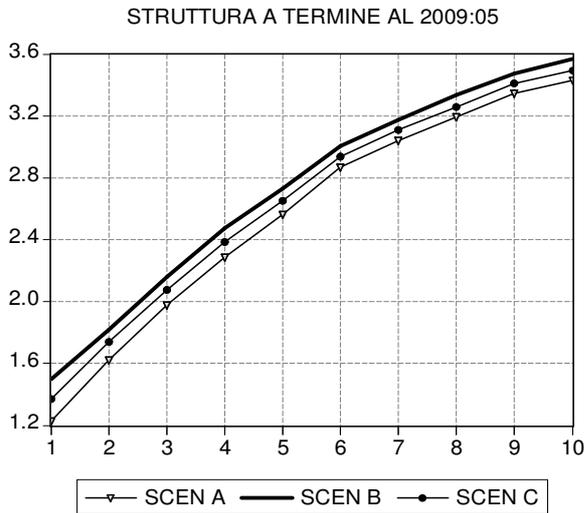
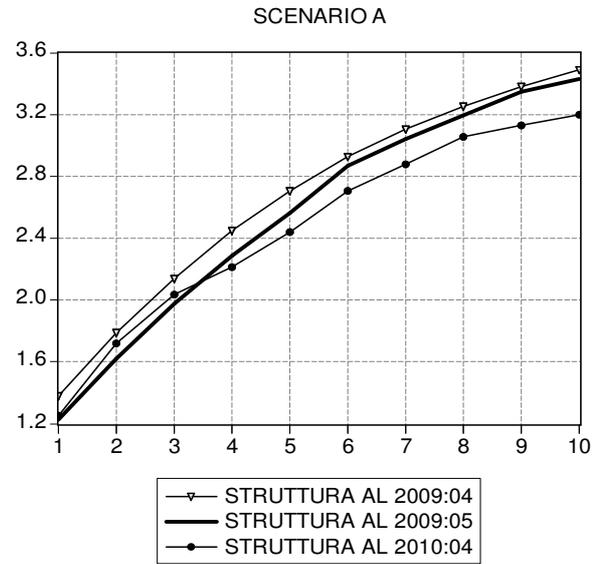
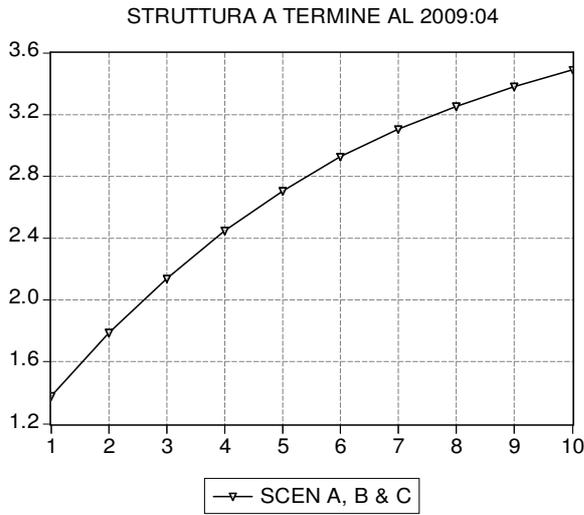
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**



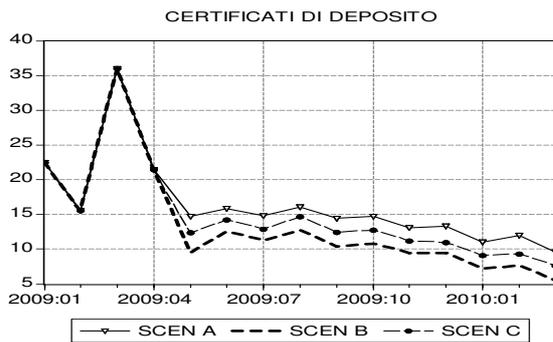
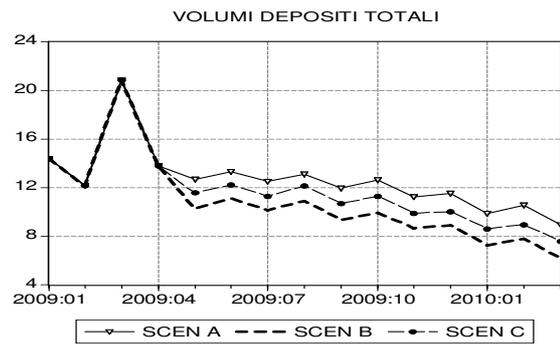
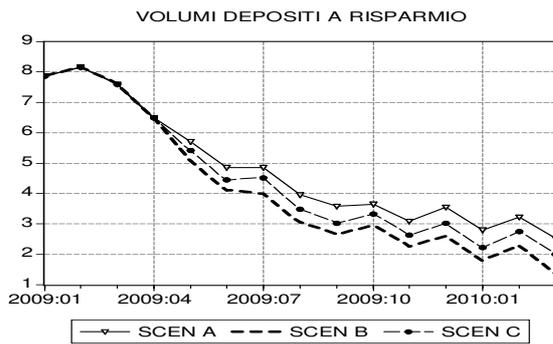
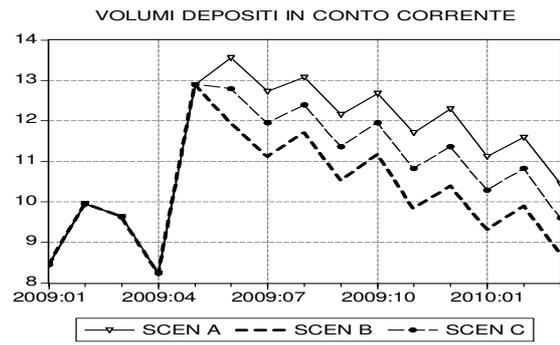
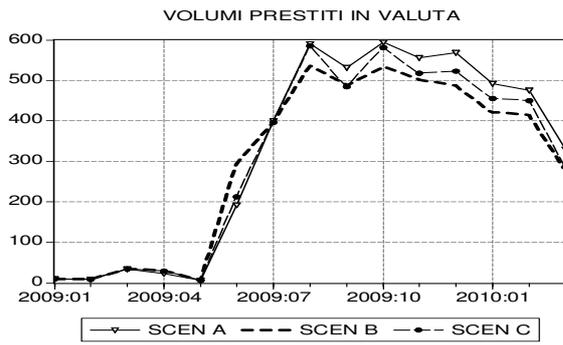
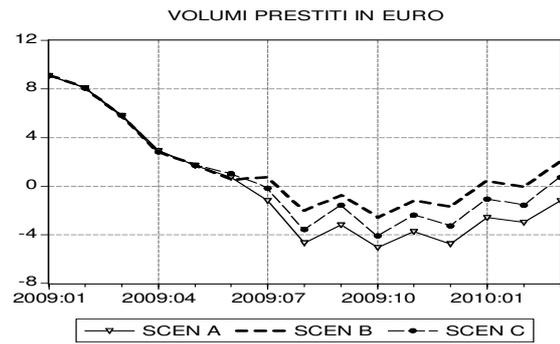
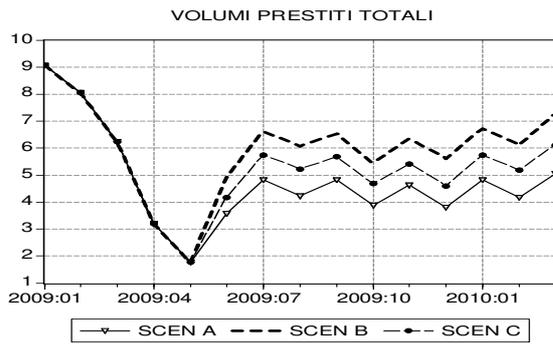
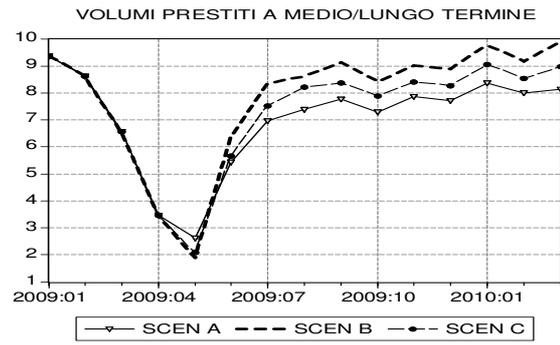
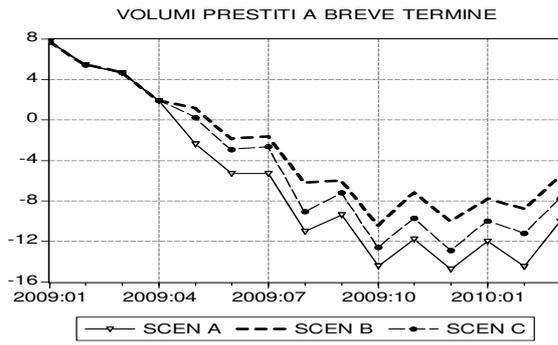
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**



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



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



SCENARIO A	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	10 2	10 3	10 4
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00	1.50	1.25	1.00	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Indice COMIT	1015	970	943	896	782	793	955	867	934	884	942	901	971	917	998	968	1034	987	1024
Produzione Industriale	-8.5	-10.7	-13.4	-17.0	-19.7	-20.2	-19.0	-19.6	-18.6	-19.1	-18.0	-18.6	-17.3	-17.9	-16.2	-17.1	-15.9	-16.4	-15.6
Tasso di Inflazione (Arm.)	3.6	2.8	2.4	1.4	1.5	1.1	1.1	0.6	0.7	0.6	0.8	0.7	0.9	0.8	1.1	0.9	1.2	1.1	1.2
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00	1.50	1.25	1.00	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
T. Overnight media d/l	3.64	3.10	2.45	1.75	1.16	0.95	0.66	0.71	0.64	0.71	0.65	0.76	0.70	0.78	0.71	0.79	0.72	0.79	0.73
T. Interb. 1m lett.	4.88	3.89	3.18	2.23	1.62	1.28	1.01	0.87	0.84	0.76	0.81	0.72	0.78	0.73	0.78	0.69	0.76	0.70	0.78
T. Interb. 3m lett.	5.18	4.31	3.60	2.55	1.95	1.65	1.42	1.17	0.93	1.00	0.91	0.97	0.89	1.00	0.93	1.07	1.00	1.17	1.13
T. Interb. 6m lett.	5.27	4.37	3.66	2.63	2.04	1.80	1.62	1.37	1.20	1.28	1.21	1.31	1.23	1.38	1.30	1.46	1.38	1.56	1.50
T. Depositi medio	2.30	2.25	1.99	1.67	1.47	1.47	1.16	0.89	0.73	0.66	0.56	0.53	0.46	0.47	0.39	0.41	0.34	0.37	0.29
T. Prestiti medio	6.54	6.42	6.08	5.50	5.17	5.17	4.84	4.51	4.21	4.02	4.07	3.99	4.05	3.96	4.04	3.95	4.03	3.94	4.01
T.prest. medio - T.dep. medio	4.24	4.17	4.09	3.83	3.70	3.70	3.67	3.62	3.48	3.36	3.51	3.46	3.59	3.49	3.65	3.54	3.69	3.57	3.72
T. BOT comp. lordo 3m	2.41	2.86	2.52	1.69	1.23	1.10	1.07	0.91	0.74	0.80	0.73	0.81	0.71	0.83	0.77	0.87	0.82	0.90	0.87
T. BOT comp. lordo 6m	2.98	2.51	1.94	1.50	1.26	1.19	1.09	0.95	0.85	0.95	0.85	0.97	0.88	1.02	0.93	1.02	0.91	1.06	0.95
T. BOT comp. lordo 12m	3.11	2.67	2.67	1.87	1.39	1.33	1.38	1.23	1.13	1.28	1.17	1.33	1.16	1.31	1.15	1.30	1.20	1.38	1.25
Rendistat lordo	4.35	4.24	4.13	4.01	3.80	3.77	3.66	3.61	3.53	3.60	3.53	3.62	3.55	3.63	3.57	3.63	3.57	3.62	3.57
Rendistat netto	3.80	3.71	3.62	3.51	3.33	3.29	3.20	3.16	3.09	3.15	3.09	3.17	3.11	3.17	3.12	3.18	3.12	3.17	3.13
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	3.75	3.20	2.93	2.53	2.35	2.12	2.14	1.98	1.92	2.04	1.96	2.05	1.98	2.08	2.02	2.10	2.03	2.12	2.04
Rend. BTP a 5 anni	3.98	3.43	3.21	3.00	2.80	2.66	2.71	2.56	2.48	2.58	2.48	2.56	2.48	2.55	2.47	2.53	2.46	2.53	2.44
Rend. BTP a 7 anni	4.20	3.65	3.45	3.36	3.13	3.03	3.10	3.04	2.95	3.01	2.93	2.99	2.92	2.98	2.92	2.96	2.91	2.95	2.88
Rend. BTP a 10 anni	4.47	3.95	3.75	3.75	3.50	3.41	3.49	3.43	3.31	3.36	3.25	3.33	3.24	3.31	3.22	3.30	3.19	3.30	3.20
<b>VOLUMI (LIVELLI in mln)</b>																			
Prestiti totali	2496.884	2347.154	2319.712	2334.887	2346.908	2315.955	2248.216	2262.550	2309.008	2341.339	2334.91	2376.36	2594.01	2455.83	2407.86	2447.43	2444.77	2432.91	2351.41
Prestiti in euro	2459.431	2311.947	2284.916	2299.864	2311.704	2272.203	2208.363	2227.097	2211.349	2173.769	2103.043	2161.62	2334.000	2224.76	2175.24	2240.07	2242.35	2244.94	2161.99
Prestiti in valuta	37.453	35.207	34.796	35.023	35.204	43.752	39.853	35.453	97.660	167.570	231.867	214.739	260.013	231.066	232.621	207.361	202.421	187.974	189.422
Prestiti a breve	391.181	386.972	403.026	405.970	399.386	394.724	383.968	366.200	365.067	369.828	343.200	353.610	334.764	341.361	343.483	357.254	341.475	355.252	339.428
Prestiti a m/l	2105.703	1960.182	1916.686	1928.917	1947.522	1921.231	1864.248	1896.350	1943.941	1971.511	1991.709	2022.752	2259.249	2114.467	2064.378	2090.175	2103.299	2077.659	2011.981
Depositi totali	1872.304	1733.284	1712.595	1713.023	1701.123	1840.493	1760.985	1811.428	1786.122	1767.673	1786.360	1805.826	2108.402	1927.412	1909.614	1881.756	1880.081	2004.665	1927.926
Depositi in c/c	650.631	656.186	682.986	676.883	674.965	684.957	691.138	727.168	730.265	706.932	688.489	710.890	733.131	733.026	766.925	752.152	753.261	756.467	767.024
Depositi a risparmio	236.123	237.554	243.719	249.199	250.775	250.698	248.214	245.856	243.822	244.092	243.996	243.262	244.742	244.871	252.371	256.152	258.850	257.016	255.288
Certif. deposito	985.550	839.544	785.800	786.941	775.383	904.837	821.634	838.404	812.036	816.648	853.875	851.673	1130.529	949.516	890.318	873.452	867.970	991.182	905.614
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	18.62	10.14	7.37	9.07	8.05	6.24	3.19	1.77	3.57	4.82	4.22	4.82	3.89	4.63	3.80	4.82	4.17	5.05	4.59
Prestiti in euro	18.62	10.14	7.37	9.07	8.05	5.82	2.90	1.70	0.70	-1.20	-4.70	-3.20	-5.10	-3.77	-4.80	-2.60	-3.00	-1.20	-2.10
Prestiti in valuta	18.62	10.14	7.37	9.07	8.05	33.80	21.94	6.31	192.03	400.13	589.97	531.47	594.23	556.30	568.53	492.07	475.00	329.64	375.30
Prestiti a breve	7.67	2.90	8.32	7.73	5.43	4.66	1.91	-2.40	-5.30	-5.30	-11.00	-9.38	-14.42	-11.79	-14.77	-12.00	-14.50	-10.00	-11.60
Prestiti a m/l	20.90	11.69	7.17	9.36	8.61	6.56	3.45	2.62	5.42	6.96	7.38	7.77	7.29	7.87	7.71	8.36	8.00	8.14	7.92
Depositi totali	27.58	18.56	13.00	14.38	12.15	20.84	13.75	12.67	13.29	12.49	13.10	11.94	12.61	11.20	11.51	9.85	10.52	8.92	9.48
Depositi in c/c	6.65	9.67	7.34	8.45	9.95	9.63	8.24	12.90	13.56	12.73	13.07	12.15	12.68	11.71	12.29	11.12	11.60	10.44	10.98
Depositi a risparmio	7.07	6.90	7.00	7.87	8.16	7.60	6.49	5.71	4.85	4.85	3.95	3.58	3.65	3.08	3.55	2.79	3.22	2.52	2.85
Certif. deposito	54.74	30.88	20.63	22.49	15.55	36.01	21.45	14.68	15.84	14.78	16.04	14.40	14.71	13.10	13.30	10.99	11.94	9.54	10.22

SCENARIO B	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	10 2	10 3	10 4
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00	1.50	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Indice COMIT	1015	970	943	896	782	793	955	1005	1075	1053	1127	1090	1168	1133	1205	1150	1222	1164	1210
Produzione Industriale	8.5	-10.7	-13.4	-17.0	-19.7	-18.4	-17.2	-17.5	-16.2	-16.9	-15.8	-16.1	-14.4	-15.0	-12.8	-14.0	-12.1	-12.7	-12.0
Tasso di Inflazione (Arm.)	3.6	2.8	2.4	1.4	1.5	1.1	1.1	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2	1.4	1.3	1.5	1.4	1.7	1.5	1.7
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00	1.50	1.25	1.00	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/1	3.64	3.10	2.45	1.75	1.16	0.95	0.66	0.71	0.78	0.92	0.93	1.02	0.97	1.03	0.96	1.08	0.98	1.08	1.00
T. Interb. 1m lett.	4.88	3.89	3.18	2.33	1.62	1.28	1.01	0.94	1.02	0.96	1.03	0.96	1.05	0.98	1.05	0.99	1.06	1.01	1.05
T. Interb. 3m lett.	5.18	4.31	3.60	2.55	1.95	1.65	1.42	1.36	1.32	1.41	1.37	1.49	1.38	1.49	1.46	1.58	1.50	1.65	1.59
T. Interb. 6m lett.	5.27	4.37	3.66	2.63	2.04	1.80	1.62	1.53	1.49	1.62	1.58	1.70	1.63	1.79	1.74	1.90	1.82	1.98	1.91
T. Depositi medio	2.30	2.25	1.99	1.67	1.47	1.47	1.16	0.94	0.80	0.79	0.69	0.68	0.60	0.61	0.54	0.57	0.49	0.50	0.45
T. Prestiti medio	6.54	6.42	6.08	5.50	5.17	5.17	4.84	4.60	4.34	4.24	4.28	4.20	4.24	4.17	4.23	4.18	4.24	4.18	4.25
T.prest.medio - T.dep.medio	4.24	4.17	4.09	3.83	3.70	3.70	3.67	3.66	3.54	3.45	3.59	3.52	3.64	3.56	3.69	3.61	3.76	3.68	3.80
T. BOT comp. lordo 3m	2.41	2.86	2.52	1.69	1.23	1.10	1.07	1.03	1.00	1.08	0.99	1.11	1.03	1.13	1.08	1.16	1.09	1.19	1.14
T. BOT comp. lordo 6m	2.98	2.51	1.94	1.50	1.26	1.19	1.09	1.15	1.11	1.25	1.16	1.30	1.17	1.28	1.19	1.30	1.19	1.33	1.24
T. BOT comp. lordo 12m	3.11	2.67	2.67	1.87	1.39	1.33	1.38	1.50	1.45	1.59	1.50	1.66	1.52	1.65	1.51	1.67	1.58	1.74	1.66
Rendistat lordo	4.35	4.24	4.13	4.01	3.80	3.77	3.66	3.70	3.69	3.75	3.71	3.77	3.73	3.79	3.74	3.80	3.74	3.79	3.76
Rendistat netto	3.80	3.71	3.62	3.51	3.33	3.29	3.20	3.24	3.23	3.28	3.25	3.30	3.26	3.31	3.28	3.33	3.27	3.32	3.29
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	3.75	3.20	2.93	2.53	2.35	2.12	2.14	2.16	2.12	2.23	2.16	2.26	2.18	2.28	2.22	2.29	2.23	2.30	2.24
Rend. BTP a 5 anni	3.98	3.43	3.21	3.00	2.80	2.66	2.71	2.73	2.67	2.76	2.68	2.75	2.67	2.74	2.66	2.73	2.65	2.69	2.63
Rend. BTP a 7 anni	4.20	3.65	3.45	3.36	3.13	3.03	3.10	3.17	3.11	3.18	3.11	3.19	3.12	3.17	3.10	3.16	3.08	3.14	3.09
Rend. BTP a 10 anni	4.47	3.95	3.75	3.75	3.50	3.41	3.49	3.57	3.50	3.53	3.46	3.52	3.47	3.52	3.42	3.53	3.46	3.54	3.44
<b>VOLUMI (LIVELLI in mln)</b>																			
Prestiti totali	2496.884	2347.154	2319.712	2334.887	2346.908	2315.955	2248.216	2262.550	2338.883	2381.322	2376.13	2414.90	2633.21	2495.96	2449.62	2491.56	2490.30	2484.09	2396.82
Prestiti in euro	2459.431	2311.947	2284.916	2299.864	2311.704	2272.203	2206.217	2227.097	2206.957	2215.572	2162.625	2215.22	2395.485	2284.20	2245.46	2309.06	2309.39	2317.65	2232.69
Prestiti in valuta	37.453	35.207	34.796	35.023	35.204	43.752	41.999	35.453	131.926	165.570	213.507	199.685	237.728	211.760	204.153	182.495	180.911	166.446	164.132
Prestiti a breve	391.181	386.972	403.026	405.970	399.386	394.724	383.968	379.492	378.272	384.228	361.710	366.793	350.498	359.110	362.724	374.304	364.240	372.620	360.156
Prestiti a m/1	2105.703	1960.182	1916.686	1928.917	1947.522	1921.231	1864.248	1883.058	1960.610	1997.094	2014.422	2048.110	2282.715	2136.853	2086.892	2117.254	2126.064	2111.474	2036.667
Depositi totali	1872.304	1733.284	1712.505	1713.023	1701.123	1840.493	1760.985	1772.039	1751.279	1729.959	1751.308	1763.076	2057.850	1882.693	1864.233	1836.361	1833.130	1952.763	1877.034
Depositi in c/c	650.631	656.186	682.986	676.853	674.965	684.957	691.138	727.168	719.911	696.836	680.208	700.685	723.306	720.821	754.017	739.968	741.787	744.754	756.519
Depositi a risparmio	236.123	237.554	243.719	249.199	250.775	250.698	248.214	244.391	242.101	242.067	241.884	241.078	243.089	242.899	250.031	253.660	256.518	254.183	253.054
Certif. deposito	985.550	839.544	785.800	786.941	775.383	904.837	821.634	800.480	789.267	791.056	829.217	821.313	1091.455	918.974	860.185	842.732	834.826	953.826	867.461
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	18.62	10.14	7.37	9.07	8.05	6.24	3.19	1.77	4.91	6.61	6.06	6.52	5.46	6.34	5.60	6.71	6.11	7.26	6.61
Prestiti in euro	18.62	10.14	7.37	9.07	8.05	5.82	2.80	1.70	0.50	0.70	-2.00	-0.80	-2.60	-1.20	-1.73	0.40	-0.10	2.00	1.20
Prestiti in valuta	18.62	10.14	7.37	9.07	8.05	33.80	28.51	6.31	294.50	394.70	535.33	487.20	534.73	501.47	486.72	421.07	413.90	280.43	290.80
Prestiti a breve	7.67	2.90	8.32	7.73	5.43	4.66	1.91	1.14	-1.87	-1.61	-6.20	-6.00	-10.40	-7.20	-10.00	-7.80	-8.80	-5.60	-6.20
Prestiti a m/1	20.90	11.69	7.17	9.36	8.61	6.56	3.45	1.90	6.33	8.35	8.61	9.12	8.41	9.01	8.88	9.76	9.17	9.90	9.25
Depositi totali	27.58	18.56	13.00	14.38	12.15	20.84	13.75	10.22	11.08	10.09	10.88	9.29	9.91	8.62	8.86	7.20	7.76	6.10	6.59
Depositi in c/c	6.65	9.67	7.34	8.45	9.95	9.63	8.24	12.90	11.95	11.12	11.71	10.54	11.17	9.85	10.40	9.32	9.90	8.73	9.46
Depositi a risparmio	7.07	6.90	7.00	7.87	8.16	7.60	6.49	5.08	4.11	3.98	3.05	2.65	2.95	2.25	2.59	1.79	2.29	1.39	1.95
Certif. deposito	54.74	30.88	20.63	22.49	15.55	36.01	21.45	9.50	12.59	11.18	12.69	10.32	10.75	9.46	9.47	7.09	7.67	5.41	5.58

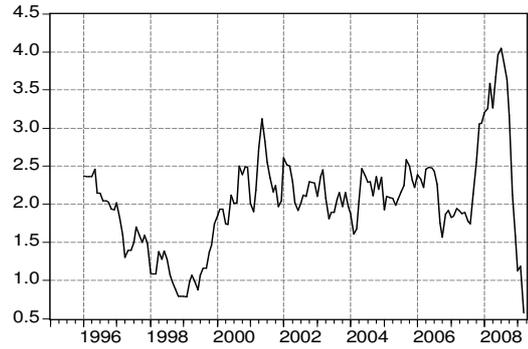
SCENARIO C	08 10	08 11	08 12	09 1	09 2	09 3	09 4	09 5	09 6	09 7	09 8	09 9	09 10	09 11	09 12	10 1	10 2	10 3	10 4
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00	1.50	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Indice COMIT	1015	970	943	896	782	793	955	938	1000	960	1040	987	1084	1038	1113	1064	1123	1065	1120
Produzione Industriale	-8.5	-10.7	-13.4	-17.0	-19.7	-19.3	-18.3	-18.5	-17.3	-17.8	-17.0	-17.2	-15.6	-16.2	-14.5	-15.2	-13.7	-14.4	-13.9
Tasso di Inflazione (Arm.)	3.6	2.8	2.4	1.4	1.5	1.1	1.1	0.9	1.0	0.8	1.1	0.9	1.2	1.1	1.3	1.2	1.4	1.3	1.6
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00	1.50	1.25	1.00	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/1	3.64	3.10	2.45	1.75	1.16	0.95	0.66	0.71	0.72	0.84	0.82	0.94	0.86	0.96	0.87	0.99	0.87	0.97	0.88
T. Interb. 1m lett.	4.88	3.89	3.18	2.23	1.62	1.28	1.01	0.89	0.95	0.87	0.95	0.87	0.96	0.88	0.96	0.88	0.96	0.90	0.96
T. Interb. 3m lett.	5.18	4.31	3.60	2.55	1.95	1.65	1.42	1.27	1.14	1.25	1.18	1.28	1.16	1.30	1.24	1.37	1.28	1.40	1.34
T. Interb. 6m lett.	5.27	4.37	3.66	2.63	2.04	1.80	1.62	1.45	1.35	1.45	1.38	1.52	1.42	1.60	1.53	1.72	1.62	1.80	1.73
T. Depositi medio	2.30	2.25	1.99	1.67	1.47	1.47	1.16	0.92	0.78	0.75	0.64	0.63	0.55	0.55	0.48	0.52	0.44	0.45	0.40
T. Prestiti medio	6.54	6.42	6.08	5.50	5.17	5.17	4.84	4.57	4.27	4.14	4.20	4.11	4.17	4.09	4.15	4.10	4.16	4.09	4.17
T.prest.medio - T.dep.medio	4.24	4.17	4.09	3.83	3.70	3.70	3.67	3.65	3.49	3.39	3.56	3.47	3.62	3.54	3.67	3.58	3.72	3.64	3.77
T. BOT comp. lordo 3m	2.41	2.86	2.52	1.69	1.23	1.10	1.07	0.97	0.88	0.95	0.88	0.95	0.88	1.01	0.93	1.02	0.95	1.08	1.01
T. BOT comp. lordo 6m	2.98	2.51	1.94	1.50	1.26	1.19	1.09	1.06	0.99	1.10	1.01	1.14	1.02	1.15	1.04	1.15	1.05	1.19	1.09
T. BOT comp. lordo 12m	3.11	2.67	2.67	1.87	1.39	1.33	1.38	1.37	1.30	1.42	1.31	1.48	1.33	1.48	1.30	1.48	1.39	1.53	1.45
Rendistat lordo	4.35	4.24	4.13	4.01	3.80	3.77	3.66	3.66	3.60	3.67	3.62	3.69	3.64	3.71	3.65	3.71	3.65	3.72	3.68
Rendistat netto	3.80	3.71	3.62	3.51	3.33	3.29	3.20	3.20	3.15	3.21	3.16	3.23	3.18	3.24	3.20	3.25	3.19	3.26	3.22
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	3.75	3.20	2.93	2.53	2.35	2.12	2.14	2.07	2.02	2.14	2.06	2.16	2.08	2.19	2.12	2.20	2.14	2.21	2.14
Rend. BTP a 5 anni	3.98	3.43	3.21	3.00	2.80	2.66	2.71	2.65	2.58	2.67	2.58	2.66	2.57	2.65	2.57	2.62	2.56	2.61	2.53
Rend. BTP a 7 anni	4.20	3.65	3.45	3.36	3.13	3.03	3.10	3.11	3.04	3.09	3.01	3.10	3.02	3.08	3.01	3.06	2.99	3.04	2.97
Rend. BTP a 10 anni	4.47	3.95	3.75	3.75	3.50	3.41	3.49	3.49	3.41	3.45	3.36	3.44	3.37	3.43	3.31	3.41	3.31	3.42	3.30
<b>VOLUMI (LIVELLI in mln)</b>																			
Prestiti totali	2496.884	2347.154	2319.712	2334.887	2346.908	2315.955	2248.216	2262.550	2322.385	2361.889	2357.54	2396.09	2613.74	2474.14	2426.19	2468.91	2468.48	2457.46	2372.09
Prestiti in euro	2459.431	2311.947	2284.916	2299.864	2311.704	2272.203	2206.217	2227.097	2217.937	2195.771	2127.317	2197.35	2358.594	2256.46	2209.51	2274.57	2274.72	2288.11	2195.19
Prestiti in valuta	37.453	35.207	34.796	35.023	35.204	43.752	41.999	35.453	104.448	166.118	230.220	198.733	255.144	217.675	216.673	194.344	193.761	169.351	176.907
Prestiti a breve	391.181	386.972	403.026	408.970	399.386	394.724	383.968	375.954	374.073	380.242	350.527	362.110	341.892	349.206	350.969	365.373	354.651	363.936	351.331
Prestiti a m/1	2105.703	1960.182	1916.686	1928.917	1947.522	1921.231	1864.248	1886.596	1948.312	1981.647	2007.010	2033.975	2271.846	2124.930	2075.218	2103.537	2113.827	2093.524	2020.762
Depositi totali	1872.304	1733.284	1712.505	1713.023	1701.123	1840.493	1760.985	1793.743	1768.622	1748.344	1770.881	1785.015	2083.126	1904.013	1883.242	1859.658	1852.863	1979.818	1902.920
Depositi in c/c	650.631	656.186	682.986	676.883	674.965	684.957	691.138	727.168	725.377	702.041	684.409	705.946	728.381	727.251	760.642	746.534	748.064	750.713	761.288
Depositi a risparmio	236.123	237.554	243.719	248.199	250.775	250.698	248.214	245.190	242.891	243.301	242.893	241.947	243.962	243.778	251.079	254.731	257.671	255.712	254.295
Certif. deposito	985.550	839.544	785.800	786.941	775.383	904.837	821.634	821.385	800.353	803.003	843.579	837.122	1110.782	932.984	871.520	858.392	847.128	973.393	887.338
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	18.62	10.14	7.37	9.07	8.05	6.24	3.19	1.77	4.17	5.74	5.23	5.69	4.68	5.41	4.59	5.74	5.18	6.11	5.51
Prestiti in euro	18.62	10.14	7.37	9.07	8.05	5.82	2.80	1.70	1.00	-0.20	-3.60	-1.60	-4.10	-2.40	-3.30	-1.10	-1.60	0.70	-0.50
Prestiti in valuta	18.62	10.14	7.37	9.07	8.05	33.80	28.51	6.31	212.33	395.80	585.07	484.40	581.23	518.27	522.70	454.90	450.40	287.07	321.21
Prestiti a breve	7.67	2.90	8.32	7.73	5.43	4.66	1.91	0.20	-2.96	-2.63	-9.10	-7.20	-12.60	-9.76	-12.92	-10.00	-11.20	-7.80	-8.50
Prestiti a m/1	20.90	11.69	7.17	9.36	8.61	6.56	3.45	2.09	5.66	7.51	8.21	8.37	7.89	8.40	8.27	9.05	8.54	8.97	8.40
Depositi totali	27.58	18.56	13.00	14.38	12.15	20.84	13.75	11.57	12.18	11.26	12.12	10.65	11.26	9.85	9.97	8.56	8.92	7.57	8.06
Depositi in c/c	6.65	9.67	7.34	8.45	9.95	9.63	8.24	12.90	12.80	11.95	12.40	11.37	11.95	10.83	11.37	10.29	10.83	9.60	10.15
Depositi a risparmio	7.07	6.90	7.00	7.87	8.16	7.60	6.49	5.42	4.45	4.51	3.48	3.02	3.32	2.62	3.02	2.22	2.75	2.00	2.45
Certif. deposito	54.74	30.88	20.63	22.49	15.55	36.01	21.45	12.36	14.18	12.86	14.64	12.44	12.71	11.13	10.91	9.08	9.25	7.58	8.00

**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**

*Dati mensili*



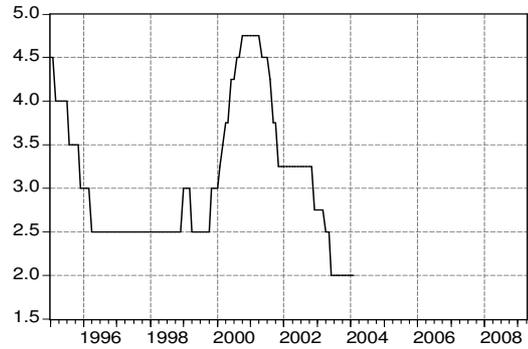
— TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



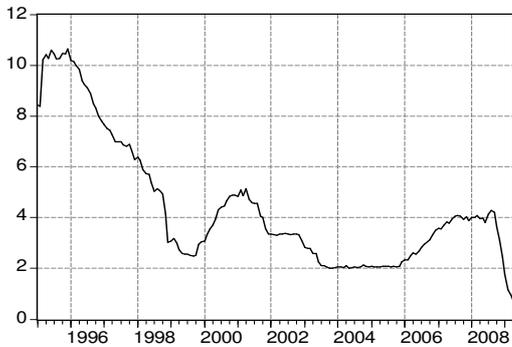
— TASSO INFLAZIONE AREA EURO



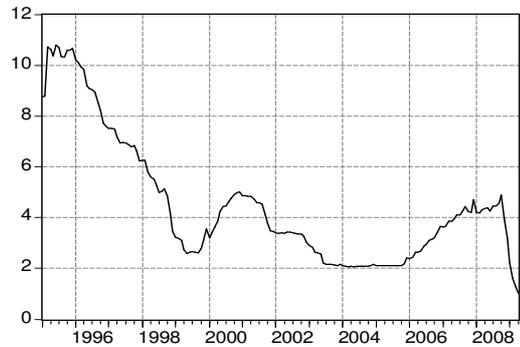
— PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



— 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



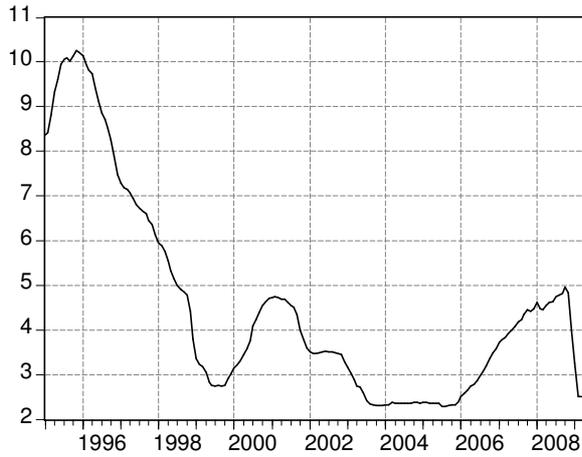
— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO



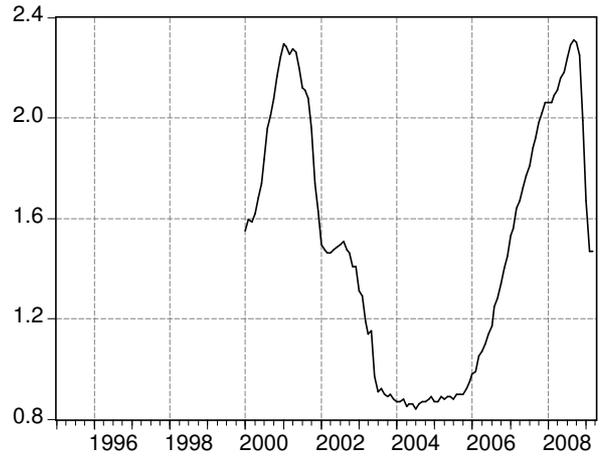
— RENDISTAT LORDO

**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**

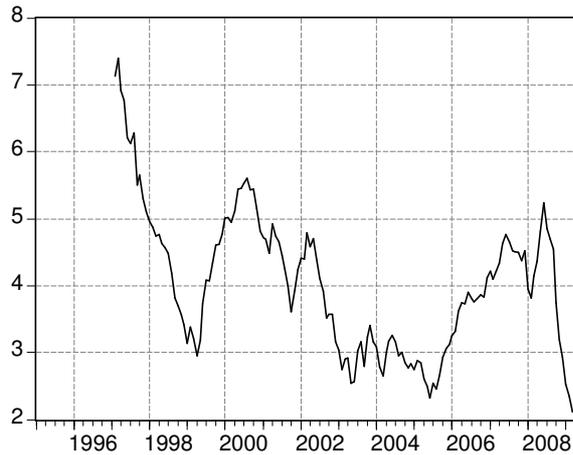
*Dati mensili*



— 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)*

