

# 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 31/07/2009

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 Luglio 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

Sembra essersi arrestato il ritmo di contrazione dell'economia mondiale: si notano infatti alcuni importanti segnali di stabilizzazione della dinamica congiunturale, a partire dagli indici di fiducia, passando per la ripresa della produzione industriale e degli ordini e il recupero della domanda. Gli esperti sostengono che il peggio sia ormai alle spalle, seppure permangono ancora numerosi nodi irrisolti. La ripresa, quando avverrà, sarà necessariamente lenta e graduale. Inoltre c'è storicamente un divario di circa un anno tra il ritorno della crescita (che per gli Stati Uniti potrebbe arrivare nel IV trimestre dell'anno, anche solo per confronto statistico) e il picco della disoccupazione. Il sistema finanziario rimane sottocapitalizzato e oberato da un fardello di *asset* di dubbio valore e dimensione incognita. Una ricerca Bankitalia afferma che la stretta creditizia potrebbe non essere ancora emersa completamente. Per tutti questi motivi, il mese di settembre rappresenterà il vero banco di prova per le imprese, il momento della resa dei conti sia per i livelli occupazionali che di finanziamento. Dopo l'estate si potrà anche capire se le iniziative messe in campo dai Governi saranno in grado di sostenere la ripresa del ciclo congiunturale.

Sono gli Stati Uniti a guidare la ripresa sia dal lato dell'offerta (con l'aumento degli ordini all'industria nel mese di maggio) sia dal lato della domanda e anche nel comparto edilizio, con l'aumento delle vendite e delle costruzioni di case. È chiaro però che la criticità della situazione nel mercato del lavoro rende estremamente fragile qualunque ritorno alla crescita.

Anche in Europa iniziano a provenire segnali positivi dalla congiuntura. Le preoccupazioni maggiori provengono dal settore del credito, ancora in difficoltà: i prestiti al settore privato sono saliti in maggio dell'1,8% annuo, il più basso incremento dal 1992, anno di inizio della rilevazioni, per due fattori: la stretta degli standard creditizi da parte delle banche e una generale apatia per il credito da parte del settore privato.

Per ovviare al problema e abbassare i tassi di interesse, la BCE, dando attuazione agli annunci di politica monetaria non convenzionale, ha iniziato nel mese i primi acquisti di *covered bond*.

### Usa: meglio delle attese il Pil del II trimestre

Per gli Stati Uniti è disponibile la stima preliminare sull'andamento dell'economia nel II trimestre dell'anno: il dato, pur rimanendo in terreno negativo, appare nettamente migliore di quello del periodo precedente e superiore alle attese: il PIL americano è infatti sceso di -1,0% t/t e -3,9% a/a, dopo il -6,4% t/t rivisto del periodo gennaio-marzo e contro il -1,5% t/t previsto dagli analisti. Analizzando nel dettaglio le componenti, si osserva la diminuzione dei consumi privati, scesi di -1,2% t/t e -1,8% a/a (contro il +0,6% t/t del periodo precedente), mentre i consumi pubblici sono aumentati di +5,6% t/t. Gli investimenti fissi, pur registrando ancora una variazione negativa, hanno notevolmente diminuito l'entità della contrazione: nel periodo aprile-giugno sono infatti scesi di -13,5% t/t, contro il -39,0% t/t fatto registrare nel trimestre precedente: il miglioramento è da attribuire pressoché totalmente al recupero degli investimenti non residenziali, passati da -39,2% t/t rivisto del I trimestre a -8,9% t/t, mentre ancora pesante si mantiene la flessione della componente residenziale. Anche nel comparto del commercio estero si registrano importanti miglioramenti: le esportazioni hanno subito una diminuzione congiunturale di -7,0%, contro il -29,9% rivisto del I trimestre e le importazioni hanno più che dimezzato il ritmo di contrazione, passato da -36,4% t/t a -15,1% t/t. Nonostante le variazioni a livello tendenziale rimangano ancora fortemente negative e penalizzanti, i segnali fin qui raccolti contribuiscono a rafforzare l'idea che il peggio per l'economia americana sia ormai alle spalle e che, grazie alla vitalità e alla rapidità di recupero del sistema produttivo, stia per iniziare una fase di ripresa. Passando ad analizzare i contributi, si osserva che consumi pubblici ed esportazioni nette hanno sostenuto l'economia, crescendo rispettivamente di +1,12% t/t e +1,38% t/t. E' invece venuto a mancare il supporto dei consumi privati (-0,88% t/t), mentre tutte le altre componenti hanno diminuito il loro peso (il contributo negativo degli investimenti fissi è stato di -1,82% t/t, quasi equamente ripartito tra investimenti non residenziali (-0,94% t/t) e residenziali: -0,88% t/t, dopo il +0,44% t/t dei primi tre mesi dell'anno). E' diminuito pure il contributo negativo delle scorte, sceso di -0,83% t/t da -2,36% t/t del periodo precedente.

Nel mese di maggio è diminuito il deficit della bilancia commerciale, in seguito all'aumento delle esportazioni (+1,55% m/m, dopo il -2,06% m/m di aprile) e alla contestuale diminuzione dell'import (-0,62% m/m).

Dal lato dell'offerta si segnala l'aumento degli ordini all'industria nel mese di maggio (+1,2% m/m, -23,3% a/a) e la riduzione delle scorte delle imprese (-1,0% m/m e -8,0% a/a). In giugno invece, la produzione industriale ha fatto registrare una contrazione mensile di -0,4%, più contenuta delle attese, che porta il tendenziale a -13,6%. Gli ordini di beni durevoli sono scesi di -2,5% rispetto al mese precedente e di -26,7% su base annua; se depurata della componente volatile dei trasporti, tuttavia, la variazione congiunturale è stata positiva: +1,1%. In recupero appaiono gli indici di fiducia delle imprese: l'ISM manifatturiero è salito

in giugno a 44,8 da 42,8 di maggio (previsione: 45,0), mentre quello non manifatturiero è giunto a quota 47,0 da 44,0 (previsione: 46,0). Anche l'indice NY Empire State Manufacturing ha registrato un forte recupero nel mese di luglio, balzando a -0,55 da -9,41 del mese precedente (attese: -4,75).

Incoraggianti segnali provengono anche dal lato della domanda, grazie agli effetti positivi del pacchetto fiscale approvato a febbraio, che prevede riduzioni d'imposta e accresciuti benefit sociali: ha ripreso a salire in maggio la spesa delle famiglie (+0,2% m/m, dopo il -0,1% m/m di aprile), come pure il reddito personale delle famiglie (+1,6% m/m) e le vendite, sia nei grandi magazzini (+0,2% m/m), che al dettaglio (+0,6% m/m nel mese di giugno). In controtendenza appaiono invece gli indici di fiducia dei consumatori per il mese di luglio: quello elaborato dal Conference Board è sceso a 46,6 da 49,3 di giugno e quello del Michigan è scivolato a 66,0 da 70,8, in entrambi i casi battendo al ribasso le attese degli analisti.

Ancora critica appare la situazione del mercato del lavoro: in giugno il tasso di disoccupazione ha raggiunto il 9,5%, il livello più alto dall'agosto 1983, in rialzo di 0,1 punti percentuali rispetto al mese precedente. I posti di lavoro persi nei settori non agricoli sono stati 467mila (136mila dei quali nel settore manifatturiero), dopo i 350mila persi in maggio. Dall'inizio della recessione (dicembre 2007), sono ormai 6,5 milioni i posti di lavoro persi, un record negativo dal 1945. È sceso nel contempo il numero medio di ore lavorate (da 33,1 a 33,0, il livello più basso dal 1964) e il tasso di partecipazione (da 65,9% a 65,7%), mentre invariati sono rimasti i salari medi orari. Questi dati e quelli altrettanto negativi attesi per il mese di luglio, infrangono le speranze di una convincente e rapida ripresa economica.

In lento recupero appare il settore edilizio: è proseguito anche nel mese di giugno l'avvio di nuovi cantieri (+3,6% m/m), seppure ad un ritmo inferiore al mese precedente (+17,3% m/m). La vendita di case esistenti ha fatto registrare una variazione congiunturale di +3,6% m/m (-3,5% a/a) e quella di case nuove è stata di +11,0% rispetto a maggio (-21,3% il tendenziale).

Sul fronte dei prezzi si nota un leggero aumento a livello congiunturale a tutti gli stadi della commercializzazione: l'indice generale dei prezzi al consumo ha registrato nel mese di giugno un progresso mensile del +0,7%, imputabile al rialzo dei costi dell'energia e dei prezzi delle automobili, che porta il tendenziale a -1,4%, comunque al livello più basso da gennaio 1950, mentre l'indice *core*, cresciuto di +0,2% m/m, fa registrare un +1,7% a/a. A monte della catena produttiva, l'indice dei prezzi alla produzione è salito di +1,8% m/m, portando il tendenziale a -4,6%, mentre l'indice *core* ha registrato una variazione di +1,1% m/m e -6,4% a/a.

Alla luce di questi dati e in seguito alle dichiarazioni di alcuni membri del Board, riteniamo che l'atteggiamento della Fed rimanga immutato nel prossimo futuro rispetto ai mesi scorsi: i tassi di riferimento sui Fed Fund resteranno al livello attuale e proseguirà nel contempo l'attività di *quantitative easing* già intrapresa, allo scopo di stimolare la ripresa.

### **Giappone: progressi dal lato dell'offerta, in un quadro di deflazione**

Nei primi tre mesi dell'anno il Pil giapponese ha registrato una contrazione congiunturale di -3,8 punti percentuali, imputabile al crollo delle esportazioni nette e alla forte diminuzione degli investimenti fissi. Tuttavia, gli ultimi dati a disposizione sembrano segnalare un certo recupero in atto: la produzione industriale è salita in maggio di +5,7% m/m, portando il tendenziale a -29,5% a/a, l'indice PMI manifatturiero ha raggiunto in giugno quota 48,2 da 46,6 del mese precedente, il Coincident Index of Business Condition è balzato in maggio a 70,0 da 10,0 rivisto di aprile e l'indice Tankan riferito al II trimestre è risalito a -45 da -46 (il progresso maggiore ha interessato il comparto manifatturiero, il cui indice è salito a -55 da -57 del I trimestre). Gli ordini di macchinari industriali hanno però subito una nuova battuta d'arresto nel mese di maggio: -3,0% è stata la variazione mensile, -38,3% quella annua, nonostante le attese di recupero: +2,4% m/m. In contrazione appare ancora il mercato del lavoro: è diminuita in maggio la forza lavoro, si è registrata una caduta degli occupati e l'aumento del numero dei senza lavoro; il tasso di disoccupazione ha raggiunto nel mese il 5,4%, dal 5,2% di aprile.

Negativi sono i segnali relativi al mese di giugno che provengono dal lato della domanda: i consumi delle famiglie sono scesi di -2,8 punti percentuali rispetto all'anno precedente se valutati in termini nominali e -0,9% a/a in termini reali e il reddito disponibile nominale è sceso di -5,3% a/a. Le vendite dei grandi magazzini sono diminuite di -5,1% su base annua e quelle al dettaglio di -3,0% a/a. Anche l'indice di attività del terziario ha subito una leggera diminuzione in maggio: -0,1% m/m, dopo il +2,2% m/m di aprile.

Sul fronte dei prezzi, prosegue la marcata flessione in atto da mesi: gli indici dei prezzi al consumo, sia *headline* che *core*, hanno registrato una diminuzione congiunturale di -0,2%, che porta i tendenziali rispettivamente a -1,8% e -1,7%, indicativi ormai di uno scenario di deflazione. Anche la stima preliminare relativa ai prezzi nell'area di Tokio segnala per il mese di luglio un'ulteriore contrazione di -0,4% m/m e -

1,8% a/a. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione per il mese di giugno segnala una diminuzione di -0,3% su base mensile e -6,6% a/a, dopo il -5,5% a/a di maggio.

### **Europa: inflazione negativa in giugno per la prima volta dall'inizio delle rilevazioni**

L'Europa non dispone ancora della stima relativa al risultato economico nel II trimestre dell'anno: gli analisti si attendono però un forte peggioramento rispetto ai dati attuali, dal momento che l'Europa sconta un *lag* temporale di circa un trimestre rispetto agli Stati Uniti; il peggio probabilmente si deve ancora vedere nelle statistiche ufficiali relative al prodotto economico.

Per quanto riguarda il commercio con l'estero, nel mese di maggio è aumentato l'attivo della bilancia commerciale, in seguito ad una diminuzione delle importazioni (-2,8% m/m) maggiore di quella dell'export (-2,7% m/m). In ulteriore aumento in giugno è stato il tasso di disoccupazione, che ha ormai raggiunto il 9,4%.

Dal lato dell'offerta si registra in maggio il primo aumento mensile della produzione industriale dall'agosto dello scorso anno: l'indice è cresciuto di +0,5% m/m (-17,0% a/a), dopo il -1,4% m/m e -20,5% a/a di aprile. Gli ordini all'industria hanno subito nel mese una contrazione di -0,2% m/m e -30,1% a/a, battendo al ribasso le aspettative degli analisti. In recupero appaiono tutti gli indici di fiducia: il PMI manifatturiero è salito in luglio a 46,0 da 42,6 rivisto di giugno, mentre quello dei servizi è passato a 45,6 da 44,7 rivisto. L'ESI ha raggiunto quota 76,0 da 73,2 e il Leading Indicator elaborato dall'OCSE mostra un incoraggiante +1,0% m/m in maggio, che porta il tendenziale a -4,7% a/a, dopo il -6,3% a/a di aprile.

Torna in terreno negativo la variazione congiunturale delle vendite al dettaglio in maggio (-0,4% m/m, -3,3% a/a), dopo il timido +0,1% m/m di aprile.

Sul fronte dei prezzi prosegue il processo di forte disinflazione a tutti i livelli produttivi: l'indice dei prezzi al consumo, salito in giugno di +0,1% m/m, ha fatto segnare la prima diminuzione annua dall'inizio della serie (-0,1% a/a), perfettamente in linea con le aspettative. L'indice depurato delle componenti più volatili invece, pur diminuendo di -0,1% rispetto al mese precedente, mantiene un tendenziale a +1,4%. La stima *flash* relativa al mese di luglio segnala un ulteriore pesante ridimensionamento dei prezzi al consumo di -0,6% a/a, la maggiore contrazione dall'inizio della serie (Gennaio 1997). Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione ha registrato in maggio una variazione congiunturale di -0,2%, che porta il tendenziale a -5,8%, il maggior calo dall'inizio della serie risalente al 1982.

Alla luce di questi dati, riteniamo che la Bce mantenga invariati i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale, ora giunti al livello minimo di 100 p.b. (Scen. B e C, prob. cumulata: 90%) e che dia seguito alle operazioni di *credit easing*, nella forma di acquisti di obbligazioni societarie garantite e allungamento da 6 a 12 mesi delle operazioni di rifinanziamento a tasso fisso e ammontare illimitato. Non escludiamo tuttavia che, se la situazione dovesse mostrarsi più grave del previsto e subire un ulteriore peggioramento nei mesi a venire, la Bce possa intervenire con un ulteriore taglio di 25 p.b. del tasso di riferimento nella riunione di settembre; attribuiamo comunque a quest'eventualità una bassa probabilità di verificarsi (Scen. A, prob. 10%).

La prima economia dell'Area Euro, la **Germania**, ha subito una pesante contrazione nel I trimestre dell'anno, che ha fatto diminuire il PIL di -3,8% t/t e -6,9% a/a, il maggior calo dal 1970, anno d'inizio della serie. Gli ultimi dati disponibili sembrano però far intravedere un rallentamento del ritmo di contrazione e qualche importante segnale positivo. Per quanto riguarda il commercio internazionale, nel mese di maggio è aumentato il saldo attivo della bilancia commerciale, per effetto congiunto dell'aumento delle esportazioni (+0,3% m/m, -24,5% a/a) e della diminuzione dell'import (-2,1% m/m, -22,6% a/a). Il mese di luglio ha visto la diminuzione del numero dei disoccupati di -6mila unità, nonostante le attese fossero di un aumento di 44mila, e l'invarianza del tasso di disoccupazione, rimasto all'8,3%.

Positivi sono i segnali che provengono dal lato dell'offerta: in maggio la produzione industriale è tornata a segnare una variazione congiunturale positiva (+3,7% m/m, la più alta su base mensile da 16 anni a questa parte), che porta il tendenziale a -17,9%, in forte recupero dal -22,3% a/a del mese precedente. Anche gli ordini all'industria manifatturiera, saliti in maggio di +4,4% m/m ben oltre le aspettative degli analisti, fanno sperare in una stabilizzazione della produzione industriale. In recupero anche nel mese di luglio sono gli indici di fiducia delle imprese: l'Ifo ha raggiunto quota 87,3 da 85,9, l'indice PMI manifatturiero è salito a 45,2 da 40,9 e quello relativo ai servizi si è attestato a 48,4 da 45,2, ormai prossimo al raggiungimento della soglia di 50,0.

Dal lato della domanda, tornano in terreno negativo in maggio le vendite al dettaglio (-1,4% m/m, -4,1% a/a), dopo il +1,8% m/m di aprile, a testimonianza della loro volatilità e incostanza.

Le diminuzioni degli indici di prezzo appaiono qui più contenute rispetto agli altri grandi Paesi: l'indice dei prezzi al consumo è salito in giugno di +0,4% m/m e +0,1% a/a, perfettamente in linea con le attese, mentre quello armonizzato, cresciuto di +0,4% m/m, ha mantenuto il tendenziale invariato rispetto all'anno precedente. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione, diminuito di -0,1% m/m, ha registrato la flessione annua maggiore da dicembre 1968, scendendo di -4,6% rispetto a giugno 2008, dinamica totalmente imputabile alla diminuzione dei prezzi energetici.

La **Francia**, seconda economia di Eurolandia, sembra essere stata fin qui meno colpita dalla crisi mondiale: il prodotto nazionale è diminuito di -1,2% t/t nei primi tre mesi dell'anno, contro il -2,5% t/t della media europea. Sebbene il tasso di disoccupazione sia salito in maggio al 9,3%, dal 9,1% rivisto di aprile, la produzione industriale è aumentata nel mese di +2,6% su base mensile (-13,8% la variazione annua), e gli ordini all'industria sono cresciuti di +0,1% m/m (-22,7% a/a il calo annuo, in netto miglioramento rispetto al -30,9% a/a di aprile). L'indice di fiducia delle imprese francesi è salito in luglio a 78,0 da 76,0 rivisto di giugno e il PMI manifatturiero ha raggiunto quota 47,9 da 45,9 del mese precedente.

Dal lato della domanda, si registra il balzo delle vendite al dettaglio, cresciute in aprile di +1,4% su base mensile (-1,6% a/a) e dei consumi delle famiglie, il miglior ammortizzatore anti-crisi in Francia, aumentati in giugno di +1,4% m/m e +1,2% a/a, ben oltre le previsioni degli economisti. In ritirata appare invece l'indice di fiducia dei consumatori: nel mese di luglio è inaspettatamente sceso a -39,0 da -37,0 di giugno.

Sul fronte dei prezzi, gli indici dei prezzi al consumo nazionale e armonizzato sono aumentati di +0,1% su base mensile, attestando i tendenziali rispettivamente a -0,5% e -0,6%, ai livelli più bassi dall'inizio delle rilevazioni. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione fa segnare in giugno una variazione mensile di +0,6%, che non impedisce al tendenziale di scivolare a -8,7%. Grazie alla forte disinflazione, il potere d'acquisto ha tenuto, anche se è possibile che già a partire dal mese di agosto si assista ad una brusca frenata, dovuta alla conclusione del periodo dei saldi e alla possibile preannunciata soppressione degli incentivi alla rottamazione delle auto.

### **Italia: prezzi invariati in luglio**

In Italia la crisi ha colpito soprattutto le esportazioni e di conseguenza gli investimenti in macchinari e attrezzature, mentre i consumi, sostenuti dal bilancio pubblico e dal rallentamento dell'inflazione, hanno tenuto. Il deterioramento dell'attività economica e delle aspettative sembra essersi arrestato; l'Isae attende un cambio di passo tra luglio e settembre, grazie alla ripresa del ciclo delle scorte e della produzione industriale. Per quanto riguarda il commercio estero, aumenta il saldo positivo della bilancia commerciale sia nei confronti del resto d'Europa in maggio, sia verso i Paesi extraeuropei nel mese di giugno, grazie alle esportazioni che tornano a crescere, dopo quattro mesi in negativo.

Dal lato dell'offerta, la produzione industriale, rimasta invariata in maggio su base mensile, ha registrato una variazione tendenziale di -19,8%, migliore rispetto alle attese. Il fatturato industriale ha subito una diminuzione congiunturale di -1,1% e annua di -22,8%, mentre gli ordini all'industria sono saliti di +0,4 punti percentuali su base mensile (-31,0% la variazione annua). Positivi sono gli indici di fiducia relativi all'industria manifatturiera (l'indice elaborato dall'ISAE è salito in luglio a 71,7 da 69,8 e il PMI è passato da 41,1 a 42,7), mentre in contrazione appaiono quelli relativi al settore dei servizi (l'indice dell'ISAE di luglio è sceso a -13 da -11, mentre il PMI è sceso in giugno a 42,3 da 43,1).

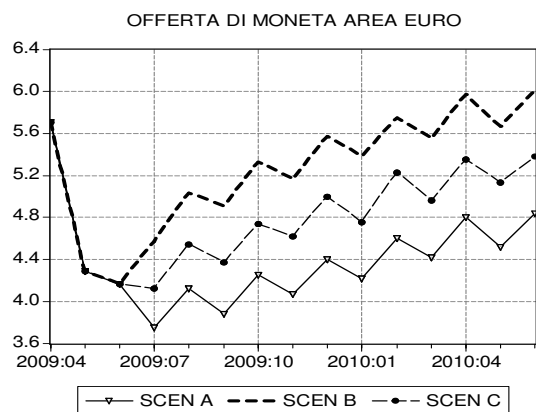
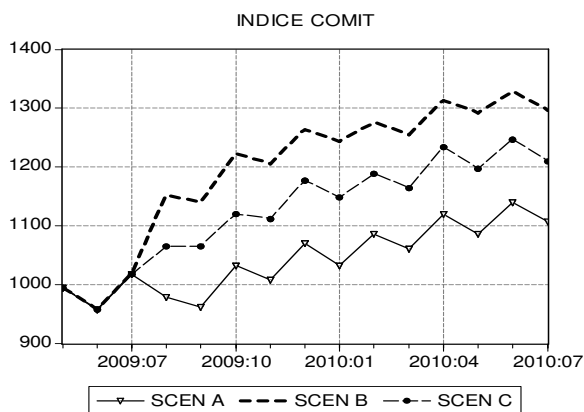
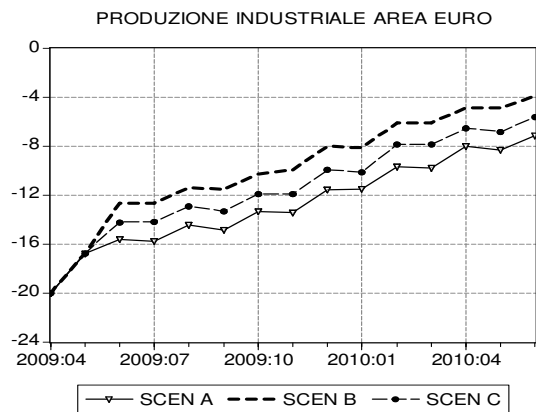
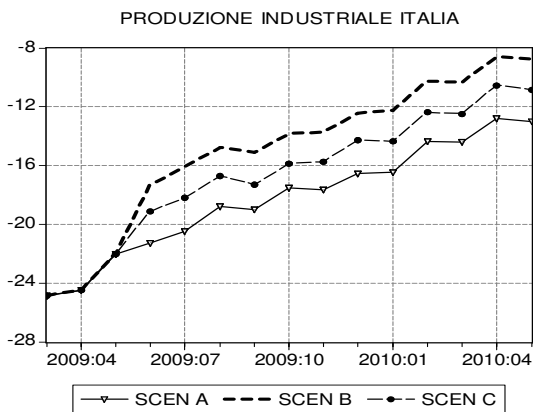
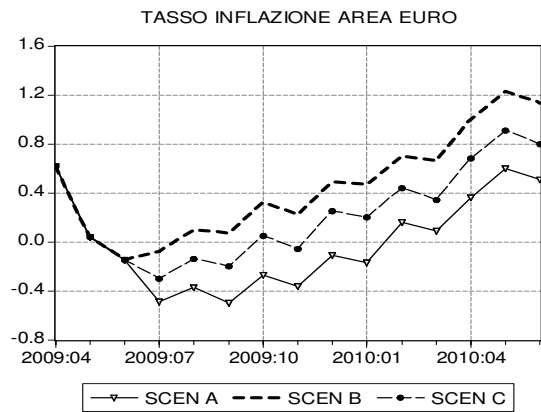
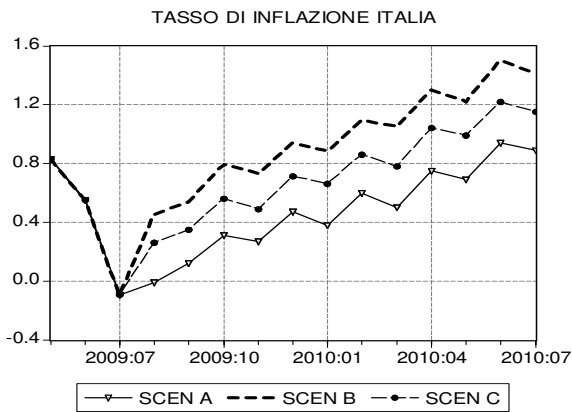
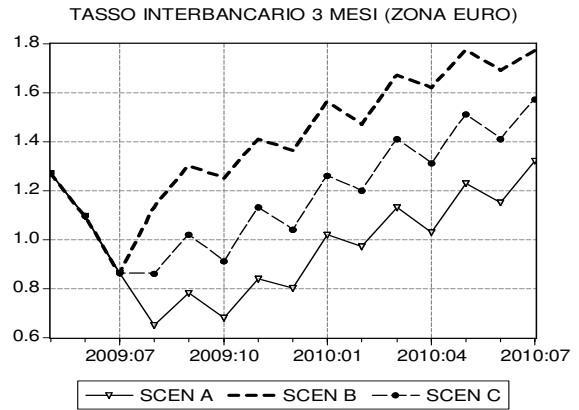
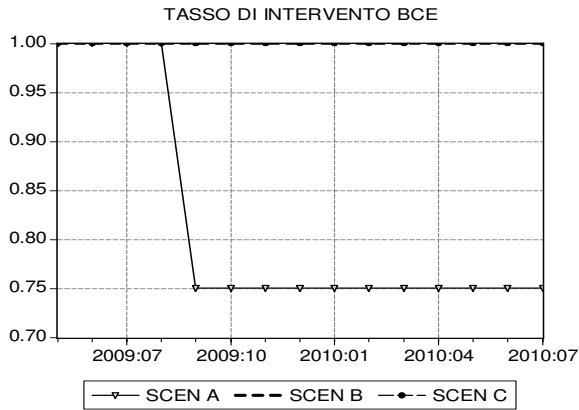
Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio sono rimaste invariate in maggio rispetto al mese precedente e l'indice di fiducia dei consumatori nel mese di luglio è salito a 107,5 da 105,4, facendo registrare il migliore risultato da novembre 2007.

Sul fronte dei prezzi, prosegue la forte disinflazione in atto da mesi: l'indice dei prezzi al consumo ha registrato in giugno una variazione mensile di +0,1%, che porta il tendenziale a +0,5%, al livello più basso da settembre 1968, mentre l'indice elaborato sul paniere armonizzato ha fatto segnare un +0,2% m/m e +0,6% a/a. La stima *flash* relativa all'inflazione nel mese di luglio indica prezzi invariati sia su base mensile che su base annua, il nuovo record storico. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione, salito di +0,5% m/m, è diminuito di -6,3% su base annua.

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, continua ad avere effetti negativi sull'economia reale, generando recessione, ulteriore peggioramento della situazione nel mercato del lavoro, marcata debolezza della produzione industriale e 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 dalla contrazione dei consumi. Anche le esportazioni stentano a ripartire, a causa della crisi globale, e i timidi segnali positivi registrati sono soltanto una pausa nel ritmo di contrazione. 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 settembre a favore di una nuova riduzione dei tassi di 25 p.b., per scuotere i mercati e combattere un'inflazione in continuo calo.</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 al recupero del sistema bancario. I segnali positivi provenienti dagli indici di fiducia, dal recupero degli ordini all'industria e dalla ripresa della domanda 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, con la parziale ripresa della domanda e la produzione industriale che rallenta il ritmo di contrazione, anche in seguito al robusto stimolo proveniente dalla politica monetaria espansiva e alle misure messe in atto a livello governativo nei singoli Paesi per contrastare la crisi. La Bce si affiderà alla politica di <i>credit easing</i> per sostenere la crescita economica, grazie anche al rientro dei rischi di deflazione.</p>	<p><b>Usa:</b> compaiono importanti segnali positivi, quali il recupero degli indici di fiducia e la ripresa degli ordini all'industria, che rafforzano l'idea di una stabilizzazione in corso. La situazione economica rimane però grave: a preoccupare principalmente sono i dati provenienti dal mercato del lavoro, in cui non sembra arrestarsi l'emorragia di disoccupati. 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, ormai piombata in una severa recessione. Nonostante alcuni segnali positivi nella dinamica congiunturale, enormi rimangono le diminuzioni tendenziali della produzione e degli ordini industriali, congiunte alla contrazione della domanda. Questo quadro, unito alla forte disinflazione, spinge la Bce a proseguire la sua politica monetaria espansiva a sostegno della crescita, nella forma di acquisti di obbligazioni garantite e raddoppio della durata delle operazioni di rifinanziamento a tasso fisso.</p>

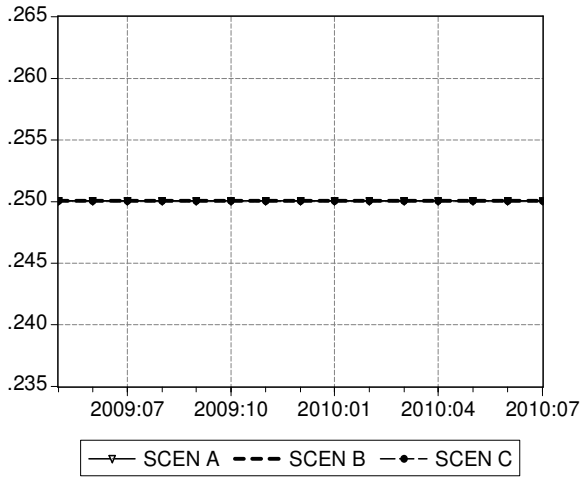
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE**  
*Dati mensili*



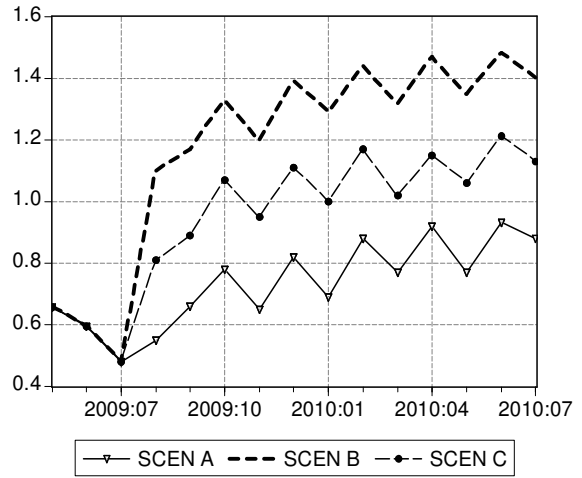


**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE**  
*Dati mensili*

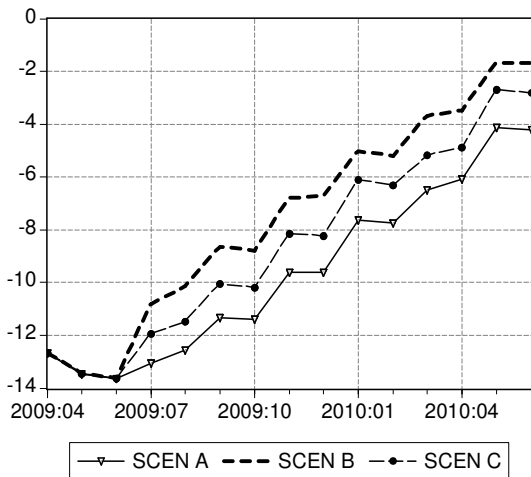
TASSO DI INTERVENTO FED



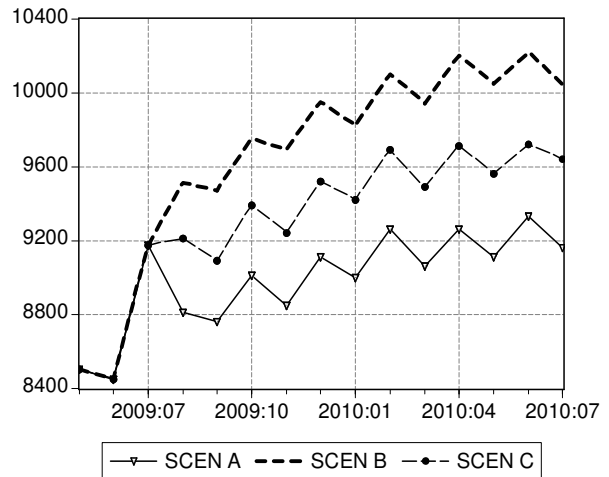
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



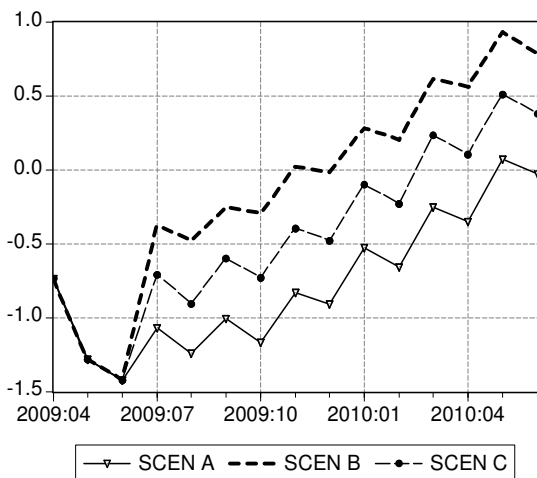
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



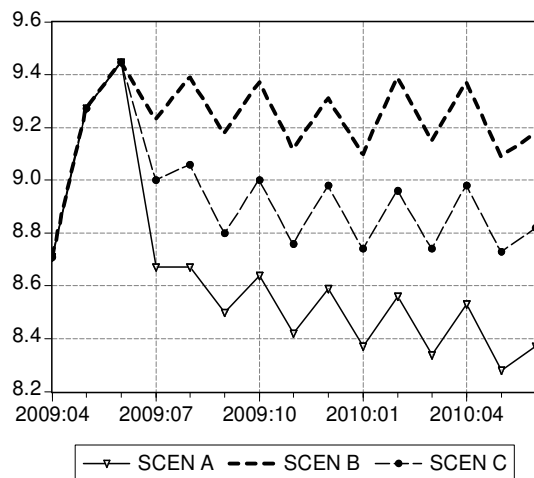
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

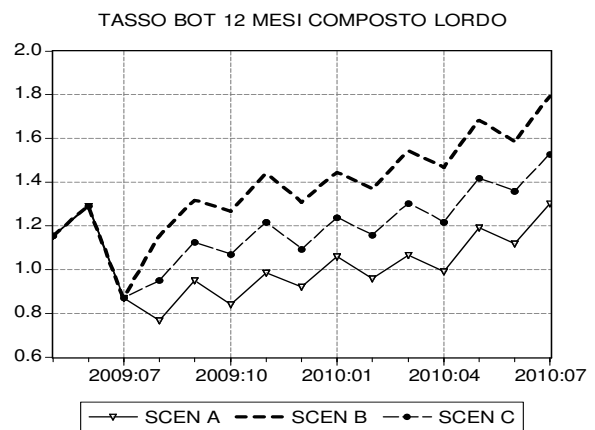
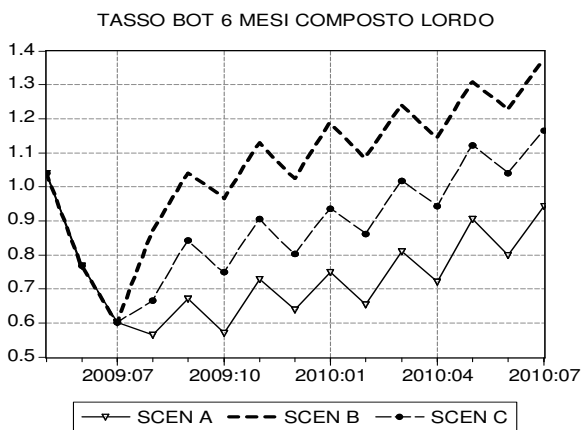
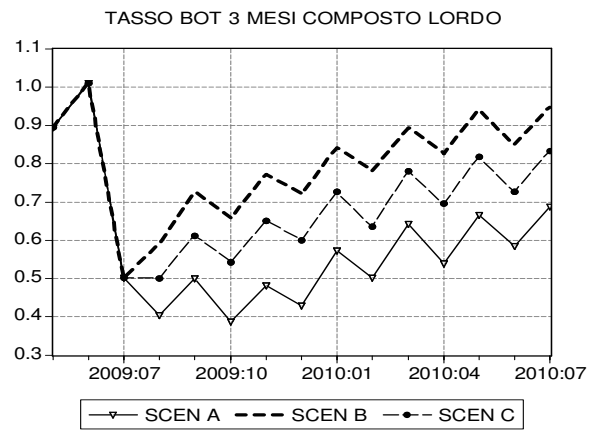
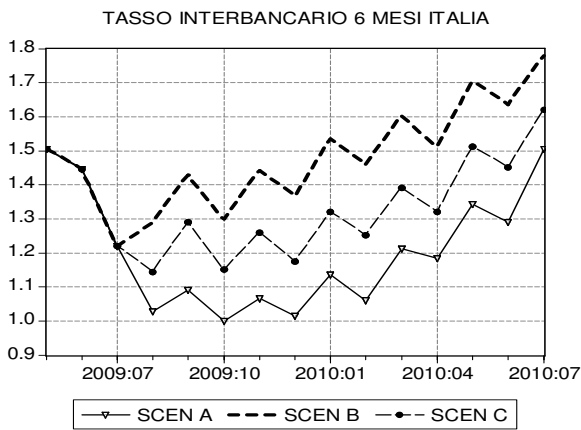
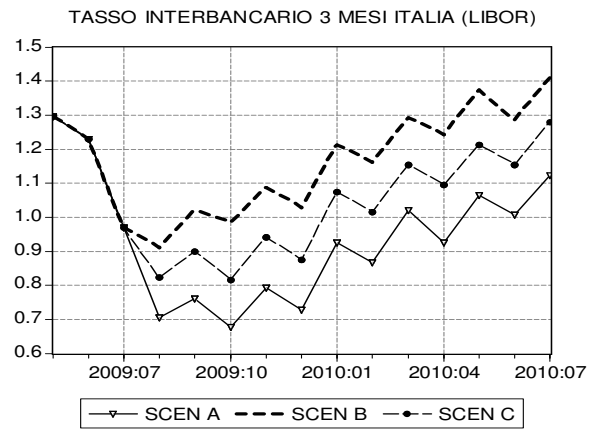
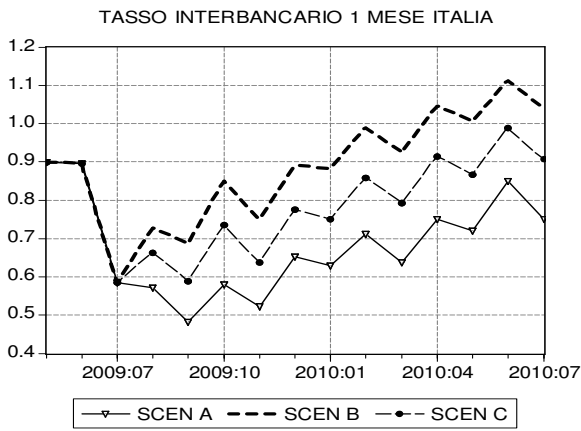
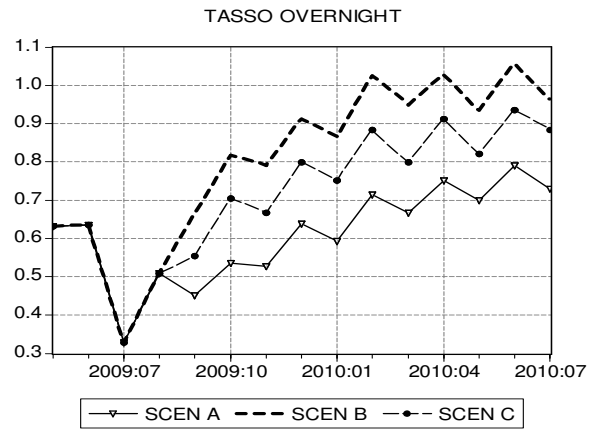
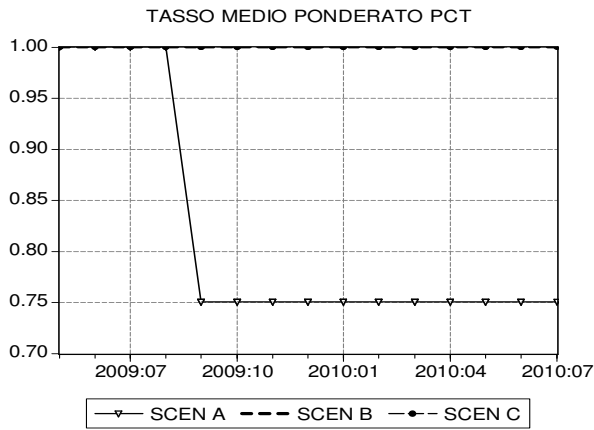
**Tassi interbancari:** i tassi interbancari hanno subito una consistente riduzione nel mese di luglio, dopo il picco raggiunto lo scorso autunno. La crisi che ha investito il sistema finanziario americano e che ha costretto lo Stato a correre ai ripari con interventi di salvataggio pubblico, sta avendo 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 anche nel II trimestre dell'anno, seppure minore delle attese, e i dati pesantemente negativi provenienti dal mercato del lavoro. In Europa debole rimane la situazione dal lato dell'offerta, accanto ad un mercato del lavoro in contrazione e ad un rapido rientro dell'inflazione. In questo fosco quadro, iniziano però a comparire alcuni importanti segnali positivi (dal balzo di tutti gli indici di fiducia all'aumento degli ordini all'industria, al debole recupero della domanda), che potrebbero condurre ad una ripresa dell'attività verso la fine dell'orizzonte previsivo. Dato l'attuale scenario economico, è quindi verosimile attendersi che i tassi interbancari diminuiscano ulteriormente nei prossimi mesi, per poi riprendere un sentiero ascendente in seguito. In particolare se la dinamica economica negli Stati Uniti e nell'Area Euro mostrasse una certa tendenza alla stabilizzazione, (scenario C), i tassi interbancari dovrebbero attestarsi a +0,91% per la scadenza ad un mese, +1,28% per la scadenza a tre mesi e +1,62% per quella a sei mesi a luglio 2010. Qualora l'economia di Eurolandia consolidasse e rafforzasse nei prossimi mesi i timidi segnali positivi odierni (scenario B), i tre tassi interbancari considerati potrebbero raggiungere alla fine dell'orizzonte di previsione un valore di +1,04% (1 mese), +1,41% (3 mesi) e +1,78% (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 continua flessione della produzione industriale (scenario A), i diversi tassi interbancari si porterebbero rispettivamente a +0,75%, +1,12% e +1,51% alla fine dell'orizzonte di previsione.

**Struttura a termine:** nel mese di luglio 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* di leggera stabilizzazione, diverso 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 luglio 2010 quota +2,57% (3 anni), +3,20% (5 anni), +3,54% (7 anni) e +3,85% (10 anni). Qualora l'andamento economico europeo manifestasse una certa ripresa (scenario B), il recupero dei rendimenti sarebbe più marcato, attestandosi su valori di +2,70%, +3,32%, +3,64%, +3,97% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni al termine dell'orizzonte previsivo considerato. Se si verificasse, invece, un ulteriore rallentamento dell'economia (scenario A), l'aumento sarebbe meno accentuato, con il decennale a +3,73% a luglio 2010.

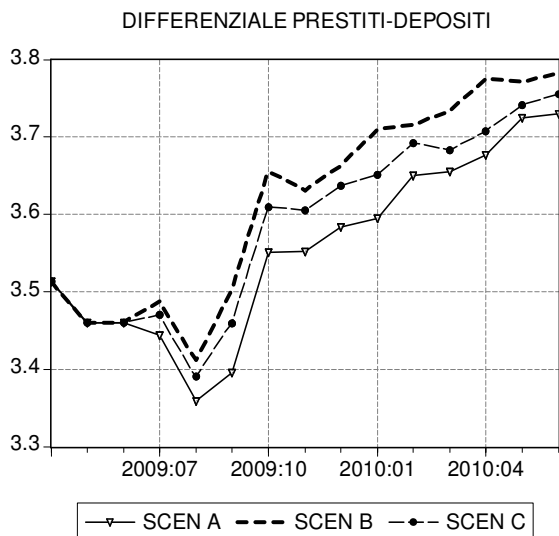
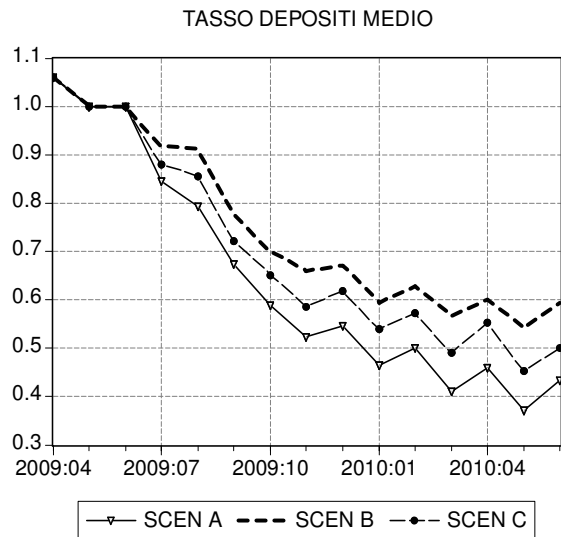
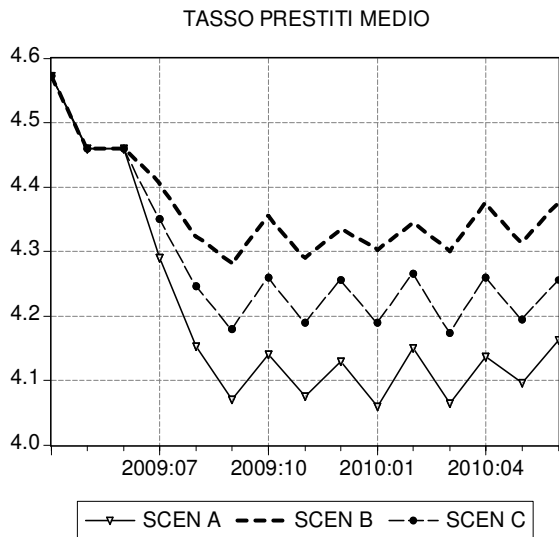
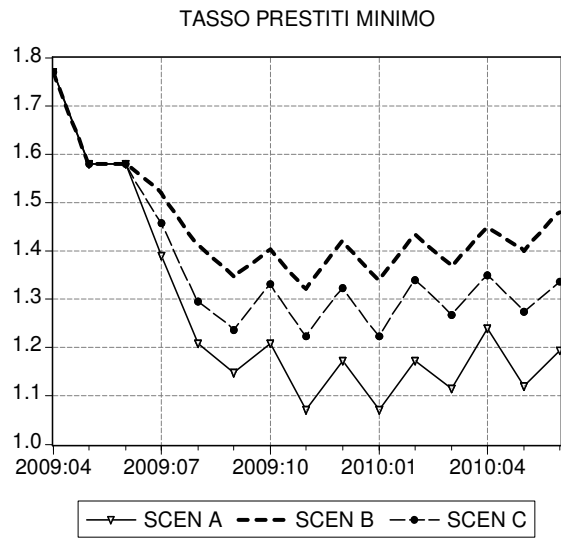
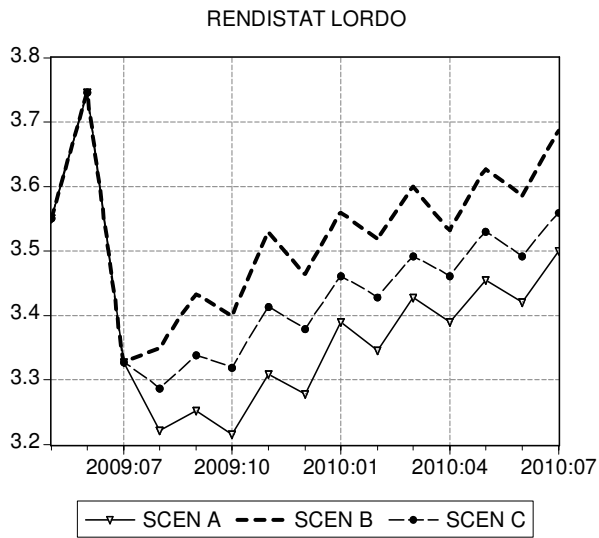
**Tassi bancari:** sia il tasso medio sui depositi che quello sui prestiti proseguono il loro *trend* decrescente. Nei prossimi mesi ci attendiamo che entrambi i tassi registrino una marcata tendenza alla diminuzione, di entità diversa a seconda dell'evoluzione dell'ambiente economico. Nel caso in cui 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 +4,24%, mentre il tasso medio sui depositi si attesti intorno ad un valore di +0,45%. In uno scenario di ripresa economica (scenario B), l'andamento dei tassi registrerebbe diminuzioni leggermente più contenute, rispettivamente a quota +4,34% e +0,53% 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 +4,11% e quello sui depositi di +0,37% a luglio 2010.

**Volumi bancari:** in base ai risultati delle simulazioni, la variazione tendenziale dei volumi seguirà un andamento decrescente sia per i prestiti che per i depositi nel periodo considerato, con un picco negativo in corrispondenza del mese di ottobre. 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 +6,10% a luglio del prossimo anno, mentre la variazione tendenziale del volume dei prestiti nello stesso periodo dovrebbe essere di +2,79%.

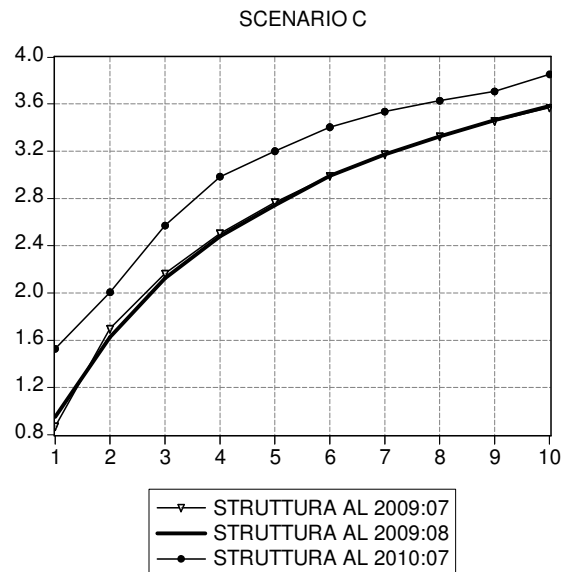
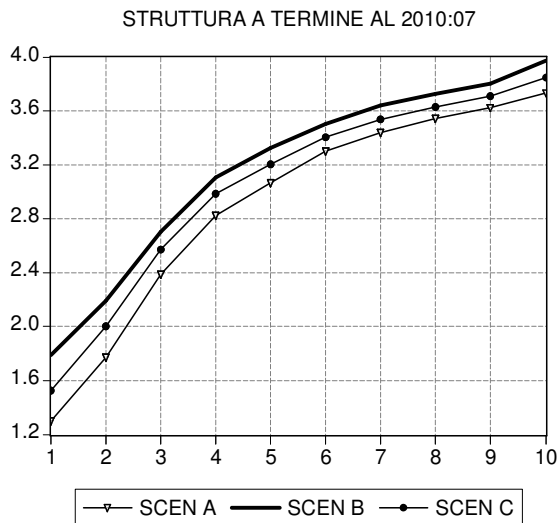
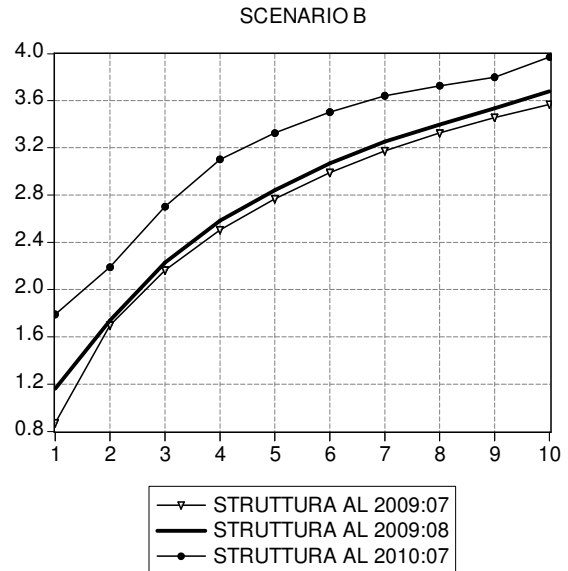
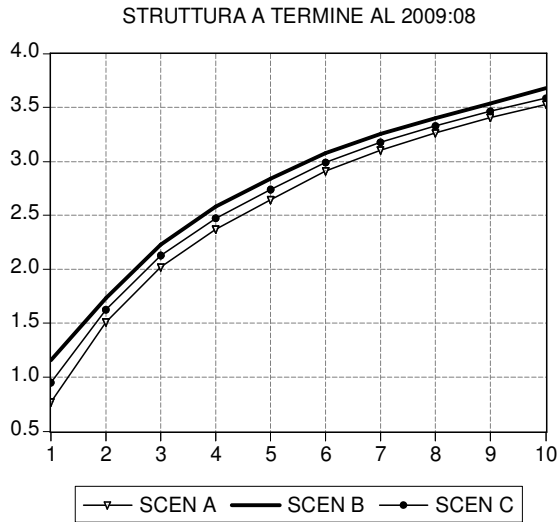
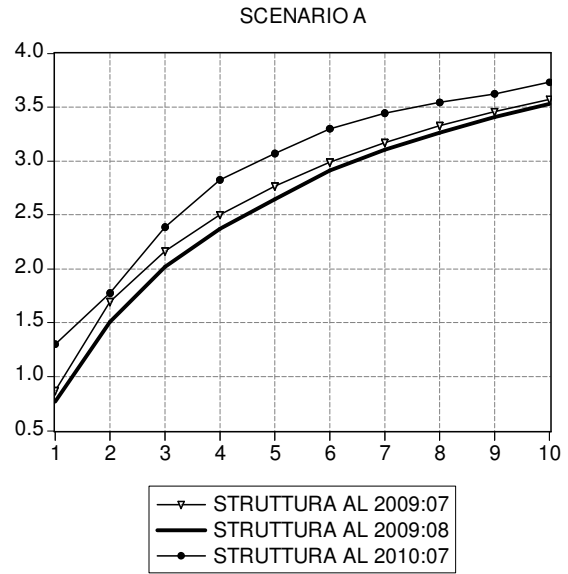
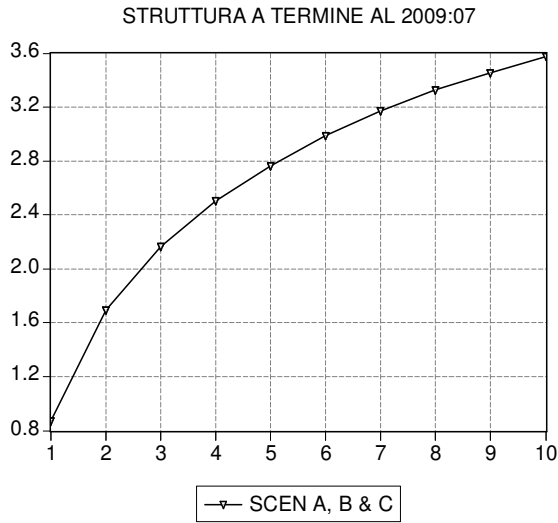
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**



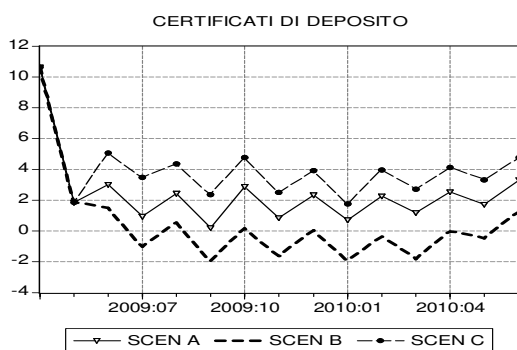
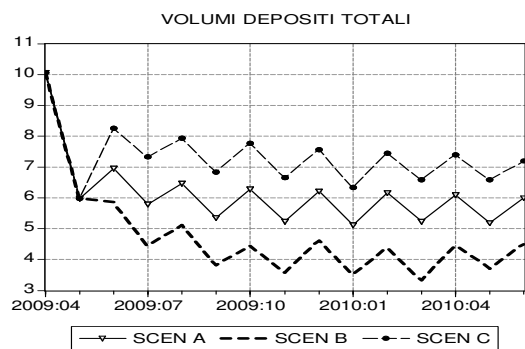
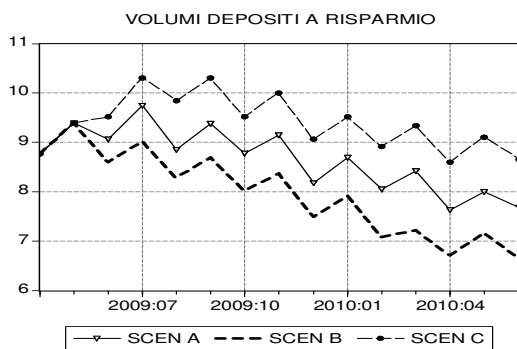
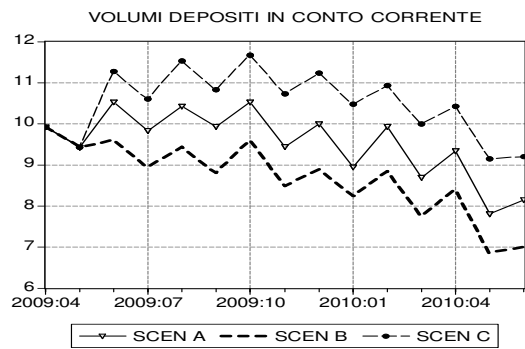
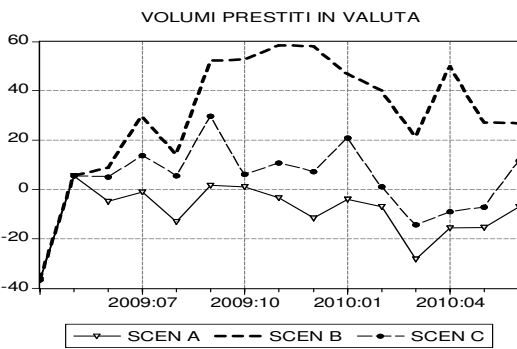
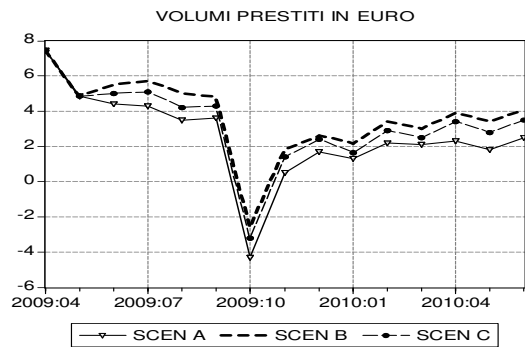
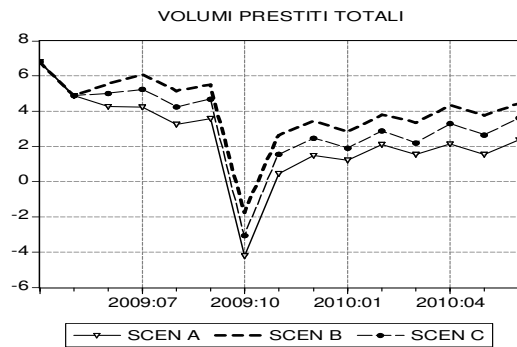
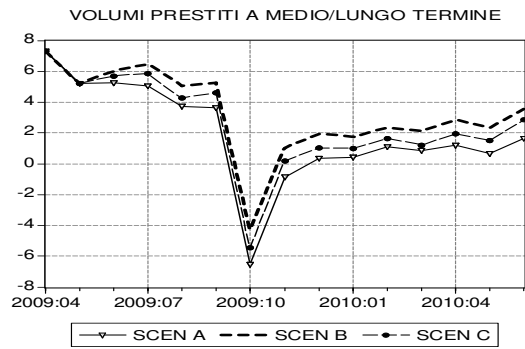
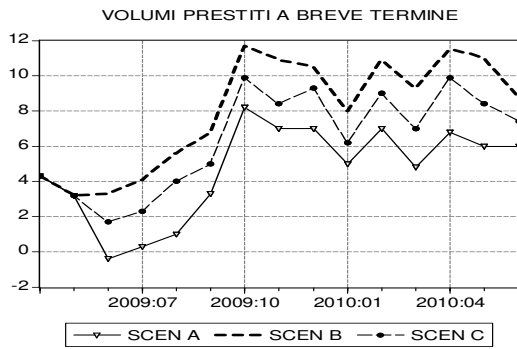
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**



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



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



SCENARIO A	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	10 5	10 6	10 7
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	2.00	2.00	1.50	1.25	1.00	1.00	1.00	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	896	782	793	955	995	958	1018	979	962	1032	1008	1070	1032	1086	1061	1120	1086	1140	1107
Produzione Industriale	-17.0	-21.1	-24.8	-24.5	-22.0	-21.3	-20.5	-18.8	-19.0	-17.5	-17.6	-16.5	-16.5	-14.3	-14.4	-12.8	-13.0	-11.1	-11.0
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.4	1.5	1.1	1.2	0.8	0.6	-0.1	0.0	0.1	0.3	0.3	0.5	0.4	0.6	0.5	0.8	0.7	0.9	0.9
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	2.00	2.00	1.50	1.25	1.00	1.00	1.00	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	1.75	1.16	0.95	0.66	0.63	0.64	0.33	0.51	0.45	0.54	0.53	0.64	0.59	0.71	0.67	0.75	0.70	0.79	0.73
T. Interb. 1m lett.	2.23	1.62	1.28	1.01	0.90	0.89	0.58	0.57	0.48	0.58	0.52	0.65	0.63	0.71	0.64	0.75	0.72	0.85	0.75
T. Interb. 3m lett.	2.55	1.95	1.65	1.42	1.30	1.23	0.97	0.71	0.76	0.68	0.79	0.73	0.93	0.87	1.02	0.93	1.07	1.01	1.12
T. Interb. 6m lett.	2.63	2.04	1.80	1.62	1.50	1.45	1.22	1.03	1.09	1.00	1.07	1.01	1.14	1.06	1.21	1.18	1.34	1.29	1.51
T. Depositi medio	1.67	1.47	1.21	1.06	1.00	1.00	0.85	0.79	0.67	0.59	0.52	0.55	0.47	0.50	0.41	0.46	0.37	0.43	0.37
T. Prestiti medio	5.50	5.17	4.91	4.57	4.46	4.46	4.29	4.15	4.07	4.14	4.08	4.13	4.06	4.15	4.07	4.14	4.10	4.16	4.11
T.prest. medio - T.dep. medio	3.83	3.70	3.70	3.51	3.46	3.46	3.44	3.36	3.40	3.55	3.55	3.58	3.60	3.65	3.66	3.68	3.73	3.73	3.73
T. BOT comp. lordo 3m	1.69	1.23	1.10	1.07	0.90	1.01	0.50	0.40	0.50	0.39	0.48	0.43	0.57	0.50	0.64	0.54	0.67	0.58	0.69
T. BOT comp. lordo 6m	1.50	1.26	1.19	1.09	1.04	0.77	0.60	0.57	0.67	0.57	0.73	0.64	0.75	0.65	0.81	0.72	0.91	0.80	0.94
T. BOT comp. lordo 12m	1.87	1.39	1.33	1.38	1.15	1.29	0.87	0.77	0.95	0.84	0.98	0.92	1.06	0.96	1.07	0.99	1.19	1.12	1.30
Rendistat lordo	4.01	3.80	3.77	3.61	3.55	3.75	3.33	3.22	3.25	3.22	3.31	3.28	3.39	3.35	3.43	3.39	3.45	3.42	3.50
Rendistat netto	3.51	3.33	3.29	3.16	3.11	3.28	2.91	2.82	2.85	2.81	2.89	2.87	2.97	2.93	3.00	2.97	3.02	2.99	3.06
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	2.53	2.35	2.12	2.14	2.12	2.24	2.16	2.02	2.12	2.08	2.20	2.15	2.27	2.22	2.36	2.29	2.39	2.32	2.39
Rend. BTP a 5 anni	3.00	2.80	2.66	2.71	2.84	2.87	2.77	2.64	2.74	2.71	2.82	2.78	2.90	2.86	2.98	2.92	3.03	2.97	3.07
Rend. BTP a 7 anni	3.36	3.13	3.03	3.10	3.32	3.28	3.17	3.10	3.18	3.15	3.24	3.20	3.29	3.26	3.35	3.30	3.40	3.36	3.44
Rend. BTP a 10 anni	3.75	3.50	3.41	3.49	3.77	3.67	3.57	3.53	3.59	3.55	3.64	3.58	3.65	3.59	3.70	3.62	3.72	3.66	3.73
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2334.887	2347.015	2344.412	2326.756	2331.624	2324.391	2327.937	2313.178	2348.023	2391.515	2357.48	2354.51	2363.37	2396.30	2380.52	2376.55	2367.53	2379.48	2368.21
Prestiti in euro	2299.864	2321.282	2301.220	2306.095	2296.486	2292.600	2294.778	2283.997	2313.473	2353.675	2323.507	2323.76	2329.762	2372.35	2349.55	2359.14	2337.82	2349.91	2340.09
Prestiti in valuta	35.023	25.733	43.192	20.661	35.138	31.792	33.159	29.181	34.550	37.840	33.975	30.748	33.611	23.952	30.970	17.413	29.708	29.565	28.125
Prestiti a breve	405.970	399.089	396.949	393.002	387.122	383.957	391.697	389.474	403.082	423.258	414.061	431.238	426.269	427.025	416.003	419.726	410.349	406.994	419.116
Prestiti a m/l	1928.917	1947.926	1947.463	1933.754	1944.502	1940.435	1936.240	1923.704	1944.942	1968.257	1943.421	1923.270	1937.104	1969.277	1964.513	1956.822	1957.182	1972.485	1949.094
Depositi totali	1713.023	1701.016	1712.873	1703.846	1703.804	1686.324	1662.389	1681.642	1699.677	1989.885	1824.108	1819.023	1800.730	1805.799	1802.628	1807.781	1792.061	1787.503	1743.347
Depositi in c/c	676.883	674.989	683.259	701.856	704.836	710.780	688.746	672.414	696.818	719.142	718.130	751.285	737.396	742.015	742.634	767.409	759.813	768.708	733.928
Depositi a risparmio	249.199	250.777	252.680	253.529	254.406	253.612	255.500	255.494	256.884	256.855	259.290	263.655	270.854	270.965	273.956	272.873	274.758	273.089	276.527
Certif. deposito	786.941	775.250	776.934	748.461	744.562	721.932	718.143	753.734	745.975	1013.888	846.688	804.083	792.479	792.819	786.038	767.498	757.489	745.706	732.892
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	9.07	8.06	7.54	6.79	4.88	4.26	4.22	3.25	3.57	-4.22	0.44	1.50	1.22	2.10	1.54	2.14	1.54	2.37	1.73
Prestiti in euro	9.07	8.50	7.17	7.45	4.87	4.40	4.30	3.50	3.60	-4.30	0.50	1.70	1.30	2.20	2.10	2.30	1.80	2.50	1.97
Prestiti in valuta	9.07	-21.01	32.08	-36.78	5.37	-4.93	-1.03	-13.17	1.60	1.03	-3.50	-11.63	-4.03	-6.92	-28.30	-15.72	-15.45	-7.00	-15.18
Prestiti a breve	7.73	5.36	5.25	4.30	3.18	-0.40	0.30	1.00	3.30	8.20	7.00	7.00	5.00	7.00	4.80	6.80	6.00	6.00	7.00
Prestiti a m/l	9.36	8.63	8.02	7.31	5.22	5.23	5.05	3.72	3.63	-6.53	-0.86	0.34	0.42	1.10	0.88	1.19	0.65	1.65	0.66
Depositi totali	14.38	12.14	12.46	10.06	5.98	6.96	5.79	6.47	5.36	6.28	5.24	6.22	5.12	6.16	5.24	6.10	5.18	6.00	4.87
Depositi in c/c	8.45	9.95	9.35	9.92	9.43	10.53	9.83	10.43	9.93	10.53	9.44	10.00	8.94	9.93	8.69	9.34	7.80	8.15	6.56
Depositi a risparmio	7.87	8.16	8.45	8.77	9.39	9.06	9.75	8.85	9.38	8.78	9.15	8.18	8.69	8.05	8.42	7.63	8.00	7.68	8.23
Certif. deposito	22.49	15.53	16.78	10.63	1.85	2.99	0.93	2.43	0.20	2.88	0.85	2.33	0.70	2.27	1.17	2.54	1.74	3.29	2.05

SCENARIO B	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	10 5	10 6	10 7	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	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	1.00	1.00	1.00	1.00
Indice COMIT	896	782	793	955	995	958	1018	1152	1140	1222	1205	1263	1243	1276	1255	1313	1292	1329	1296	
Produzione Industriale	-17.0	-21.1	-24.8	-24.5	-22.0	-17.4	-16.1	-14.8	-15.1	-13.9	-13.7	-12.4	-12.2	-10.3	-10.3	-8.6	-8.8	-6.6	-6.4	
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.4	1.5	1.1	1.2	0.8	0.6	-0.1	0.4	0.5	0.8	0.7	0.9	0.9	1.1	1.1	1.3	1.2	1.5	1.4	
<b>ENDOGENE</b>																				
<b>TASSI</b>																				
T. P/T medio	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	1.00	1.00	1.00	1.00
T. Overnight media d/1	1.75	1.16	0.95	0.66	0.63	0.64	0.33	0.51	0.66	0.82	0.79	0.91	0.86	1.02	0.95	1.03	0.94	1.06	0.96	
T. Interb. 1m lett.	2.23	1.62	1.28	1.01	0.90	0.89	0.58	0.73	0.69	0.85	0.75	0.89	0.88	0.99	0.92	1.05	1.01	1.11	1.04	
T. Interb. 3m lett.	2.55	1.95	1.65	1.42	1.30	1.23	0.97	0.91	1.02	0.99	1.09	1.03	1.21	1.16	1.29	1.24	1.37	1.29	1.41	
T. Interb. 6m lett.	2.63	2.04	1.80	1.62	1.50	1.45	1.22	1.29	1.43	1.30	1.44	1.37	1.54	1.46	1.60	1.51	1.70	1.64	1.78	
T. Depositi medio	1.67	1.47	1.21	1.06	1.00	1.00	0.92	0.91	0.78	0.70	0.66	0.67	0.59	0.63	0.57	0.60	0.54	0.59	0.53	
T. Prestiti medio	5.50	5.17	4.91	4.57	4.46	4.46	4.41	4.32	4.28	4.36	4.29	4.33	4.30	4.34	4.30	4.38	4.31	4.38	4.34	
T.prest.medio - T.dep.medio	3.83	3.70	3.70	3.51	3.46	3.46	3.49	3.41	3.50	3.66	3.63	3.66	3.71	3.72	3.73	3.78	3.77	3.78	3.81	
T. BOT comp. lordo 3m	1.69	1.23	1.10	1.07	0.90	1.01	0.50	0.59	0.73	0.66	0.77	0.72	0.84	0.78	0.89	0.83	0.94	0.85	0.95	
T. BOT comp. lordo 6m	1.50	1.26	1.19	1.09	1.04	0.77	0.60	0.87	1.04	0.97	1.13	1.03	1.19	1.09	1.24	1.14	1.31	1.23	1.37	
T. BOT comp. lordo 12m	1.87	1.39	1.33	1.38	1.15	1.29	0.87	1.16	1.32	1.27	1.44	1.31	1.44	1.37	1.54	1.47	1.68	1.58	1.79	
Rendistat lordo	4.01	3.80	3.77	3.61	3.55	3.75	3.33	3.35	3.43	3.40	3.53	3.47	3.56	3.52	3.60	3.53	3.63	3.59	3.69	
Rendistat netto	3.51	3.33	3.29	3.16	3.11	3.28	2.91	2.93	3.00	2.97	3.09	3.03	3.11	3.08	3.15	3.09	3.17	3.14	3.23	
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	2.53	2.35	2.12	2.14	2.12	2.24	2.16	2.23	2.38	2.36	2.50	2.45	2.56	2.52	2.67	2.61	2.72	2.66	2.70	
Rend. BTP a 5 anni	3.00	2.80	2.66	2.71	2.84	2.87	2.77	2.84	3.00	2.97	3.09	3.05	3.16	3.13	3.26	3.20	3.31	3.25	3.32	
Rend. BTP a 7 anni	3.36	3.13	3.03	3.10	3.32	3.28	3.17	3.25	3.39	3.35	3.45	3.41	3.50	3.48	3.58	3.53	3.61	3.56	3.64	
Rend. BTP a 10 anni	3.75	3.50	3.41	3.49	3.77	3.67	3.57	3.68	3.81	3.75	3.84	3.78	3.88	3.81	3.91	3.88	3.97	3.90	3.97	
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2334.887	2347.015	2344.412	2326.756	2331.624	2353.151	2369.037	2355.521	2392.005	2452.689	2409.35	2399.28	2400.96	2436.20	2422.72	2427.04	2419.29	2457.87	2454.80	
Prestiti in euro	2299.864	2321.282	2301.220	2306.095	2296.486	2316.756	2325.581	2317.099	2340.270	2395.485	2353.562	2344.32	2349.535	2400.21	2370.26	2396.03	2374.57	2411.74	2409.30	
Prestiti in valuta	35.023	25.733	43.192	20.661	35.138	36.395	43.456	38.422	51.735	57.204	55.792	54.954	51.429	35.996	52.459	31.006	44.726	46.123	45.494	
Prestiti a breve	405.970	399.089	396.949	393.002	387.122	398.220	406.537	407.213	416.739	436.949	429.152	445.344	438.448	442.590	433.865	438.197	429.705	433.264	449.224	
Prestiti a m/1	1928.917	1947.926	1947.463	1933.754	1944.502	1954.931	1962.500	1948.308	1975.266	2015.740	1980.201	1953.934	1962.517	1993.612	1988.850	1988.842	1989.588	2024.602	2005.572	
Depositi totali	1713.023	1701.016	1712.873	1703.846	1703.804	1668.824	1641.175	1660.319	1674.833	1955.435	1795.336	1791.623	1773.321	1775.521	1769.912	1779.497	1766.845	1743.921	1688.769	
Depositi in c/c	676.883	674.989	683.259	701.856	704.836	704.799	683.165	666.386	689.656	713.092	711.897	743.704	732.726	734.658	736.212	760.812	753.117	754.135	722.789	
Depositi a risparmio	249.199	250.777	252.680	253.829	254.406	252.542	253.800	254.160	255.268	255.071	257.437	261.974	268.911	268.532	270.923	270.541	272.647	269.361	271.871	
Certif. deposito	786.941	775.250	776.934	748.461	744.562	711.482	704.209	739.774	729.909	987.273	826.002	785.945	771.685	772.330	762.777	748.144	741.081	720.424	694.109	
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																				
Prestiti totali	9.07	8.06	7.54	6.79	4.88	5.55	6.06	5.14	5.51	-1.77	2.65	3.43	2.83	3.80	3.34	4.31	3.76	4.45	3.62	
Prestiti in euro	9.07	8.50	7.17	7.45	4.87	5.50	5.70	5.00	4.80	-2.60	1.80	2.60	2.16	3.40	3.00	3.90	3.40	4.10	3.60	
Prestiti in valuta	9.07	-21.01	32.08	-36.78	5.37	8.83	29.70	14.33	52.13	52.73	58.47	57.93	46.84	39.88	21.45	50.07	27.29	26.73	4.69	
Prestiti a breve	7.73	5.36	5.25	4.30	3.18	3.30	4.10	5.60	6.80	11.70	10.90	10.50	8.00	10.90	9.30	11.50	11.00	8.80	10.50	
Prestiti a m/1	9.36	8.63	8.02	7.31	5.22	6.02	6.48	5.04	5.24	-4.27	1.02	1.94	1.74	2.35	2.13	2.85	2.32	3.56	2.19	
Depositi totali	14.38	12.14	12.46	10.06	5.98	5.85	4.44	5.12	3.82	4.44	3.58	4.62	3.52	4.38	3.33	4.44	3.70	4.50	2.90	
Depositi in c/c	8.45	9.95	9.35	9.92	9.43	9.60	8.94	9.44	8.80	9.60	8.49	8.89	8.25	8.84	7.75	8.40	6.85	7.00	5.80	
Depositi a risparmio	7.87	8.16	8.45	8.77	9.39	8.60	9.02	8.28	8.69	8.02	8.37	7.49	7.91	7.08	7.22	6.71	7.17	6.66	7.12	
Certif. deposito	22.49	15.53	16.78	10.63	1.85	1.50	-1.02	0.54	-1.96	0.17	-1.61	0.02	-1.94	-0.38	-1.82	-0.04	-0.47	1.26	-1.43	

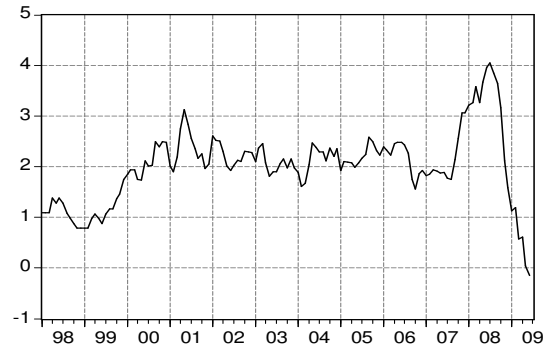


SCENARIO C	09 1	09 2	09 3	09 4	09 5	09 6	09 7	09 8	09 9	09 10	09 11	09 12	10 1	10 2	10 3	10 4	10 5	10 6	10 7
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	2.00	2.00	1.50	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Indice COMIT	896	782	793	955	995	958	1018	1065	1065	1120	1111	1177	1148	1189	1164	1234	1197	1247	1210
Produzione Industriale	17.0	-21.1	24.8	24.5	23.0	-19.1	-18.2	-16.7	-17.3	-15.9	-15.7	-14.3	-14.3	-12.4	-12.5	-10.5	-10.8	-9.2	-8.9
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.4	1.5	1.1	1.2	0.8	0.6	-0.1	0.3	0.4	0.6	0.5	0.7	0.7	0.9	0.8	1.0	1.0	1.2	1.2
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	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	1.00	1.00	1.00
T. Overnight media d/1	1.75	1.16	0.95	0.66	0.63	0.64	0.33	0.51	0.55	0.71	0.67	0.80	0.75	0.88	0.80	0.91	0.82	0.94	0.88
T. Interb. 1m lett.	2.23	1.62	1.28	1.01	0.90	0.89	0.58	0.66	0.59	0.74	0.64	0.78	0.75	0.86	0.79	0.91	0.87	0.99	0.91
T. Interb. 3m lett.	2.55	1.95	1.68	1.42	1.30	1.23	0.97	0.82	0.90	0.82	0.94	0.87	1.07	1.01	1.15	1.10	1.21	1.15	1.28
T. Interb. 6m lett.	2.63	2.04	1.80	1.62	1.50	1.45	1.22	1.14	1.29	1.15	1.26	1.18	1.32	1.25	1.39	1.32	1.51	1.45	1.62
T. Depositi medio	1.67	1.47	1.21	1.06	1.00	1.00	0.88	0.86	0.72	0.65	0.59	0.62	0.54	0.57	0.49	0.55	0.45	0.50	0.45
T. Prestiti medio	3.50	5.17	4.91	4.57	4.46	4.46	4.35	4.25	4.18	4.26	4.19	4.26	4.19	4.27	4.17	4.26	4.19	4.26	4.24
T.prest.medio - T.dep.medio	3.83	3.70	3.70	3.51	3.46	3.46	3.47	3.39	3.46	3.61	3.61	3.64	3.65	3.69	3.68	3.71	3.74	3.76	3.79
T. BOT comp. lordo 3m	1.69	1.23	1.10	1.07	0.90	1.01	0.50	0.50	0.61	0.54	0.65	0.60	0.73	0.64	0.78	0.70	0.82	0.73	0.83
T. BOT comp. lordo 6m	1.50	1.26	1.19	1.09	1.04	0.77	0.60	0.67	0.84	0.75	0.90	0.80	0.94	0.86	1.02	0.94	1.12	1.04	1.17
T. BOT comp. lordo 12m	1.87	1.39	1.33	1.38	1.15	1.29	0.87	0.95	1.13	1.07	1.22	1.09	1.24	1.16	1.30	1.22	1.42	1.36	1.53
Rendistat lordo	4.01	3.80	3.73	3.61	3.55	3.75	3.33	3.29	3.34	3.32	3.41	3.38	3.46	3.43	3.49	3.46	3.53	3.49	3.56
Rendistat netto	3.51	3.33	3.29	3.16	3.11	3.28	2.91	2.88	2.92	2.90	2.99	2.96	3.03	3.00	3.05	3.03	3.09	3.05	3.11
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	2.53	2.35	2.12	2.14	2.12	2.24	2.16	2.13	2.26	2.22	2.35	2.31	2.42	2.38	2.53	2.46	2.56	2.48	2.57
Rend. BTP a 5 anni	3.00	2.80	2.66	2.71	2.84	2.87	2.77	2.74	2.88	2.84	2.96	2.92	3.04	2.99	3.13	3.07	3.18	3.11	3.20
Rend. BTP a 7 anni	3.36	3.13	3.03	3.10	3.32	3.28	3.17	3.18	3.29	3.25	3.35	3.31	3.41	3.37	3.47	3.42	3.52	3.46	3.54
Rend. BTP a 10 anni	3.75	3.50	3.43	3.49	3.77	3.67	3.57	3.59	3.71	3.65	3.75	3.68	3.78	3.70	3.83	3.75	3.86	3.77	3.85
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2334.887	2347.015	2344.412	2326.756	2331.624	2340.889	2350.497	2334.909	2373.188	2420.479	2383.30	2377.01	2379.48	2414.61	2395.75	2403.31	2393.41	2425.63	2416.08
Prestiti in euro	2299.864	2321.282	2301.220	2306.095	2296.486	2305.776	2312.380	2299.444	2329.105	2380.729	2344.314	2339.75	2337.176	2388.60	2358.75	2384.50	2360.79	2386.48	2379.44
Prestiti in valuta	35.023	25.733	43.192	20.661	35.138	35.113	38.118	35.465	44.084	39.750	38.986	37.255	42.307	26.010	37.004	18.804	32.624	39.151	36.638
Prestiti a breve	405.970	399.089	396.949	393.002	387.122	392.052	399.508	401.043	409.715	429.908	419.478	440.508	431.140	435.007	424.735	431.909	419.640	421.064	435.463
Prestiti a m/1	1928.917	1947.926	1947.463	1933.754	1944.502	1948.837	1950.990	1933.867	1963.473	1990.571	1963.822	1936.501	1948.343	1979.602	1971.019	1971.397	1973.772	2004.565	1980.613
Depositi totali	1713.023	1701.016	1712.573	1703.846	1703.804	1706.662	1686.588	1704.860	1723.552	2017.595	1848.548	1842.141	1821.629	1827.742	1825.751	1829.760	1816.085	1829.541	1789.470
Depositi in c/c	676.883	674.989	683.259	701.656	704.836	715.538	693.575	679.051	702.523	726.560	726.595	759.686	747.820	748.765	751.585	775.060	769.258	781.368	750.101
Depositi a risparmio	249.199	250.777	252.680	253.529	254.406	254.681	256.803	257.845	259.068	258.602	261.309	265.800	272.923	273.146	276.280	275.332	277.582	276.711	280.892
Certif. deposito	786.941	775.250	776.934	748.461	744.562	736.442	736.210	767.964	761.961	1032.434	860.643	816.656	800.886	805.830	797.886	779.368	769.244	771.462	758.477
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	9.07	8.06	7.54	6.79	4.88	5.00	5.23	4.22	4.68	-3.06	1.54	2.47	1.91	2.88	2.19	3.29	2.65	3.62	2.79
Prestiti in euro	9.07	8.50	7.17	7.45	4.87	5.00	5.10	4.20	4.30	-3.20	1.40	2.40	1.62	2.90	2.50	3.40	2.80	3.50	2.90
Prestiti in valuta	9.07	-21.01	32.08	36.78	5.37	5.00	13.77	5.53	29.63	6.13	10.73	7.07	20.80	1.08	-14.33	-8.99	-7.15	11.50	-3.88
Prestiti a breve	7.73	5.36	5.25	4.30	3.18	1.70	2.30	4.00	5.00	9.90	8.40	9.30	6.20	9.00	7.00	9.90	8.40	7.40	9.00
Prestiti a m/1	9.36	8.63	8.02	7.31	5.22	5.69	5.85	4.27	4.61	-5.47	0.19	1.03	1.01	1.63	1.21	1.95	1.51	2.86	1.52
Depositi totali	14.38	12.14	12.46	10.06	5.98	8.25	7.33	7.94	6.84	7.76	6.65	7.57	6.34	7.45	6.59	7.39	6.59	7.20	6.10
Depositi in c/c	8.45	9.95	9.35	9.92	9.43	11.27	10.60	11.52	10.83	11.67	10.73	11.23	10.48	10.93	10.00	10.43	9.14	9.20	8.15
Depositi a risparmio	7.87	8.16	8.45	8.77	9.39	9.52	10.31	9.85	10.31	9.52	10.00	9.06	9.52	8.92	9.34	8.60	9.11	8.65	9.38
Certif. deposito	22.49	15.53	16.78	10.63	1.85	5.06	3.47	4.37	2.35	4.76	2.51	3.93	1.77	3.94	2.70	4.13	3.32	4.76	3.02

**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



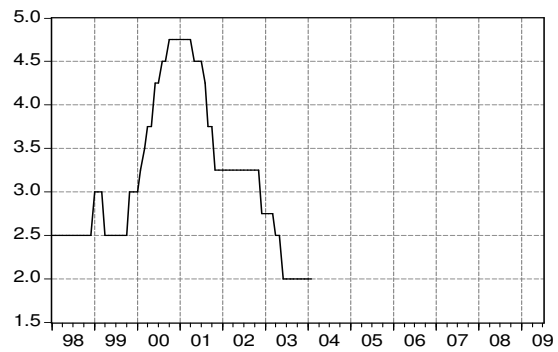
TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



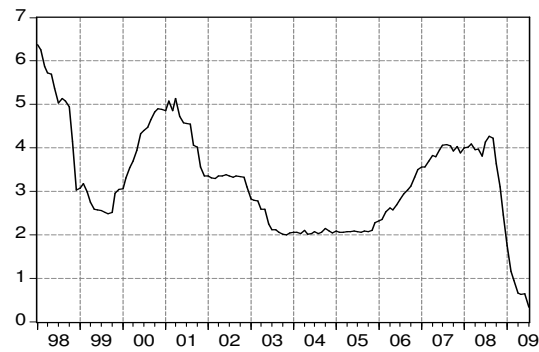
TASSO INFLAZIONE AREA EURO



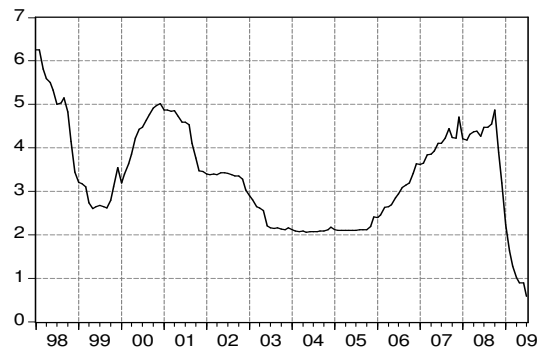
PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



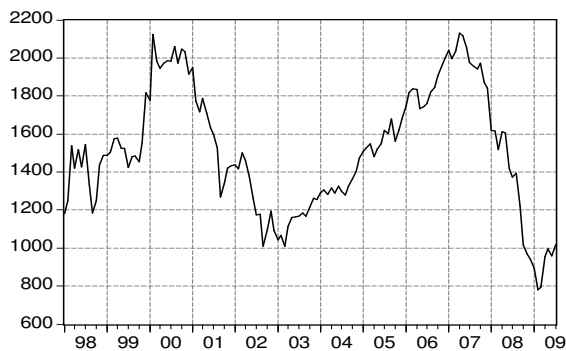
TASSO DI INTERVENTO BCE



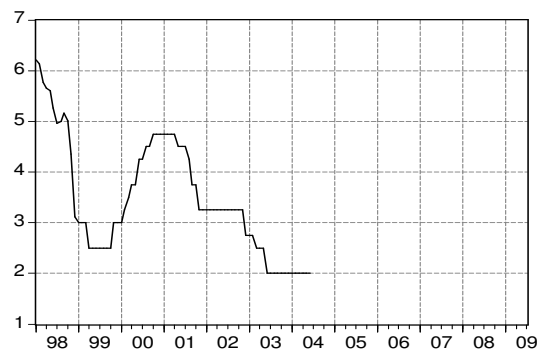
TASSO OVERNIGHT



TASSO INTERBANCARIO 1 MESE ITALIA



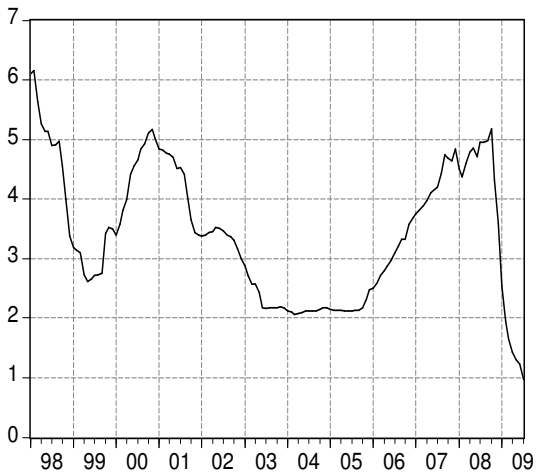
INDICE COMIT



TASSO MEDIO PONDERATO PCT

**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**

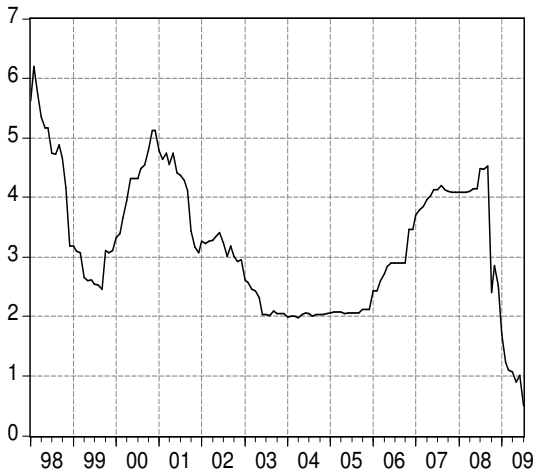
*Dati mensili*



— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI ITALIA (LIBOR)



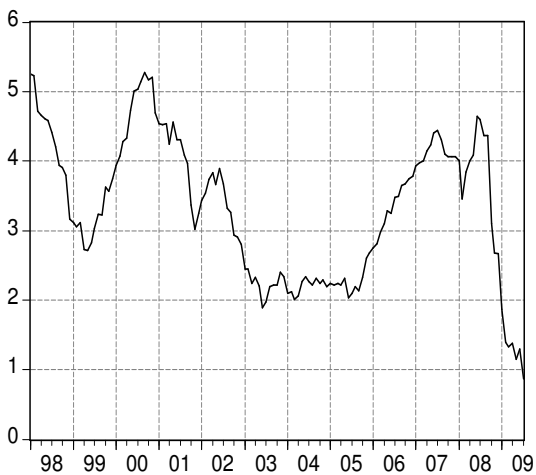
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI ITALIA



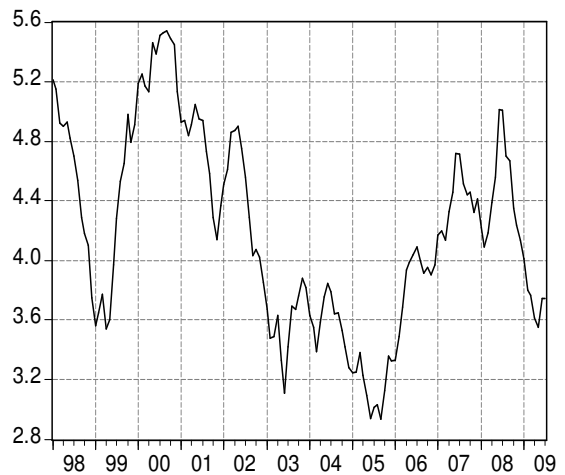
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO

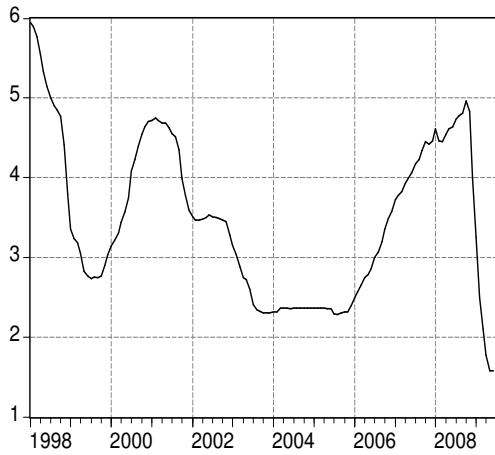


— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO

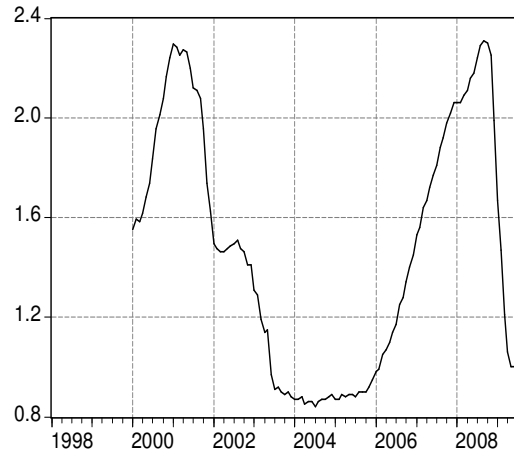


— RENDISTAT LORDO

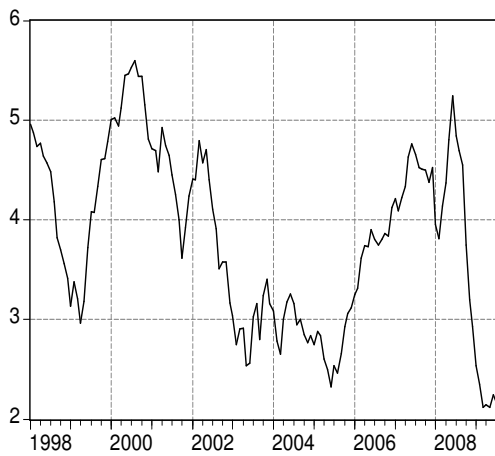
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



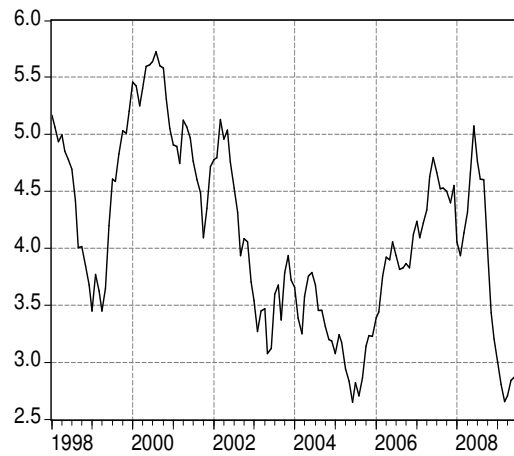
— TASSO PRESTITI MINIMO



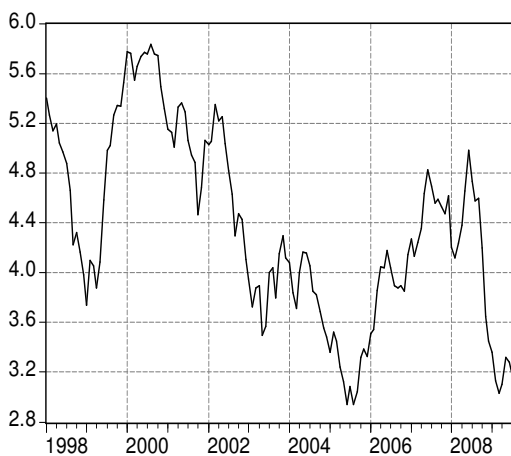
— TASSO DEPOSITI MEDIO



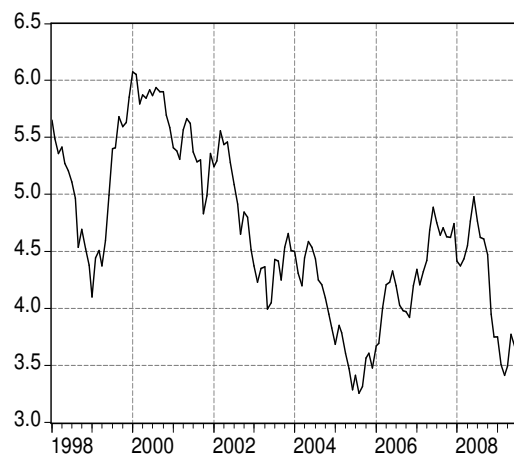
— RENDIMENTO A 3 ANNI



— RENDIMENTO A 5 ANNI



— RENDIMENTO A 7 ANNI



— RENDIMENTO A 10 ANNI

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

