

# 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

*Il Modello Econometrico Finanziario Internazionale Mensile (MEFIM) è un modello di tipo strutturale costituito da due blocchi: italiano e internazionale.*

*La parte italiana concerne le interrelazioni fra le variabili monetarie e finanziarie italiane di maggior interesse. Tali variabili, rilevate mensilmente, possono essere racchiuse in 4 blocchi:*

- 1) tassi interbancari: overnight, interbancario ad 1, 3 e 6 mesi ed il tasso di policy dei pronti contro termine;*
- 2) titoli di stato: i BOT nelle loro 3 scadenze, struttura a termine da 1 a 10 anni, il rendiob ed il rendistat;*
- 3) tassi bancari: attivi e passivi sia in termini marginali che medi;*
- 4) volumi bancari: impieghi e depositi sia a livello totale che in alcuni principali sotto categorie;*

*Le esogene sono: Tasso di Riferimento, indice COMIT, indice della produzione industriale, tasso di inflazione.*

*Il mercato internazionale comprende le strutture a termine da 1 a 10 anni per i principali Paesi industrializzati: USA, Germania, Giappone, Francia e Regno Unito.*

*Le esogene sono rappresentate dal tasso di intervento delle autorità monetarie, dal rendimento sugli eurodepositi a 3 mesi, dall'indice di borsa, dall'indice della produzione industriale, dall'indice dei prezzi al consumo e, per USA e Germania, quantità di moneta.*

*Il modello viene stimato con dati che vanno da Maggio del 1986 a Dicembre 2009.*

*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'economia mondiale appare in via di stabilizzazione: negli Stati Uniti in cui, al forte miglioramento degli indici di fiducia è seguito quello degli indicatori reali, volgono a favore le dinamiche dell'offerta e della domanda, ma soprattutto il mercato del lavoro, in cui sembra essersi arrestato il ritmo di contrazione, sebbene sia prematuro parlare di un'inversione di tendenza. Prova ne è il rafforzamento del dollaro, alla cui base stanno la tenuta della ripresa americana e le difficoltà dell'euro a causa dell'instabilità delle finanze pubbliche greche. Anche l'economia europea appare incamminata sulla via della ripresa, dal momento che ora la crescita è trainata dall'espansione del commercio internazionale, a differenza di quanto era successo nel trimestre precedente quando l'unico contributo positivo proveniva dalla contrazione delle importazioni. Il processo appare comunque molto lento, incerto ed irto di difficoltà, zavorrato da fattori che in parte stavano all'origine della crisi e in parte ne sono stati originati.

### Usa: primi segnali di stabilizzazione del mercato del lavoro in novembre

E' stata nuovamente corretta al ribasso la stima relativa all'andamento dell'economia americana nel III trimestre dell'anno: secondo l'ultimo *release* infatti, il Pil è cresciuto nel periodo di +2,2% t/t (-2,6% a/a), contro il precedente +2,8% t/t e -2,5% a/a. Il dato è il risultato di una forte diminuzione degli investimenti fissi (da +0,3% t/t a -1,3% t/t), in particolare di quelli non residenziali (scesi di -5,9% t/t e -19,6% a/a). Anche consumi privati e pubblici sono stati leggermente rivisti al ribasso (la loro variazione congiunturale è stata rispettivamente di +2,8% t/t e +2,6% t/t), mentre esportazioni ed importazioni sono cresciute di +17,8% t/t (-10,7% a/a) e +21,3% t/t (-14,0% a/a). Sono di conseguenza stati rivisti al ribasso anche i contributi alla crescita: gli investimenti hanno sottratto risorse per -0,15% t/t, in particolare a causa della riduzione della componente non residenziale (-0,59% t/t). Ampiamente positivo è stato l'apporto alla crescita dei consumi privati (+1,96% t/t, segno che le misure di sostegno alla domanda hanno iniziato a sortire l'effetto voluto) e anche dei consumi pubblici (+0,55% t/t). E' inoltre tornato in territorio positivo il contributo delle scorte (+0,69% t/t). Negativo è stato invece l'apporto delle esportazioni nette (-0,81% t/t), frutto di un aumento delle importazioni maggiore di quello dell'export. Per quanto riguarda il commercio internazionale, nel mese di ottobre è diminuito ben oltre le aspettative il deficit della bilancia commerciale, in seguito ad un aumento delle esportazioni (+2,56% t/t) maggiore della crescita delle importazioni (+0,44% t/t).

Segnali positivi e migliori delle attese provengono dal lato dell'offerta per il mese di novembre: la produzione industriale è cresciuta di +0,8% m/m (-5,1% a/a) contro una previsione di +0,5% m/m, e gli ordini di beni durevoli hanno registrato un progresso di +0,2% su base mensile (-21,6% a/a); escludendo la componente dei trasporti, la crescita è stata molto robusta, di +2,0 punti percentuali rispetto al mese di ottobre. È aumentato nel mese anche il tasso di utilizzo della capacità produttiva, salito a 71,3% da 70,6% rivisto di ottobre. Le scorte delle imprese in ottobre sono tornate per la prima volta in terreno positivo dall'agosto 2008, segnando un modesto progresso mensile di +0,2% (-12,6% a/a). In ritirata appaiono i maggiori indici di fiducia delle imprese per il mese di novembre: l'ISM manifatturiero è infatti sceso a 53,6 da 55,7 (previsione: 55,0) e quello non manifatturiero si è attestato a 48,7 da 50,6 (previsione: 51,5), scendendo così al di sotto della soglia critica tra espansione e contrazione. In recupero appaiono invece quelli relativi al mese di dicembre: l'indice di fiducia di Philadelphia è salito nel mese a 20,4 da 16,7 (previsioni: 16,0) e l'indice NAPM Chicago ha raggiunto quota 60,0 da 56,1 di novembre.

In via di miglioramento appaiono anche le condizioni del mercato edilizio, il primo investito dalla crisi: nel mese di novembre infatti l'avvio di nuovi cantieri è aumentato di +8,9% rispetto al mese precedente, battendo al rialzo le aspettative e portando il tendenziale a -12,4%, contro il -30,7% a/a di ottobre. È proseguito inoltre l'aumento delle vendite di case esistenti (+7,4% m/m, +44,1% la crescita rispetto a novembre 2008), grazie a cali dei prezzi e incentivi fiscali del governo per chi acquista la prima casa, mentre le vendite di nuove case hanno subito una forte battuta d'arresto (-11,3% su base mensile, che riporta il tendenziale in terreno negativo a -9,0%). Invariata su base congiunturale è rimasta la spesa per costruzioni nel mese di ottobre. I dati provenienti dal lato della domanda indicano una buona ripresa in corso: la spesa delle famiglie e il reddito disponibile, valutati in termini reali, hanno entrambi registrato un progresso di +0,2% su base mensile in novembre, le vendite al dettaglio sono cresciute di +1,3% m/m e +1,9% a/a, grazie principalmente all'apporto delle componenti ex-auto, e le vendite dei grandi magazzini riferite al mese di ottobre segnalano una ripresa di +1,2% a livello congiunturale. Positivi sono anche i segnali provenienti dagli indici di fiducia dei consumatori per il mese di dicembre: quello elaborato dall'Università del Michigan è balzato a 72,5 da 67,4 di novembre e quello del Conference Board ha raggiunto quota 52,9 da 50,6 rivisto di novembre. Nel mese di novembre è diminuito il ritmo di peggioramento del mercato del lavoro, un primo segnale tanto atteso: il tasso di disoccupazione si è infatti attestato al 10%, minore rispetto al 10,2% del mese

precedente e atteso dagli analisti. L'occupazione nei settori non agricoli è diminuita di sole 11mila unità (il miglior dato da dicembre 2007), contro i 111mila posti di lavoro persi nel mese di ottobre e contro una previsione di -125mila. Questo calo, vistoso quanto inatteso, dei licenziamenti ha aumentato le speranze che il peggio della crisi sia ormai alle spalle. Sono aumentate nel mese le ore settimanali lavorate (a 33,2 da 33,0 di ottobre) e i salari medi orari (saliti a 18,74\$), mentre il tasso di partecipazione è leggermente sceso al 65,0% da 65,1%. Il costo unitario del lavoro ha subito nel III trimestre una diminuzione di -2,5% t/t e -1,4% a/a, minore delle attese e della stima precedentemente rilasciata, mentre la produttività delle imprese non agricole è cresciuta di +8,1% t/t e +4,0% su base annua. Sul fronte dei prezzi, sembra definitivamente allontanarsi lo spettro deflazione: nel mese di novembre l'indice dei prezzi al consumo è cresciuto di +0,4% su base mensile, portando il tendenziale a +1,8%, perfettamente in linea con le previsioni, mentre l'indice depurato delle componenti più volatili è rimasto invariato rispetto al mese precedente, lasciando il tendenziale al +1,7%. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione ha registrato un forte progresso (+1,8% m/m e +2,4% a/a), ben al di sopra delle attese (+1,0% m/m) e quasi totalmente imputabile all'aumento dei prezzi petroliferi, dal momento che, depurato delle componenti alimentari ed energetica, l'indice ha segnato un progresso di +0,5% su base congiunturale e +1,2% su base annua.

Alla luce di questi dati, riteniamo che la Fed, dopo aver dato avvio alla politica di *exit strategy*, decida di innalzare di +25 p.b. il tasso di riferimento sui Fed Funds nella riunione di dicembre, la prima dopo la rielezione di parte del Congresso (Scen. C, prob. 70%). Attribuiamo comunque una bassa probabilità alla possibilità che la Fed faccia precedere questa mossa da una analoga nel mese di novembre (Scen. B, prob. 10%).

### **Giappone: la continua caduta dei prezzi rallenta la domanda**

La seconda stima rivede fortemente al ribasso la prima rilasciata sull'andamento dell'economia nel III trimestre dell'anno: il Pil ha infatti registrato un progresso di +0,3% t/t e +1,3% a/a, ben più basso della stima precedente (+1,2% t/t e +4,8% a/a) e delle previsioni degli analisti (+0,7% t/t). La revisione è totalmente da imputare alla contrazione degli investimenti fissi (-3,2% t/t e -12,4% a/a). I consumi privati hanno registrato un aumento di +0,9% t/t e +3,8% a/a, mentre esportazioni ed importazioni sono cresciute rispettivamente di +6,5% t/t e +3,3% t/t, con i tendenziali in forte aumento a +28,6% a/a e +13,9% a/a. Passando ad analizzare il lato dell'offerta, si nota un leggero aumento della produzione industriale, cresciuta di +0,5% m/m in ottobre, dopo il robusto +2,1% m/m di settembre. Gli ordini di macchinari industriali hanno invece subito una forte contrazione nel mese, scendendo di -4,5% m/m e -21,0% su base annua, dopo il +10,5% m/m di settembre e l'indice PMI manifatturiero è sceso in novembre a 52,3 da 54,3 di ottobre. Dall'indice Tankan riferito al IV trimestre provengono segnali di lento miglioramento: l'indicatore globale è salito a -32 da -38 del periodo precedente (attese: -34), quello relativo al comparto manifatturiero è balzato a -32 da -43 e quello relativo ai settori non manifatturieri è salito a -30 da -33 (attese: -35). Debole rimane ancora il lato della domanda nel mese di novembre, nonostante la continua caduta dei prezzi: i consumi delle famiglie sono scesi di -2,1% a/a in termini nominali (+0,1% a/a se valutati in termini reali), e il reddito disponibile è diminuito di -2,5% a/a in termini nominali (-0,3% a/a in termini reali). Per quanto riguarda il mercato del lavoro nel mese di novembre, si osserva un'ulteriore diminuzione di forza lavoro e occupati e il parallelo aumento del tasso di disoccupazione, salito al 5,2% dal 5,1% del mese precedente. Sul fronte dei prezzi ha avuto seguito anche in novembre il processo deflazionistico in corso: gli indici dei prezzi al consumo *headline* e *core* sono scesi di -0,2% su base mensile, portando i tendenziali rispettivamente a -1,9% e -1,7%. La stima *flash* relativa all'inflazione per l'area di Tokyo nel mese di dicembre segnala ulteriori contrazioni di -0,2% m/m e -2,3% a/a. Ai primi stadi della commercializzazione l'indice dei prezzi alla produzione ha registrato in novembre un debole progresso mensile (+0,1% m/m), che fa risalire il tendenziale a -4,9%, dal -6,7% a/a di ottobre.

### **Europa: negativo per la prima volta il tasso annuo di crescita di M3**

La nuova stima sull'andamento dell'economia nel III trimestre dell'anno conferma il dato precedentemente rilasciato: il Pil è tornato a crescere nel periodo di +0,4% t/t, facendo risalire il tendenziale a -4,1%, da -4,8% a/a del periodo precedente. Il *breakdown* delle diverse componenti conferma che il risultato dipende dalla forte ripresa delle esportazioni nel periodo (+2,9% t/t, -13,9% a/a), controbilanciato però dall'aumento dell'import (+2,6% t/t, -12,1% a/a) e dalla contrazione di consumi privati (-0,2% t/t, -1,1% a/a) e investimenti fissi (-0,4% t/t e -10,4% a/a). Passando ad analizzare i contributi alla crescita, si osserva che solo esportazioni e scorte hanno influito positivamente sul risultato economico (rispettivamente per +1,1% t/t e +0,3% t/t), mentre tutte le altre componenti hanno sottratto risorse: consumi privati, investimenti fissi ed

importazioni complessivamente annullano il contributo positivo delle esportazioni. Analizzando i dati del commercio con l'estero per il mese di ottobre si osserva un forte aumento dell'attivo della bilancia commerciale, salito a 6,3 miliardi di euro dai 4,3 del mese precedente, ma il risultato è il frutto di una diminuzione delle esportazioni (-0,2% m/m) minore della contrazione dell'import (-2,2% m/m), dopo la forte espansione registrata nel mese precedente. Non lusinghieri sono i dati che provengono dal lato dell'offerta: la produzione industriale ha registrato in ottobre una diminuzione congiunturale di -0,6%, dopo il +0,2% m/m rivisto di settembre, che porta il tendenziale a -11,1%. Questa battuta d'arresto rischia di pregiudicare la crescita dell'attività economica nell'ultimo trimestre dell'anno. Il Leading Indicator dell'OCSE relativo al mese di ottobre indica un ulteriore aumento di +1,3% m/m e +8,8% su base tendenziale, segno che la ripresa in corso è proseguita anche nei mesi finali dell'anno. Questo trova conferma nell'andamento degli indici PMI per il mese di dicembre: quello manifatturiero ha raggiunto il massimo da 21 mesi, toccando quota 51,6 da 51,2 del mese precedente e quello relativo ai servizi è salito a 53,7 da 53,0 di novembre. Le vendite al dettaglio sono rimaste invariate in ottobre rispetto al mese precedente (-1,9% è stata la variazione annua), dopo il -0,5% m/m e -2,8% a/a di settembre. Invariata nel mese al 9,8% è rimasta pure la media del tasso di disoccupazione nei 16 Paesi appartenenti all'Unione Monetaria, comunque al livello più alto da novembre 1998. Il costo del lavoro è sceso nel III trimestre al +3,2% annuo, rispetto al +4,3% a/a rivisto del periodo precedente, principalmente a causa della forte diminuzione della crescita salariale. Tornano lentamente in terreno positivo gli indici di prezzo nel mese di novembre: l'indice generale dei prezzi al consumo ha registrato infatti un progresso, inferiore alle attese degli analisti, di +0,1% su base mensile e +0,5% su base annua, dopo il -0,1% a/a di ottobre. L'indice *core*, al contrario, ha riportato nel mese una diminuzione congiunturale di -0,1%, che fa scendere il tendenziale a +1,0%, rispetto al +1,2% a/a del mese precedente. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione, salito in ottobre di +0,4% rispetto al mese precedente a causa del forte aumento dei prezzi dei prodotti petroliferi, ha portato il tendenziale a -6,7%, in recupero rispetto al -7,6% a/a di settembre e al di sopra delle attese di mercato. Il tasso annuo di variazione di M3 è sceso per la prima volta in terreno negativo nel mese di novembre, attestandosi a -0,2% a/a, dopo il +0,3% a/a di ottobre.

Alla luce di questi dati riteniamo che la Bce inizi gradualmente a drenare l'enorme quantità di liquidità in circolo nel sistema, non prima della seconda metà del 2010 (Scen. B e C, prob. cumulata 80%), eventualmente giungendo ad un modesto aumento dei tassi verso la fine dell'orizzonte previsivo, anche in risposta ad un'analogha mossa della Fed: assegniamo comunque a quest'evento una bassa probabilità di verificarsi (Scen. B, prob. 10%).

Il Pil della **Germania**, stando alla prima stima rilasciata, ha registrato nel III trimestre un robusto progresso congiunturale (+0,7% t/t), che fa risalire il tendenziale a -4,7%, grazie alla massiccia ricostituzione delle scorte e alla ripresa degli investimenti fissi. È aumentato in ottobre l'attivo della bilancia commerciale, in seguito ad un robusto aumento delle esportazioni (+2,5% m/m, -15,9% a/a) e ad una contestuale diminuzione dell'import (-2,4% m/m, -15,3% a/a). I dati provenienti dal lato dell'offerta indicano una battuta d'arresto in ottobre: la produzione industriale ha subito una contrazione di -1,8% m/m e -12,1% a/a, dopo il +3,1% m/m rivisto di settembre. Anche gli ordini all'industria manifatturiera sono diminuiti di -2,1% su base mensile e -8,5% rispetto all'anno precedente, dopo il +1,3% m/m rivisto di settembre. Per quanto riguarda gli indici di fiducia per il mese di dicembre si segnala l'Ifo, che ha raggiunto il livello più alto dall'estate 2008, toccando quota 94,7 da 93,9 (attese: 94,5), e gli indici PMI manifatturiero e servizi, balzati entrambi a 53,1 da 52,4 e 51,4 rispettivamente. Debole rimane il lato dell'offerta, con le vendite al dettaglio rimaste invariate in ottobre su base mensile (-2,4% è stata la variazione tendenziale), dopo il +0,2% m/m e -3,9% a/a rivisti di settembre. I dati provenienti dal mercato del lavoro hanno battuto al rialzo le previsioni degli analisti: nel mese di novembre il numero dei disoccupati è diminuito di 7mila unità, contro una riduzione di -26mila unità in ottobre e una previsione di aumento di 10mila. Il tasso di disoccupazione è rimasto stabile nel mese all'8,1%, contro un'attesa di aumento all'8,2%. Sul fronte dei prezzi, si notano nel mese di novembre le diminuzioni congiunturali degli indici dei prezzi al consumo, sia *headline* che *core*, scesi rispettivamente di -0,1% m/m e -0,2% m/m, mentre i tendenziali si sono attestati a +0,4% e +0,3%. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione, cresciuto di +0,1 punti percentuali rispetto al mese di ottobre, ha portato il tendenziale a -5,9%, sostanzialmente in linea con le attese.

Il Pil della **Francia**, secondo la prima stima rilasciata nel mese di novembre, è cresciuto nel III trimestre di +0,3% t/t, dopo un analogo aumento nel periodo precedente, grazie al contributo positivo del canale estero. Negativi sono i segnali che provengono dal lato dell'offerta per il mese di ottobre: la produzione industriale è scesa di -0,8% m/m e -9,8% su base tendenziale, dopo il -1,2% m/m rivisto di settembre e al di sotto delle

attese degli analisti (+0,5% m/m). Anche gli ordini all'industria hanno subito una severa contrazione nel mese (-2,1% m/m, -12,6% a/a), che getta ombre sull'entità e sulla velocità della ripresa nei mesi successivi. In leggera diminuzione appaiono gli indici di fiducia per il mese di dicembre: il PMI servizi è sceso a 59,3 da 60,9 del mese precedente (attese: 60), quello manifatturiero è rimasto invariato a 54,4 (attese: 54,3), mentre l'indice di fiducia delle imprese elaborato dall'Insee è sceso a 89,0 da 90,0 rivisto (attese: 91,0). Il lato della domanda, che ha finora mostrato di saper resistere bene all'impatto della crisi, manifesta ora segnali di debolezza, forse anche per il venir meno delle misure di sostegno alla spesa: le vendite al dettaglio hanno subito una riduzione mensile di -0,6% in settembre, che porta il tendenziale a -1,2%, in forte calo dal +0,8% m/m e +0,5% a/a di agosto. I consumi delle famiglie sono diminuiti in novembre di -0,1% m/m ed il tasso di disoccupazione è salito in ottobre al 10,1% dal 10% del mese precedente. Sul fronte dei prezzi, torna in terreno positivo l'inflazione nel mese di novembre: l'indice dei prezzi al consumo è salito di +0,1% m/m e +0,4% su base annua, leggermente al di sotto delle attese degli analisti, mentre l'indice armonizzato, diminuito di -0,2% m/m, ha portato il tendenziale a +0,5%. Ai primi stadi della commercializzazione l'aumento congiunturale nel mese di novembre è di +0,2%, imputabile al rialzo dei prezzi dei prodotti petroliferi raffinati, che fa risalire il tendenziale a -4,1% dal -6,0% di ottobre.

### **Italia: disoccupazione in ottobre ai massimi dal 2004**

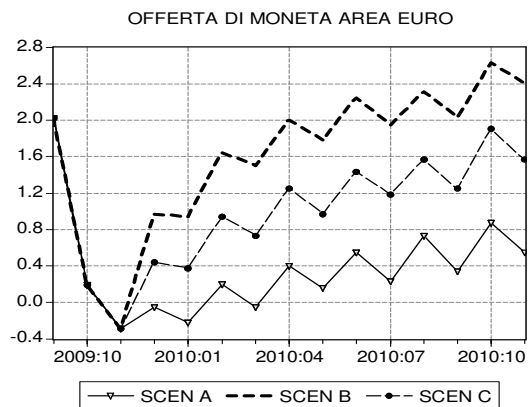
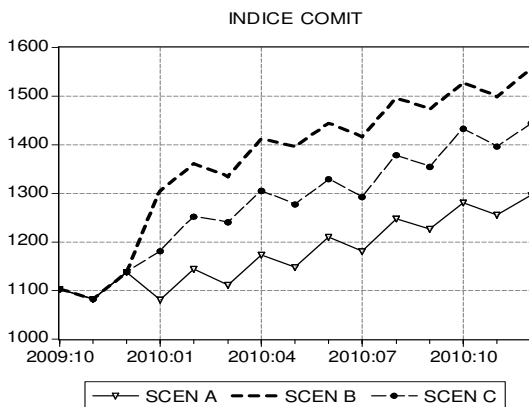
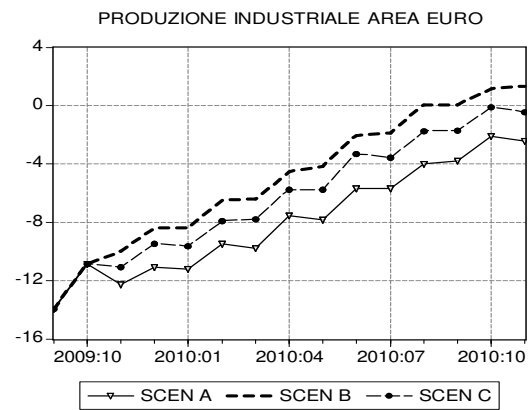
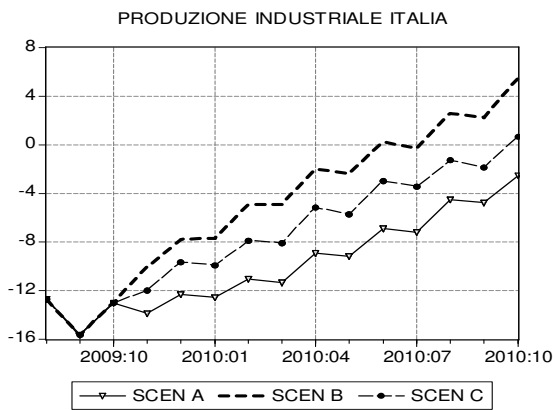
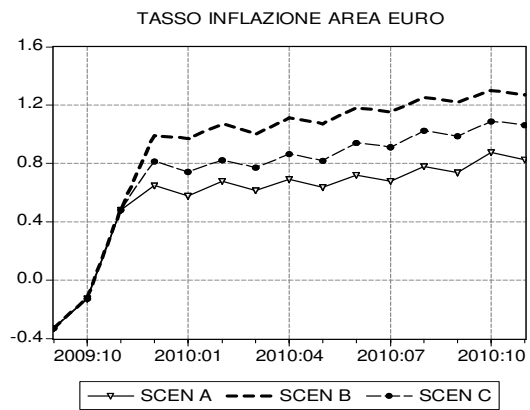
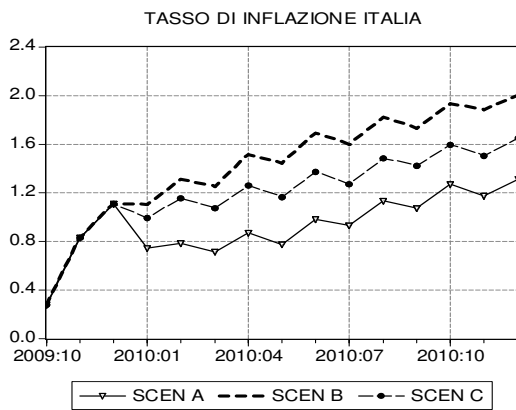
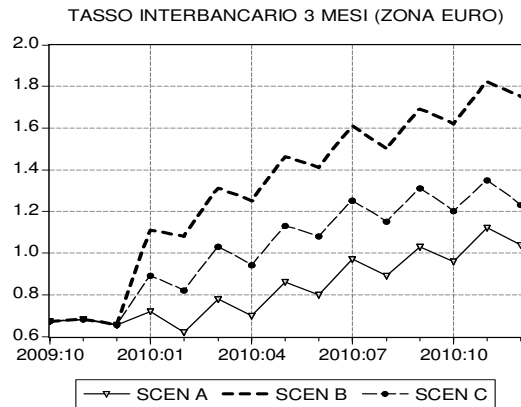
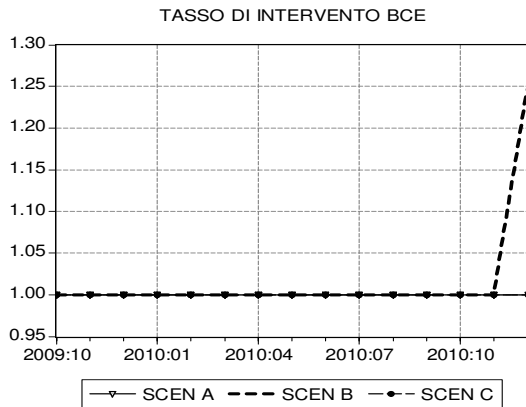
La seconda stima sull'andamento dell'economia conferma il preliminare precedentemente rilasciato: il Pil è tornato a crescere nel III trimestre al ritmo di +0,6% t/t, che rappresenta il primo aumento dopo cinque trimestri consecutivi di segno negativo e il valore più alto registrato dal IV trimestre 2006 (-4,6% è stata la variazione annua, dopo il -5,9% a/a del periodo precedente). Il risultato è frutto di un buon aumento dei consumi privati (+0,4% t/t, -1,6% a/a), del ritorno alla crescita degli investimenti fissi (+0,3% t/t, sebbene la variazione tendenziale rimanga ancora fortemente negativa a -13,8%) e delle esportazioni (+2,5% t/t, -18,3% a/a), accompagnati però ad un aumento delle importazioni (+1,5% t/t, -14,9% a/a). Per quanto riguarda il commercio con l'estero, è aumentato in ottobre il deficit della bilancia commerciale con i Paesi Ue, in seguito ad una sostenuta diminuzione delle esportazioni (-2,8% m/m), non adeguatamente coperta dalla riduzione dell'import (-1,6% m/m). Nei confronti invece dei paesi extraeuropei, si è assottigliato il deficit di bilancio, in seguito ad un aumento delle esportazioni (+2,6% m/m in novembre), mentre le importazioni sono rimaste invariate su base congiunturale.

Dal lato dell'offerta si segnala nel mese di ottobre il rimbalzo congiunturale della produzione industriale (+0,5% m/m, -11,8% a/a), al di sotto delle previsioni e troppo volatile ed incostante per sostenere un processo di crescita robusta dell'economia. Il fatturato appare in calo nel mese di -1,6% m/m e -15,6% a/a, mentre gli ordini all'industria segnalano un debole recupero (+0,3% m/m, -17,0% a/a), ben al di sotto delle attese e dell'andamento del mese precedente (+5,5% m/m), segno di una dinamica discontinua e di un recupero lento. Il PMI manifatturiero ha oltrepassato nel mese di novembre la soglia critica tra contrazione ed espansione, attestandosi a 50,1 da 49,2 di ottobre (attese: 50,0) e quello relativo ai servizi è diminuito a 49,8 da 52,2 (attese: 52,5). La stessa dinamica è confermata anche dagli indici di fiducia elaborati dall'Isae per il mese di dicembre: quello relativo alle imprese manifatturiere è salito da 79,4 rivisto a 82,6, il livello più alto da giugno 2008, mentre l'indice di fiducia delle imprese di servizi è sceso a -3 da -2 di novembre. Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio, pur essendo rimaste invariate a livello congiunturale, hanno riportato in terreno positivo la variazione tendenziale, attestatasi a +0,5%, dopo il -1,9% a/a rivisto di settembre e le attese a -1,7% a/a. L'indice di fiducia dei consumatori riferito al mese di dicembre è balzato a 113,7 da 112,8 del mese precedente, raggiungendo così il livello più alto da luglio 2002, spinto in alto dalle favorevoli aspettative delle famiglie per i prossimi mesi. Pesantemente negativo è il dato relativo al tasso di disoccupazione nel mese di ottobre, salito all'8,2% dal 7,9% di settembre, che rappresenta il livello più alto da aprile 2004. L'occupazione nelle grandi imprese, rimasta invariata in ottobre su base mensile, ha invece subito una contrazione di -1,9% rispetto all'anno precedente, mentre retribuzioni contrattuali e costo del lavoro sono aumentati di +0,4% rispetto a settembre, portando i tendenziali rispettivamente a +4,5% e +4,3%, dopo il +2,6% a/a del mese precedente. Sul fronte dei prezzi, l'indice dei prezzi al consumo per il mese di novembre calcolato a livello nazionale, rimasto invariato su base mensile, ha portato il tendenziale a +0,7%, in risalita dal +0,3% a/a, mentre quello calcolato sul paniere armonizzato ha registrato un aumento di +0,1% m/m e +0,8% a/a. Anche ai primi stadi della commercializzazione si registrano leggeri aumenti in novembre: l'indice dei prezzi alla produzione è cresciuto di +0,3% m/m, portando il tendenziale a -3,1%, in forte risalita dal -5,2% a/a di ottobre.

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

A (20%)	B (10%)	C (70%)
<p><b>Usa:</b> la crisi, che dal comparto finanziario si è estesa al settore reale, sembra iniziare ad allentare il ritmo di contrazione. L'economia, ancora sostenuta dalle politiche fiscali e monetarie approntate lo scorso anno, appare in lento recupero, ma molto elevate rimangono ancora le probabilità di ricaduta una volta esaurite le misure di sostegno.</p> <p>La <i>Federal Reserve</i>, non disponendo di 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> la crisi americana ha trasmesso i suoi pesanti effetti anche al di qua dell'oceano, ma le politiche monetarie e fiscali approntate sono state deboli e meno articolate. I consumi e gli investimenti rimangono ancora molto deboli, seriamente minacciati dalla restrizione delle condizioni di accesso al credito per imprese e famiglie conseguenti alle turbolenze nel settore creditizio. La BCE decide di proseguire la politica di <i>credit easing</i>, per scuotere i mercati e combattere i rischi di una possibile deflazione, unico strumento a sua disposizione per arginare il rischio di un doppio tonfo dell'economia.</p>	<p><b>Usa:</b> i segnali positivi provenienti dall'andamento del Pil nel III trimestre dell'anno, che mostrano il buon apporto dei consumi privati e degli investimenti residenziali, uniti all'aumento degli indici di fiducia, alla tenuta dei consumi, alla stabilizzazione del mercato del lavoro e al recupero del settore edilizio, fanno intravedere la possibilità di una buona ripresa nei prossimi mesi.</p> <p>La Fed decide pertanto di iniziare ad approntare entro la fine del primo semestre dell'anno una strategia di uscita attraverso la vendita di Titoli. Supportata dal robusto recupero economico, opererà inoltre a favore di un rialzo del tasso di riferimento non prima di novembre 2010, eventualmente seguito da una mossa analoga il mese successivo, dato l'attuale livello estremamente basso raggiunto.</p> <p><b>Area Euro:</b> l'economia europea è tornata a crescere nel III trimestre dell'anno. Importanti segnali di recupero provengono anche dalla crescita degli ordini e degli indici di fiducia. L'economia, spinta dalla ripresa del mercato del lavoro e del credito, intraprende una dinamica di forte espansione. La Bce, grazie anche al rientro dei rischi di deflazione e alle previsioni di crescita, deciderà di approntare la sua <i>exit strategy</i>, attraverso un graduale riassorbimento dell'enorme massa di liquidità immessa in circolo e un modesto rialzo del tasso di rifinanziamento principale a dicembre 2010.</p>	<p><b>Usa:</b> compaiono importanti segnali positivi, quali l'aumento del Pil nel III trimestre dell'anno, la ripresa dei consumi e la ricostituzione delle scorte di magazzino, che rafforzano l'idea di una stabilizzazione in corso. La fiducia si trasmette lentamente dal lato dell'offerta a quello della domanda e il mercato del lavoro appare in via di stabilizzazione. Lo scenario rimane comunque incerto e soggetto a molteplici rischi. La Fed decide di intraprendere una <i>exit strategy</i> a partire dalla seconda metà del 2010, lasciando che i programmi di acquisto di Titoli giungano a scadenza naturale, e intervenendo con un rialzo dei tassi di riferimento di 25 p.b. nella riunione di dicembre.</p> <p><b>Area Euro:</b> la crisi finanziaria che ha investito gli Stati Uniti ha generato ripercussioni di rilievo anche nell'Eurozona. Si rafforzano però i segnali di recupero della dinamica congiunturale, tra cui il ritorno del Pil in terreno positivo nel III trimestre e il recupero delle esportazioni, che fanno sperare in una ripresa dell'economia nei prossimi mesi. Permane però la grave situazione del mercato del lavoro, associata ad una persistente debolezza della domanda. La conclusione delle misure di <i>credit easing</i>, che giungeranno a scadenza naturale nel periodo e il graduale riassorbimento della liquidità in eccesso nel sistema, cui la Bce darà avvio nella seconda metà del 2010, permetterà un ritorno alla normalità sui mercati monetari e finanziari.</p>

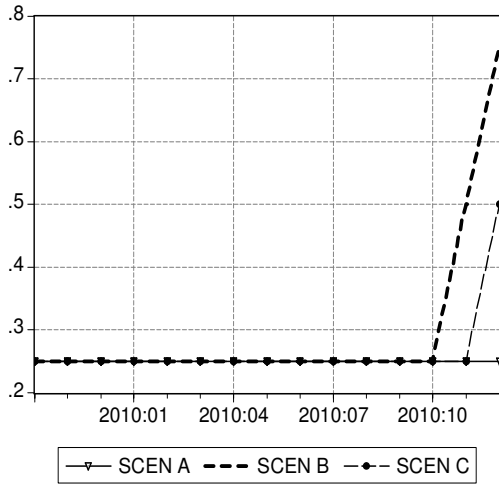
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE**  
*Dati mensili*



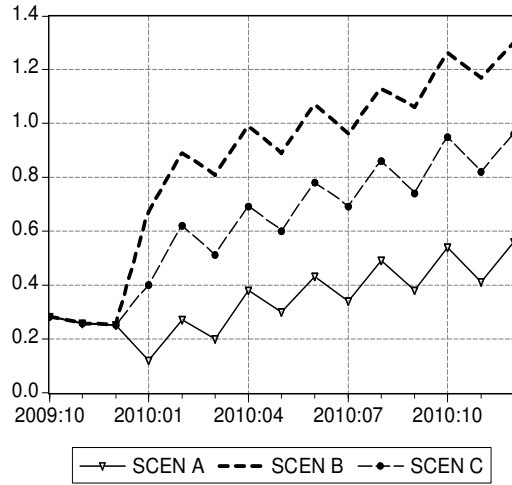


**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE**  
*Dati mensili*

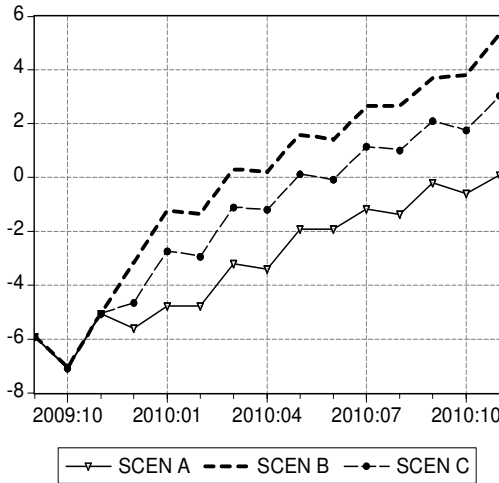
TASSO DI INTERVENTO FED



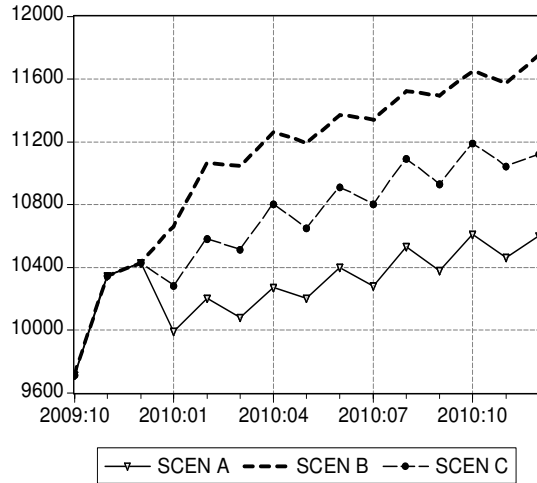
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



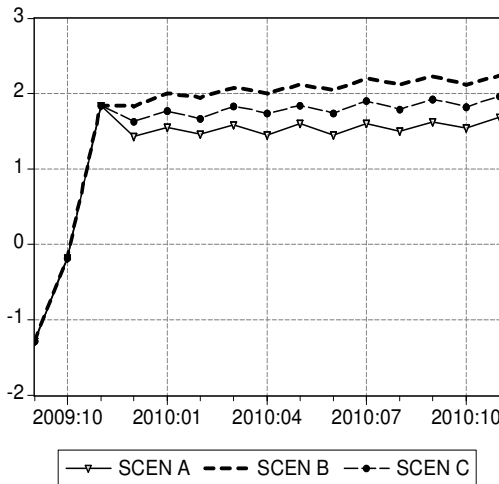
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



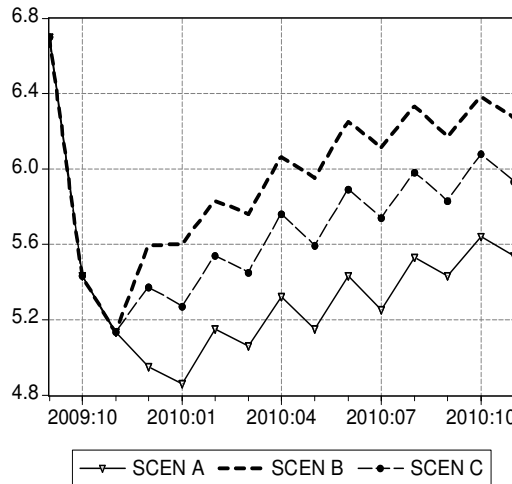
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



---

**COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO**

**Tassi interbancari:** nel mese di dicembre i tassi interbancari hanno per la prima volta arrestato la loro discesa, iniziata bruscamente dopo il picco raggiunto lo scorso autunno. La crisi scoppiata nel settore finanziario americano, poi velocemente diffusasi in tutto il resto del mondo, sembra iniziare a rallentare il ritmo di contrazione e il sistema finanziario sta riacquistando salute. Anche l'economia reale invia segnali di stabilizzazione, sebbene la dinamica appaia moderata e assai incerta.

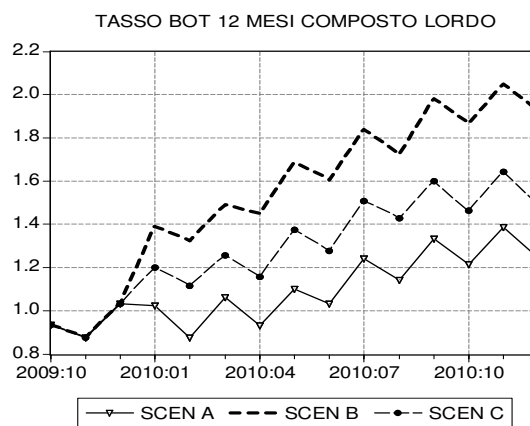
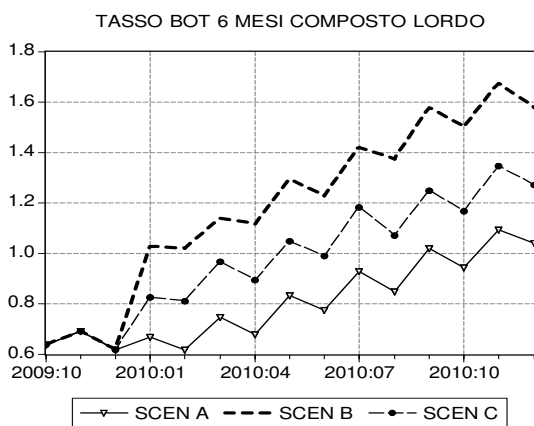
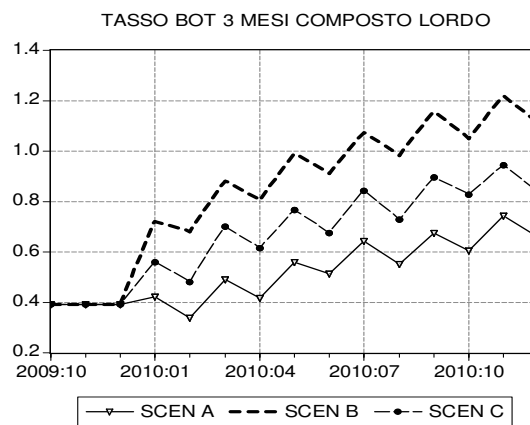
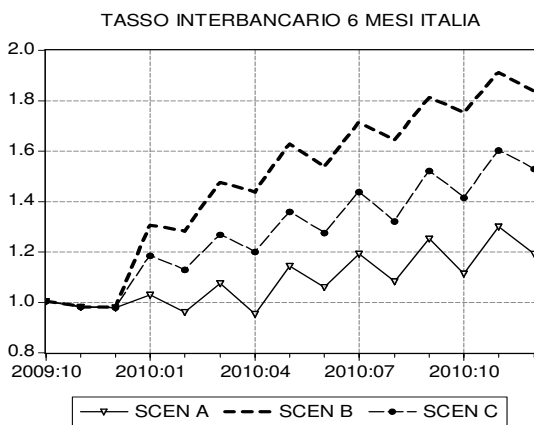
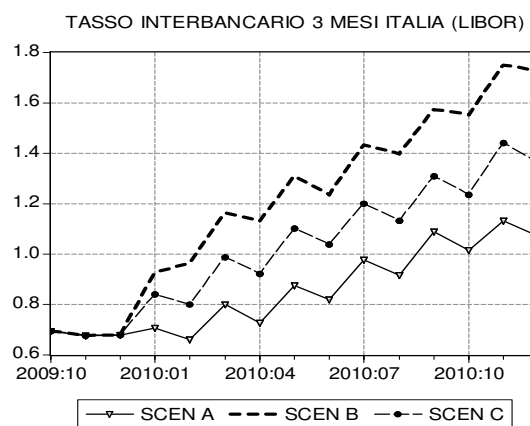
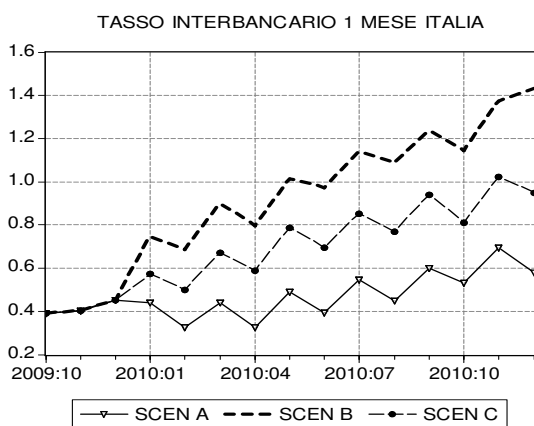
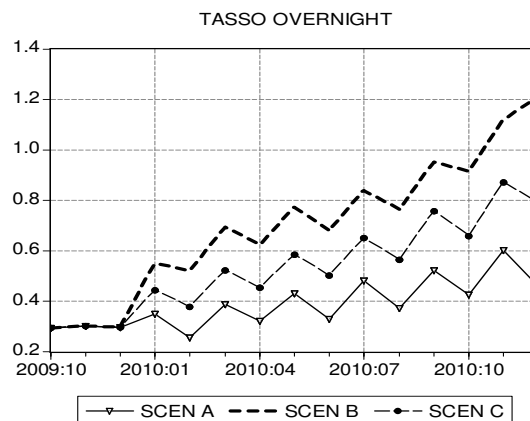
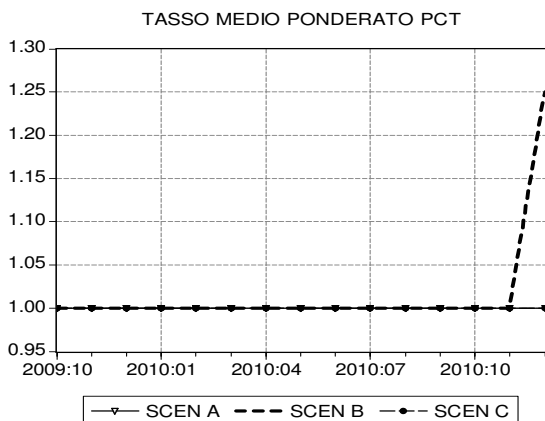
Sul fronte americano si segnala nel periodo luglio-settembre il primo aumento del Pil dal II trimestre 2008, imputabile all'espansione della domanda privata e alla ricostituzione delle scorte di magazzino. Segnali positivi provengono pure dal lato dell'offerta, dal settore edilizio e per la prima volta anche dal mercato del lavoro, che sembra aver arrestato il ritmo di contrazione. Anche in Europa compaiono alcuni importanti segnali di recupero: in particolare il ritorno alla crescita nel III trimestre dell'anno, grazie al sostegno delle esportazioni e alla ricostituzione delle scorte, unito all'aumento degli indici di fiducia. Rimangono comunque alcuni elementi di forte criticità, tra i quali la difficoltà delle condizioni del mercato del lavoro e la debolezza della domanda, che potrebbero costituire un serio ostacolo alla ripresa. Dato l'attuale scenario economico, è quindi verosimile attendersi che i tassi interbancari intraprendano un sentiero ascendente nei prossimi mesi, considerato anche il livello estremamente basso attualmente raggiunto. In particolare se la dinamica economica negli Stati Uniti e nell'Area Euro mostrasse una certa tendenza alla ripresa (scenario C), i tassi interbancari dovrebbero attestarsi a +0,95% per la scadenza ad un mese, +1,36% per la scadenza a tre mesi e +1,53% per quella a sei mesi a dicembre 2010. Qualora l'economia di Eurolandia rafforzasse ed espandesse in maniera vigorosa 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 +1,43% (1 mese), +1,73% (3 mesi) e +1,83% (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 dell'occupazione (scenario A), i diversi tassi interbancari si porterebbero rispettivamente a +0,58%, +1,07% e +1,19% alla fine dell'orizzonte di previsione.

**Struttura a termine:** nel mese di dicembre 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 crescita, 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 dicembre 2010 quota +2,50% (3 anni), +3,13% (5 anni), +3,49% (7 anni) e +3,81% (10 anni). Qualora l'andamento economico europeo manifestasse una ripresa sostenuta (scenario B), la crescita dei rendimenti sarebbe più marcata, attestandosi su valori di +2,82%, +3,36%, +3,71%, +4,06% 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), il decennale non supererebbe il +3,62% a dicembre 2010.

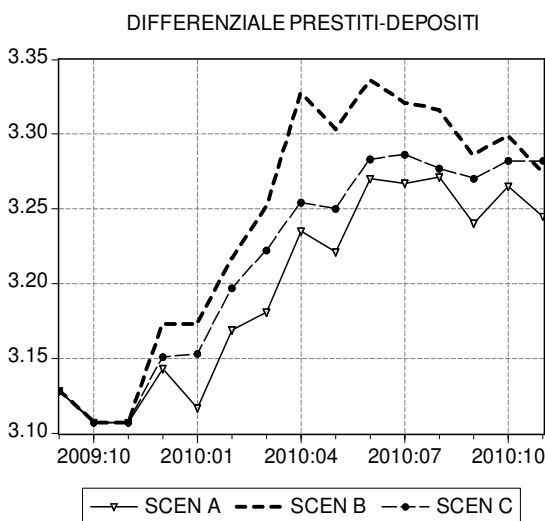
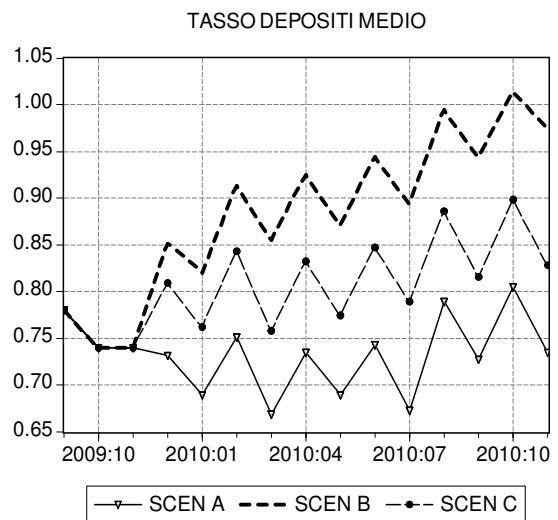
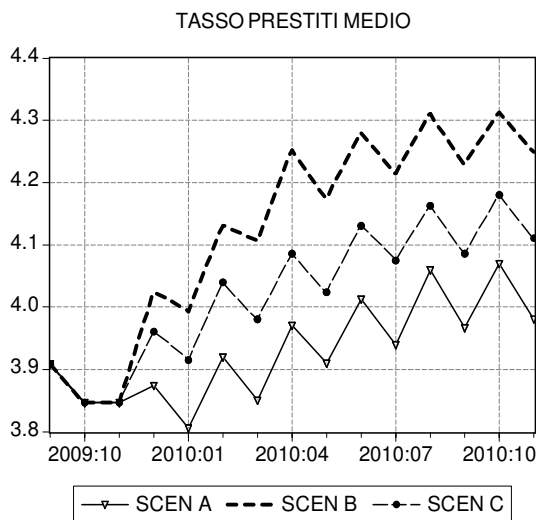
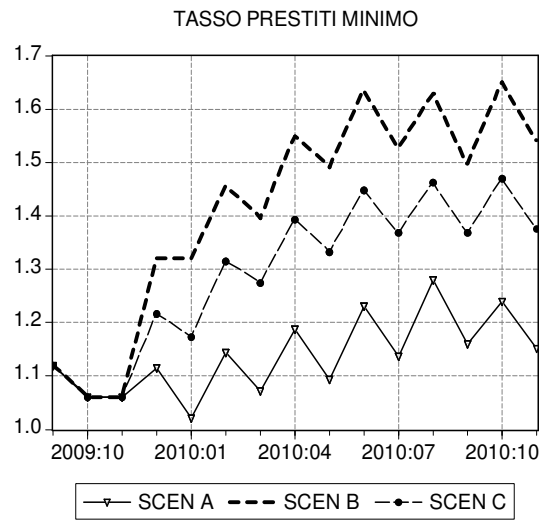
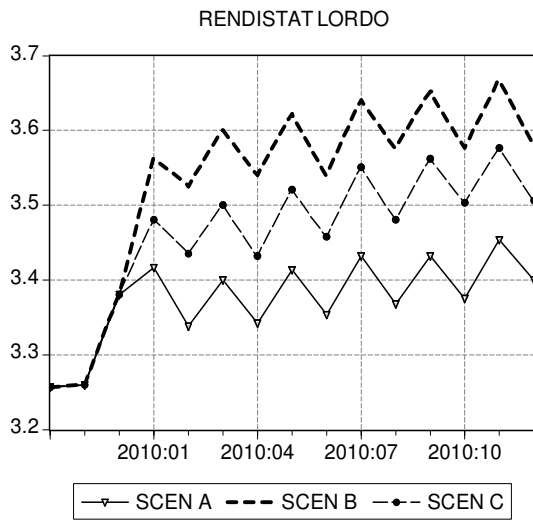
**Tassi bancari:** sia il tasso medio sui prestiti che quello sui depositi mostrano un *trend* decrescente. Nei prossimi mesi ci attendiamo che entrambi manifestino una tendenza al recupero. Nel caso in cui la crescita del prodotto europeo si mantenesse su di un passo simile all'attuale (scenario C), ci aspettiamo che il tasso medio sui prestiti si attesti a +4,17%, mentre il tasso medio sui depositi salga a +0,91%. In uno scenario di ripresa economica sostenuta (scenario B), l'andamento dei due tassi raggiungerebbe rispettivamente quota +4,33% e +1,12% 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 +4,07% e quello sui depositi di +0,80% a dicembre 2010.

**Volumi bancari:** in base ai risultati delle simulazioni, la variazione tendenziale dei volumi seguirà un andamento crescente per prestiti e depositi nel periodo considerato, in risalita dopo il picco negativo toccato nel mese di ottobre, a causa di effetti statistici derivanti dal confronto con l'anno passato. 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 -0,92% a dicembre del prossimo anno, mentre la variazione tendenziale del volume dei prestiti nello stesso periodo dovrebbe essere di +4,16%.

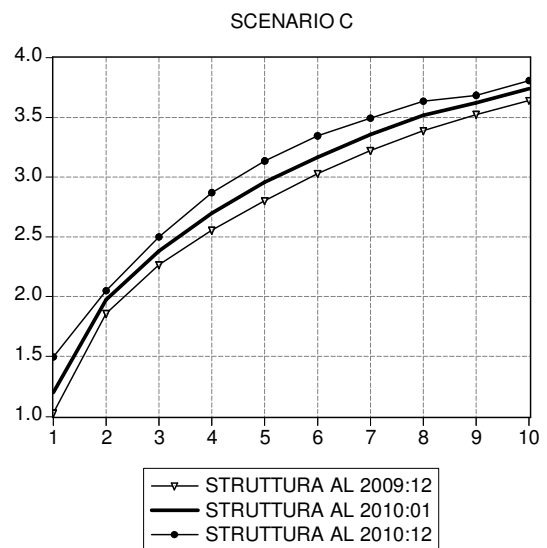
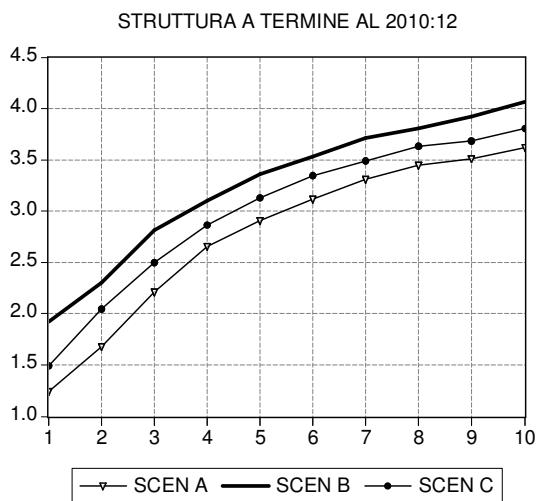
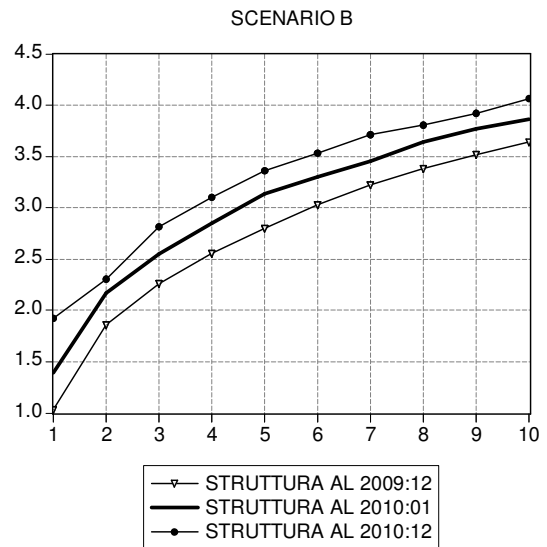
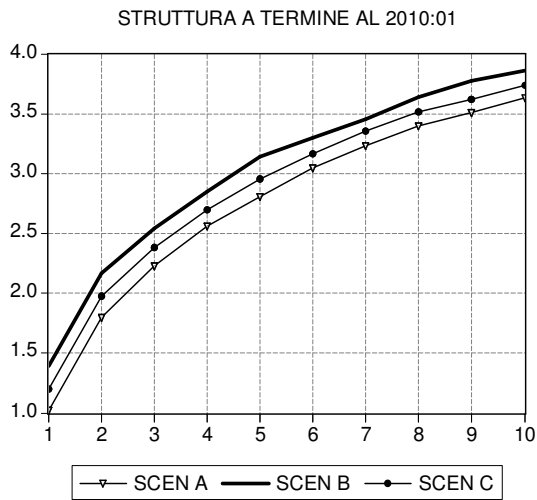
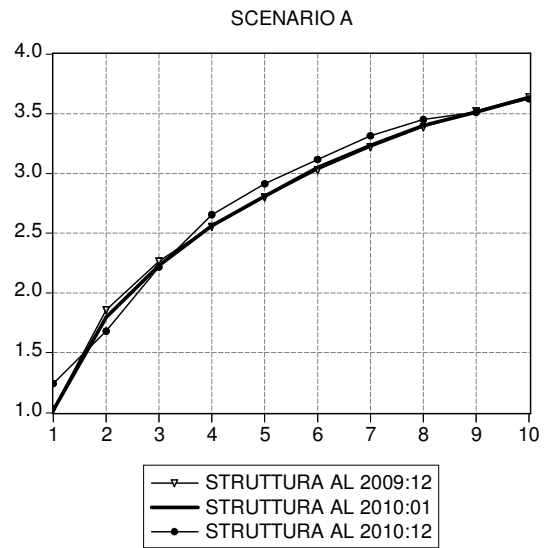
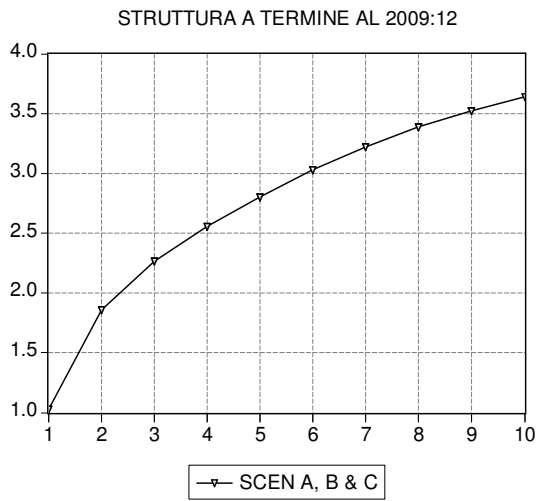
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**



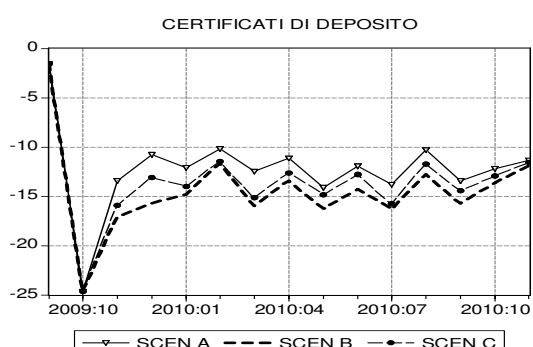
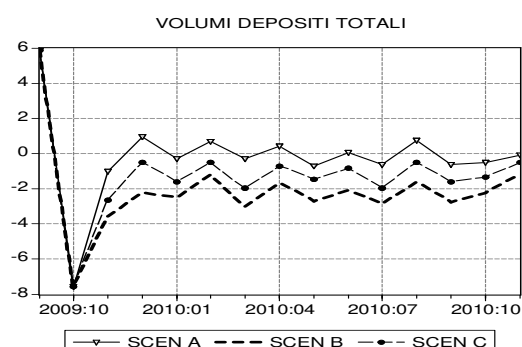
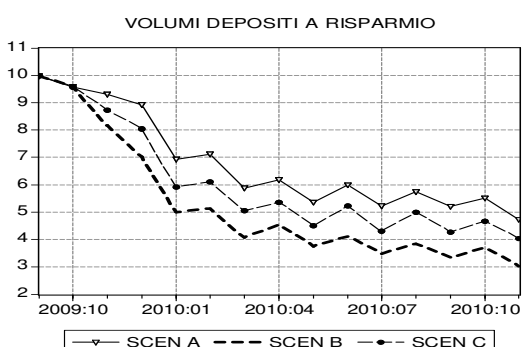
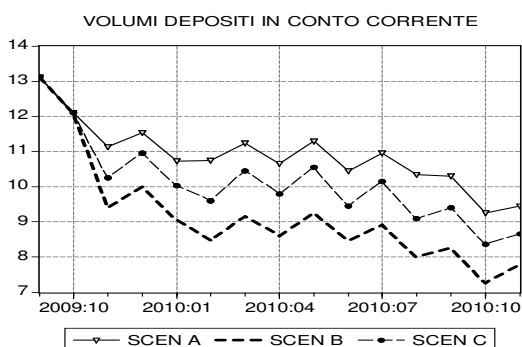
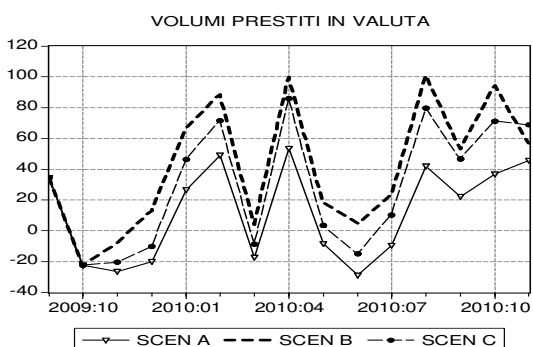
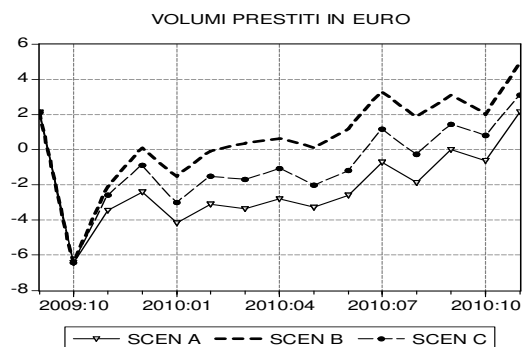
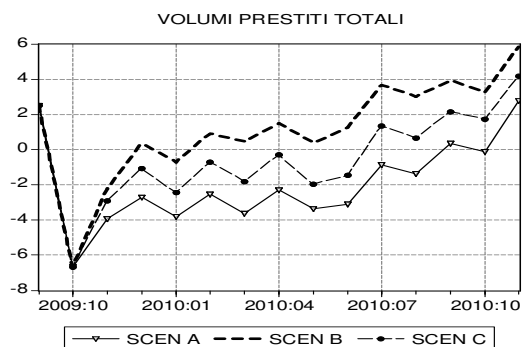
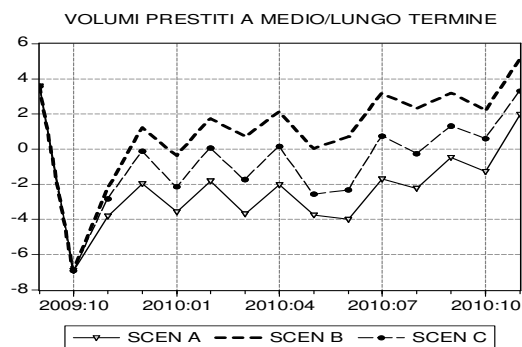
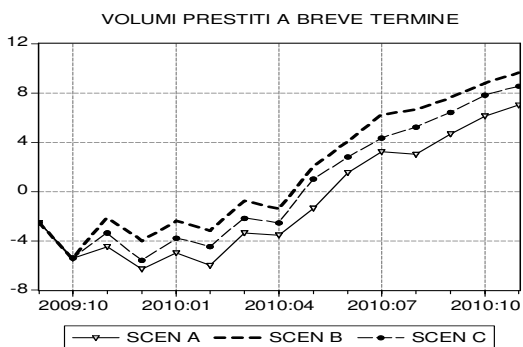
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**



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



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



SCENARIO A	09 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	10 8	10 9	10 10	10 11	10 12	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	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	1.00	1.00	1.00	
Indice COMIT	958	1018	1086	1144	1102	1081	1138	1080	1144	1111	1173	1148	1210	1181	1247	1226	1280	1255	1296	
Produzione Industriale	-22.0	-19.1	-12.8	-15.7	-13.0	-13.9	-12.3	-12.6	-11.1	-11.4	-9.0	-9.2	-6.9	-7.2	-4.5	-4.8	-2.6	-2.5	-0.2	
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.6	-0.1	0.1	0.4	0.3	0.8	1.1	0.7	0.8	0.7	0.9	0.8	1.0	0.9	1.1	1.1	1.3	1.2	1.3	
<b>ENDOGENE</b>																				
<b>TASSI</b>																				
T. P/T medio	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	1.00	1.00	1.00	
T. Overnight media d/l	0.64	0.33	0.30	0.34	0.29	0.30	0.29	0.35	0.26	0.39	0.32	0.43	0.33	0.48	0.37	0.52	0.42	0.60	0.46	
T. Interb. 1m lett.	0.89	0.58	0.46	0.41	0.39	0.40	0.45	0.44	0.33	0.44	0.33	0.49	0.39	0.55	0.45	0.60	0.53	0.69	0.58	
T. Interb. 3m lett.	1.23	0.97	0.83	0.73	0.69	0.67	0.68	0.71	0.66	0.80	0.72	0.87	0.82	0.98	0.92	1.09	1.01	1.13	1.07	
T. Interb. 6m lett.	1.45	1.22	1.11	1.03	1.00	0.98	0.98	1.03	0.96	1.08	0.95	1.14	1.06	1.19	1.08	1.25	1.11	1.30	1.19	
T. Depositi medio	0.93	0.88	0.85	0.78	0.74	0.74	0.73	0.69	0.75	0.67	0.74	0.69	0.74	0.67	0.79	0.73	0.81	0.74	0.80	
T. Prestiti medio	4.31	4.03	3.97	3.91	3.85	3.85	3.87	3.81	3.92	3.85	3.97	3.91	4.01	3.94	4.06	3.97	4.07	3.98	4.07	
T.prest. medio - T.dep. medio	3.38	3.15	3.12	3.13	3.11	3.11	3.14	3.12	3.17	3.18	3.24	3.22	3.27	3.27	3.27	3.24	3.27	3.25	3.27	
T. BOT comp. lordo 3m	1.01	0.50	0.50	0.39	0.39	0.39	0.39	0.42	0.34	0.49	0.42	0.56	0.51	0.64	0.55	0.67	0.61	0.74	0.66	
T. BOT comp. lordo 6m	0.77	0.60	0.56	0.56	0.64	0.69	0.62	0.67	0.62	0.75	0.68	0.83	0.77	0.93	0.85	1.02	0.94	1.09	1.04	
T. BOT comp. lordo 12m	1.29	0.87	0.96	0.75	0.93	0.87	1.03	1.02	0.87	1.06	0.93	1.10	1.03	1.24	1.14	1.33	1.22	1.39	1.24	
Rendistat lordo	3.75	3.51	3.40	3.31	3.26	3.26	3.38	3.42	3.34	3.40	3.34	3.41	3.35	3.43	3.37	3.43	3.38	3.45	3.40	
Rendistat netto	3.28	3.07	2.98	2.89	2.85	2.85	2.96	2.99	2.92	2.98	2.92	2.99	2.93	3.00	2.95	3.00	2.95	3.02	2.98	
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	2.24	2.16	2.18	2.11	2.20	2.10	2.26	2.23	2.12	2.22	2.11	2.23	2.18	2.31	2.18	2.34	2.23	2.34	2.21	
Rend. BTP a 5 anni	2.87	2.77	2.76	2.70	2.75	2.67	2.80	2.81	2.72	2.83	2.74	2.86	2.76	2.88	2.82	3.00	2.89	2.98	2.91	
Rend. BTP a 7 anni	3.28	3.17	3.14	3.11	3.15	3.08	3.22	3.24	3.16	3.24	3.18	3.26	3.19	3.33	3.25	3.34	3.26	3.39	3.31	
Rend. BTP a 10 anni	3.67	3.57	3.50	3.50	3.54	3.48	3.64	3.63	3.51	3.62	3.52	3.66	3.57	3.68	3.57	3.69	3.60	3.77	3.62	
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2348.952	2324.818	2310.369	2323.552	2330.000	2255.452	2258.880	2245.695	2287.401	2259.075	2273.24	2253.04	2276.37	2304.36	2278.72	2331.92	2327.20	2318.15	2332.52	
Prestiti in euro	2303.275	2280.453	2284.045	2285.979	2298.900	2221.671	2225.461	2210.988	2249.090	2223.439	2241.524	2220.93	2243.850	2264.26	2241.33	2285.98	2284.65	2268.99	2280.87	
Prestiti in valuta	45.677	44.365	26.324	37.573	31.100	33.781	33.419	34.707	38.311	35.636	31.716	32.116	32.519	40.098	37.383	45.938	42.557	49.161	51.645	
Prestiti a breve	391.158	387.693	380.845	380.286	369.846	369.559	376.938	385.672	375.143	383.569	378.982	381.740	397.043	400.175	392.271	397.999	392.372	395.428	404.831	
Prestiti a m/l	1957.794	1937.125	1929.524	1943.266	1960.154	1885.893	1881.942	1860.023	1912.258	1875.506	1894.258	1871.305	1879.327	1904.185	1886.446	1933.918	1934.832	1922.726	1927.688	
Depositi totali	1711.376	1697.254	1690.871	1708.014	1730.868	1715.952	1728.602	1707.884	1712.413	1707.734	1710.832	1691.541	1712.232	1686.392	1703.383	1697.083	1722.041	1714.407	1723.417	
Depositi in c/c	711.799	705.485	702.497	716.997	729.385	729.286	761.803	749.513	747.550	760.057	776.604	784.353	786.182	782.736	775.205	790.848	796.853	798.203	815.586	
Depositi a risparmio	254.534	256.184	258.121	258.266	258.713	259.664	265.459	266.476	268.658	267.538	269.199	268.068	269.801	269.582	272.937	271.727	272.968	271.920	278.254	
Certif. deposito	745.043	735.585	730.253	732.751	742.770	727.002	701.341	691.895	696.205	680.139	665.029	639.121	656.248	634.074	655.241	634.508	652.219	644.284	629.577	
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																				
Prestiti totali	5.37	4.11	3.15	2.51	-6.68	-3.92	-2.72	-3.82	-2.54	-3.64	-2.30	-3.37	-3.09	-0.88	-1.37	0.36	-0.12	2.78	3.26	
Prestiti in euro	4.71	3.33	3.71	2.12	-6.43	-3.47	-2.40	-4.18	-3.11	-3.38	-2.80	-3.29	-2.58	-0.71	-1.87	0.00	-0.62	2.13	2.49	
Prestiti in valuta	54.04	70.18	-29.74	34.27	-22.54	-26.46	-20.15	26.44	48.88	-17.49	53.51	-8.60	-28.81	-9.62	42.01	22.26	36.84	45.53	54.54	
Prestiti a breve	1.21	-0.89	-1.24	-2.54	-5.41	-4.50	-6.30	-5.00	-6.00	-3.37	-3.57	-1.38	1.50	3.22	3.00	4.66	6.09	7.00	7.40	
Prestiti a m/l	6.24	5.18	4.06	3.57	-6.92	-3.81	-1.97	-3.57	-1.83	-3.69	-2.04	-3.77	-4.01	-1.70	-2.23	-0.48	-1.29	1.95	2.43	
Depositi totali	8.55	8.01	7.05	5.88	-7.55	-1.00	0.94	-0.30	0.67	-0.30	0.41	-0.71	0.05	-0.64	0.74	-0.64	-0.51	-0.09	-0.30	
Depositi in c/c	10.69	12.50	15.37	13.11	12.10	11.14	11.54	10.73	10.75	11.24	10.65	11.29	10.45	10.95	10.35	10.30	9.25	9.45	7.06	
Depositi a risparmio	9.46	10.04	9.97	9.97	9.57	9.31	8.92	6.93	7.13	5.88	6.18	5.37	6.00	5.23	5.74	5.21	5.51	4.72	4.82	
Certif. deposito	6.29	3.39	-0.76	-1.58	-24.63	-13.41	-10.75	-12.08	-10.20	-12.46	-11.15	-14.15	-11.92	-13.80	-10.27	-13.41	-12.19	-11.38	-10.23	

SCENARIO B	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	10 8	10 9	10 10	10 11	10 12	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	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	1.00	1.00	1.00	1.25
Indice COMIT	958	1018	1086	1144	1102	1081	1138	1304	1360	1333	1411	1395	1444	1416	1494	1473	1527	1498	1556	
Produzione Industriale	-22.0	-19.1	-12.8	-15.7	-13.0	-10.1	-7.8	-7.7	-5.0	-5.0	-2.1	-2.4	0.2	-0.3	2.5	2.2	5.4	4.7	7.0	
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.6	-0.1	0.1	0.4	0.3	0.8	1.1	1.1	1.3	1.3	1.5	1.4	1.7	1.6	1.8	1.7	1.9	1.9	2.0	
<b>ENDOGENE</b>																				
<b>TASSI</b>																				
T. P/T medio	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	1.00	1.00	1.00	1.25
T. Overnight media d/1	0.64	0.33	0.30	0.34	0.29	0.30	0.29	0.55	0.52	0.69	0.62	0.77	0.68	0.84	0.76	0.95	0.91	1.12	1.21	
T. Interb. 1m lett.	0.89	0.58	0.46	0.41	0.39	0.40	0.45	0.74	0.69	0.90	0.79	1.01	0.97	1.14	1.09	1.24	1.15	1.37	1.43	
T. Interb. 3m lett.	1.23	0.97	0.83	0.73	0.69	0.67	0.68	0.92	0.96	1.16	1.13	1.31	1.23	1.43	1.40	1.57	1.55	1.75	1.73	
T. Interb. 6m lett.	1.45	1.22	1.11	1.03	1.00	0.98	0.98	1.31	1.28	1.47	1.44	1.63	1.54	1.71	1.64	1.81	1.75	1.91	1.83	
T. Depositi medio	0.93	0.88	0.85	0.78	0.74	0.74	0.85	0.82	0.91	0.86	0.93	0.87	0.94	0.89	0.99	0.94	1.01	0.98	1.12	
T. Prestiti medio	4.31	4.03	3.97	3.91	3.85	3.85	4.02	3.99	4.13	4.11	4.25	4.17	4.28	4.22	4.31	4.23	4.31	4.25	4.33	
T.prest.medio - T.dep.medio	3.38	3.15	3.12	3.13	3.11	3.11	3.17	3.17	3.22	3.25	3.33	3.30	3.34	3.32	3.32	3.29	3.30	3.28	3.22	
T. BOT comp. lordo 3m	1.01	0.50	0.50	0.39	0.39	0.39	0.39	0.72	0.68	0.88	0.80	0.99	0.91	1.07	0.98	1.16	1.05	1.22	1.11	
T. BOT comp. lordo 6m	0.77	0.60	0.56	0.56	0.64	0.69	0.62	1.03	1.02	1.14	1.11	1.29	1.23	1.42	1.37	1.58	1.50	1.67	1.58	
T. BOT comp. lordo 12m	1.29	0.87	0.96	0.75	0.93	0.87	1.03	1.39	1.32	1.49	1.45	1.69	1.61	1.84	1.72	1.98	1.86	2.05	1.92	
Rendistat lordo	3.75	3.51	3.40	3.31	3.26	3.26	3.38	3.56	3.53	3.60	3.54	3.62	3.54	3.64	3.58	3.65	3.58	3.67	3.58	
Rendistat netto	3.28	3.07	2.98	2.89	2.85	2.85	2.96	3.12	3.08	3.15	3.10	3.17	3.10	3.19	3.13	3.20	3.13	3.21	3.13	
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	2.24	2.16	2.18	2.11	2.20	2.10	2.26	2.55	2.46	2.61	2.50	2.65	2.55	2.68	2.61	2.76	2.68	2.86	2.82	
Rend. BTP a 5 anni	2.87	2.77	2.76	2.70	2.75	2.67	2.80	3.14	3.07	3.22	3.13	3.27	3.19	3.38	3.25	3.37	3.29	3.45	3.36	
Rend. BTP a 7 anni	3.28	3.17	3.14	3.11	3.15	3.08	3.22	3.45	3.40	3.55	3.50	3.61	3.55	3.68	3.62	3.74	3.67	3.81	3.71	
Rend. BTP a 10 anni	3.67	3.57	3.50	3.50	3.54	3.48	3.64	3.86	3.81	3.95	3.86	4.02	3.89	4.04	3.97	4.12	4.02	4.19	4.06	
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2348.952	2324.818	2310.369	2323.552	2330.000	2294.888	2329.470	2318.310	2367.669	2354.493	2361.66	2340.01	2378.55	2410.14	2379.68	2414.64	2405.26	2429.14	2454.56	
Prestiti in euro	2303.275	2280.453	2284.045	2285.979	2298.900	2252.511	2282.237	2272.596	2319.193	2309.504	2320.393	2298.55	2330.914	2355.48	2326.76	2357.07	2344.88	2362.66	2391.78	
Prestiti in valuta	45.677	44.365	26.324	37.573	31.100	42.376	47.232	45.713	48.477	44.988	41.264	41.465	47.635	54.659	52.923	57.563	60.381	66.480	62.778	
Prestiti a breve	391.158	387.693	380.845	380.286	369.846	378.459	386.190	396.227	386.317	393.772	387.301	394.831	406.926	411.730	405.981	409.188	402.392	414.885	422.106	
Prestiti a m/1	1957.794	1937.125	1929.524	1943.266	1960.154	1916.429	1943.279	1922.083	1981.352	1960.720	1974.356	1945.183	1971.623	1998.409	1973.699	2005.448	2002.867	2014.253	2032.456	
Depositi totali	1711.376	1697.254	1690.871	1708.014	1730.868	1670.713	1674.316	1670.026	1680.604	1661.487	1675.221	1657.468	1675.608	1648.882	1663.648	1660.531	1692.270	1651.834	1649.704	
Depositi in c/c	711.799	705.485	702.497	716.997	729.385	717.868	751.285	738.141	732.093	745.777	762.216	769.975	772.017	768.344	758.697	776.221	782.338	773.862	788.323	
Depositi a risparmio	254.534	256.184	258.121	258.266	258.713	256.986	260.852	261.659	263.667	262.989	265.025	263.946	265.021	265.099	268.059	266.892	268.311	264.747	269.435	
Certif. deposito	745.043	735.585	730.253	732.751	742.770	695.859	662.179	670.226	684.844	652.720	647.981	623.547	638.570	615.439	636.893	617.418	641.620	613.225	591.946	
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																				
Prestiti totali	-5.37	4.11	3.15	2.51	-6.68	-2.24	0.32	-0.71	0.88	0.43	1.50	0.36	1.26	3.67	3.00	3.92	3.23	5.85	5.37	
Prestiti in euro	-4.71	3.33	3.71	2.12	-6.43	-2.13	0.09	-1.51	-0.09	0.36	0.62	0.09	1.20	3.29	1.87	3.11	2.00	4.89	4.80	
Prestiti in valuta	-54.04	70.18	-29.74	34.27	-22.54	-7.75	12.85	66.54	88.38	4.16	99.72	18.01	4.29	23.20	101.05	53.20	94.15	56.88	32.91	
Prestiti a breve	1.21	-0.89	-1.24	-2.54	-5.41	-2.20	-4.00	-2.40	-3.20	-0.80	-1.45	2.00	4.03	6.20	6.60	7.60	8.80	9.62	9.30	
Prestiti a m/1	6.24	5.18	4.06	3.57	-6.92	-2.25	1.23	-0.35	1.72	0.68	2.10	0.03	0.71	3.16	2.29	3.20	2.18	5.10	4.59	
Depositi totali	8.55	8.01	7.05	5.88	-7.55	-3.61	-2.23	-2.51	-1.20	-3.00	-1.68	-2.71	-2.09	-2.85	-1.61	-2.78	-2.23	-1.13	-1.47	
Depositi in c/c	10.69	12.50	15.37	13.11	12.10	9.40	10.00	9.05	8.46	9.15	8.60	9.25	8.46	8.91	8.00	8.26	7.26	7.80	4.93	
Depositi a risparmio	9.46	10.04	9.97	9.97	9.57	8.18	7.03	5.00	5.14	4.08	4.53	3.75	4.12	3.48	3.85	3.34	3.71	3.02	3.29	
Certif. deposito	6.29	3.39	-0.76	-1.58	-24.63	-17.11	-15.73	-14.83	-11.66	-15.99	-13.42	-16.24	-14.29	-16.33	-12.78	-15.74	-13.62	-11.88	-10.61	

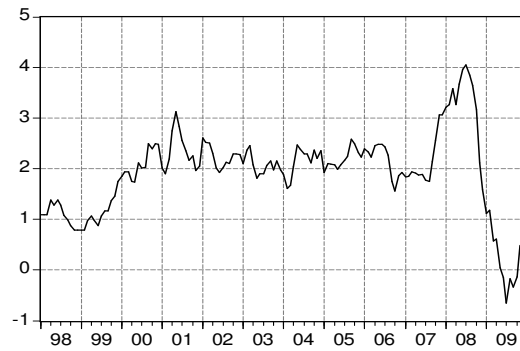


SCENARIO C	09 6	09 7	09 8	09 9	09 10	09 11	09 12	10 1	10 2	10 3	10 4	10 5	10 6	10 7	10 8	10 9	10 10	10 11	10 12	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Indice COMIT	958	1018	1086	1144	1102	1081	1138	1181	1251	1240	1304	1276	1329	1292	1378	1354	1432	1395	1444	
Produzione Industriale	-22.0	-19.1	-12.8	-15.7	-13.0	-12.0	-9.7	-9.9	-7.9	-8.2	-5.2	-5.8	-3.0	-3.5	-1.3	-1.9	0.6	0.4	2.3	
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.6	-0.1	0.1	0.4	0.3	0.8	1.1	1.0	1.2	1.1	1.3	1.2	1.4	1.3	1.5	1.4	1.6	1.5	1.7	
<b>ENDOGENE</b>																				
<b>TASSI</b>																				
T. P/T medio	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	1.00	1.00	1.00	1.00
T. Overnight media d/l	0.64	0.33	0.30	0.34	0.29	0.30	0.29	0.44	0.38	0.52	0.45	0.58	0.50	0.65	0.56	0.76	0.66	0.87	0.79	
T. Interb. 1m lett.	0.89	0.58	0.46	0.41	0.39	0.40	0.45	0.57	0.50	0.67	0.59	0.79	0.70	0.85	0.77	0.94	0.81	1.02	0.95	
T. Interb. 3m lett.	1.23	0.97	0.83	0.73	0.69	0.67	0.68	0.84	0.80	0.99	0.92	1.10	1.04	1.20	1.13	1.31	1.23	1.44	1.36	
T. Interb. 6m lett.	1.45	1.22	1.11	1.03	1.00	0.98	0.98	1.18	1.13	1.27	1.20	1.36	1.28	1.44	1.32	1.52	1.41	1.60	1.53	
T. Depositi medio	0.93	0.88	0.85	0.78	0.74	0.74	0.81	0.76	0.84	0.76	0.83	0.77	0.85	0.79	0.89	0.82	0.90	0.83	0.91	
T. Prestiti medio	4.31	4.03	3.97	3.91	3.85	3.85	3.96	3.92	4.04	3.98	4.09	4.02	4.13	4.08	4.16	4.09	4.18	4.11	4.17	
T.prest.medio - T.dep.medio	3.38	3.15	3.12	3.13	3.11	3.11	3.15	3.15	3.20	3.22	3.25	3.25	3.28	3.29	3.28	3.27	3.28	3.28	3.27	
T. BOT comp. lordo 3m	1.01	0.50	0.50	0.39	0.39	0.39	0.39	0.56	0.48	0.70	0.61	0.77	0.67	0.84	0.73	0.90	0.83	0.94	0.84	
T. BOT comp. lordo 6m	0.77	0.60	0.56	0.56	0.64	0.69	0.62	0.83	0.81	0.97	0.89	1.05	0.99	1.18	1.07	1.25	1.17	1.35	1.27	
T. BOT comp. lordo 12m	1.29	0.87	0.96	0.75	0.93	0.87	1.03	1.20	1.12	1.26	1.16	1.37	1.28	1.51	1.43	1.60	1.46	1.64	1.49	
Rendistat lordo	3.75	3.51	3.40	3.31	3.26	3.26	3.38	3.48	3.44	3.50	3.43	3.52	3.46	3.55	3.48	3.56	3.50	3.58	3.51	
Rendistat netto	3.28	3.07	2.98	2.89	2.85	2.85	2.96	3.05	3.01	3.06	3.00	3.08	3.03	3.11	3.05	3.12	3.07	3.13	3.07	
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	2.24	2.16	2.18	2.11	2.20	2.10	2.26	2.38	2.29	2.44	2.35	2.49	2.38	2.52	2.42	2.55	2.45	2.59	2.50	
Rend. BTP a 5 anni	2.87	2.77	2.76	2.70	2.75	2.67	2.80	2.95	2.87	3.03	2.94	3.07	2.99	3.16	3.04	3.18	3.10	3.21	3.13	
Rend. BTP a 7 anni	3.28	3.17	3.14	3.11	3.15	3.08	3.22	3.35	3.28	3.42	3.35	3.46	3.39	3.51	3.42	3.56	3.47	3.57	3.49	
Rend. BTP a 10 anni	3.67	3.57	3.50	3.50	3.54	3.48	3.64	3.74	3.67	3.80	3.71	3.84	3.74	3.86	3.74	3.89	3.78	3.93	3.81	
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2348.952	2324.818	2310.369	2323.552	2330.000	2278.690	2297.426	2277.916	2330.352	2301.743	2319.78	2285.92	2314.42	2355.74	2325.16	2373.51	2370.54	2373.48	2393.00	
Prestiti in euro	2303.275	2280.453	2284.045	2285.979	2298.900	2242.154	2259.891	2237.754	2286.230	2262.329	2281.420	2249.63	2275.635	2306.91	2277.88	2318.44	2317.29	2311.89	2334.24	
Prestiti in valuta	45.677	44.365	26.324	37.573	31.100	36.536	37.534	40.162	44.121	39.414	38.356	36.286	38.787	48.832	47.277	55.069	53.251	61.598	58.757	
Prestiti a breve	391.158	387.693	380.845	380.286	369.846	373.815	379.756	390.543	381.129	388.215	382.949	390.960	402.083	404.363	400.649	404.624	398.694	405.661	411.312	
Prestiti a m/l	1957.794	1937.125	1929.524	1943.266	1960.154	1904.875	1917.669	1887.373	1949.222	1913.528	1936.827	1894.960	1912.340	1951.375	1924.506	1968.884	1971.848	1967.823	1981.687	
Depositi totali	1711.376	1697.254	1690.871	1708.014	1730.868	1687.352	1703.771	1685.443	1692.341	1679.301	1691.749	1678.594	1696.829	1663.988	1682.248	1680.515	1707.847	1678.747	1688.096	
Depositi in c/c	711.799	705.485	702.497	716.997	729.385	723.446	757.773	744.819	739.788	754.660	770.638	779.138	779.064	777.092	766.424	784.395	790.362	786.096	803.012	
Depositi a risparmio	254.534	256.184	258.121	258.266	258.713	258.316	263.338	263.952	266.099	265.440	267.127	265.829	267.846	267.226	271.027	269.268	270.821	268.726	274.320	
Certif. deposito	745.043	735.585	730.253	732.751	742.770	705.591	682.659	676.673	686.453	659.201	653.984	633.627	649.919	619.671	644.796	626.852	646.665	623.925	610.764	
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																				
Prestiti totali	5.37	4.11	3.15	2.51	-6.68	-2.93	-1.06	-2.44	-0.71	-1.82	-0.30	-1.96	-1.47	1.33	0.64	2.15	1.74	4.16	4.16	
Prestiti in euro	4.71	3.33	3.71	2.12	-6.43	-2.58	-0.89	-3.02	-1.51	-1.69	-1.07	-2.04	-1.20	1.16	-0.27	1.42	0.80	3.11	3.29	
Prestiti in valuta	54.04	70.18	-29.74	34.27	-22.54	-20.47	-10.32	46.32	71.45	-8.75	85.65	3.27	-15.08	10.07	79.60	46.56	71.22	68.60	56.54	
Prestiti a breve	1.21	-0.89	-1.24	-2.54	-5.41	-3.40	-5.60	-3.80	-4.50	-2.20	-2.56	1.00	2.79	4.30	5.20	6.40	7.80	8.52	8.31	
Prestiti a m/l	6.24	5.18	4.06	3.57	-6.92	-2.84	-0.11	-2.15	0.07	-1.74	0.16	-2.55	-2.32	0.74	-0.26	1.32	0.60	3.30	3.34	
Depositi totali	8.55	8.01	7.05	5.88	-7.55	-2.65	-0.51	-1.61	-0.51	-1.96	-0.71	-1.47	-0.85	-1.96	-0.51	-1.61	-1.33	-0.51	-0.92	
Depositi in c/c	10.69	12.50	15.37	13.11	12.10	10.25	10.95	10.04	9.60	10.45	9.80	10.55	9.45	10.15	9.10	9.40	8.36	8.66	5.97	
Depositi a risparmio	9.46	10.04	9.97	9.97	9.57	8.74	8.05	5.92	6.11	5.05	5.36	4.49	5.23	4.31	5.00	4.26	4.68	4.03	4.17	
Certif. deposito	6.29	3.39	-0.76	-1.58	-24.63	-15.96	-13.13	-14.01	-11.45	-15.15	-12.62	-14.89	-12.77	-15.76	-11.70	-14.45	-12.94	-11.57	-10.53	

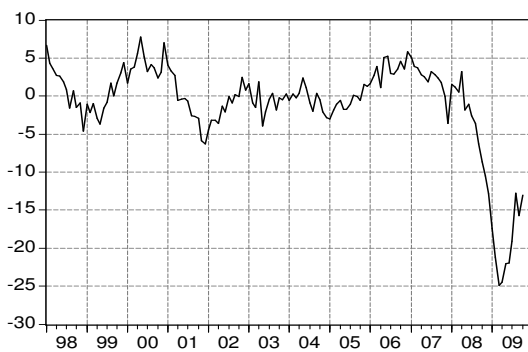
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



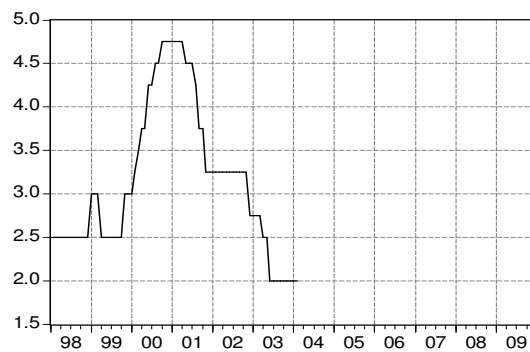
— TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



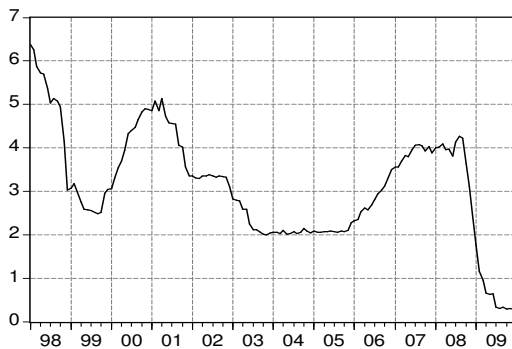
— TASSO INFLAZIONE AREA EURO



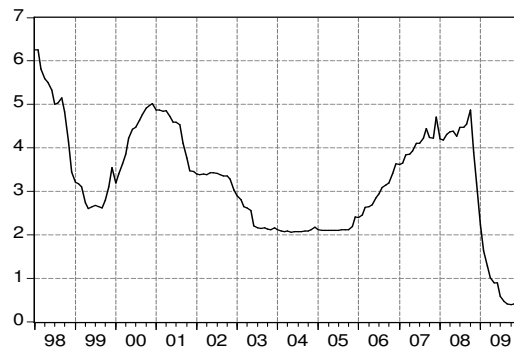
— PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



— TASSO DI INTERVENTO BCE



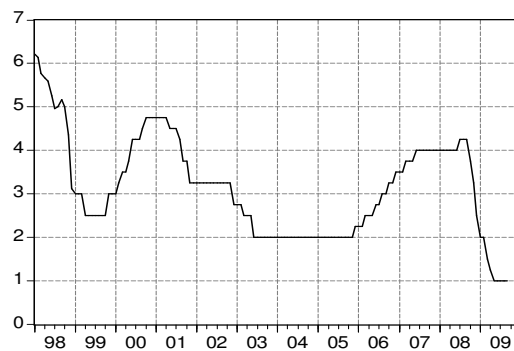
— TASSO OVERNIGHT



— TASSO INTERBANCARIO 1 MESE ITALIA



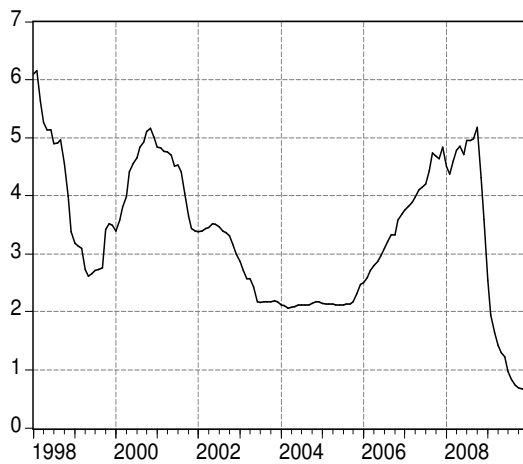
— INDICE COMIT



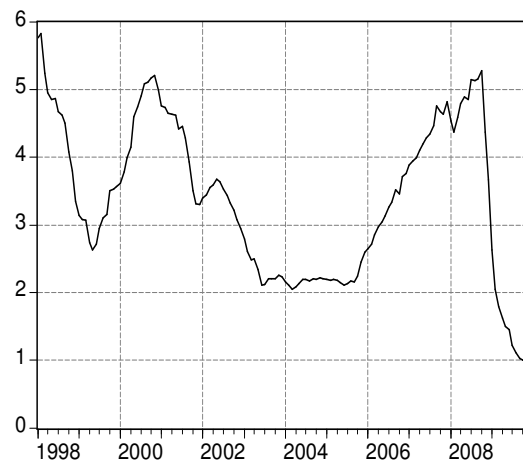
— TASSO MEDIO PONDERATO PCT

**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**

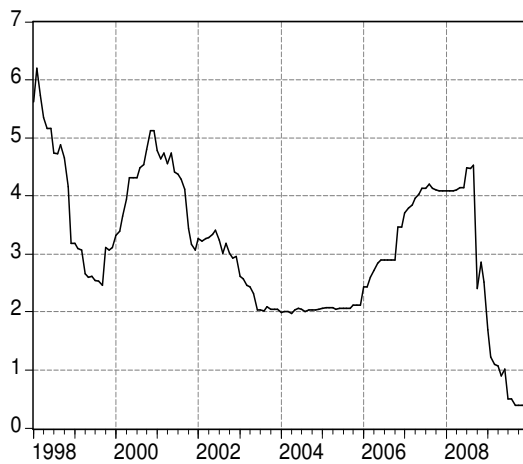
*Dati mensili*



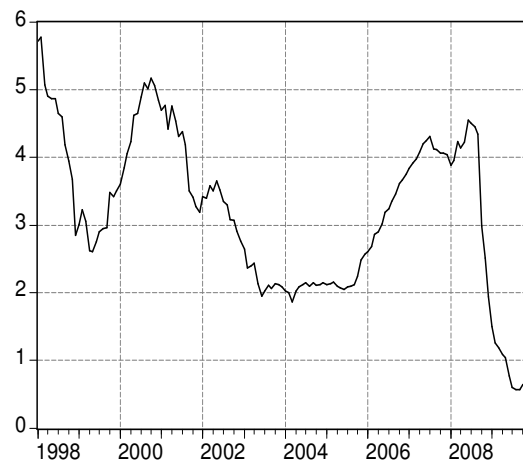
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI ITALIA (LIBOR)



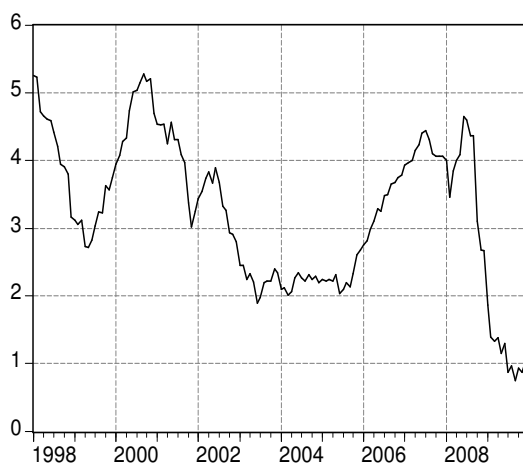
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI ITALIA



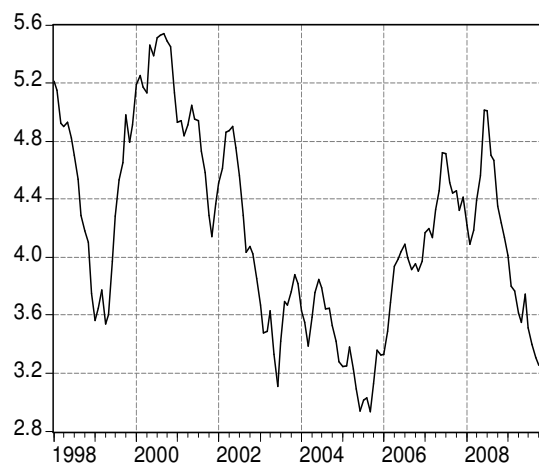
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO

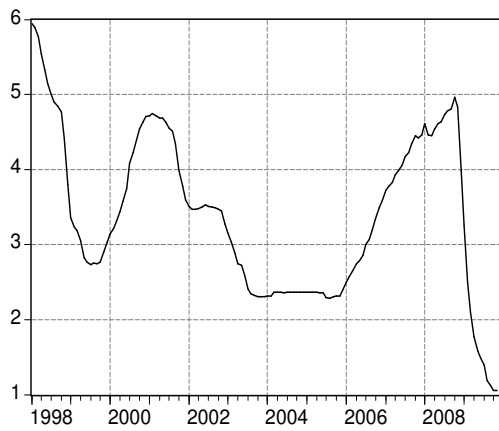


— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO

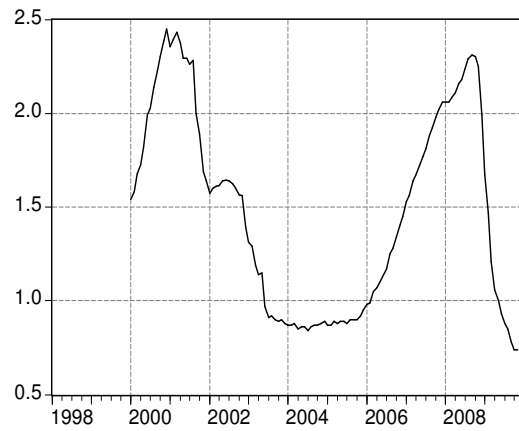


— RENDISTAT LORDO

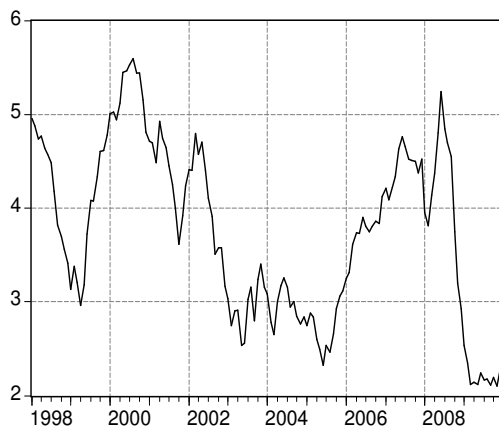
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



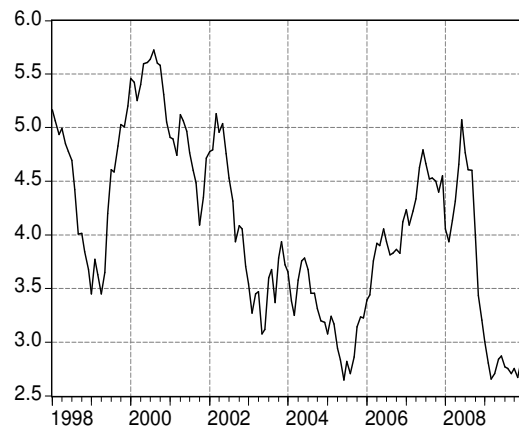
— TASSO PRESTITI MINIMO



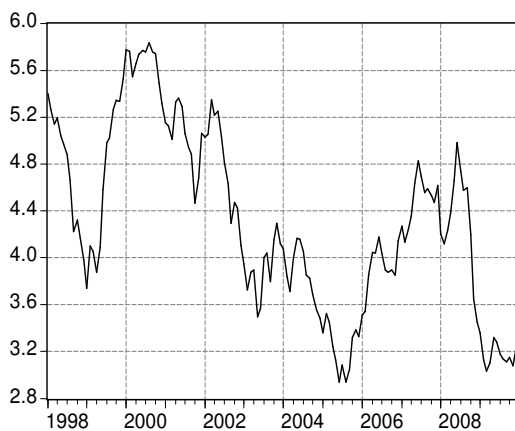
— TASSO DEPOSITI MEDIO



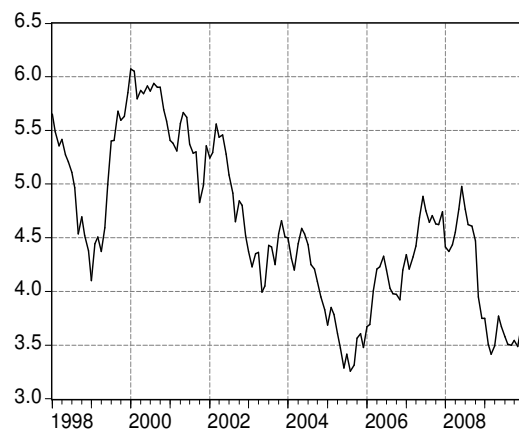
— RENDIMENTO A 3 ANNI



— RENDIMENTO A 5 ANNI



— RENDIMENTO A 7 ANNI



— RENDIMENTO A 10 ANNI

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

