

# 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 Marzo 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

Ha avuto seguito nel mese il processo di ripresa, anche se ad un ritmo lento ed incerto: le esportazioni sono risultate in netto aumento, grazie alla domanda incessante dei Paesi emergenti, i segnali provenienti dagli indicatori anticipati (indici di fiducia e Leading Indicator) confortano le attese di ripresa, la produzione industriale ha mostrato buoni segnali di crescita quasi ovunque, ma non si è sempre accompagnata ad una crescita degli ordini all'industria. Destano inoltre preoccupazione gli aumenti dei prezzi delle materie prime, in particolare petrolio e ferro, che si stanno ripercuotendo a cascata in tutti i settori produttivi: il primo ha ormai raggiunto i massimi dal 2008, a causa di dinamiche finanziarie e tensioni crescenti con l'Iran, e il secondo soffre per mosse speculative.

L'economia americana guida l'uscita dalla crisi, sebbene ad un ritmo moderato e non accompagnato da un adeguato recupero del mercato del lavoro: ci si attende un miglioramento di queste statistiche nei prossimi mesi a seguito delle assunzioni previste nel settore pubblico per l'imminente censimento ma, finché non riprenderanno a crescere in maniera duratura le assunzioni nel settore privato, non ci si può attendere una rapida inversione di tendenza nella politica monetaria della Fed.

L'economia europea appare in ritardo rispetto agli Stati Uniti, sostenuta solo dal canale estero, mentre arrancano gli ordini e la domanda. Pesano inoltre su Eurolandia i timori di crescenti squilibri tra i Paesi membri e le conseguenze finanziarie del caso Grecia, che rischiano di minacciare seriamente la tenuta dell'euro e la sua forza sui mercati valutari internazionali.

### **Usa: robusta crescita dell'offerta anche in febbraio**

Il dato definitivo relativo all'andamento dell'economia nell'ultimo trimestre del 2009 ha corretto leggermente al ribasso la prima stima: il Pil è aumentato nel periodo di +5,6% t/t (contro il +5,9% t/t precedente) e +0,1% su base annuale. Sono stati rivisti al ribasso i dati relativi ai consumi privati e pubblici (ora rispettivamente a +1,6% t/t e -1,3% t/t) e agli investimenti fissi (passati da +6,2% t/t a +5,0% t/t), mentre le stime relative ad importazioni ed esportazioni sono state corrette al rialzo. Analizzando i contributi alla crescita, si osserva che il maggior apporto proviene dalla ricostituzione delle scorte di magazzino (+3,79% t/t) e dalla ripresa dei consumi privati (+1,16% t/t), sostenuti dagli incentivi fiscali per auto e mutui. Buono anche il contributo degli investimenti (+0,61% t/t, dipendente per lo più dalla componente non residenziale) e delle esportazioni nette (+0,27% t/t, per aumento del peso delle esportazioni rispetto all'import). In diminuzione appare solo la componente dei consumi pubblici (-0,26% t/t), segno di una minore presenza diretta dello Stato nell'economia. Per quanto riguarda il commercio con l'estero, è diminuito in gennaio il disavanzo della bilancia commerciale americana, in seguito alla marcata diminuzione delle importazioni (-1,71% m/m), superiore al calo dell'export (-0,34% t/t).

Positivi ed indicativi di un buon recupero sono i dati che provengono dal lato dell'offerta per il mese di febbraio: la produzione industriale è salita di +0,1% m/m, in linea con le aspettative di mercato, e di un robusto +1,7% su base annua, dopo il +0,9% a/a di gennaio. In aumento sono stati anche gli ordini all'industria (cresciuti di +0,6% m/m e +10,2% a/a, battendo al rialzo le attese degli analisti) e gli ordini di beni durevoli, che hanno registrato un +0,9% m/m e +11,4% a/a, contro le previsioni di +0,7% m/m. Privati della componente volatile dei trasporti, tali indicatori sono saliti rispettivamente di +0,7% m/m e +0,9% m/m, segno della ripresa dell'economia reale anche dopo la conclusione del programma di incentivi. In aumento, seppure su livelli nettamente inferiori alla media di lungo periodo, è risultato l'utilizzo della capacità produttiva, al 72,7% dal 72,5% rivisto di gennaio. Contrastanti sono i segnali che provengono dagli indici di fiducia americani: sono risultati in diminuzione ISM manifatturiero riferito a febbraio (a 56,5 da 58,4), NAPM Chicago (sceso a 58,8 da 62,6) e NY Empire State Manufacturing di marzo (a 22,86 da 24,91), mentre l'ISM non manifatturiero è balzato in febbraio a 53,0 da 50,5 del mese precedente, a conferma delle difficoltà che il settore manifatturiero sta attraversando e che hanno interessato solo marginalmente il comparto dei servizi. Il lato della domanda tiene anche nei primi mesi dell'anno: la spesa delle famiglie è aumentata in marzo di +0,3% m/m in termini reali, nonostante l'invarianza del reddito personale. Le vendite dei grandi magazzini sono aumentate in gennaio di +0,6% m/m e +6,8% a/a e quelle al dettaglio hanno registrato in febbraio un progresso di +0,3% su base congiunturale e +3,9% a/a (attese: -0,3% m/m). In decisa crescita sono state anche le vendite ex auto nel mese: +0,8% m/m. L'indice di fiducia dei consumatori del Conference Board è salito in marzo a 52,5 da 46,4, mentre quello elaborato dall'Università del Michigan è rimasto invariato a 73,6 (attese: 73,0). Sembra essersi arrestata nel frattempo l'emorragia di posti di lavoro: nonostante l'impatto negativo del maltempo sul mercato del lavoro, il tasso di disoccupazione è rimasto stabile in febbraio al 9,7% (attese a 9,8%), l'occupazione nei settori non agricoli è scesa di 36mila unità,

mentre nel settore manifatturiero ha registrato un progresso di un migliaio di unità. Sono leggermente cresciuti nel mese i salari medi orari e il tasso di partecipazione, a 64,8% da 64,7% di gennaio.

Nessun segnale di recupero proviene dal settore edilizio: l'avvio di nuovi cantieri ha subito in febbraio una forte battuta d'arresto di -5,9% m/m, che porta il tendenziale a +0,2% a/a, dopo il +6,6% m/m e +21,1% a/a di gennaio. Anche le vendite di case sono state in calo in febbraio, battendo al ribasso le previsioni degli analisti: quelle di case esistenti sono scese di -0,6% m/m (+7,0% a/a) e quelle di nuove abitazioni sono diminuite di -2,2% m/m e -13,0% a/a. Pure la spesa per costruzioni riferita al mese di gennaio ha registrato un calo congiunturale di -0,6% m/m e -9,3% su base annua. È proseguita anche in febbraio la moderazione dei prezzi in atto da mesi, sebbene sembri scongiurato il rischio deflazione: l'indice dei prezzi al consumo, rimasto invariato su base congiunturale, ha portato il tendenziale a +2,1%, al di sotto delle attese degli analisti (+2,3% a/a) e del dato di gennaio (+2,6% a/a). L'indice *core*, privato delle componenti alimentare ed energetica, ha registrato un progresso mensile di +0,1% e annuo di +1,3%. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione, sceso di -0,6% m/m, ha portato il tendenziale a +4,4%, mentre l'indice *core*, depurato delle componenti più volatili, salito di +0,1% rispetto a gennaio, ha mantenuto il tendenziale a +1,0%. In diminuzione a livello congiunturale nel mese appaiono anche gli indici dei prezzi export ed import (rispettivamente a -0,3% m/m e -0,5% m/m), mentre le variazioni annue rimangono ampiamente positive.

Alla luce di questi dati riteniamo che la Fed decida di innalzare di +25 p.b. il tasso di riferimento sui Fed Funds non prima della riunione di dicembre e non prima di aver osservato un chiaro recupero dell'occupazione privata (Scen. C, prob. 70%). Attribuiamo comunque una bassa probabilità alla possibilità che la Fed, nel caso di una ripresa più robusta del previsto, faccia precedere questa mossa da una analoga nel mese di novembre (Scen. B, prob. 10%).

### **Giappone: scenario di persistente deflazione che deprime i consumi**

E' stato leggermente corretto al ribasso il dato relativo all'andamento del Pil negli ultimi tre mesi del 2009: secondo l'ultima stima l'economia è cresciuta nel periodo di +0,9% t/t e +3,8% a/a, grazie al recupero dei consumi privati (+0,7% t/t e +2,8% a/a) e alla crescita delle esportazioni (+5,0% t/t, +21,7% a/a), mentre gli investimenti fissi hanno mostrato una leggera diminuzione (-0,1% t/t e -0,4% a/a). Il positivo andamento del commercio con l'estero è proseguito anche nei primi mesi del nuovo anno: in febbraio infatti è fortemente aumentato l'attivo della bilancia commerciale, a seguito di un aumento delle esportazioni (+45,3% a/a) maggiore della crescita dell'import (+29,5% a/a). I dati più recenti a disposizione segnalano una battuta d'arresto dell'offerta, dopo i positivi risultati dei mesi precedenti: la produzione industriale è scesa in febbraio di -0,9% m/m, contro un'attesa di +1,0%, e gli ordini di macchinari industriali hanno subito in gennaio una contrazione di -3,7% m/m e -1,1% a/a, dopo il +20,1% m/m di dicembre. In recupero appaiono invece gli indici di fiducia: il Coincident Index of Business Condition è salito in gennaio a 100 da 95,5 rivisto del mese precedente e l'indice di attività del terziario ha registrato nello stesso mese una variazione positiva di +2,9% su base congiunturale. Debole rimane ancora il lato della domanda: nonostante infatti un aumento del reddito disponibile in febbraio di +0,2% a/a in termini nominali e +1,5% a/a in termini reali, i consumi delle famiglie sono scesi di -3,5% a/a nel mese se valutati in termini nominali e di -2,2% a/a in termini reali. Anche le vendite dei grandi magazzini hanno subito una contrazione nel mese (-3,4% a/a). In controtendenza appaiono invece le vendite al dettaglio (salite di +4,2% a/a) e l'indice di fiducia dei consumatori, che ha raggiunto quota 39,8 da 39,0 di gennaio. Il tasso di disoccupazione è rimasto stabile in febbraio al 4,9%. Sul fronte dei prezzi si osserva un'ulteriore diminuzione dell'indice dei prezzi al consumo in febbraio (-0,1% m/m e -1,1% a/a, in linea con le attese), mentre l'indice *core*, depurato degli alimentari freschi, rimasto invariato su base mensile, ha portato il tendenziale a -1,2%. Il dato preliminare relativo all'inflazione nell'area di Tokyo per il mese di marzo segnala un leggero aumento congiunturale (+0,3% m/m), che lascia però il tendenziale a -1,8%. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione, cresciuto di +0,1% m/m in febbraio, ha registrato una variazione annua di -1,5%. Il Giappone ha il rapporto debito/Pil più alto dei Paesi avanzati, una crescita paralizzata da due decenni e un quadro di deflazione persistente che aggrava ancor di più i conti pubblici e blocca i consumi.

### **Area Euro: balzo di produzione e indici di fiducia, mentre arrancano gli ordini**

L'economia europea ha registrato un modesto progresso nel IV trimestre dell'anno (+0,1% t/t), che fa risalire il tendenziale a -2,1% a/a, dopo il -4,1% a/a del periodo precedente. Il risultato è da attribuire esclusivamente alla ripresa del canale estero (le esportazioni sono cresciute di +1,7% t/t e le importazioni di +0,9% t/t), mentre i consumi privati sono rimasti invariati su base trimestrale e gli investimenti fissi sono risultati in diminuzione (-0,8% t/t e -8,7% a/a). Passando ad analizzare i contributi, si osserva infatti che l'unico apporto

positivo alla crescita proviene dalle esportazioni (+0,6% t/t), mentre investimenti fissi ed importazioni hanno sottratto risorse rispettivamente per -0,2% t/t e -0,3% t/t e il contributo di scorte e consumi privati è stato ininfluente su base congiunturale. Dal lato dell'offerta si nota il robusto aumento della produzione industriale in gennaio, ben al di sopra delle attese degli analisti (+1,7% m/m, che rappresenta il maggior aumento congiunturale dall'inizio delle rilevazioni, e +1,4% a/a), mentre gli ordini all'industria hanno registrato nel mese una battuta d'arresto inattesa dal mercato: -2,0% m/m, che porta il tendenziale a +7,0% a/a dal +9,5% a/a del mese precedente, segno della fragilità e dell'incostanza del ritmo di ripresa. Positivi segnali provengono da tutti gli indici di fiducia: il PMI manifatturiero è salito in marzo a 56,3 da 54,2 (attese: 54,0), al livello più alto degli ultimi 39 mesi, e quello dei servizi ha raggiunto quota 53,7 da 51,8 (attese: 52,0). L'ESI è salito a 97,7 da 95,9 nel mese e il Leading Indicator elaborato dall'OCSE e riferito al mese di gennaio è risultato in ulteriore crescita: +0,6% m/m e +12,5% a/a. Nessun segnale di recupero proviene invece dal lato della domanda: le vendite al dettaglio hanno subito in gennaio una diminuzione congiunturale di -0,3% m/m e -1,3% a/a. Il tasso di disoccupazione ha raggiunto in febbraio il livello più alto da agosto 2008, giungendo al 10,0% dal 9,9% di gennaio e il costo del lavoro è aumentato di +2,2% a/a nell'ultimo trimestre del 2009, dopo il +3,0% a/a del periodo precedente. Passando ai prezzi, nel mese di febbraio gli indici hanno riportato modesti aumenti congiunturali, che non hanno però impedito un ulteriore ridimensionamento dei tendenziali: l'indice generale dei prezzi al consumo, cresciuto di +0,3% m/m, ha portato il tendenziale a +0,9%, dopo il +1,0% a/a di gennaio, e l'indice *core*, aumentato di +0,4% m/m, è cresciuto su base annua di +0,8%, in diminuzione dal +0,9% a/a del mese precedente. La stima *flash* prevede per il mese di marzo un'inflazione all'1,5%, al livello più alto da dicembre 2008, e al di sopra delle previsioni degli analisti (+1,2% a/a). Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione ha registrato un aumento congiunturale di +0,7%, il più alto da luglio 2008, e una diminuzione annuale di -1,0%. La massa monetaria M3 ha subito in febbraio una nuova inversione di tendenza, diminuendo di -0,4% a/a dopo il timido +0,1% a/a del primo mese dell'anno (previsioni: -0,2% a/a).

Alla luce di questa dinamica consistentemente meno brillante degli Stati Uniti e di aspettative di inflazione moderata, riteniamo che la Bce inizi gradualmente a drenare l'enorme quantità di liquidità in circolo nel sistema (Scen. B e C, prob. cumulata 80%), giungendo eventualmente ad un modesto aumento dei tassi verso la fine dell'orizzonte previsivo, anche in risposta ad un'analogia mossa della Fed: assegniamo comunque a quest'evento una bassa probabilità di verificarsi (Scen. B, prob. 10%).

L'andamento dell'economia della **Germania** ha subito una battuta d'arresto nel IV trimestre dell'anno: il Pil è infatti rimasto invariato su base congiunturale (dopo il +0,7% t/t del periodo precedente), mentre ha ridotto la contrazione tendenziale a -1,7% a/a dal -4,7% a/a del III trimestre. In diminuzione sono stati i consumi privati (-1,0% t/t e -0,1% a/a) e gli investimenti fissi (-0,7% t/t, -6,2% a/a), mentre il canale estero appare in recupero: le esportazioni sono risultate in aumento di +3,0% t/t e le importazioni in discesa di -1,8% t/t. Passando ad analizzare i contributi alla crescita, si osserva infatti che l'unico apporto positivo al risultato economico proviene dalle esportazioni nette (+2,0% t/t, +1,0% a/a), mentre tutte le altre componenti hanno sottratto risorse alla crescita: le scorte per -1,2% t/t e -1,9% a/a, i consumi privati per -0,6% t/t e -0,1% a/a e gli investimenti fissi per -0,1% t/t e -1,2% a/a. È diminuito in gennaio l'attivo della bilancia commerciale tedesca, a seguito di una consistente diminuzione delle esportazioni (-6,3% m/m e +0,2% a/a) e di un parallelo aumento dell'import (+6,0% m/m, -1,4% a/a). Incoraggianti segnali provengono dal lato dell'offerta per il mese di gennaio: la produzione industriale ha registrato un aumento di +0,6% m/m (-1,1% a/a, in recupero dopo il -3,3% a/a di dicembre) e gli ordini all'industria manifatturiera sono cresciuti di +4,3% m/m e addirittura di +16,1% a/a, ben al di sopra delle attese degli analisti. Prosegue anche in marzo il progresso degli indici di fiducia: lo Zew è salito nel mese a 98,1 da 95,2 di febbraio (attese: 95,9), il PMI manifatturiero ha raggiunto il massimo degli ultimi nove anni e mezzo, a 59,6 da 57,2 (attese: 56,5) e il PMI servizi è balzato a 54,7 da 51,9 (attese: 52,0). Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio hanno subito un'inversione di tendenza in gennaio, diminuendo di -0,4% m/m e -3,6% a/a, dopo il +1,1% m/m rivisto di dicembre. In miglioramento appaiono le condizioni del mercato del lavoro: è infatti proseguita anche in marzo la diminuzione del numero dei disoccupati, scesi di -31 mila unità, dopo il migliaio in meno del mese di febbraio, e il tasso di disoccupazione è contestualmente calato all'8,0% dall'8,1% rivisto di febbraio, a dispetto delle attese di mercato (8,2%). Sul fronte dei prezzi, si registra per il mese di marzo l'aumento degli indici dei prezzi al consumo (quello nazionale è cresciuto di +0,5% su base mensile e +1,1% su base annua, battendo al rialzo le attese, e quello armonizzato, cresciuto di +0,6% rispetto a febbraio, ha portato il tendenziale al +1,3%). Ai primi stadi della commercializzazione invece, l'indice dei prezzi alla produzione, rimasto invariato su base mensile in febbraio, ha riportato una variazione annua di -2,9 punti percentuali, dopo il -3,4% a/a di gennaio.

Il 2009 si è chiuso per la **Francia** con una buona *performance* economica: il Pil è infatti aumentato nel IV trimestre di +0,6% rispetto al periodo precedente, grazie alla ripresa dei consumi privati (+1,0% t/t). Scorte e domanda domestica hanno infatti contribuito al positivo risultato economico (rispettivamente per +1,0% t/t e +0,5% t/t), mentre le esportazioni nette hanno sottratto risorse alla crescita per -0,8% t/t, a causa dell'invarianza dell'export e del forte aumento delle importazioni. Nel mese di gennaio invece è diminuito il deficit della bilancia commerciale, a causa di un buon aumento delle esportazioni (+2,63% m/m), maggiore della crescita delle importazioni (+0,91% m/m). Dal lato dell'offerta si osserva l'aumento della produzione industriale nel primo mese dell'anno: +1,6% m/m, che fa risalire il tendenziale a -0,7% a/a, da -4,8% a/a di dicembre 2009, mentre gli ordini all'industria hanno subito nello stesso mese una forte contrazione (-10,8% m/m e -0,4% a/a, dopo il robusto aumento del mese precedente), che getta fosche luce sulle possibilità di una rapida ripresa. In recupero appaiono gli indici di fiducia relativi al mese di marzo: il PMI manifatturiero ha raggiunto il massimo degli ultimi 40 mesi, giungendo a 56,3 da 54,9 (attese: 54,3) e l'indice di fiducia delle imprese elaborato dall'Insee è salito a 94,0 da 91,0 di febbraio (attese: 92,0). Il lato della domanda, dopo aver sostenuto l'economia francese nella fase acuta della crisi, segnala una battuta d'arresto, anche a causa delle difficili condizioni del mercato del lavoro: il tasso di disoccupazione è ulteriormente salito in gennaio al 10,1% dal 10,0% del mese precedente. Le vendite al dettaglio riferite al mese di gennaio, invariate su base mensile, sono invece diminuite di -2,6% rispetto a gennaio 2009, i consumi delle famiglie sono scesi in febbraio di -1,2% m/m (+1,6% a/a), al di sotto delle attese, e l'indice di fiducia dei consumatori è diminuito in marzo a -34,0 da -33,0 del mese precedente. In aumento sono stati gli indici di prezzo per il mese di febbraio: quello dei prezzi al consumo è salito, oltre le aspettative, di +0,6% m/m e +1,3% a/a e quello dei prezzi alla produzione, cresciuto di +0,1% m/m, ha portato il tendenziale a +1,0%.

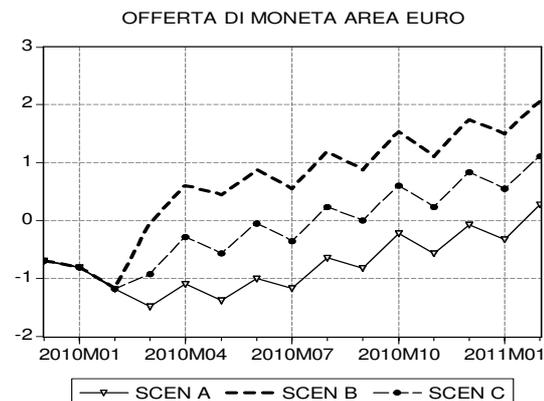
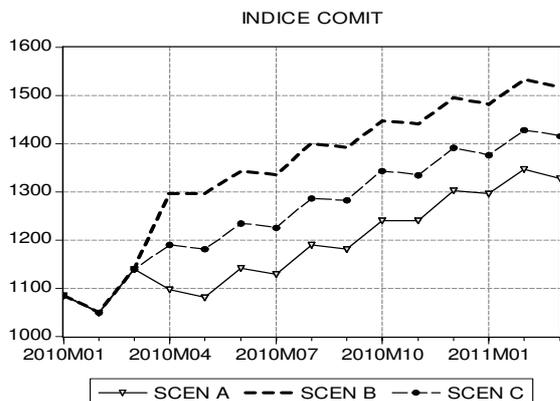
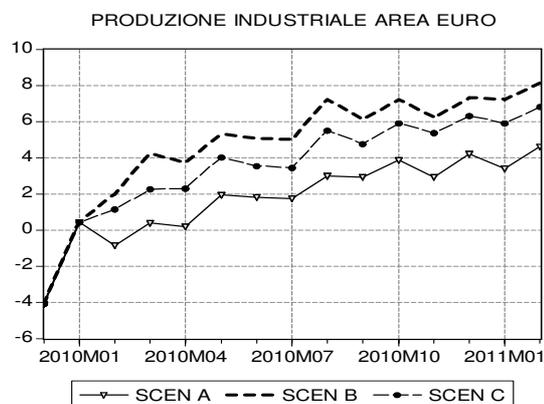
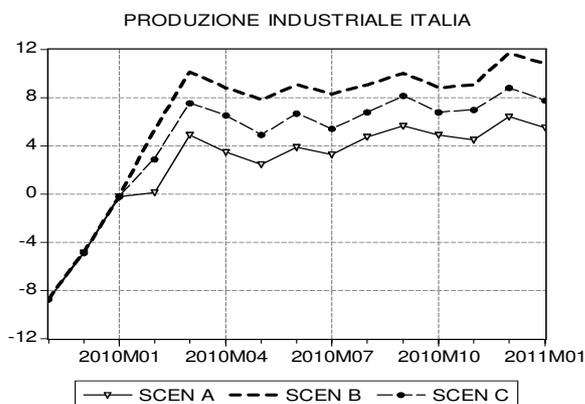
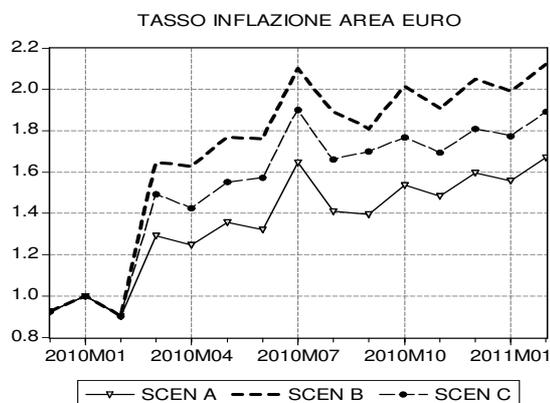
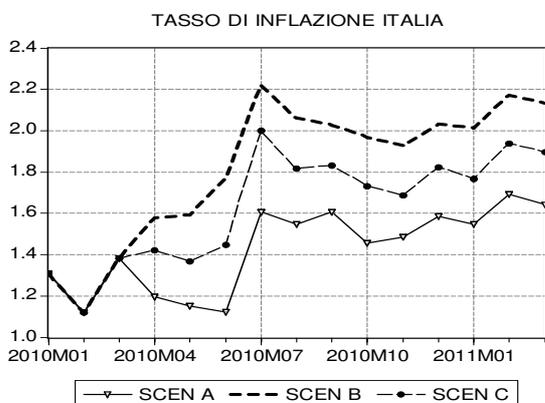
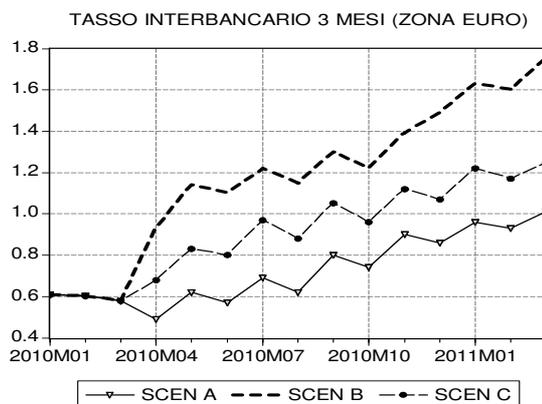
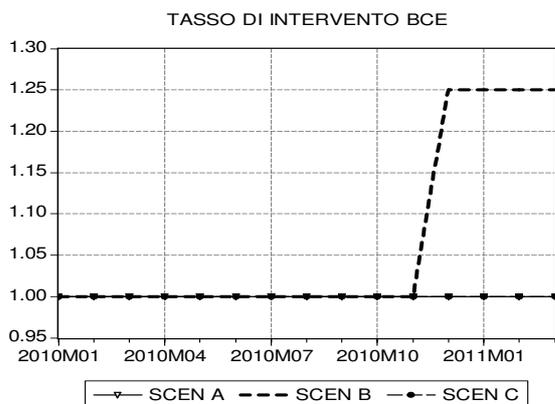
### **Italia: consumi in forte rallentamento**

La stima definitiva relativa all'andamento economico nel IV trimestre dell'anno segnala una battuta d'arresto nel ritmo di uscita dalla recessione: il Pil ha infatti subito una flessione, superiore alle previsioni degli analisti, di -0,3% t/t e -3,0% a/a, a seguito della contrazione di consumi privati (-0,1% t/t e -0,5% a/a) e investimenti fissi (-1,0% t/t e -7,4% a/a) e dell'aumento delle importazioni (+3,2% t/t, -7,6% a/a). Per quanto riguarda il commercio con l'estero, è diminuito in gennaio il deficit nei confronti dei Paesi europei, mentre è aumentato quello verso i Paesi extraeuropei in febbraio, a seguito di un aumento delle importazioni (+4,7% m/m) maggiore della crescita delle esportazioni (+2,6% m/m). Moderatamente positivi sono i dati che provengono dal lato dell'offerta: la produzione industriale è cresciuta in gennaio di un robusto +2,6% m/m, registrando il primo aumento annuo da aprile 2008 (+0,1% a/a) e anche il fatturato industriale ha segnato nel mese un importante progresso: +2,7% m/m e +5,1% a/a. A preoccupare però è la forte frenata degli ordini all'industria, scesi di -2,8% rispetto a dicembre 2009 (+1,1% a/a), ben al di sotto delle aspettative. Solo l'indice di fiducia delle imprese manifatturiere segnala un progresso in marzo, attestandosi a 84,1 da 83,8 rivisto, mentre quello riferito al comparto dei servizi appare in contrazione a -4,0 da +4,0 di febbraio. L'andamento altalenante della produzione industriale e lo stop degli ordini sono coerenti con una ripresa dal profilo incerto, fragile e graduale. Nessun segnale di recupero proviene dal lato della domanda: le vendite al dettaglio riferite al mese di gennaio hanno registrato una diminuzione di -0,5% su base mensile e -2,6% rispetto all'anno precedente, variazione che rappresenta il maggior calo da luglio 2009, e l'indice di fiducia dei consumatori appare in contrazione nel mese di marzo, a quota 106,3 da 107,7 (attese: 107,3). Su questi risultati incide sicuramente la difficile condizione del mercato del lavoro, che non dà segnali di miglioramento: il tasso di disoccupazione si è attestato in febbraio all'8,5%, in leggera risalita dall'8,6% di gennaio, il numero di occupati è però sceso del -0,1% rispetto a gennaio e del -1,7% rispetto all'anno precedente e parallelamente il numero di persone in cerca di occupazione è salito di +0,2% m/m e +16,2% su base annua. Nel mese è anche tornata a crescere la Cig, dopo la forte frenata di inizio anno. Torna a rallentare in febbraio l'inflazione con uno stop forte del settore alimentare, dopo sei mesi di crescita lenta ma costante: l'indice dei prezzi al consumo calcolato sul paniere nazionale ha riportato una variazione mensile di +0,1%, che porta il tendenziale a +1,2%, in discesa dal +1,3% a/a del mese precedente, e l'indice armonizzato, rimasto invariato rispetto a gennaio, ha registrato una variazione annua di +1,1% dal +1,3% a/a di gennaio. La stima *flash* relativa all'inflazione nel mese di marzo indica invece una crescita congiunturale di +0,3%, che porta il tendenziale al +1,4%, al livello più alto da febbraio 2009, a causa della corsa dei prezzi dei carburanti. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione è aumentato di +0,2% m/m e +0,4% a/a, battendo leggermente al rialzo le attese di mercato.

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

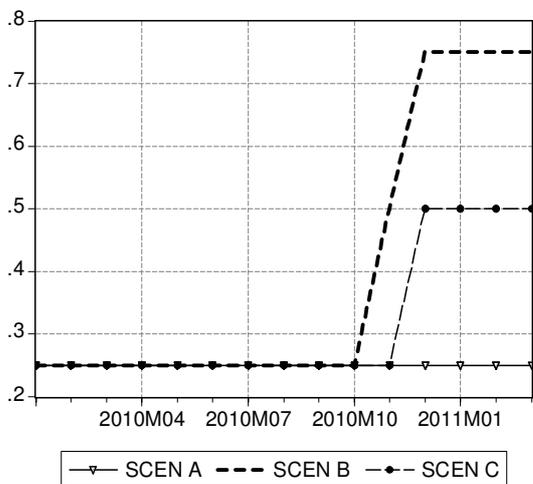
A (20%)	B (10%)	C (70%)
<p><b>Usa:</b> l'economia, ancora sostenuta dalle politiche monetarie approntate lo scorso anno, appare in lento recupero, ma molti rimangono ancora gli elementi di fragilità. C'è il forte rischio che tale processo si arresti quando i costi sostenuti per far fronte alla crisi, di cui finora si è fatto carico lo Stato, verranno scaricati sui contribuenti e una volta esaurite le misure di sostegno. La situazione del mercato del lavoro, nonostante alcuni miglioramenti temporanei, rimane difficile e agirà da freno al recupero della domanda.</p> <p>La <i>Federal Reserve</i>, non disponendo di alcun margine di manovra sui tassi, deciderà di prolungare le misure di <i>quantitative easing</i> in essere, allo scopo di aumentare la quantità di moneta circolante e di stimolare 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. L'economia europea soffre inoltre di un minore dinamismo e di maggiori vincoli fiscali e monetari. 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>, unico strumento a sua disposizione per arginare il rischio di una ricaduta dell'economia.</p>	<p><b>Usa:</b> i segnali incoraggianti provenienti dall'andamento del Pil nel IV trimestre dell'anno, che mostrano il buon apporto dei consumi privati, degli investimenti e la ricostituzione delle scorte, uniti all'aumento degli indici di fiducia, alla tenuta dei consumi e al recupero dell'offerta al di là degli incentivi, fanno intravedere la possibilità di una buona ripresa nei prossimi mesi.</p> <p>La Fed decide pertanto di iniziare ad approntare una strategia di uscita attraverso la vendita di Titoli. Supportata dal robusto recupero economico e dall'inversione di tendenza nel mercato del lavoro, opererà inoltre a favore di un rialzo del tasso di riferimento non prima di novembre 2010, mossa eventualmente seguita da una analoga il mese successivo, dato l'attuale livello estremamente basso dei tassi.</p> <p><b>Area Euro:</b> l'economia europea appare in crescita, grazie alla ripresa dei commerci internazionali. Importanti segnali di recupero provengono anche dall'aumento della produzione e degli indici di fiducia. L'economia, spinta dalla ripresa del mercato del lavoro e del credito, intraprende una dinamica di espansione. La Bce, grazie anche al progressivo aumento dell'inflazione 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 il robusto aumento del Pil nel IV 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 graduale 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> l'uscita dalla recessione appare lenta e priva di slancio. La crescita è sostenuta quasi esclusivamente dal dinamismo del canale estero: esportazioni e commesse estere appaiono in forte aumento. Languono invece gli investimenti fissi e i consumi privati. Permane 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*

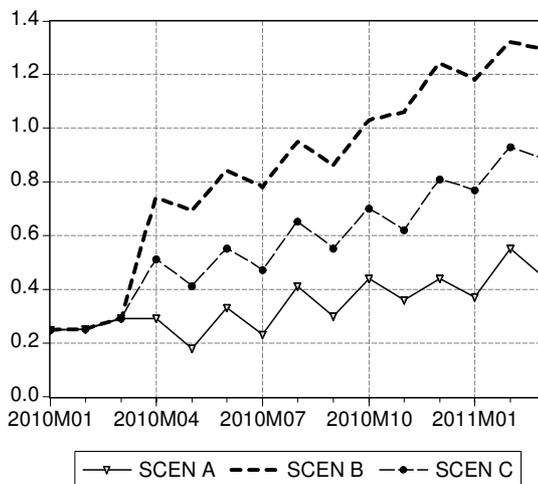


**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE**  
*Dati mensili*

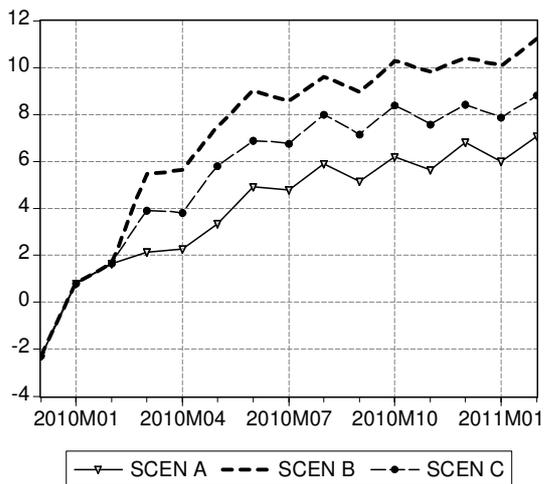
TASSO DI INTERVENTO FED



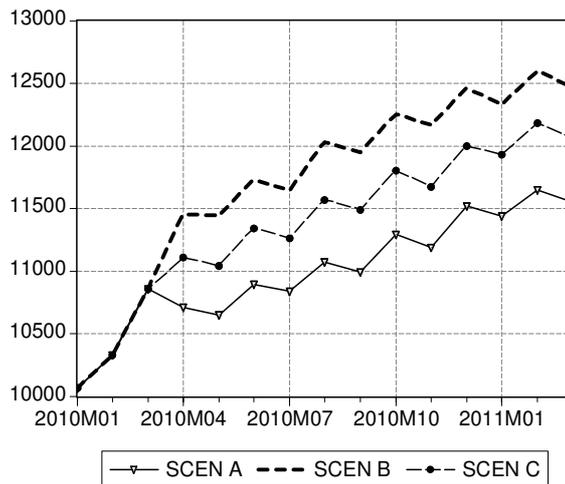
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



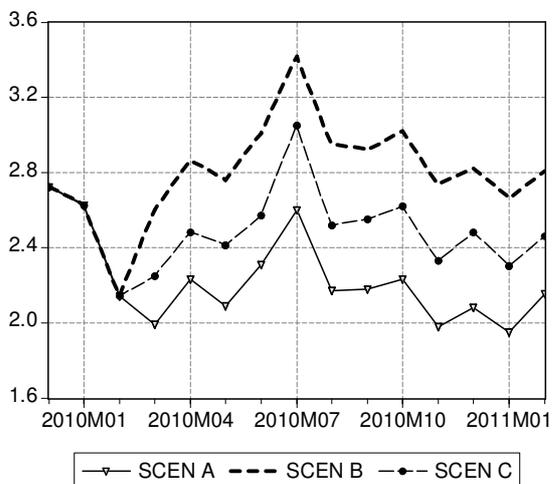
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



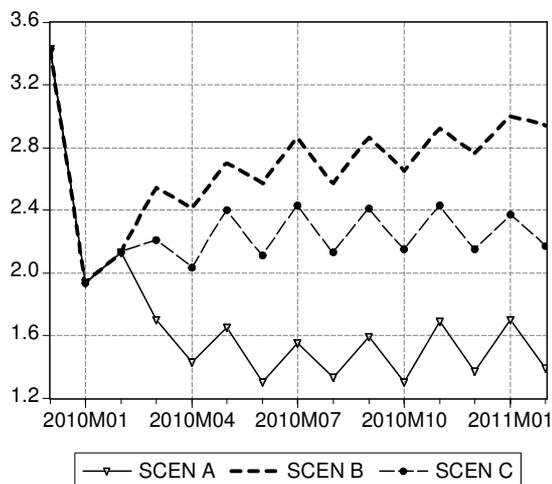
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

**Tassi interbancari:** nel mese di marzo i tassi interbancari hanno subito un'ulteriore diminuzione, dopo la timida inversione di tendenza registrata in dicembre. La crisi, scoppiata nel settore finanziario americano e poi velocemente diffusasi in tutto il resto del mondo, ha ormai superato la sua fase acuta e il sistema finanziario sta riacquistando salute. Anche l'economia reale invia segnali di stabilizzazione, sebbene la dinamica appaia moderata e assai incerta.

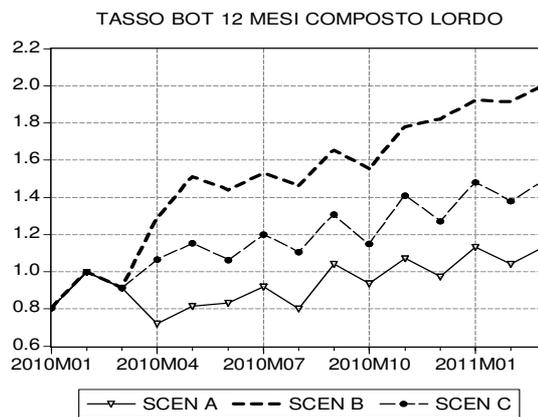
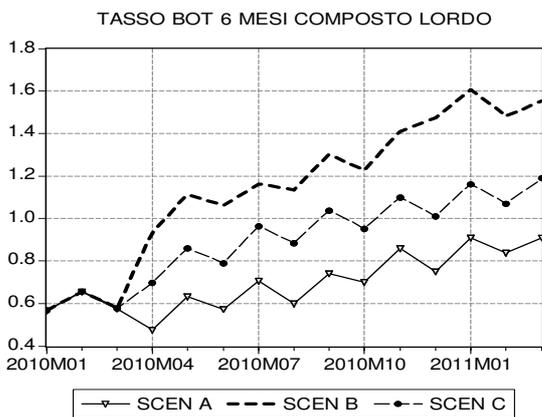
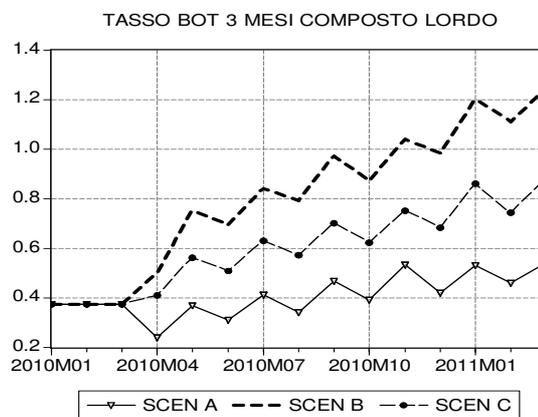
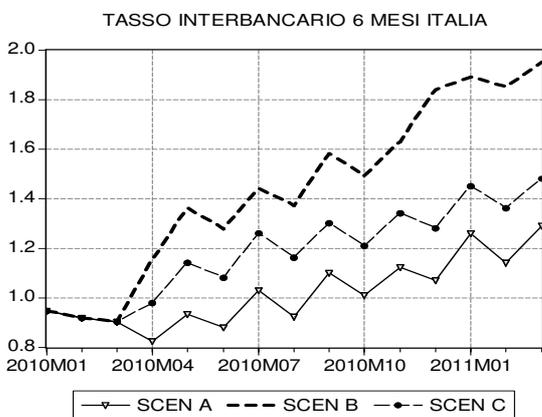
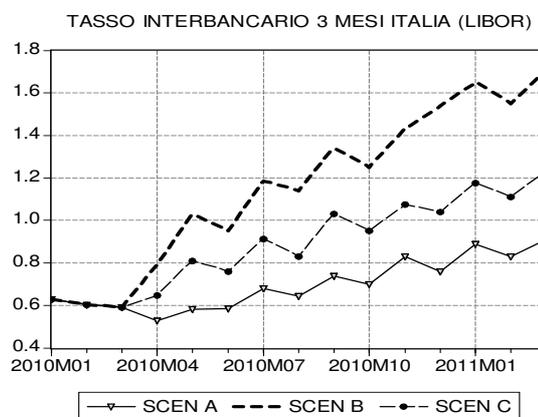
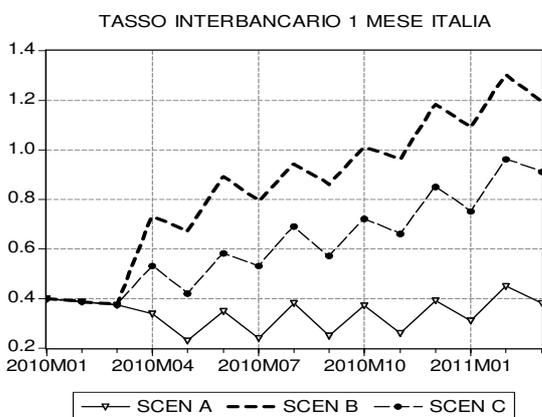
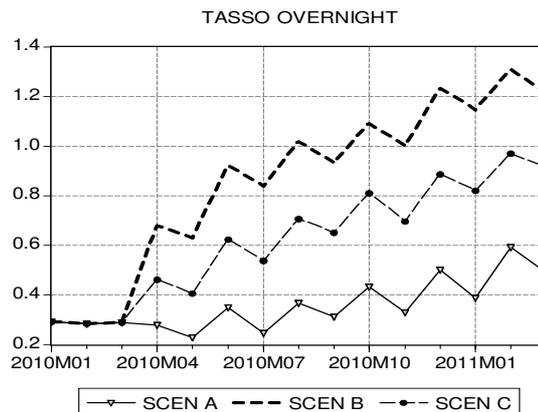
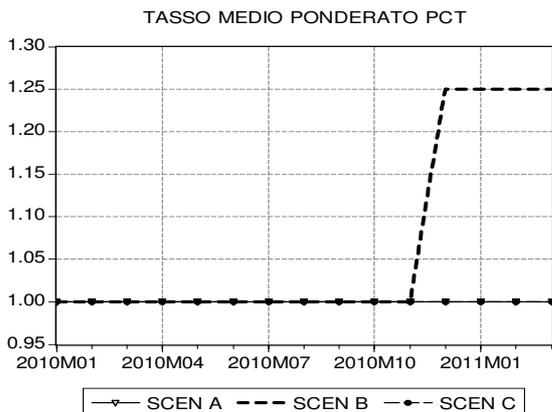
Sul fronte americano si segnala un nuovo robusto aumento del Pil nel IV trimestre dell'anno, imputabile all'espansione della domanda privata, alla ripresa degli investimenti e alla ricostituzione delle scorte di magazzino. Segnali positivi provengono pure dal lato dell'offerta e dall'aumento degli indici di fiducia. Anche in Europa prosegue nel IV trimestre l'uscita dalla recessione, seppure ad un ritmo nettamente inferiore a quello americano, grazie alla ripresa delle esportazioni unita all'aumento degli indici di fiducia. Rimangono comunque alcuni elementi di forte criticità, tra i quali le difficili 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 moderatamente 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 +0,91% per la scadenza ad un mese, +1,24% per la scadenza a tre mesi e +1,48% per quella a sei mesi a marzo 2011. 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 +1,19% (1 mese), +1,70% (3 mesi) e +1,95% (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 +0,38%, +0,91% e +1,29% alla fine dell'orizzonte di previsione.

**Struttura a termine:** nel mese di marzo 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 marzo 2011 quota +2,17% (3 anni), +2,75% (5 anni), +3,14% (7 anni) e +3,63% (10 anni). Qualora l'andamento economico europeo manifestasse una ripresa sostenuta (scenario B), la crescita dei rendimenti sarebbe più marcata, attestandosi su valori di +2,40%, +2,99%, +3,37%, +3,86% 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 +3,32% a marzo 2011.

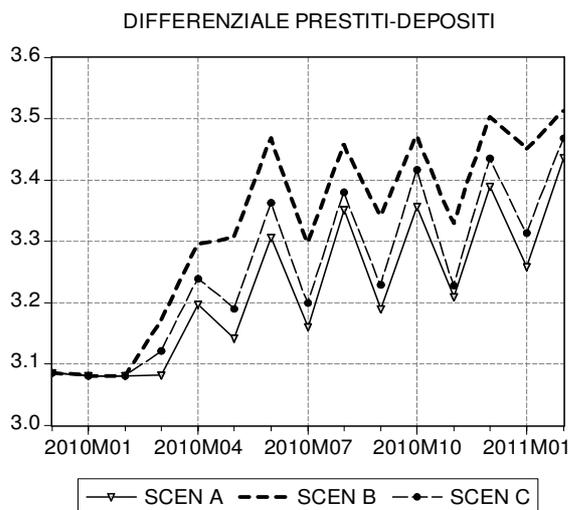
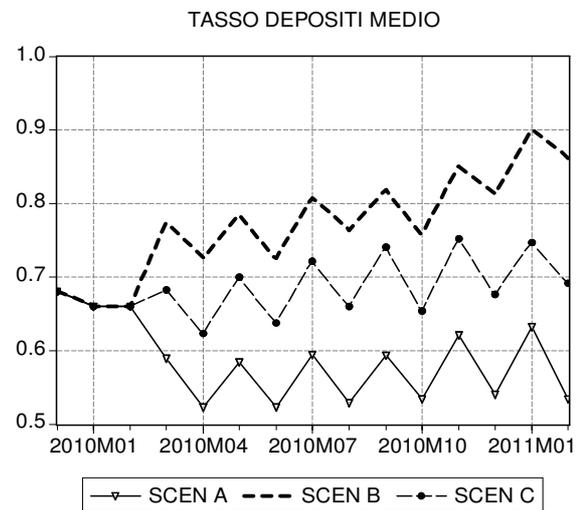
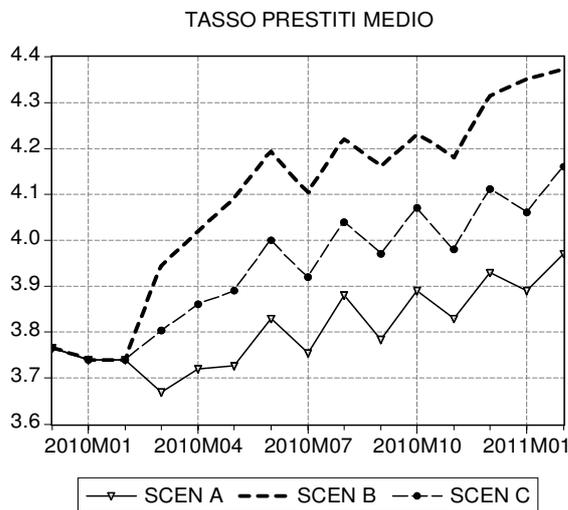
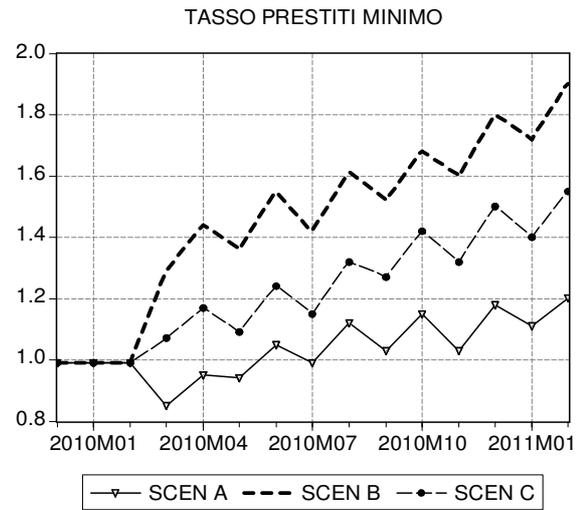
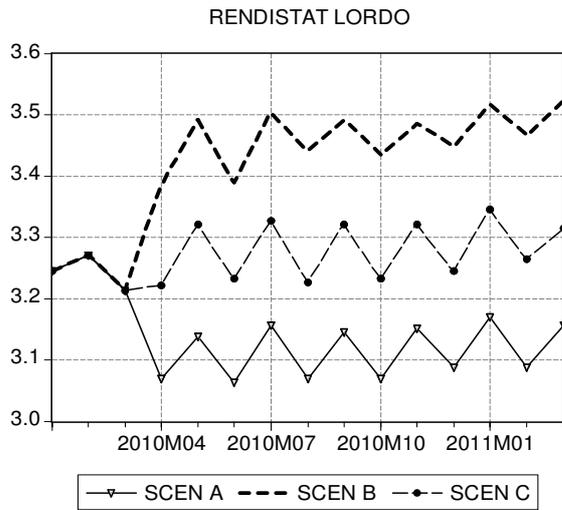
**Tassi bancari:** sia il tasso medio sui prestiti che quello sui depositi mostrano un *trend* decrescente. Nei prossimi mesi ci attendiamo che entrambi manifestino una certa tendenza al recupero. Nel caso in cui la crescita del prodotto europeo si mantenesse su di un passo simile all'attuale (scenario C), ci aspettiamo che il tasso medio sui prestiti salga fino a +4,10%, mentre il tasso medio sui depositi si attesti a +0,76% alla fine dell'orizzonte previsivo. In uno scenario di ripresa economica sostenuta (scenario B), l'andamento dei due tassi raggiungerebbe rispettivamente quota +4,39% e +0,93% 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 +3,92% e quello sui depositi scenderebbe a +0,61% a marzo 2011.

**Volumi bancari:** in base ai risultati delle simulazioni, la variazione tendenziale dei volumi seguirà un andamento crescente per i prestiti e discendente per i depositi nel periodo considerato. 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 +2,00% a marzo del prossimo anno, mentre la variazione tendenziale del volume dei prestiti nello stesso periodo dovrebbe essere di +6,30%.

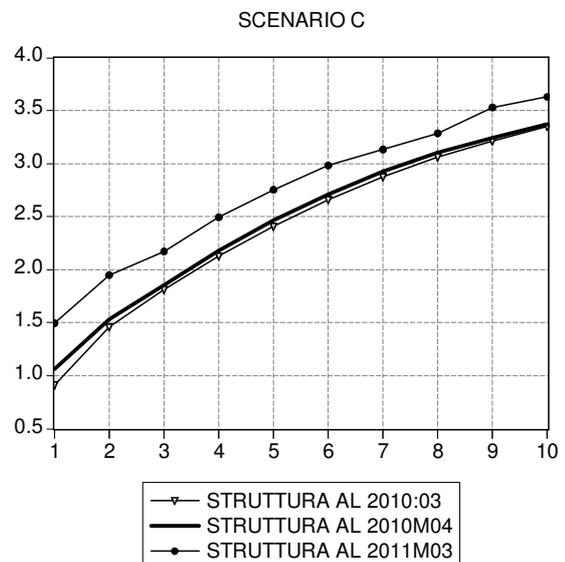
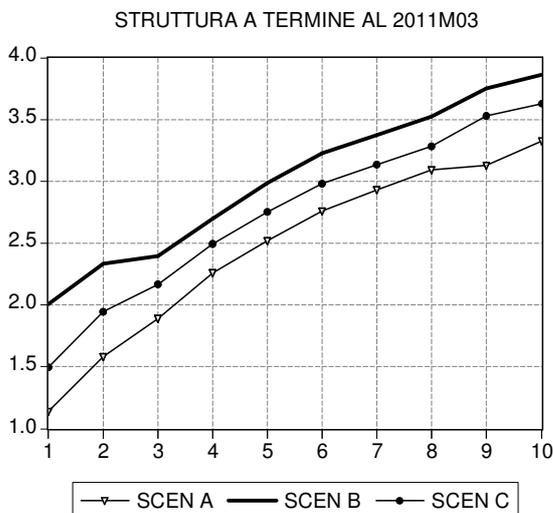
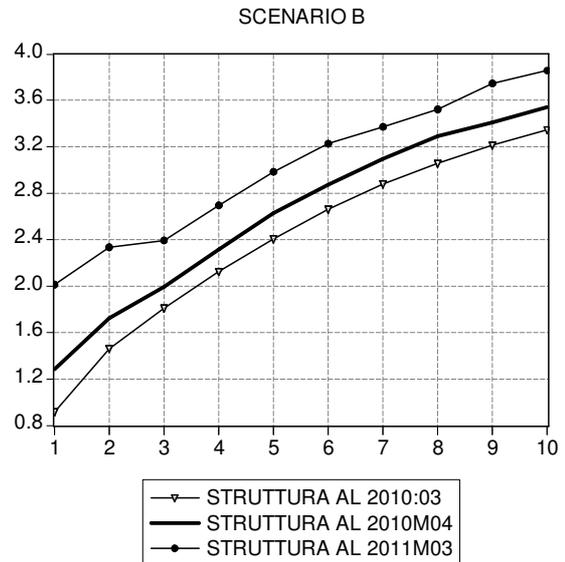
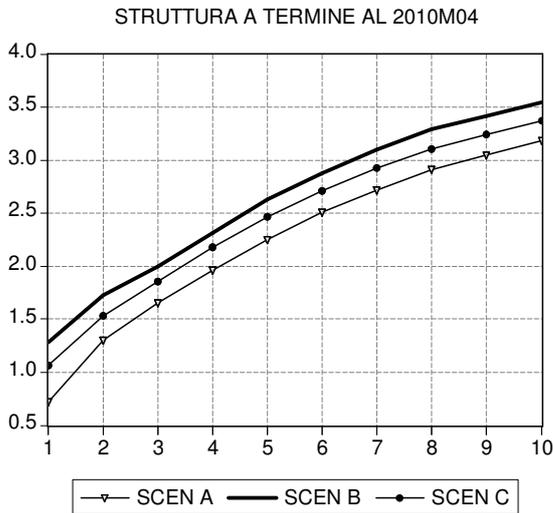
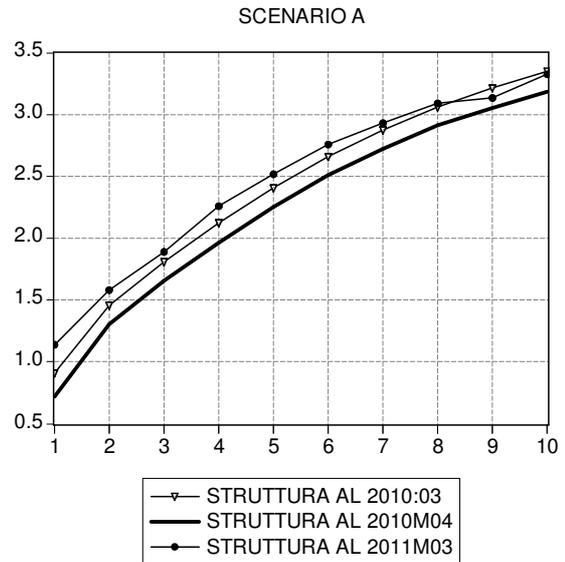
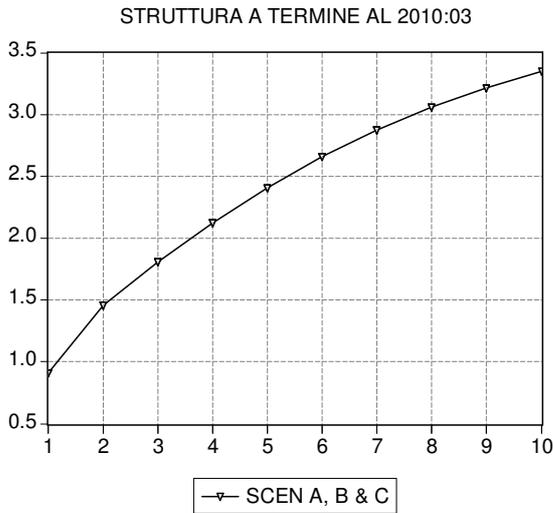
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**



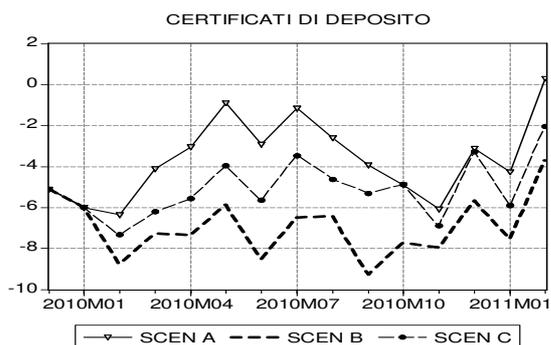
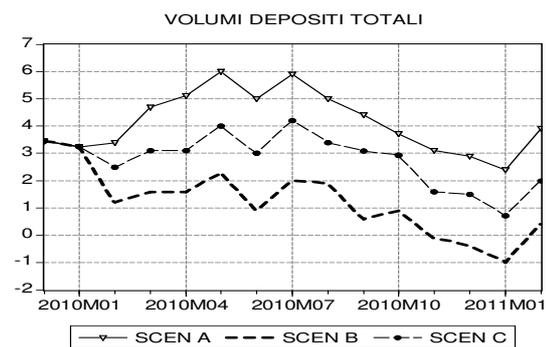
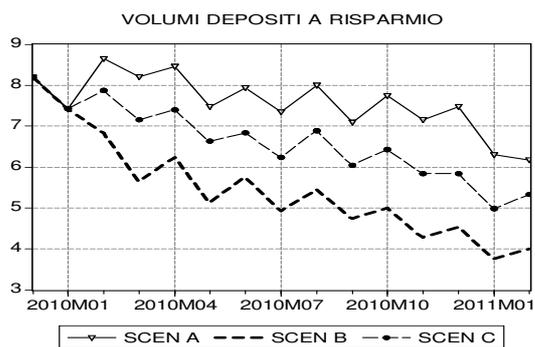
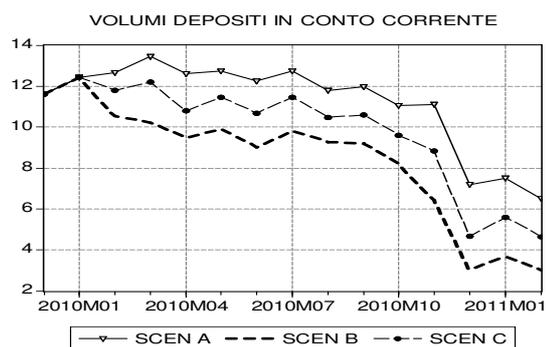
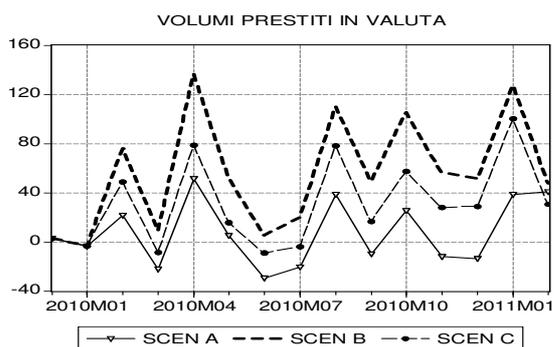
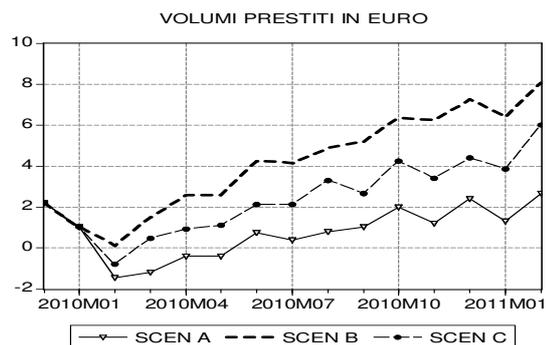
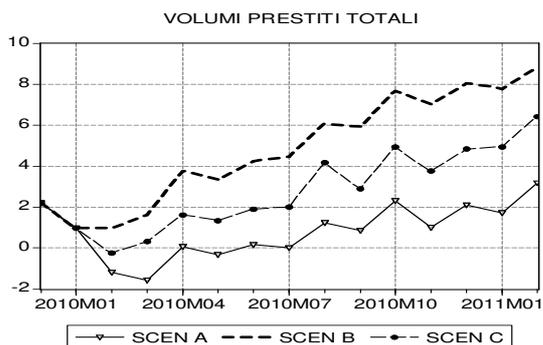
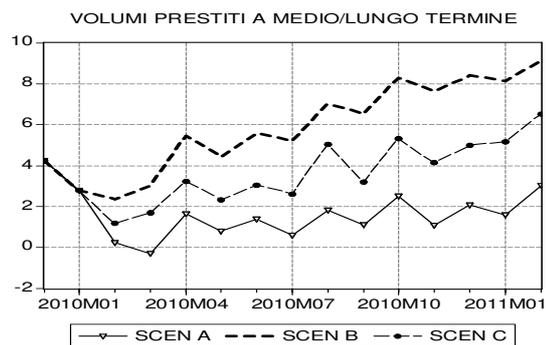
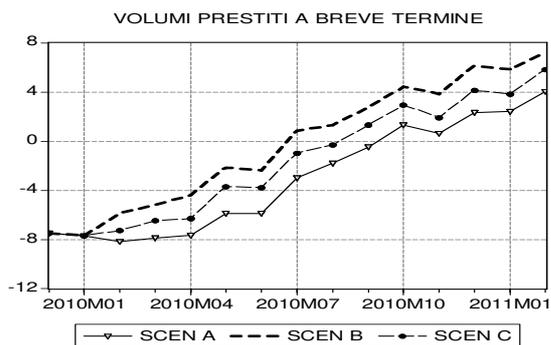
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**



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



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

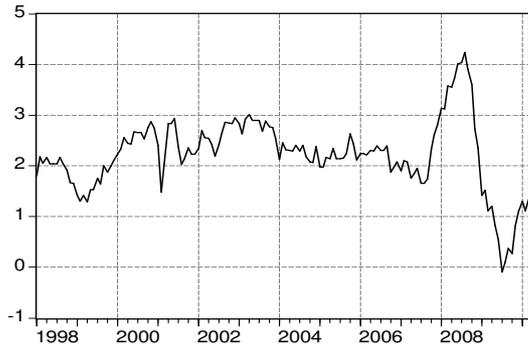


SCENARIO A	09 9	09 10	09 11	09 12	10 1	10 2	10 3	10 4	10 5	10 6	10 7	10 8	10 9	10 10	10 11	10 12	11 1	11 2	11 3	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Indice COMIT	1144	1102	1081	1138	1085	1048	1138	1097	1080	1141	1129	1189	1180	1240	1240	1302	1296	1346	1327	1327
Produzione Industriale	-15.4	-12.8	-8.7	-4.9	-0.2	0.1	4.9	3.5	2.4	3.9	3.3	4.7	5.7	4.9	4.5	6.4	5.5	7.0	6.5	6.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.4	0.3	0.8	1.1	1.3	1.1	1.4	1.2	1.2	1.1	1.6	1.5	1.6	1.5	1.5	1.6	1.5	1.7	1.6	1.6
<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/1	0.34	0.29	0.30	0.29	0.29	0.28	0.29	0.28	0.23	0.35	0.24	0.37	0.31	0.43	0.33	0.50	0.39	0.59	0.49	0.49
T. Interb. 1m lett.	0.41	0.39	0.40	0.45	0.40	0.39	0.37	0.34	0.23	0.35	0.24	0.38	0.25	0.37	0.26	0.39	0.31	0.45	0.38	0.38
T. Interb. 3m lett.	0.73	0.69	0.67	0.68	0.63	0.60	0.59	0.53	0.58	0.58	0.68	0.64	0.74	0.70	0.83	0.76	0.89	0.83	0.91	0.91
T. Interb. 6m lett.	1.03	1.00	0.98	0.98	0.94	0.92	0.90	0.83	0.93	0.88	1.03	0.92	1.10	1.01	1.12	1.07	1.26	1.14	1.29	1.29
T. Depositi medio	0.78	0.74	0.70	0.68	0.66	0.66	0.59	0.52	0.58	0.52	0.60	0.53	0.59	0.53	0.62	0.54	0.63	0.53	0.61	0.61
T. Prestiti medio	3.91	3.84	3.80	3.77	3.74	3.74	3.67	3.72	3.73	3.83	3.76	3.88	3.78	3.89	3.83	3.93	3.89	3.97	3.92	3.92
T.prest. medio - T.dep. medio	3.13	3.10	3.10	3.09	3.08	3.08	3.08	3.20	3.14	3.31	3.16	3.35	3.19	3.36	3.21	3.39	3.26	3.44	3.32	3.32
T. BOT comp. lordo 3m	0.39	0.39	0.39	0.39	0.37	0.37	0.37	0.24	0.37	0.31	0.41	0.34	0.47	0.39	0.53	0.42	0.53	0.46	0.54	0.54
T. BOT comp. lordo 6m	0.56	0.64	0.69	0.62	0.57	0.66	0.57	0.47	0.63	0.57	0.71	0.60	0.74	0.70	0.86	0.75	0.91	0.84	0.91	0.91
T. BOT comp. lordo 12m	0.75	0.93	0.87	1.03	0.81	1.00	0.91	0.72	0.82	0.83	0.92	0.80	1.04	0.94	1.07	0.97	1.13	1.04	1.14	1.14
Rendistat lordo	3.31	3.26	3.26	3.21	3.25	3.27	3.21	3.07	3.14	3.06	3.16	3.07	3.15	3.07	3.15	3.09	3.17	3.09	3.16	3.16
Rendistat netto	2.89	2.85	2.85	2.81	2.84	2.86	2.81	2.69	2.75	2.68	2.76	2.69	2.75	2.69	2.76	2.70	2.77	2.70	2.76	2.76
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	2.11	2.20	2.10	2.26	2.03	1.82	1.81	1.65	1.74	1.68	1.79	1.69	1.80	1.71	1.81	1.74	1.85	1.77	1.89	1.89
Rend. BTP a 5 anni	2.70	2.75	2.67	2.80	2.60	2.45	2.41	2.25	2.34	2.27	2.39	2.30	2.39	2.31	2.41	2.35	2.47	2.38	2.52	2.52
Rend. BTP a 7 anni	3.11	3.15	3.08	3.22	3.04	2.92	2.88	2.72	2.79	2.73	2.82	2.74	2.82	2.75	2.85	2.79	2.88	2.80	2.93	2.93
Rend. BTP a 10 anni	3.50	3.54	3.48	3.64	3.48	3.39	3.35	3.18	3.29	3.20	3.26	3.18	3.28	3.20	3.33	3.22	3.32	3.22	3.32	3.32
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2323.552	2327.654	2363.103	2373.028	2357.493	2318.851	2307.136	2328.152	2324.159	2352.710	2324.82	2338.79	2343.07	2381.42	2386.73	2423.10	2398.04	2392.59	2385.12	2385.12
Prestiti in euro	2285.979	2296.586	2327.432	2330.101	2331.024	2287.623	2273.605	2296.871	2287.297	2320.549	2289.575	2302.32	2309.296	2342.52	2355.36	2386.02	2361.33	2348.70	2344.77	2344.77
Prestiti in valuta	37.573	31.068	35.671	42.927	26.469	31.228	33.530	31.281	36.863	32.161	35.243	36.469	33.774	38.905	31.373	37.075	36.715	43.888	40.348	40.348
Prestiti a breve	380.286	369.864	379.642	371.994	374.692	366.363	365.589	362.742	364.251	368.080	376.062	373.990	378.385	374.672	381.920	380.550	383.685	381.017	381.675	381.675
Prestiti a m/l	1943.266	1957.790	1983.461	2001.034	1982.801	1952.488	1941.546	1965.410	1959.908	1984.630	1948.756	1964.796	1964.685	2006.751	2004.814	2042.549	2014.357	2011.573	2003.442	2003.442
Depositi totali	1708.014	1728.446	1742.740	1771.710	1768.491	1758.851	1793.378	1791.079	1805.855	1796.945	1797.392	1775.415	1783.167	1792.707	1796.765	1823.090	1810.935	1827.446	1847.179	1847.179
Depositi in c/c	716.997	729.560	730.860	762.321	761.079	760.510	775.089	790.425	794.581	798.923	795.364	785.392	802.750	810.103	812.059	817.208	818.160	810.019	824.695	824.695
Depositi a risparmio	258.266	258.713	259.918	263.691	267.690	272.469	273.400	274.978	273.422	274.724	275.008	278.771	276.577	278.737	278.502	283.415	284.554	289.281	287.972	287.972
Certif. deposito	732.751	740.173	751.962	745.698	739.722	725.871	744.889	725.676	737.852	723.298	727.020	711.252	703.840	703.866	706.204	722.466	708.220	728.146	734.513	734.513
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																				
Prestiti totali	2.51	-6.78	0.67	2.20	0.97	-1.20	-1.59	0.06	-0.32	0.16	0.00	1.23	0.84	2.31	1.00	2.11	1.72	3.18	3.38	3.38
Prestiti in euro	2.12	-6.52	1.13	2.19	1.02	-1.45	-1.20	-0.40	-0.40	0.75	0.40	0.80	1.02	2.00	1.20	2.40	1.30	2.67	3.13	3.13
Prestiti in valuta	34.27	-22.62	-22.35	2.56	-3.57	21.35	-22.37	51.40	4.91	-29.59	-20.56	38.54	-10.11	25.23	-12.05	-13.63	38.71	40.54	20.33	20.33
Prestiti a breve	-2.54	-5.40	-1.89	-7.53	-7.70	-8.20	-7.90	-7.70	-5.90	-5.90	-3.00	-1.80	-0.50	1.30	0.60	2.30	2.40	4.00	4.40	4.40
Prestiti a m/l	3.57	-7.03	1.17	4.23	2.79	0.23	-0.30	1.64	0.79	1.37	0.60	1.83	1.10	2.50	1.08	2.07	1.59	3.03	3.19	3.19
Depositi totali	5.88	-7.68	0.55	3.46	3.24	3.40	4.70	5.12	6.00	5.00	5.90	5.00	4.40	3.72	3.10	2.90	2.40	3.90	3.00	3.00
Depositi in c/c	13.11	12.13	11.38	11.62	12.44	12.67	13.44	12.62	12.74	12.24	12.74	11.80	11.96	11.04	11.11	7.20	7.50	6.51	6.40	6.40
Depositi a risparmio	9.97	9.57	9.41	8.19	7.42	8.65	8.20	8.46	7.47	7.93	7.35	8.00	7.09	7.74	7.15	7.48	6.30	6.17	5.33	5.33
Certif. deposito	-1.58	-24.90	-10.43	-5.10	-6.00	-6.37	-4.12	-3.04	-0.89	-2.92	-1.16	-2.60	-3.95	-4.91	-6.09	-3.12	-4.26	0.31	-1.39	-1.39

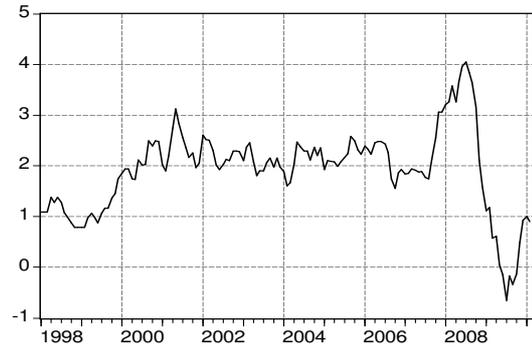
SCENARIO B	09 9	09 10	09 11	09 12	10 1	10 2	10 3	10 4	10 5	10 6	10 7	10 8	10 9	10 10	10 11	10 12	11 1	11 2	11 3	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.25	1.25	1.25	
Indice COMIT	1144	1102	1081	1138	1085	1048	1138	1295	1295	1343	1334	1400	1391	1446	1440	1494	1480	1532	1516	
Produzione Industriale	-15.4	-12.8	-8.7	-4.9	-0.2	5.2	10.1	8.8	7.8	9.1	8.3	9.1	10.0	8.8	9.1	11.6	10.8	11.9	11.7	
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.4	0.3	0.8	1.1	1.3	1.1	1.4	1.6	1.6	1.8	2.2	2.1	2.0	2.0	1.9	2.0	2.0	2.2	2.1	
<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	1.25	1.25	1.25	1.25	
T. Overnight media d/1	0.34	0.29	0.30	0.29	0.29	0.28	0.29	0.68	0.63	0.92	0.84	1.02	0.93	1.09	1.00	1.23	1.15	1.31	1.21	
T. Interb. 1m lett.	0.41	0.39	0.40	0.45	0.40	0.39	0.37	0.73	0.67	0.89	0.79	0.94	0.86	1.01	0.96	1.18	1.09	1.30	1.19	
T. Interb. 3m lett.	0.73	0.69	0.67	0.68	0.63	0.60	0.59	0.79	1.03	0.95	1.18	1.14	1.34	1.25	1.43	1.54	1.65	1.55	1.70	
T. Interb. 6m lett.	1.03	1.00	0.98	0.98	0.94	0.92	0.90	1.15	1.36	1.28	1.44	1.37	1.58	1.49	1.63	1.84	1.89	1.85	1.95	
T. Depositi medio	0.78	0.74	0.70	0.68	0.66	0.66	0.77	0.73	0.79	0.73	0.81	0.76	0.82	0.76	0.85	0.81	0.90	0.86	0.93	
T. Prestiti medio	3.91	3.84	3.80	3.77	3.74	3.74	3.94	4.02	4.09	4.19	4.10	4.22	4.16	4.23	4.18	4.31	4.35	4.37	4.39	
T.prest.medio - T.dep.medio	3.13	3.10	3.10	3.09	3.08	3.08	3.17	3.30	3.31	3.47	3.30	3.46	3.34	3.47	3.33	3.50	3.45	3.51	3.46	
T. BOT comp. lordo 3m	0.39	0.39	0.39	0.39	0.37	0.37	0.37	0.50	0.75	0.69	0.84	0.79	0.97	0.87	1.04	0.98	1.20	1.11	1.24	
T. BOT comp. lordo 6m	0.56	0.64	0.69	0.62	0.57	0.66	0.57	0.93	1.11	1.06	1.16	1.13	1.30	1.23	1.41	1.47	1.61	1.48	1.55	
T. BOT comp. lordo 12m	0.75	0.93	0.87	1.03	0.81	1.00	0.91	1.28	1.51	1.44	1.53	1.46	1.65	1.55	1.78	1.82	1.92	1.91	2.01	
Rendistat lordo	3.31	3.26	3.26	3.21	3.25	3.27	3.21	3.38	3.49	3.39	3.50	3.44	3.49	3.43	3.49	3.45	3.52	3.47	3.52	
Rendistat netto	2.89	2.85	2.85	2.81	2.84	2.86	2.81	2.96	3.05	2.97	3.07	3.01	3.05	3.00	3.05	3.02	3.08	3.03	3.08	
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	2.11	2.20	2.10	2.26	2.03	1.82	1.81	2.00	2.11	2.07	2.17	2.15	2.24	2.18	2.29	2.32	2.37	2.30	2.40	
Rend. BTP a 5 anni	2.70	2.75	2.67	2.80	2.60	2.45	2.41	2.63	2.72	2.67	2.76	2.75	2.82	2.78	2.87	2.93	2.96	2.89	2.99	
Rend. BTP a 7 anni	3.11	3.15	3.08	3.22	3.04	2.92	2.88	3.10	3.18	3.10	3.22	3.17	3.25	3.19	3.34	3.32	3.35	3.29	3.37	
Rend. BTP a 10 anni	3.50	3.54	3.48	3.64	3.48	3.39	3.35	3.54	3.68	3.59	3.72	3.61	3.76	3.69	3.79	3.69	3.83	3.74	3.86	
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2323.552	2327.654	2363.103	2373.028	2357.493	2369.077	2382.391	2414.475	2409.153	2448.782	2428.27	2450.56	2460.87	2505.95	2528.52	2564.06	2540.43	2578.27	2592.76	
Prestiti in euro	2285.979	2296.586	2327.432	2330.101	2331.024	2323.835	2335.278	2365.592	2355.732	2400.703	2374.864	2395.28	2404.849	2442.19	2472.66	2499.03	2480.21	2511.60	2526.07	
Prestiti in valuta	37.573	31.068	35.671	42.927	26.469	45.242	47.113	48.882	53.421	48.079	53.408	55.277	56.024	63.763	55.856	65.023	60.225	66.666	66.686	
Prestiti a breve	380.286	369.864	379.642	371.994	374.692	375.542	376.307	375.711	378.573	381.784	390.887	385.796	390.773	386.138	394.068	394.686	396.424	402.581	400.767	
Prestiti a m/1	1943.266	1957.790	1983.461	2001.034	1982.801	1993.535	2006.084	2038.763	2030.580	2066.998	2037.385	2064.759	2070.101	2119.814	2134.452	2169.371	2144.010	2175.686	2191.990	
Depositi totali	1708.014	1728.446	1742.740	1771.710	1768.491	1721.428	1740.279	1731.108	1742.821	1726.778	1731.199	1722.998	1718.262	1744.002	1740.997	1764.623	1750.806	1728.314	1750.721	
Depositi in c/c	716.997	729.560	730.860	762.321	761.079	746.133	752.951	768.392	774.627	775.861	774.623	767.618	782.961	789.384	777.903	785.496	789.087	768.517	777.422	
Depositi a risparmio	258.266	258.713	259.918	263.691	267.690	267.905	266.956	269.349	267.457	269.166	268.814	272.214	270.508	271.649	271.042	275.663	277.755	278.621	275.419	
Certif. deposito	732.751	740.173	751.962	745.698	739.722	707.390	720.371	693.366	700.737	681.752	687.763	683.165	664.794	682.969	692.051	703.465	683.964	681.176	697.879	
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																				
Prestiti totali	2.51	-6.78	0.67	2.20	0.97	0.94	1.62	3.77	3.33	4.25	4.45	6.07	5.91	7.66	7.00	8.05	7.76	8.83	8.83	
Prestiti in euro	2.12	-6.52	1.13	2.19	1.02	0.11	1.48	2.58	2.58	4.23	4.14	4.87	5.20	6.34	6.24	7.25	6.40	8.08	8.17	
Prestiti in valuta	34.27	-22.62	-22.35	2.56	-3.57	75.81	9.08	136.59	52.03	5.26	20.38	109.99	49.11	105.24	56.59	51.47	127.53	47.35	41.54	
Prestiti a breve	-2.54	-5.40	-1.89	-7.53	-7.70	-5.90	-5.20	-4.40	-2.20	-2.40	0.82	1.30	2.76	4.40	3.80	6.10	5.80	7.20	6.50	
Prestiti a m/1	3.57	-7.03	1.17	4.23	2.79	2.34	3.01	5.43	4.43	5.58	5.18	7.01	6.53	8.28	7.61	8.41	8.13	9.14	9.27	
Depositi totali	5.88	-7.68	0.55	3.46	3.24	1.20	1.60	1.60	2.30	0.90	2.00	1.90	0.60	0.90	-0.10	-0.40	-1.00	0.40	0.60	
Depositi in c/c	13.11	12.13	11.38	11.62	12.44	10.54	10.20	9.48	9.91	9.00	9.80	9.27	9.20	8.20	6.44	3.04	3.68	3.00	3.25	
Depositi a risparmio	9.97	9.57	9.41	8.19	7.42	6.83	5.65	6.24	5.13	5.75	4.93	5.46	4.74	5.00	4.28	4.54	3.76	4.00	3.17	
Certif. deposito	-1.58	-24.90	-10.43	-5.10	-6.00	-8.75	-7.28	-7.36	-5.87	-8.49	-6.50	-6.45	-9.27	-7.73	-7.97	-5.66	-7.54	-3.71	-3.12	

SCENARIO C	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	11 1	11 2	11 3	
<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	1144	1102	1081	1138	1085	1048	1138	1189	1180	1234	1225	1286	1282	1343	1334	1391	1375	1427	1414	1414
Produzione Industriale	15.4	12.8	8.7	4.9	0.2	2.9	7.5	6.5	4.9	6.7	5.4	6.8	8.1	6.8	6.9	8.8	7.7	9.7	8.9	8.9
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.4	0.3	0.8	1.1	1.3	1.1	1.4	1.4	1.4	1.4	2.0	1.8	1.8	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9
<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/1	0.34	0.29	0.30	0.29	0.29	0.28	0.29	0.46	0.40	0.62	0.54	0.71	0.65	0.81	0.70	0.88	0.82	0.97	0.91	0.91
T. Interb. 1m lett.	0.41	0.39	0.40	0.45	0.40	0.39	0.37	0.53	0.42	0.58	0.53	0.69	0.57	0.72	0.66	0.85	0.75	0.96	0.91	0.91
T. Interb. 3m lett.	0.73	0.69	0.67	0.68	0.63	0.60	0.59	0.65	0.81	0.76	0.91	0.83	1.03	0.95	1.07	1.04	1.18	1.11	1.24	1.24
T. Interb. 6m lett.	1.03	1.00	0.98	0.98	0.94	0.92	0.90	0.98	1.14	1.08	1.26	1.16	1.30	1.21	1.34	1.28	1.45	1.36	1.48	1.48
T. Depositi medio	0.78	0.74	0.70	0.68	0.66	0.66	0.68	0.62	0.70	0.64	0.72	0.66	0.74	0.65	0.75	0.68	0.75	0.69	0.76	0.76
T. Prestiti medio	3.91	3.84	3.80	3.77	3.74	3.74	3.80	3.86	3.89	4.00	3.92	4.04	3.97	4.07	3.98	4.11	4.06	4.16	4.10	4.10
T.prest.medio - T.dep.medio	3.13	3.10	3.10	3.09	3.08	3.08	3.12	3.24	3.19	3.36	3.20	3.38	3.23	3.42	3.23	3.43	3.31	3.47	3.34	3.34
T. BOT comp. lordo 3m	0.39	0.39	0.39	0.39	0.37	0.37	0.37	0.41	0.56	0.51	0.63	0.57	0.70	0.62	0.75	0.68	0.86	0.74	0.88	0.88
T. BOT comp. lordo 6m	0.56	0.64	0.69	0.62	0.57	0.66	0.57	0.70	0.86	0.79	0.96	0.88	1.04	0.95	1.10	1.01	1.16	1.07	1.19	1.19
T. BOT comp. lordo 12m	0.75	0.93	0.87	1.03	0.81	1.00	0.91	1.06	1.15	1.06	1.20	1.11	1.31	1.15	1.41	1.27	1.48	1.38	1.50	1.50
Rendistat lordo	3.31	3.26	3.26	3.21	3.25	3.27	3.21	3.22	3.32	3.23	3.33	3.23	3.32	3.23	3.32	3.25	3.35	3.26	3.32	3.32
Rendistat netto	2.89	2.85	2.85	2.81	2.84	2.86	2.81	2.82	2.91	2.83	2.91	2.82	2.91	2.83	2.91	2.84	2.93	2.86	2.90	2.90
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	2.11	2.20	2.10	2.26	2.03	1.82	1.81	1.86	1.95	1.87	1.98	1.90	2.02	1.95	2.07	2.01	2.11	2.07	2.17	2.17
Rend. BTP a 5 anni	2.70	2.75	2.67	2.80	2.60	2.45	2.41	2.46	2.55	2.49	2.57	2.50	2.62	2.54	2.67	2.60	2.72	2.69	2.75	2.75
Rend. BTP a 7 anni	3.11	3.15	3.08	3.22	3.04	2.92	2.88	2.92	2.99	2.94	3.00	2.93	3.04	2.97	3.08	3.02	3.13	3.06	3.14	3.14
Rend. BTP a 10 anni	3.50	3.54	3.48	3.64	3.48	3.39	3.35	3.37	3.48	3.39	3.54	3.44	3.55	3.48	3.61	3.49	3.62	3.50	3.63	3.63
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2323.552	2327.654	2363.103	2373.028	2357.493	2340.955	2351.419	2364.449	2362.631	2393.582	2371.31	2406.48	2390.70	2442.64	2452.19	2487.88	2473.95	2490.78	2499.56	2499.56
Prestiti in euro	2285.979	2296.586	2327.432	2330.101	2331.024	2302.711	2312.036	2327.542	2321.974	2352.104	2328.799	2359.65	2347.014	2393.73	2406.57	2432.63	2421.00	2440.87	2443.59	2443.59
Prestiti in valuta	37.573	31.068	35.671	42.927	26.469	38.244	39.383	36.908	40.657	41.478	42.516	46.833	43.688	48.908	45.627	55.257	52.952	49.902	55.968	55.968
Prestiti a breve	380.286	369.864	379.642	371.994	374.692	369.955	371.253	368.244	372.732	376.294	383.816	379.703	385.230	380.590	386.855	387.246	388.930	391.412	389.815	389.815
Prestiti a m/1	1943.266	1957.790	1983.461	2001.034	1982.801	1971.000	1980.166	1996.205	1989.899	2017.288	1987.499	2026.778	2005.473	2062.050	2065.337	2100.637	2085.023	2099.364	2109.743	2109.743
Depositi totali	1708.014	1728.446	1742.740	1771.710	1768.491	1743.541	1765.972	1756.665	1771.782	1762.717	1768.539	1748.361	1760.752	1779.002	1770.624	1798.286	1780.870	1778.412	1801.292	1801.292
Depositi in c/c	716.997	729.560	730.866	763.321	761.079	754.638	766.617	777.656	785.551	787.819	786.334	776.048	792.999	799.598	795.468	797.921	803.699	789.757	799.734	799.734
Depositi a risparmio	258.266	258.713	259.918	263.691	267.690	270.521	270.747	272.294	271.273	271.930	272.170	275.906	273.865	275.331	275.103	279.081	281.039	284.939	282.269	282.269
Certif. deposito	732.751	740.173	751.962	745.698	739.722	718.383	728.609	706.715	714.958	702.968	710.035	696.407	693.888	704.074	700.053	721.284	696.132	703.716	719.288	719.288
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																				
Prestiti totali	2.51	-6.78	0.67	2.20	0.97	-0.26	0.30	1.62	1.33	1.90	2.00	4.16	2.89	4.94	3.77	4.84	4.94	6.40	6.30	6.30
Prestiti in euro	2.12	-6.52	1.13	2.19	1.02	-0.80	0.47	0.93	1.11	2.12	2.12	3.31	2.67	4.23	3.40	4.40	3.86	6.00	5.69	5.69
Prestiti in valuta	34.27	-22.62	-22.33	2.56	-3.57	48.61	-8.82	78.64	15.71	-9.19	-4.17	77.91	16.27	57.42	27.91	28.72	100.05	30.48	42.11	42.11
Prestiti a breve	-2.54	-5.40	-1.89	-7.53	-7.70	-7.30	-6.47	-6.30	-3.71	-3.80	-1.00	-0.30	1.30	2.90	1.90	4.10	3.80	5.80	5.00	5.00
Prestiti a m/1	3.57	-7.03	1.17	4.23	2.79	1.18	1.68	3.23	2.33	3.04	2.60	5.04	3.20	5.33	4.13	4.98	5.16	6.51	6.54	6.54
Depositi totali	5.88	-7.68	0.55	3.46	3.24	2.50	3.10	3.10	4.00	3.00	4.20	3.40	3.09	2.92	1.60	1.50	0.70	2.00	2.00	2.00
Depositi in c/c	13.11	12.13	11.38	11.62	12.44	11.80	12.20	10.80	11.46	10.68	11.46	10.47	10.60	9.60	8.84	4.67	5.60	4.65	4.32	4.32
Depositi a risparmio	9.97	9.57	9.41	8.19	7.42	7.87	7.15	7.40	6.63	6.83	6.24	6.89	6.04	6.42	5.84	5.84	4.99	5.33	4.26	4.26
Certif. deposito	-1.38	-24.90	-10.43	-5.10	-6.00	-7.34	-6.22	-5.58	-3.96	-5.65	-3.47	-4.63	-5.30	-4.88	-6.90	-3.27	-5.89	-2.04	-1.28	-1.28

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



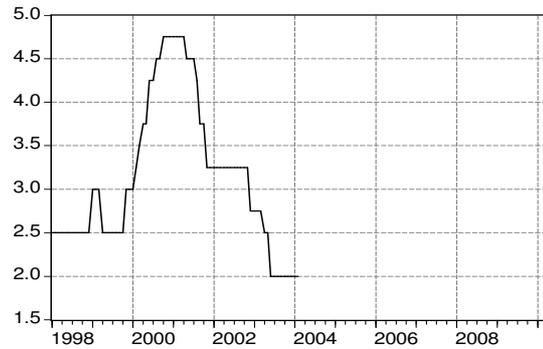
TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



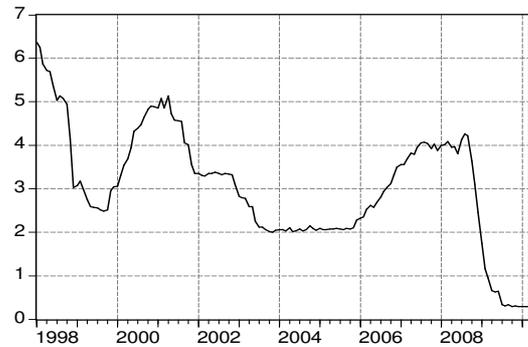
TASSO INFLAZIONE AREA EURO



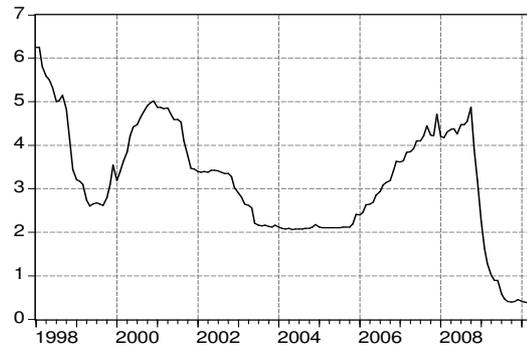
PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



TASSO DI INTERVENTO BCE



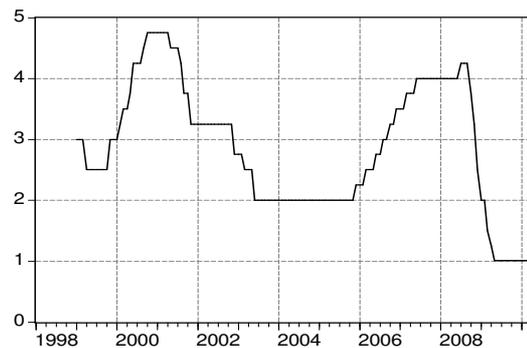
TASSO OVERNIGHT



TASSO INTERBANCARIO 1 MESE ITALIA

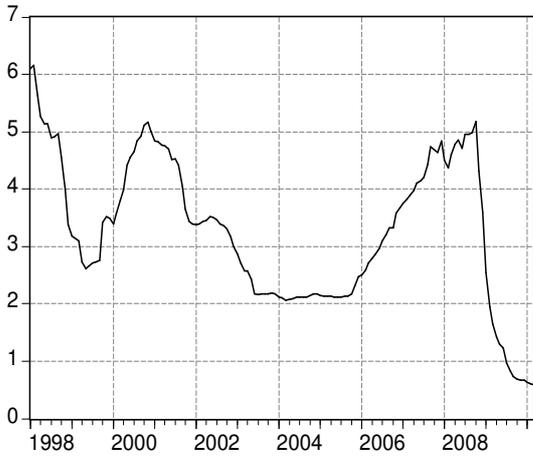


INDICE COMIT

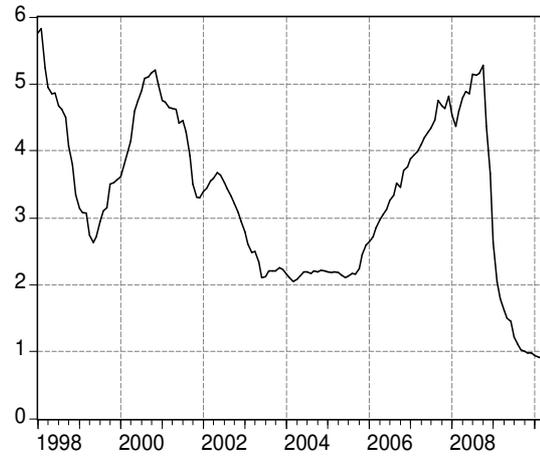


TASSO MEDIO PONDERATO PCT

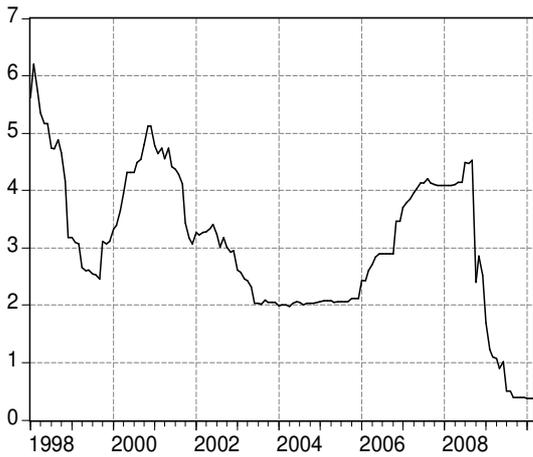
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



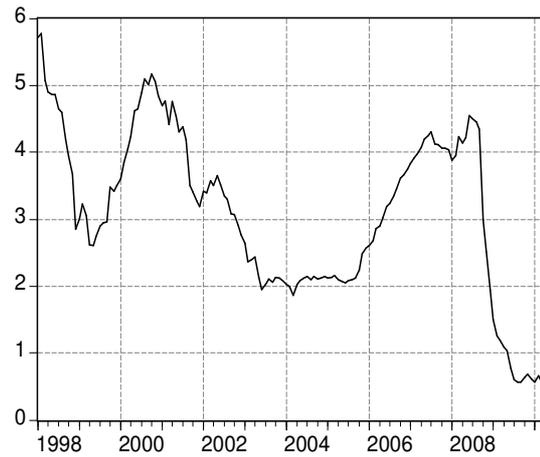
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI ITALIA (LIBOR)



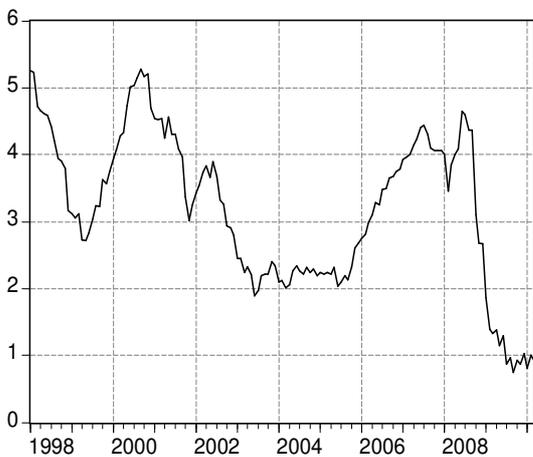
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI ITALIA



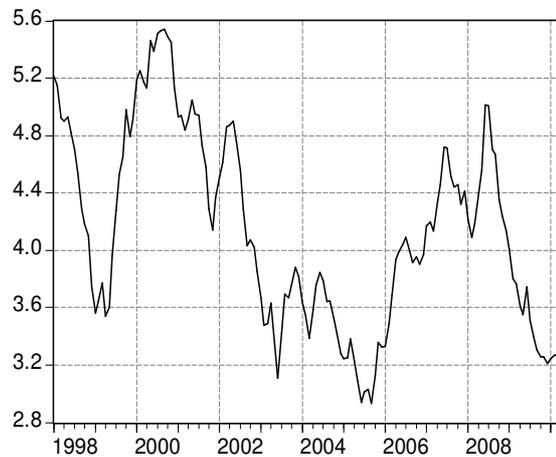
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO

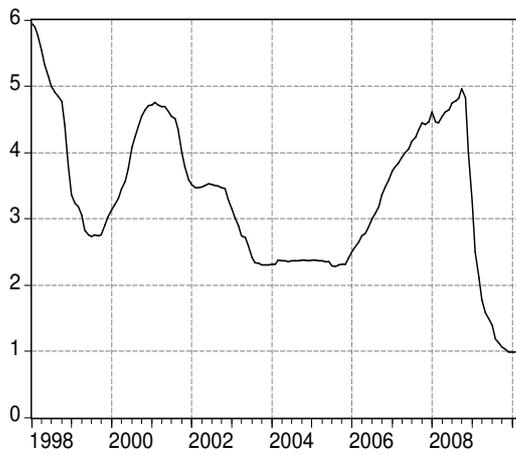


— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO

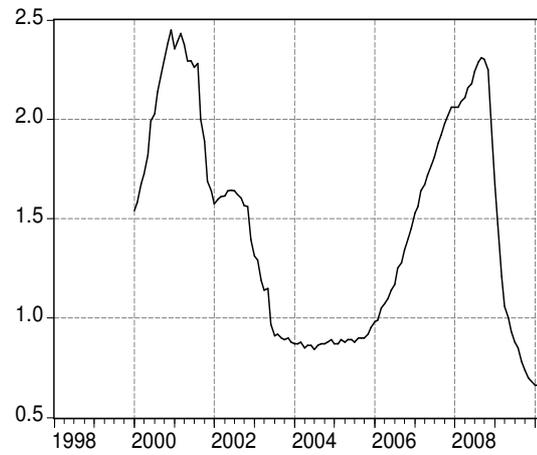


— RENDISTAT LORDO

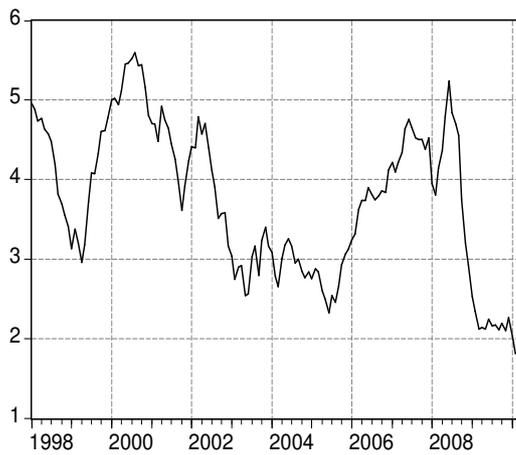
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



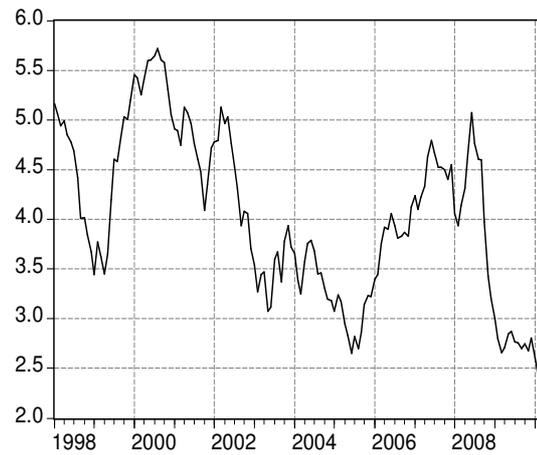
— TASSO PRESTITI MINIMO



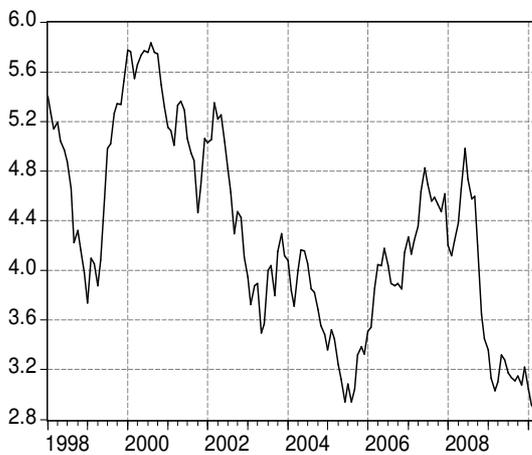
— TASSO DEPOSITI MEDIO



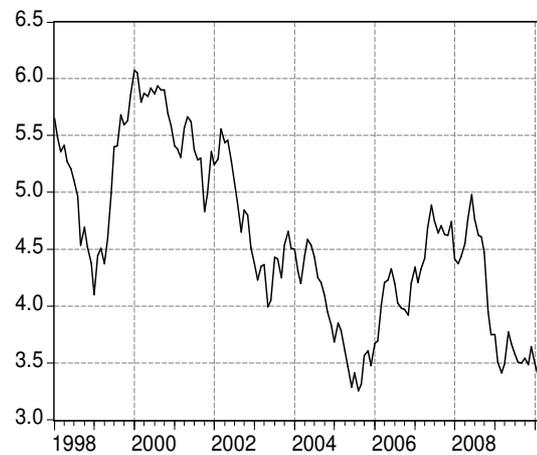
— RENDIMENTO A 3 ANNI



— RENDIMENTO A 5 ANNI



— RENDIMENTO A 7 ANNI



— RENDIMENTO A 10 ANNI

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

