



# 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 Aprile 2013.*

*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

La debolezza che ha contraddistinto il contesto globale negli ultimi mesi sembra allentarsi negli Stati Uniti e in Giappone. Una profonda recessione persiste invece in Area Euro. Data l'incertezza del ciclo economico, lo scenario rimane focalizzato sulle politiche monetarie condotte dalle principali banche centrali. A inizio aprile la *BoJ* ha introdotto un allentamento monetario volto a supportare la ripresa raddoppiando la base monetaria in due anni. Negli Stati Uniti la *Fed* prosegue il forte stimolo monetario iniziato nel corso del 2012. Dato l'intensificarsi della debolezza in tutti i maggiori Stati membri e la dinamica inflattiva in rallentamento, un taglio del *refi* di 25 punti base da parte della BCE nella riunione di maggio è scontato. In confronto alle politiche perseguite dalla *Fed* e dalla *BoJ*, infatti, la politica monetaria espansiva condotta fin'ora dalla BCE risulta, in termini relativi, la meno accomodante. I tassi di interesse sono compresi tra lo 0% e lo 0,25% in Usa e i tassi *overnight* in Giappone pressoché nulli. È dunque necessario che la BCE allinei il tasso di interesse di riferimento dell'Area Euro ai tassi vigenti nelle altre principali macroaree, anche al fine di evitare un eccessivo apprezzamento dell'euro. Non è da escludere inoltre che, qualora le condizioni non migliorassero, la BCE possa procedere a un'ulteriore decurtazione del *refi* nel periodo estivo. Il fattore critico dello scenario rimane l'evolversi del quadro politico italiano. In seguito alla rielezione del Presidente Napolitano e all'incarico di governo a Letta, le tensioni sul mercato del debito sovrano italiano si sono allentate. Lo *spread* tra BTP e *Bund* è tornato sotto alla soglia dei 300 punti base. Contribuisce a tale flessione l'allentamento monetario introdotto dalla *BoJ*. La liquidità immessa nei mercati si è orientata verso i titoli di stato italiano, in grado di offrire un buon rapporto rischio-rendimento. Al fine di stabilizzare la riduzione dello *spread*, il nuovo governo dovrà attuare manovre di breve termine mirate a supportare la crescita e riforme strutturali di lungo periodo volte a ridurre i costi degli apparati burocratici e amministrativi.

### Scenario internazionale

*La debolezza che ha contraddistinto il contesto globale negli ultimi mesi sembra allentarsi negli Stati Uniti e in Giappone. Una profonda recessione persiste invece in Area Euro.*

La Cina mostra segnali di rallentamento, con il PIL che cresce dell'1,6% t/t (+7,7% a/a) nel primo trimestre del 2013 contro il +2% t/t (+7,8% a/a) degli ultimi tre mesi del 2012.

### USA

Lo scenario americano presenta segnali di ripresa, nonostante persistano elementi d'incertezza. Il PIL del primo trimestre del 2013 è in lieve aumento, anche se, su base annua, la crescita rimane inferiore al 2%. Nonostante la variazione sia inferiore alle attese (+3% t/t) il risultato può considerarsi positivo poiché incorpora parte degli effetti delle manovre correttive introdotte per evitare il "fiscal cliff".

La prima lettura del PIL del primo trimestre indica una ripresa della crescita economica. Il PIL registra un aumento del 2,5% t/t (+1,8% a/a) dopo il +0,4% t/t (+1,7% a/a) dell'ultimo trimestre del 2012. I consumi privati crescono del 3,2% t/t (+2% a/a) dopo il +1,8% t/t (+1,8% a/a) del trimestre precedente, contribuendo notevolmente alla crescita del PIL (+2,24%). La spesa pubblica continua a ridursi, segnando un -4,1% t/t (-2,1% a/a) dopo il crollo del quarto trimestre (-7% t/t, -1,8% a/a) sottraendo punti alla crescita (-0,8% t/t). Gli investimenti fissi aumentano del 4,1% t/t (+5,8% a/a) contro il +14% t/t (+7,2% a/a) degli ultimi tre mesi del 2012. A causare il rallentamento sono gli investimenti fissi non residenziali, che registrano un +2,1% t/t (+4,1% a/a) contro il +13,2% t/t (+5,4% a/a) del periodo precedente. I residenziali invece continuano a crescere a ritmi sostenuti (+12,6% t/t, +13% a/a da +17,6% t/t, +14,9% a/a) apportando un contributo positivo alla variazione del PIL (+0,31% t/t). Un considerevole contributo alla crescita è dato dalle scorte (+1,03% t/t) che tornano ad aumentare dopo il crollo del quarto trimestre (-1,52%). Le importazioni aumentano più delle esportazioni (rispettivamente +5,4% t/t, +0,8% a/a e +2,9% t/t, +1,8% a/a). Di conseguenza le esportazioni nette sottraggono punti alla crescita per uno 0,5% t/t.

Le rilevazioni mensili relative al commercio con l'estero di febbraio segnalano un restringimento del deficit della bilancia commerciale, passato a -42,96 da -44,46 miliardi di dollari. Le esportazioni sono in lieve aumento a +0,8% m/m dopo il calo dell'1,2% m/m di gennaio. Le importazioni registrano una variazione nulla, dopo l'incremento di +1,8% m/m del mese precedente.

A marzo la produzione industriale continua a crescere moderatamente (+0,4% m/m, +3,5% a/a) dopo l'aumento del periodo precedente (+1,1% m/m, +2,5% a/a). Gli ordini di beni durevoli a marzo registrano un crollo del 5,7% m/m (-0,1% a/a, esclusi trasporti -1,4% m/m) ritracciando l'aumento del mese precedente (+4,3% m/m, +0,6% a/a). A marzo l'indice ISM manifatturiero risulta in flessione a +51,3 da +54,2 del mese

precedente. In calo anche l'ISM non manifatturiero, che registra +54,4 da +56 di febbraio. L'indice Chicago PMI di aprile si riduce a +49 da +52,4. Nello stesso mese si contrae anche l'indice di fiducia di Philadelphia (+1,3 dal +2 registrato a marzo) rimanendo in territorio positivo. Un decremento si rileva anche per il *NY Empire State Manufacturing* (+3,1 ad aprile da +9,2 di marzo). Questi lievi peggioramenti indicano un temporaneo rallentamento che potrebbe riflettersi in una decelerazione della crescita del PIL nel secondo trimestre, ma non sono da interpretare come un'inversione di tendenza della ripresa economica.

Dal lato della domanda le principali indagini relative alla fiducia dei consumatori segnalano un andamento contrastante nel mese di aprile. Il *Conference Board* sale a +68,1 da +61,9, segnalando un ritorno della fiducia dei consumatori dopo il crollo causato dal timore per il *fiscal cliff*. L'indice di fiducia delle famiglie del Michigan è in calo a +76,4 da +78,6. Le vendite al dettaglio a marzo si riducono dello 0,4% m/m (+2,8% a/a) dopo l'aumento registrato in febbraio (+1 % m/m, +4,4% a/a). A marzo continua il trend positivo del reddito disponibile, che aumenta dello +0,3% m/m, dopo il +0,7% del mese precedente. La variazione della spesa delle famiglie risulta invariata a +0,3% m/m. L'indice CPI *core* nello stesso mese si riduce lievemente rispetto al mese di febbraio (+1,9% a/a da +2% a/a) allontanando ulteriormente il timore di pressioni inflazionistiche.

La situazione del mercato del lavoro è in miglioramento, nonostante i dati di marzo non siano particolarmente positivi. Il tasso di disoccupazione è in lieve riduzione rispetto a febbraio (+7,6% da +7,7%). L'occupazione è cresciuta di +88 mila unità, grazie al settore privato (+95 mila). Il dato relativo all'occupazione del mese precedente è stato rivisto al rialzo da +236 mila a +268 mila unità. Il settore manifatturiero registra una riduzione del numero di occupati (-3 mila unità) dopo aver registrato un incremento a febbraio (+19 mila unità). Il tasso di partecipazione è in lieve riduzione a +63,3% da +63,5%.

Dai verbali della riunione del FOMC di marzo è emerso il dibattito relativo ai costi e ai benefici del programma di acquisti di titoli di stato. Tutti i partecipanti ritengono che lo stimolo sia stato efficace, ma alcuni reputano i rischi associati agli acquisti crescenti. Le posizioni si sono divise tra chi sostiene che gli acquisti dovrebbero essere ridotti verso metà anno e chi ritiene che l'attuale ritmo di acquisti sia adeguato alla fase del ciclo economico e vada mantenuto sino a fine anno. La decisione sarà presa analizzando gli sviluppi delle condizioni del mercato del lavoro. Il Comitato si è detto pronto a modificare il mix di strumenti utilizzati per ridurre o mantenere lo stimolo sulla base di tali informazioni.

## GIAPPONE

Il PIL nel quarto trimestre 2012 registra una variazione nulla (0% t/t, +0,5% a/a). Il paese sembra essere uscito dalla fase di recessione. I consumi privati tornano a crescere dello 0,5% t/t (+1,2% a/a) dopo il -0,5% t/t del terzo trimestre (+1,2% a/a). Gli investimenti fissi registrano una variazione nulla (0% t/t, +0,1% a/a) dopo il crollo dell'1,3% (+4,4% a/a) del trimestre precedente. Si ridimensionano notevolmente anche le esportazioni, segnando un -3,7% t/t (-5,7% a/a) dopo il -5,1% t/t (-4,8% a/a) registrato tra luglio e settembre. Anche le importazioni si riducono (-2,3% t/t, +0,7% a/a) in modo più marcato rispetto al trimestre precedente (-0,5 % t/t, +5,1% a/a). Il contributo delle esportazioni nette è dunque negativo e pari a -0,2% t/t.

A marzo le esportazioni continuano ad aumentare, registrando un +18,7% m/m (+1,1% a/a) dopo il +10,1% m/m (-2,9% a/a) di febbraio. Anche le importazioni sono in forte crescita (+9,4% m/m, +5,5% a/a) dopo il crollo del mese precedente (-5,7% m/m, +1,2% a/a). Il saldo commerciale rimane tuttavia negativo (-362,42 milioni di ¥ a/a). E' da ricordare come la crescita del paese sia notevolmente sbilanciata e basata sul canale estero. L'incerta dinamica degli scambi e la debolezza dello scenario internazionale pongono ancora rilevanti rischi al ribasso per la crescita. Tuttavia l'aggressiva politica del neo governo sta indebolendo lo yen. Questo deprezzamento, congiuntamente alla ripresa dei flussi a livello globale, dovrebbe riportare il paese a crescere.

A marzo la produzione industriale è tornata a crescere (+0,2% m/m, -7,3% a/a) dopo la contrazione del mese precedente (-0,1% m/m, -11% a/a). Gli ordini di macchinari industriali di febbraio aumentano notevolmente, registrando un +7,5% m/m (-11,3% a/a) dopo essere crollati di -13,1% m/m (-9,7% a/a) a gennaio. L'indicatore Tankan relativo al quarto trimestre del 2012 è in miglioramento rispetto allo scorso periodo, pur rimanendo negativo. L'indice si attesta a -8 dopo aver registrato -9 nel terzo trimestre. L'indice manifatturiero risulta invariato a -15, mentre il non manifatturiero risulta in miglioramento a -2 da -6. L'indice di fiducia dei consumatori a marzo conferma il trend positivo degli ultimi mesi, passando a +45 da +44,2 di febbraio. Nello stesso mese le vendite al dettaglio tornano debolmente positive, aumentando dello 0,3% a/a, dopo il -2,2% a/a del mese precedente.

La prima riunione della *BoJ* presieduta del nuovo governatore Kuroda, ha introdotto un allentamento monetario quantitativo e qualitativo con lo scopo di stimolare la ripresa. Il neo presidente ha dichiarato di voler raggiungere l'obiettivo d'inflazione al 2% a/a in due anni. Al fine di supportare tale risultato la base monetaria e l'ammontare dei titoli di stato (*JGB*) ed *ETF* in portafoglio nei prossimi due anni saranno raddoppiati, congiuntamente alla scadenza media dei titoli di stato in possesso della Banca. Tale manovra dovrebbe aumentare la base monetaria dagli attuali 138 a 270 trilioni di yen. L'allentamento monetario quantitativo e qualitativo continuerà fino a quando sarà necessario.

## Scenario europeo

*Dato l'intensificarsi della debolezza in tutti i maggiori Stati membri e la dinamica inflattiva in rallentamento un taglio del refi di 25 punti base da parte della BCE nella prossima riunione di maggio è scontato.*

La lettura finale del PIL del quarto trimestre segnala un indebolimento dell'attività economica nell'ultimo trimestre del 2012. Il PIL ha subito una flessione dello 0,6% t/t (-0,9% a/a). A pesare sono i risultati negativi di tutti i principali stati membri. Registrano un'ulteriore flessione i consumi privati, scesi dello 0,3% t/t (-1,1% a/a) dopo il -0,1% t/t (-1,3% a/a) del terzo trimestre. La contrazione degli investimenti fissi diviene più profonda (-1,2% t/t, -4,9% a/a dopo il -0,9% t/t, -4,3% a/a del trimestre precedente). Ne deriva un contributo alla variazione del PIL del -0,2% t/t. Si riducono anche le esportazioni e le importazioni (rispettivamente -0,8% t/t, +2,3% a/a e -0,9% t/t, -0,6% a/a) con un apporto negativo alla crescita (-0,05%).

Il settore del commercio estero a febbraio conferma un trend moderatamente positivo, con un aumento delle esportazioni dello 0,1% m/m (dopo il +1,9% m/m di gennaio) e un calo delle importazioni, che passano a -2,1% m/m ritracciando il miglioramento del periodo precedente (+2,9% m/m). Per quanto riguarda il mercato del lavoro, il tasso di disoccupazione a marzo è in lieve aumento a +12,1% da +12% di febbraio. In aprile l'indice PMI manifatturiero si riduce lievemente (+46,5 da +46,8), mentre l'indice PMI dei servizi aumenta di due decimi di punto a +46,6 da +46,4. La produzione industriale a febbraio registra un aumento dello 0,4% m/m (-3,1% a/a) ritracciando parte della contrazione registrata a gennaio (-0,6% m/m, -2,4% a/a). Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio risultano in flessione a febbraio, registrando un -0,3% m/m (-1,4% a/a) dopo l'aumento di gennaio (+0,9% m/m, -1,9% a/a). L'inflazione ad aprile, secondo la stima flash, si ridimensiona rispetto al mese precedente (+1,2% a/a da +1,7% a/a).

Dalla riunione di aprile della BCE non sono emerse importanti novità. Il governatore Draghi ha confermato che la Banca è pronta a intervenire anche attraverso misure non convenzionali. Un taglio del *refi* nella riunione di maggio è ormai scontato, dato l'intensificarsi della debolezza in tutti i paesi dell'Area Euro, Germania compresa, e la dinamica inflattiva in rallentamento. È inoltre da sottolineare come, in confronto con le manovre introdotte dalle altre principali banche centrali, la politica perseguita della BCE risulti meno accomodante. I tassi di interesse sui *federal funds* offerti dalla *Fed* si attestano tra lo 0% e lo 0,25%. In Giappone il tasso *overnight* si mantiene attorno allo 0%. È, dunque, necessario un allineamento dei tassi di riferimento dell'Area Euro a quelli offerti nelle altre macroaree. Tutti i principali Stati membri sono ormai consapevoli che, a fianco alla politica di rigore necessaria per risanare le finanze pubbliche, sia doveroso implementare interventi a sostegno della ripresa.

## GERMANIA

La stima del PIL del quarto trimestre conferma che negli ultimi mesi del 2012 l'attività economica in Germania ha rallentato. Il PIL si è contratto dello 0,6% t/t (+0,1% a/a). Continuano a sostenere la crescita i consumi privati (+0,2% t/t, +0,8% a/a) con un contributo pari a +0,1% t/t. Sottraggono invece punti alla crescita gli investimenti fissi (-0,1% t/t) che si sono ridotti dello 0,7% t/t (-5,1% a/a) nell'ultimo trimestre del 2012. Anche le esportazioni si contraggono (-2% t/t, +2% a/a) come pure le importazioni (-0,6% t/t, +0,5% a/a). Di conseguenza le esportazioni nette apportano un contributo negativo alla variazione del PIL per uno 0,8% t/t, che pesa notevolmente sul risultato economico dell'intera Area Euro.

Per quanto concerne il commercio con l'estero di febbraio, le esportazioni si riducono dell'1,5% (-2,8% a/a), dopo l'aumento di +1,3% m/m (+3% a/a) di gennaio. Anche le importazioni registrano una forte variazione negativa (-3,8% m/m, -5,9% a/a) ritracciando il miglioramento del periodo precedente (+3,3% m/m, +2,9% a/a). La bilancia commerciale segna un avanzo di +17,1 miliardi di euro. Le condizioni del mercato del lavoro rimangono buone: il tasso di disoccupazione ad aprile è in lieve calo a +7,15 dal +7,3% di marzo. La produzione industriale è in lieve aumento a febbraio, segnando un +0,5% m/m (-5,3% a/a) dopo la variazione leggermente negativa di gennaio (-0,6% m/m, -1,2% a/a). Gli ordini all'industria manifatturiera migliorano a febbraio, assestandosi a +2,3% m/m (-2,9% a/a) dopo il calo di gennaio (-1,6% m/m, -1% a/a). I segnali sul clima di fiducia del mese di aprile risultano contrastanti. L'indice *ZEW* sulla fiducia di analisti e investitori

istituzionali si riduce a +36,3 da +48,5 di marzo, pur rimanendo al di sopra della media storica (+23,5). Si riduce anche l'indice *Ifo*, che registra un +104,4 dopo il +106,7 di marzo. Il PMI manifatturiero rimane abbondantemente sotto alla soglia del +50, assestandosi a +47,9 da +49. In calo anche l'indice dei servizi, che registra un +49,2 dopo il +50,9 del mese precedente. Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio di marzo si riducono dello 0,3% m/m (-2,7% a/a) dopo il -0,6% m/m (-2,6% a/a) di febbraio.

## FRANCIA

La seconda stima del PIL del quarto trimestre del 2012 conferma il rallentamento dell'attività economica. Il PIL subisce una flessione dello 0,3% t/t (-0,3% a/a) dopo il lieve aumento dello scorso trimestre (+0,2% t/t, +0,1% a/a). I consumi privati si riducono leggermente (-0,1% t/t, -0,1% a/a) apportando un contributo negativo alla crescita pari a -0,04% t/t. Si riducono anche gli investimenti fissi (-0,8% t/t, -1,9% a/a) dopo essersi contratti anche nel terzo trimestre (-0,4% t/t, +0,2% a/a), sottraendo punti alla crescita (-0,16% t/t). Le esportazioni nette contribuiscono positivamente alla crescita (+0,18%) poiché le esportazioni si sono ridotte in modo meno pesante delle importazioni (rispettivamente del -0,6% t/t, +0,7% a/a e del -1,2% t/t, 0% a/a).

La produzione industriale a febbraio aumenta dello 0,8% m/m (-3,4% a/a) dopo la flessione di gennaio (-1,3% m/m, -4,6% a/a). La fiducia delle imprese registra una contrazione nel mese di aprile, scendendo a +88 dal precedente +91. L'indice PMI del manifatturiero di aprile risulta in lieve aumento a +44,4 da +44, mentre si rileva un forte incremento per l'indice dei servizi, che si attesta a +44,1 da +41,3. Nello stesso mese la fiducia dei consumatori è invariata a +84. Il tasso di disoccupazione è in lieve aumento a marzo (+11% da +10,9%). Le vendite al dettaglio si riducono a febbraio, registrando un -2,2% m/m (-0,1% a/a) dopo l'aumento del mese precedente (+0,2% m/m, +0,8% a/a).

## ITALIA

La seconda lettura del PIL dell'ultimo trimestre conferma la debolezza dell'economia italiana. Il PIL negli ultimi tre mesi del 2012 si è contratto dello 0,9% t/t (-2,8% a/a). I consumi privati si riducono dello 0,7% t/t (-4,4% a/a) sottraendo punti alla crescita (-0,4% t/t). Gli investimenti fissi rallentano pesantemente (-1,2% t/t, -7,6% a/a) dopo essere calati anche nel trimestre precedente (-1,4% t/t, -9,8% a/a). Aumentano leggermente le esportazioni (+0,3% t/t, +1,9% a/a) dopo il +0,5% t/t (+1,6% a/a) del terzo trimestre, mentre si riducono le importazioni (-0,9% t/t, -6,6% a/a) dopo il -1,4% t/t (-7,8% a/a). Le esportazioni nette continuano, di conseguenza, a essere l'unica voce positiva tra i contributi alla crescita (+0,4% t/t).

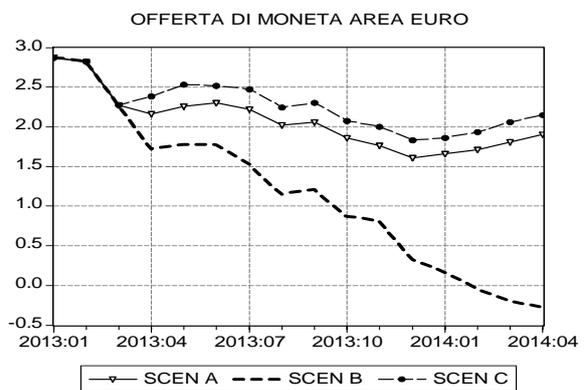
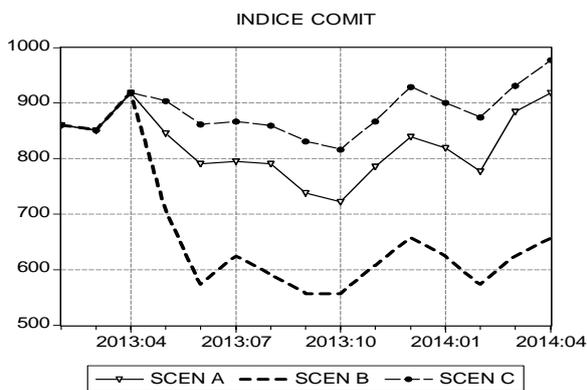
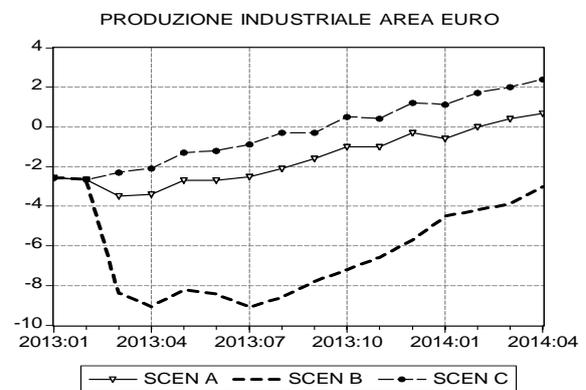
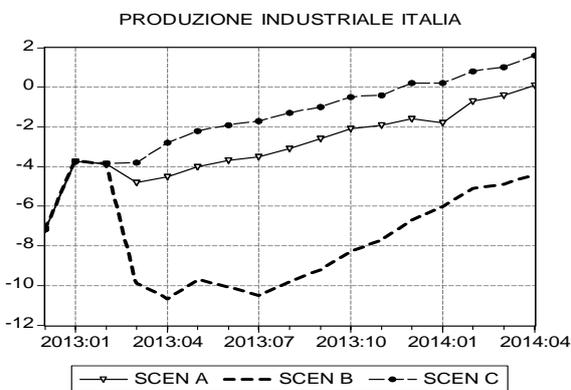
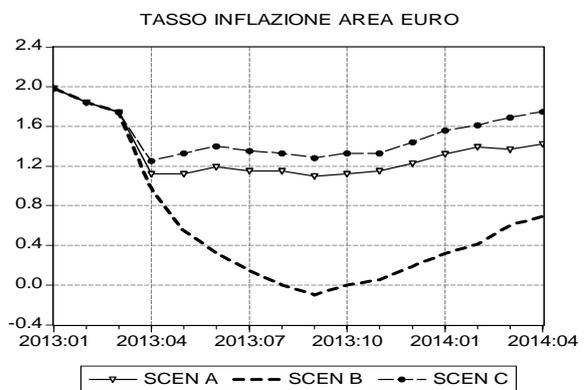
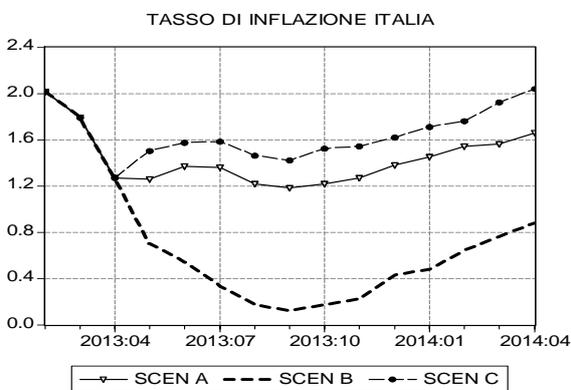
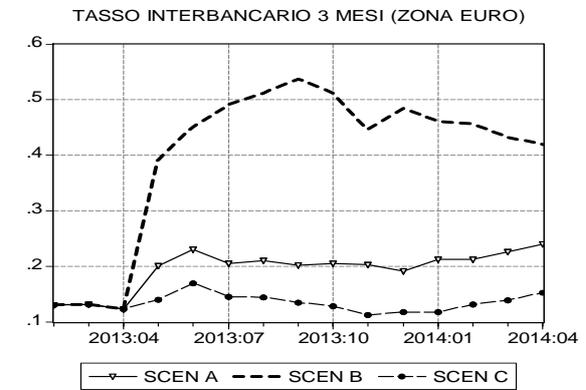
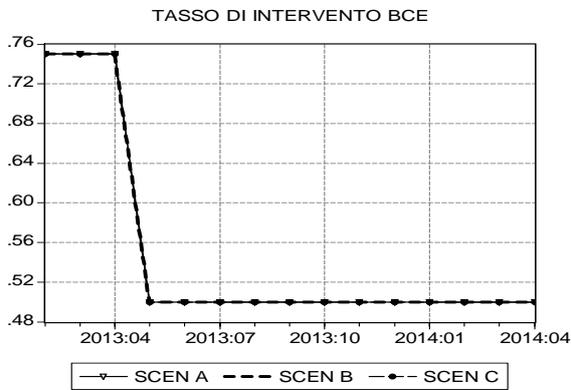
Per quanto riguarda il commercio estero, le rilevazioni di febbraio confermano la debolezza degli scambi con i paesi europei. Le esportazioni si riducono dello 0,5% m/m (-6,6% a/a) dopo il calo dello 0,7% m/m (+2,6% a/a) di gennaio. Si contraggono anche le importazioni, che registrano un -2% m/m (-7,2% a/a) dopo il crollo dell'1,8% m/m (+2,4% a/a) del mese precedente. Segnali più positivi provengono invece dai dati di marzo relativi al commercio con i paesi extraeuropei. Le esportazioni recuperano parte del crollo del mese precedente (-5,7% m/m, +2,1% a/a di febbraio) registrando +2% m/m (-1,3% a/a) a marzo. Le importazioni si riducono ulteriormente (-2,4% m/m, -15% a/a) dopo il crollo del 3,4% m/m (-12,4% a/a) del mese precedente. La produzione industriale registra un calo a febbraio (-0,8% m/m, -3,8% a/a) dopo il lieve miglioramento di gennaio (+1% m/m, -3,4% a/a). Segnali sconfortanti provengono anche dagli ordini all'industria, che continuano a contrarsi (-2,5% m/m, -7,9% a/a a febbraio, da -1,4% m/m, -3,3% a/a). Ad aprile l'indice di fiducia delle imprese manifatturiere si riduce, assestandosi a +87,6 da +88,6. Una pesante contrazione si rileva per l'indice di fiducia delle imprese di servizi, che registra +68,3 da +73,6 del periodo precedente. Nello stesso mese la fiducia dei consumatori aumenta lievemente a +86,3 da +85,3 di marzo. Le vendite al dettaglio a febbraio si riducono dello 0,2% m/m (-4,8% a/a) dopo il -0,5% m/m (-3% a/a) di gennaio. I dati relativi al mercato del lavoro confermano la debolezza della dinamica occupazionale, con il tasso di disoccupazione invariato a +11,5%.

In seguito alla rielezione del Presidente Napolitano e l'instaurazione del nuovo governo guidato da Enrico Letta, le tensioni speculative verso il paese si sono allentate. Contribuisce a tale distensione la liquidità immessa nei mercati dalla *BoJ*, che ha aumentato la domanda di titoli di stato italiani, in grado di offrire un buon rapporto rischio-rendimento. Si osserva una riduzione dello *spread*, tornato sotto la soglia dei 300 punti base. Tale ribasso sembra tuttavia legato più a fattori di breve termine piuttosto che strutturali. La situazione italiana rimane infatti fragile ed è necessario che il nuovo governo sia in grado di promuovere interventi a favore della crescita nel breve termine accompagnati da riforme strutturali di medio – lungo periodo. Un allentamento del rigore in sede europea potrà essere ottenuto solo a condizione che venga ridotto l'eccessivo costo degli apparati burocratici e amministrativi che il paese non può più sostenere.

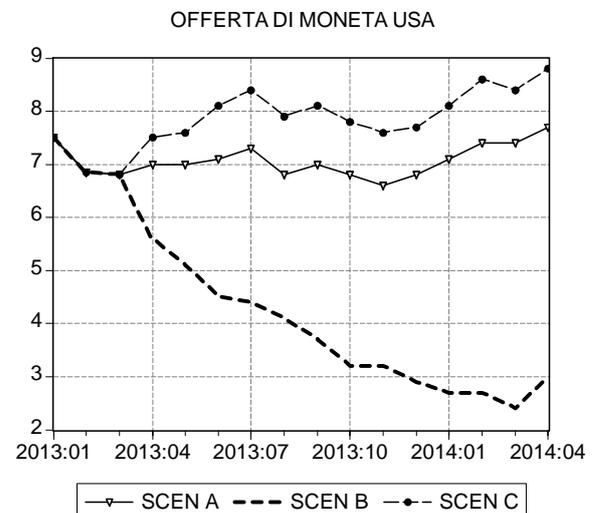
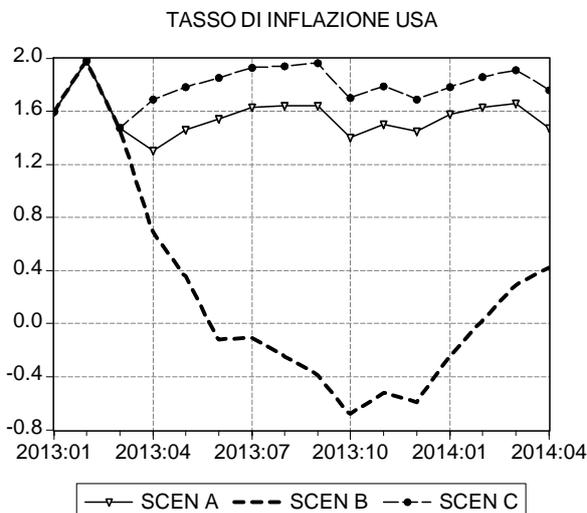
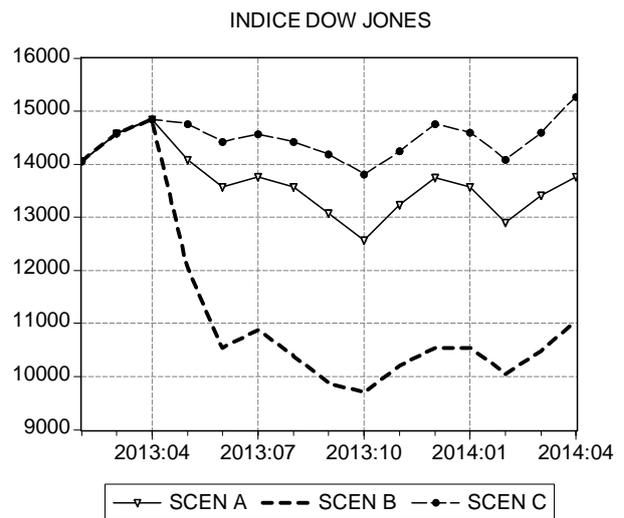
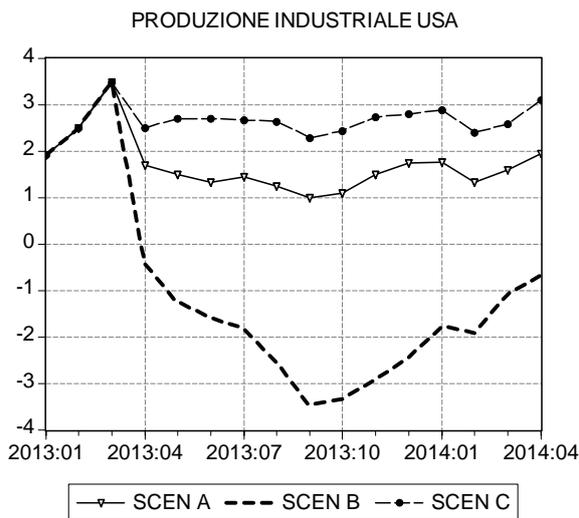
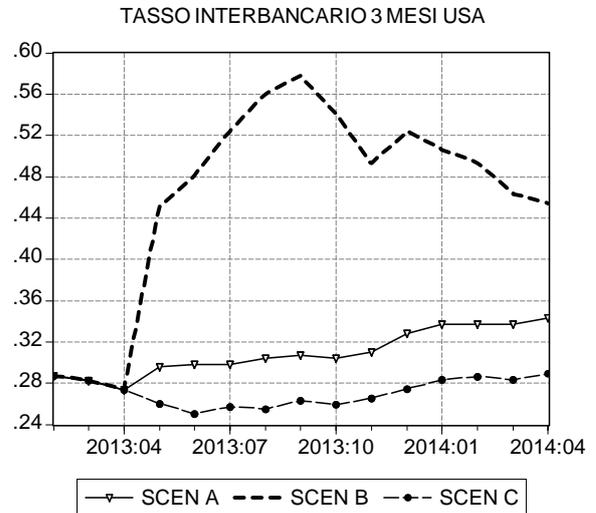
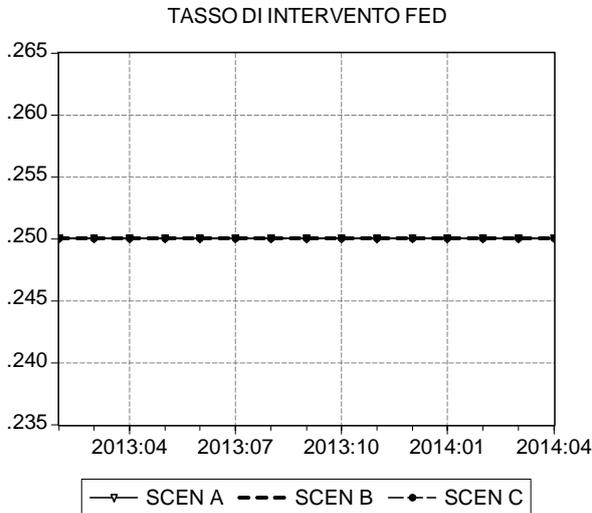
Sulla base delle considerazioni precedentemente svolte, sono stati definiti i seguenti tre scenari:

A (20%)	B (10%)	C (70%)
<p><b>Usa:</b> l'economia americana registra una battuta d'arresto, con una crescita del PIL nulla nel corso del 2013. A partire dal secondo trimestre del nuovo anno gli effetti delle riforme fiscali introdotte dal governo per evitare il “<i>fiscal cliff</i>” comportano un pesante rallentamento dell'attività economica. I consumi privati, che nel corso dei trimestri precedenti avevano sorretto la crescita, registrano una flessione. Le condizioni del mercato del lavoro continuano a rimanere incerte.</p> <p><b>Area Euro:</b> I Governi dei paesi periferici, consapevoli dell'importanza del contenimento dei costi degli apparati burocratici per garantire il successo dei programmi di risanamento dell'economia e per stimolare la crescita e la competitività, continuano con le riforme della spesa pubblica. In Italia il nuovo governo riesce a varare riforme a favore della crescita e a porre le basi per riforme strutturali volte a modernizzare l'apparato burocratico e amministrativo e a rendere il paese più competitivo. L'ipotesi di elezioni anticipate con la vigente legge elettorale, fortemente temuta dai mercati, si dissolve. Tuttavia l'equilibrio politico del paese rimane fragile e l'avvicinarsi delle elezioni politiche in Germania si pone come un ulteriore elemento di incertezza per lo scenario europeo. La debolezza della ripresa americana, inoltre, si ripercuote negativamente sul ciclo dell'Area. Grazie agli acquisti di titoli di Stato dei paesi periferici da parte della BCE e alla liquidità immessa della <i>BoJ</i> nei mercati che aumenta la domanda di titoli italiani, lo <i>spread</i> dei BTP - <i>Bund</i> rimane attorno ai 300 punti base. Il tasso di cambio si mantiene attorno a 1,30 EUR/USD, dato il marcato indebolimento del dollaro causato dagli effetti delle riforme fiscali sul ciclo economico statunitense.</p>	<p><b>Usa:</b> i dati congiunturali, in particolare quelli relativi al mercato del lavoro e al credito al consumo, offrono segnali negativi. Gli interventi della <i>Fed</i> volti a ridurre il tasso di disoccupazione non sortiscono l'effetto desiderato; il tasso di disoccupazione rimane elevato. L'entrata in vigore del “<i>sequester</i>”, in seguito al mancato accordo sul taglio alla spesa pubblica, si traduce in una forte correzione dei consumi privati e degli investimenti. Il paese entra in recessione, con il PIL che crolla a -1% a/a nel 2013. Le difficoltà degli Stati Uniti creano ulteriori turbolenze nei mercati internazionali che vedono anche un arresto della crescita dei paesi emergenti. Il canale estero scompare.</p> <p><b>Area Euro:</b> il quadro economico in Area Euro si deteriora. In Italia le riforme proposte dal neogoverno guidato da Enrico Letta, tra cui la nuova legge elettorale, vengono ostacolate dalle forze d'opposizione. Il governo non riesce a procedere con le riforme necessarie a rendere più efficiente l'apparato burocratico del paese. Si prospetta l'ipotesi di tornare alle urne nel prossimo autunno con la legge elettorale attualmente vigente. Le tensioni speculative nei mercati del debito sovrano tornano a intensificarsi soprattutto nei confronti di Italia e Spagna. L'avvicinarsi delle elezioni politiche in Germania si pone come un ulteriore elemento di incertezza per lo scenario europeo. Si teme un possibile abbandono della moneta unica. Ne deriva uno <i>spread</i> tra titoli italiani e tedeschi superiore ai 500 punti base. Il tasso di cambio EUR/USD rimane ben al di sotto dell'1,20, dato il forte indebolimento dell'euro.</p>	<p><b>Usa:</b> nonostante la presenza di elementi di fragilità, l'economia americana nel 2013 cresce a un passo dell'1% a/a. Gli interventi attuati dalla <i>Fed</i> portano a un graduale miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, con una progressiva riduzione del tasso di disoccupazione. I capitali internazionali, che prima delle elezioni italiane erano confluiti verso l'Area Euro, tornano a orientarsi verso gli Stati Uniti, ritenuti più stabili dai mercati finanziari.</p> <p><b>Area Euro:</b> I Governi dei paesi periferici, consapevoli dell'importanza del contenimento dei costi degli apparati burocratici per garantire il successo dei programmi di risanamento dell'economia e per stimolare la crescita e la competitività, continuano con le riforme della spesa pubblica. In Italia il nuovo governo riesce a varare riforme a favore della crescita e a porre le basi per riforme strutturali volte a modernizzare l'apparato burocratico e amministrativo e a rendere il paese più competitivo. L'ipotesi di elezioni anticipate con la vigente legge elettorale, fortemente temuta dai mercati, si dissolve. Tuttavia l'equilibrio politico del paese rimane fragile e l'avvicinarsi delle elezioni politiche in Germania si pone come un ulteriore elemento di incertezza per lo scenario europeo. Grazie agli acquisti di titoli di Stato dei paesi periferici da parte della BCE e alla liquidità immessa della <i>BoJ</i> nei mercati che aumenta la domanda di titoli italiani, lo <i>spread</i> dei BTP - <i>Bund</i> rimane compreso tra i 250 e i 300 punti base. Il tasso di cambio EUR/USD si attesta tra 1,25 e 1,30.</p>

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



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



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

### TASSI INTERBANCARI

Come nei mesi precedenti, i tassi del mercato interbancario rimangono stabili. per tutte le scadenze non si registra alcuna variazione di rilievo e la tendenza rimane la medesima anche nel periodo predittivo. Nello scenario più probabile (C) i tassi interbancari dovrebbero rimanere sui livelli attuali e ad aprile 2014 attestarsi a +0,07% per la scadenza a un mese, +0,15% per la scadenza a tre mesi e +0,22% per quella a sei mesi. Se in Italia il nuovo governo si dimostrasse in grado di affrontare i nodi delle politiche strutturali e di avviare politiche di breve termine per un sostegno immediato alla crescita e, contemporaneamente, in USA il *fiscal cliff* si dimostrasse un freno importante per l'economia (scenario A) i diversi tassi interbancari si porterebbero su livelli leggermente più elevati degli attuali: rispettivamente a +0,13%, +0,24% e +0,32% alla fine dell'orizzonte di previsione. Qualora invece lo scenario fosse particolarmente incerto (B) i tre tassi interbancari considerati potrebbero raggiungere ad aprile 2014 un valore di +0,28% (1 mese), +0,43% (3 mesi) e +0,45% (6 mesi).

### STRUTTURA A TERMINE

Nel mese di aprile i tassi della struttura a termine sono tornati a scendere a tutte le scadenze grazie allo stabilizzarsi delle condizioni politiche del paese e all'azione fortemente espansiva della *BoJ* che ha iniettato consistente liquidità nel sistema, diretta principalmente all'acquisto di titoli con un buon rapporto rischio/rendimento. I rendimenti sui BTP hanno raggiunto +2,00%, +2,85%, +3,36% e +4,15% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni. Nel caso in Italia la situazione politica rimanesse stabile e negli Stati Uniti la crescita nel 2013 fosse attorno all'1% a/a, nonostante le incertezze (scenario C) i rendimenti sui BTP mostrerebbero un'ulteriore contrazione e ad aprile 2014 potrebbero raggiungere quota +1,68% (3 anni), +2,44% (5 anni), +2,92% (7 anni) e +3,81% (10 anni). Qualora la situazione macroeconomica negli USA risentisse in modo più marcato degli effetti del *fiscal cliff* (scenario A) si attende una struttura a termine su livelli lievemente più elevati. I rendimenti potrebbero attestarsi su valori di +2,24%, +3,02%, +3,52%, +4,38% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni al termine dell'orizzonte predittivo considerato. Nello scenario meno favorevole (B) il decennale potrebbe portarsi attorno a +6,65% ad aprile 2014, il 7 anni a +6,25%, il quinquennale a +6,05% e il triennale a +5,59%.

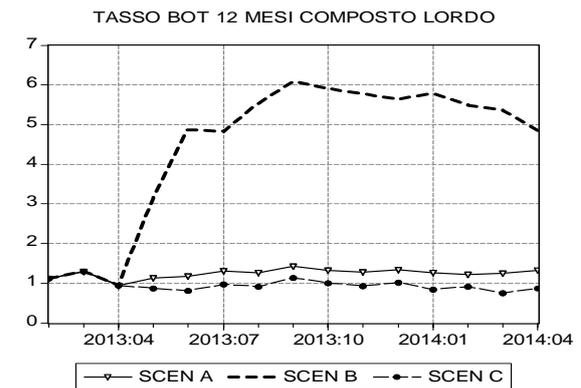
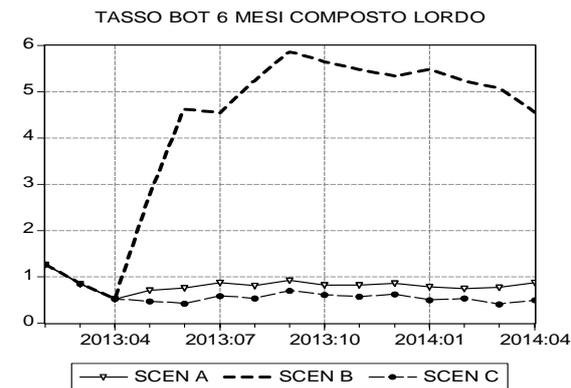
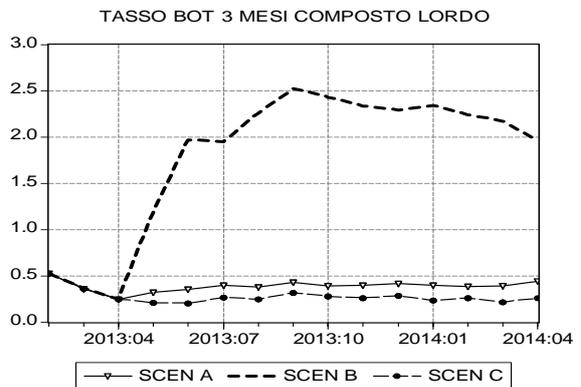
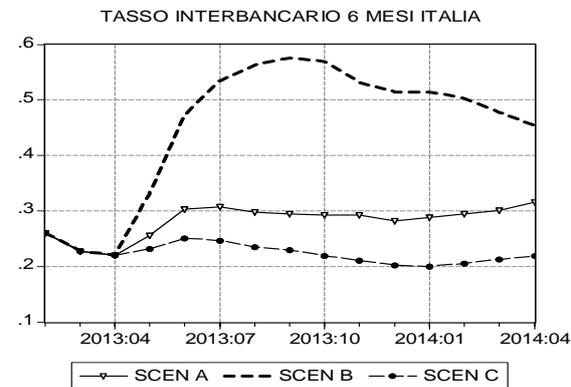
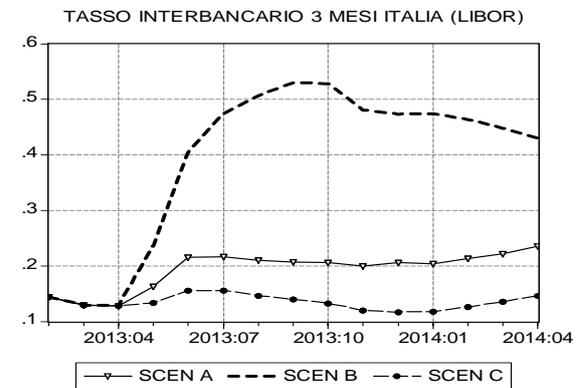
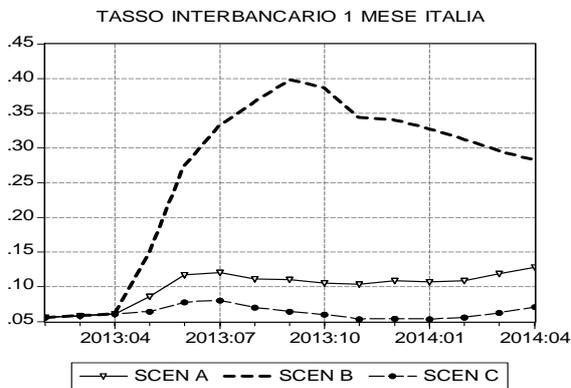
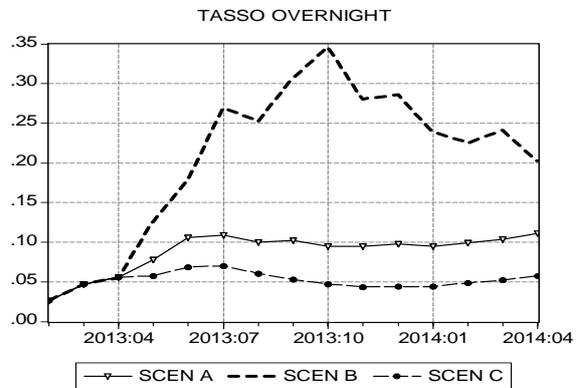
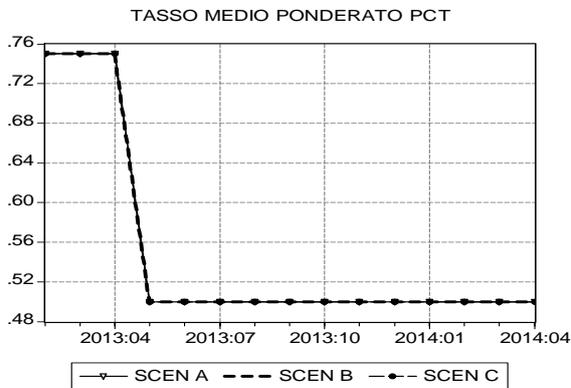
### TASSI BANCARI

Nei prossimi mesi si attende calo dei tassi sui prestiti e sui depositi per effetto della riduzione del *refi* di 25 p.b. che con ogni probabilità sarà decisa nella riunione della BCE di maggio. Nello scenario C, il più probabile, il tasso medio sui depositi è previsto, ad aprile 2014, a 0,87% (1,15% attualmente) e il tasso medio sui prestiti a 3,43%, ora a 3,77%. Nello scenario più pessimista (B) i due tassi potrebbero attestarsi rispettivamente a quota +0,99% e +3,98% ad aprile 2014. Nello scenario A, intermedio, si attende al termine dell'orizzonte di previsione un tasso sui depositi a +0,90% e sui prestiti a +3,52%.

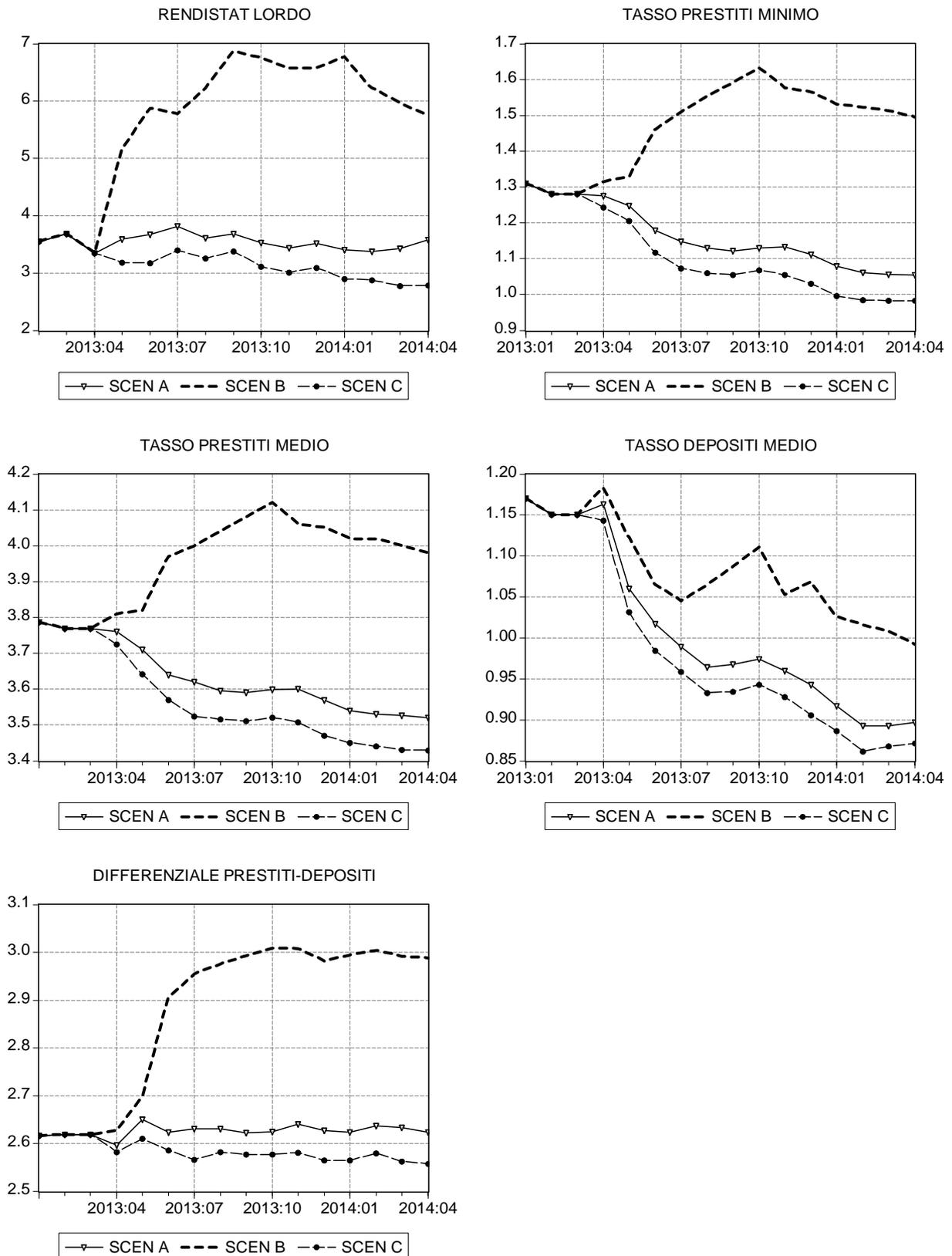
### VOLUMI BANCARI

In base ai risultati delle simulazioni, nello scenario più probabile (C) la stabilità dei tassi interbancari a livelli minimi e la diminuzione dei rendimenti sui titoli di Stato riduce il vantaggio competitivo di questi ultimi nei confronti dei depositi consentendo alla raccolta di raggiungere un tasso di crescita tendenziale pari a +5,70%, mentre la variazione del volume dei prestiti potrebbe attestarsi a +4,60%. Nello scenario A il tasso di variazione tendenziale dei depositi potrebbe raggiungere un valore di +4,60% ad aprile 2014, mentre la variazione tendenziale del volume dei prestiti nello stesso periodo potrebbe essere di +3,06%. Nello scenario meno probabile e meno favorevole (B) ad aprile 2014 la variazione annua dei depositi potrebbe essere pari a +2,00% mentre quella degli impieghi a +0,30%.

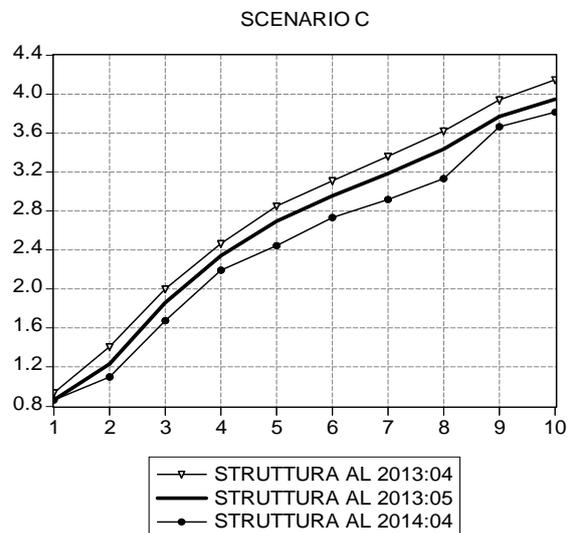
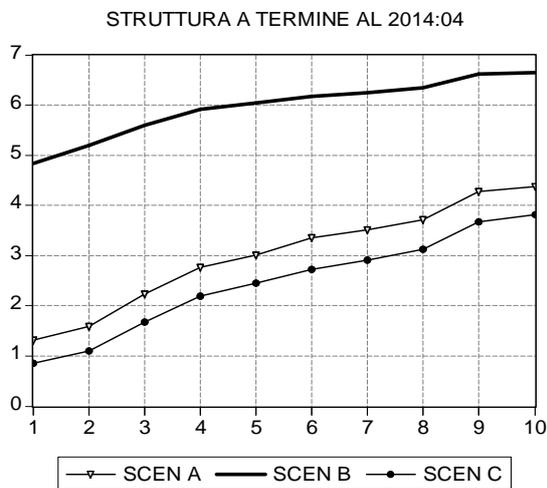
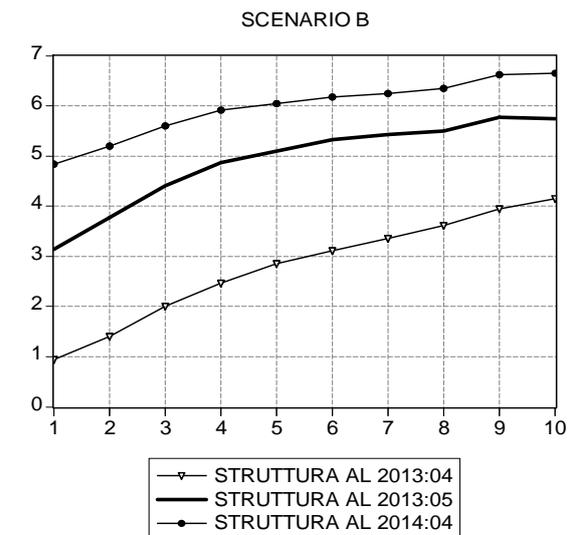
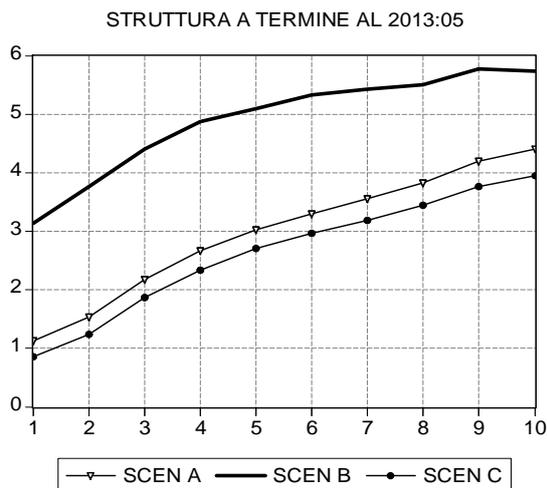
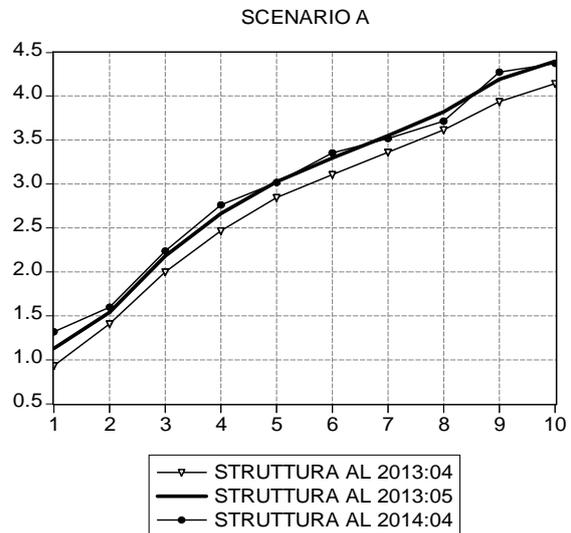
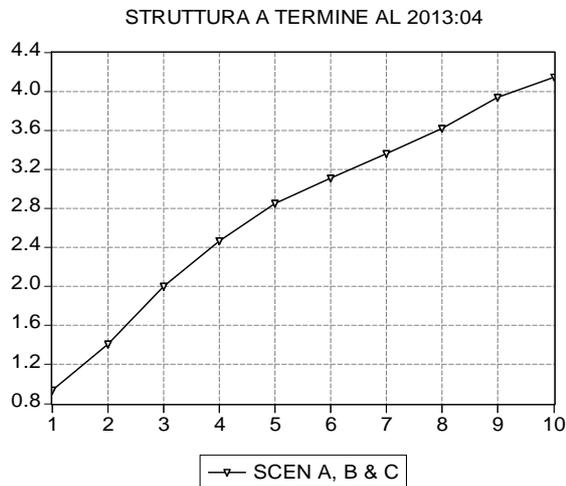
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**



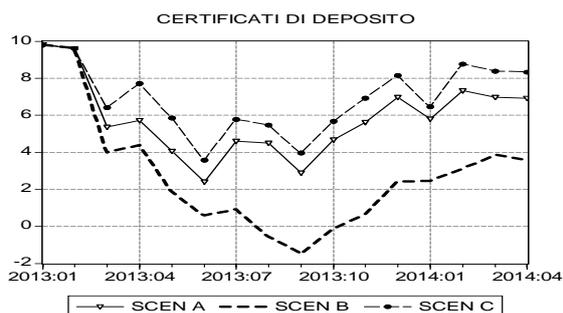
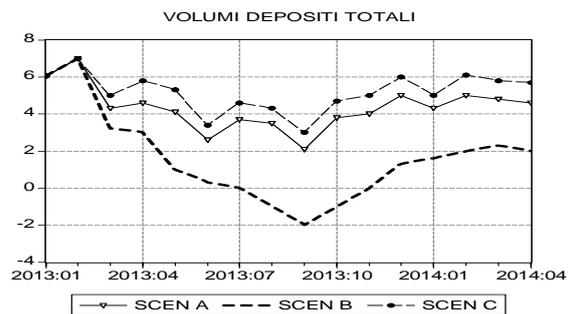
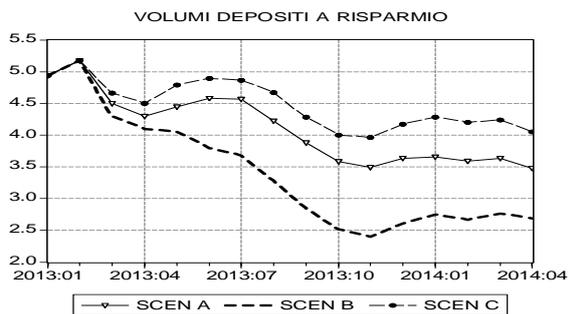
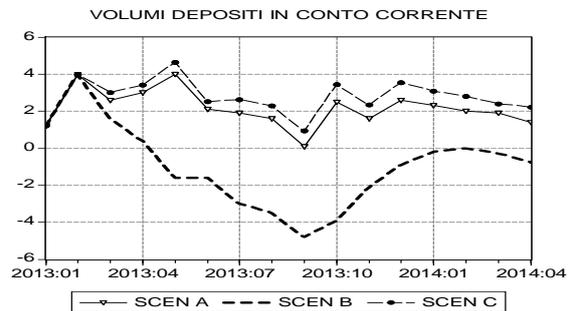
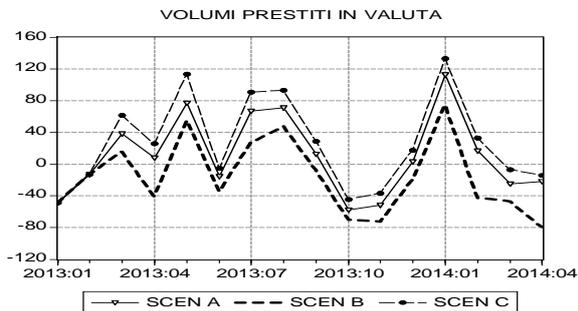
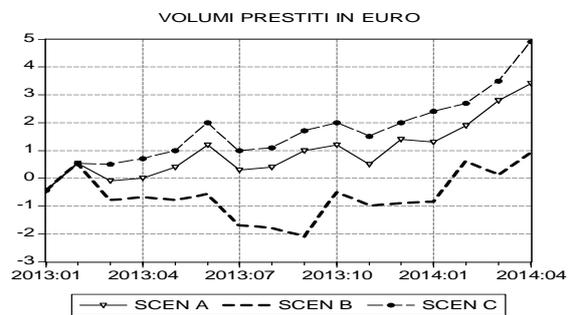
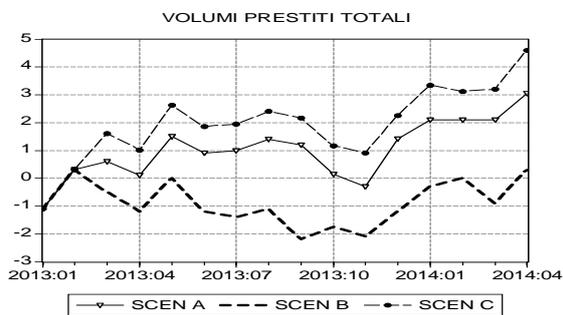
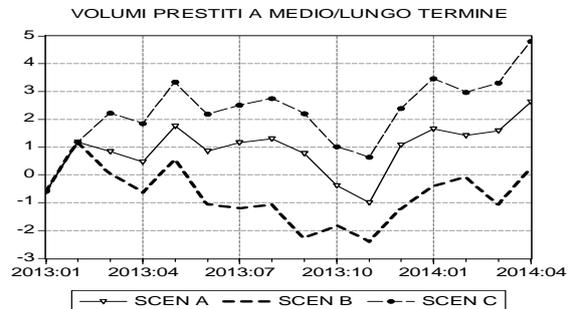
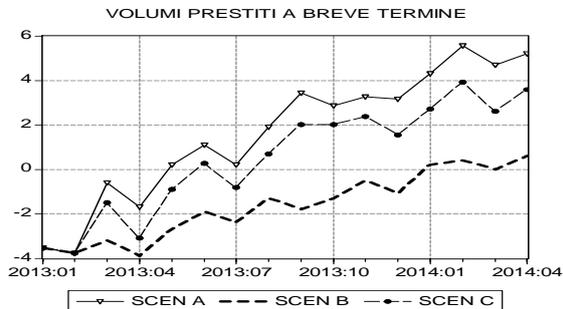
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**



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



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



SCENARIO A	12 10	12 11	12 12	13 1	13 2	13 3	13 4	13 5	13 6	13 7	13 8	13 9	13 10	13 11	13 12	14 1	14 2	14 3	14 4
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Indice COMIT	840	850	873	921	860	851	919	845	791	795	791	738	722	785	839	819	777	884	918
Produzione Industriale	-5.4	-6.9	-7.2	-3.7	-3.9	-4.8	-4.5	-4.0	-3.7	-3.5	-3.1	-2.6	-2.1	-1.9	-1.6	-1.8	-0.7	-0.4	0.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	2.8	2.6	2.6	2.4	2.0	1.8	1.3	1.3	1.4	1.4	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6	1.7
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
T. Overnight media d/1	0.06	0.04	0.07	0.03	0.03	0.05	0.06	0.08	0.11	0.11	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.11
T. Interb. 1m lett.	0.06	0.06	0.05	0.08	0.06	0.06	0.06	0.09	0.12	0.12	0.11	0.11	0.11	0.10	0.11	0.11	0.11	0.12	0.13
T. Interb. 3m lett.	0.14	0.13	0.12	0.14	0.14	0.13	0.13	0.16	0.22	0.22	0.21	0.21	0.21	0.20	0.21	0.20	0.21	0.22	0.24
T. Interb. 6m lett.	0.31	0.25	0.22	0.24	0.26	0.23	0.22	0.26	0.30	0.31	0.30	0.30	0.29	0.29	0.28	0.29	0.30	0.30	0.32
T. Depositi medio	1.28	1.28	1.25	1.17	1.15	1.15	1.16	1.06	1.02	0.99	0.96	0.97	0.97	0.96	0.94	0.92	0.89	0.89	0.90
T. Prestiti medio	3.80	3.79	3.79	3.79	3.77	3.77	3.76	3.71	3.64	3.62	3.60	3.59	3.60	3.60	3.57	3.54	3.53	3.53	3.52
T.prest. medio - T.dep. medio	2.52	2.51	2.54	2.62	2.62	2.62	2.60	2.65	2.62	2.63	2.63	2.62	2.62	2.64	2.63	2.62	2.64	2.63	2.62
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(*)</sup>	0.78	0.39	0.40	0.31	0.52	0.36	0.25	0.32	0.35	0.40	0.38	0.43	0.39	0.39	0.41	0.40	0.38	0.39	0.44
T. BOT comp. lordo 6m	1.37	0.93	0.96	0.74	1.26	0.85	0.51	0.70	0.75	0.87	0.81	0.92	0.82	0.81	0.85	0.78	0.74	0.77	0.87
T. BOT comp. lordo 12m	1.97	1.79	1.48	0.88	1.11	1.30	0.93	1.13	1.18	1.31	1.26	1.43	1.32	1.28	1.33	1.27	1.22	1.25	1.32
Rendistat lordo	4.01	3.91	3.66	3.31	3.55	3.68	3.35	3.59	3.67	3.81	3.61	3.68	3.53	3.44	3.52	3.41	3.38	3.43	3.58
Rendistat netto	3.51	3.42	3.20	2.90	3.10	3.22	2.93	3.14	3.21	3.33	3.16	3.22	3.09	3.01	3.08	2.98	2.96	3.00	3.13
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	3.01	2.60	2.59	2.37	2.78	2.83	2.00	2.18	2.23	2.37	2.21	2.42	2.24	2.16	2.28	2.21	2.12	2.17	2.24
Rend. BTP a 5 anni	3.96	3.51	3.45	3.25	3.69	3.76	2.85	3.03	3.06	3.21	3.04	3.19	3.00	2.96	3.07	2.97	2.90	2.96	3.02
Rend. BTP a 7 anni	4.37	3.96	3.98	3.74	4.14	4.17	3.36	3.55	3.56	3.72	3.51	3.72	3.54	3.49	3.57	3.47	3.40	3.46	3.52
Rend. BTP a 10 anni	5.29	4.78	4.78	4.60	5.05	5.07	4.15	4.40	4.41	4.59	4.36	4.56	4.43	4.38	4.46	4.39	4.30	4.33	4.38
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2369.196	2383.385	2351.404	2341.722	2359.943	2381.160	2375.306	2403.962	2394.298	2403.228	2399.72	2423.53	2372.71	2376.23	2384.83	2390.90	2409.50	2431.16	2447.88
Prestiti in euro	2326.925	2346.895	2314.047	2324.928	2327.540	2321.320	2343.280	2343.682	2357.877	2361.424	2342.488	2376.44	2354.848	2358.63	2346.44	2355.15	2371.76	2386.32	2422.95
Prestiti in valuta	42.271	36.490	37.357	16.794	32.403	59.840	32.026	60.280	36.421	41.805	57.236	47.085	17.865	17.605	38.390	35.746	37.739	44.847	24.923
Prestiti a breve	386.439	393.336	389.376	394.162	390.759	390.295	394.700	399.316	394.766	399.342	397.795	398.137	397.492	406.190	401.654	411.128	412.536	408.631	415.245
Prestiti a m/l	1982.757	1990.049	1962.028	1947.560	1969.184	1990.865	1980.606	2004.645	1999.532	2003.886	2001.929	2025.391	1975.221	1970.044	1983.180	1979.771	1996.966	2022.533	2032.630
Depositi totali	2091.518	2090.516	2097.523	2078.306	2123.314	2138.123	2151.242	2135.581	2148.954	2167.844	2162.142	2181.084	2170.996	2174.137	2202.399	2167.673	2229.480	2240.753	2250.199
Depositi in c/c	692.688	686.749	722.363	704.723	718.395	720.436	718.821	718.935	714.159	704.054	701.005	706.786	710.005	697.737	741.144	720.932	732.763	734.124	728.884
Depositi a risparmio	291.067	292.628	296.802	298.463	299.077	299.065	299.066	299.833	300.430	300.373	300.504	301.084	301.487	302.845	307.587	309.377	309.819	309.931	309.460
Certif. deposito	1107.763	1111.139	1078.358	1075.120	1105.842	1118.622	1133.356	1116.813	1134.365	1163.418	1160.632	1173.213	1159.504	1173.555	1153.668	1137.365	1186.898	1196.698	1211.855
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	-0.81	-0.54	-1.14	-1.10	0.32	0.60	0.10	1.50	0.90	1.00	1.40	1.20	0.15	-0.30	1.42	2.10	2.10	2.10	3.06
Prestiti in euro	-1.35	-0.51	-0.84	-0.43	0.54	-0.10	0.00	0.40	1.20	0.30	0.40	1.00	1.20	0.50	1.40	1.30	1.90	2.80	3.40
Prestiti in valuta	42.22	-2.90	-16.89	-48.58	-13.24	38.15	8.00	76.82	-15.35	66.73	71.18	12.44	-57.74	-51.75	2.77	112.85	16.47	-25.05	-22.18
Prestiti a breve	-5.12	-5.13	-1.65	-3.54	-3.78	-0.60	-1.70	0.20	1.10	0.20	1.90	3.43	2.86	3.27	3.15	4.30	5.57	4.70	5.21
Prestiti a m/l	0.08	0.41	-1.04	-0.59	1.17	0.84	0.47	1.76	0.86	1.16	1.30	0.77	-0.38	-1.01	1.08	1.65	1.41	1.59	2.63
Depositi totali	10.34	9.90	6.52	6.05	7.00	4.30	4.60	4.10	2.60	3.70	3.50	2.10	3.80	4.00	5.00	4.30	5.00	4.80	4.60
Depositi in c/c	-4.04	-1.10	-0.67	1.21	3.96	2.60	3.00	4.00	2.10	1.90	1.60	0.10	2.50	1.60	2.60	2.30	2.00	1.90	1.40
Depositi a risparmio	4.28	4.70	5.01	4.94	5.18	4.50	4.30	4.45	4.58	4.56	4.22	3.88	3.58	3.49	3.63	3.66	3.59	3.63	3.48
Certif. deposito	23.83	19.68	12.41	9.82	9.60	5.37	5.72	4.07	2.40	4.60	4.49	2.89	4.67	5.62	6.98	5.79	7.33	6.98	6.93

(\*) Il rendimento dei BOT a 3 mesi, in assenza d'asta, è stimato.

I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 30/04/2013 I dati storici sono evidenziati

SCENARIO B	12 10	12 11	12 12	13 1	13 2	13 3	13 4	13 5	13 6	13 7	13 8	13 9	13 10	13 11	13 12	14 1	14 2	14 3	14 4
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Indice COMIT	840	850	873	921	860	851	919	708	573	624	590	556	556	607	657	624	573	624	657
Produzione Industriale	-5.4	-6.9	-7.2	-3.7	-3.9	-9.9	-10.7	-9.7	-10.1	-10.5	-9.8	-9.2	-8.3	-7.7	-6.7	-6.0	-5.1	-4.9	-4.4
Tasso di Inflazione (Arm.)	2.8	2.6	2.6	2.4	2.0	1.8	1.3	0.7	0.5	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	0.4	0.5	0.6	0.8	0.9
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
T. Overnight media d/1	0.06	0.04	0.07	0.03	0.03	0.05	0.06	0.13	0.18	0.27	0.25	0.31	0.35	0.28	0.29	0.24	0.22	0.24	0.20
T. Interb. 1m lett.	0.06	0.06	0.05	0.08	0.06	0.06	0.06	0.15	0.27	0.33	0.37	0.40	0.39	0.34	0.34	0.33	0.31	0.30	0.28
T. Interb. 3m lett.	0.14	0.13	0.12	0.14	0.14	0.13	0.13	0.24	0.40	0.47	0.51	0.53	0.53	0.48	0.47	0.47	0.46	0.45	0.43
T. Interb. 6m lett.	0.31	0.25	0.22	0.24	0.26	0.23	0.22	0.33	0.47	0.53	0.56	0.58	0.57	0.53	0.51	0.51	0.50	0.48	0.45
T. Depositi medio	1.28	1.28	1.25	1.17	1.15	1.15	1.18	1.12	1.07	1.05	1.07	1.09	1.11	1.05	1.07	1.03	1.02	1.01	0.99
T. Prestiti medio	3.80	3.79	3.79	3.79	3.77	3.77	3.81	3.82	3.97	4.00	4.04	4.08	4.12	4.06	4.05	4.02	4.02	4.00	3.98
T.prest.medio - T.dep.medio	2.52	2.51	2.54	2.62	2.62	2.62	2.63	2.70	2.91	2.96	2.98	2.99	3.01	3.01	2.98	2.99	3.00	2.99	2.99
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(*)</sup>	0.78	0.39	0.40	0.31	0.52	0.36	0.25	1.18	1.96	1.95	2.26	2.52	2.42	2.33	2.29	2.34	2.24	2.17	1.95
T. BOT comp. lordo 6m	1.37	0.93	0.96	0.74	1.26	0.85	0.51	2.74	4.62	4.54	5.24	5.85	5.64	5.47	5.32	5.47	5.22	5.07	4.54
T. BOT comp. lordo 12m	1.97	1.79	1.48	0.88	1.11	1.30	0.93	3.14	4.86	4.82	5.53	6.09	5.90	5.77	5.64	5.78	5.49	5.35	4.83
Rendistat lordo	4.01	3.91	3.66	3.31	3.55	3.68	3.35	5.15	5.87	5.78	6.23	6.86	6.75	6.57	6.58	6.77	6.23	5.96	5.74
Rendistat netto	3.51	3.42	3.20	2.90	3.10	3.22	2.93	4.51	5.14	5.06	5.45	6.00	5.91	5.75	5.76	5.92	5.45	5.22	5.02
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	3.01	2.60	2.59	2.37	2.78	2.83	2.00	4.40	5.66	5.64	6.19	6.58	6.45	6.28	6.23	6.37	6.05	5.83	5.59
Rend. BTP a 5 anni	3.96	3.51	3.45	3.25	3.69	3.76	2.85	5.10	6.12	6.06	6.49	6.89	6.74	6.60	6.51	6.72	6.37	6.21	6.05
Rend. BTP a 7 anni	4.37	3.96	3.98	3.74	4.14	4.17	3.36	5.42	6.30	6.20	6.61	6.99	6.82	6.68	6.62	6.83	6.49	6.37	6.25
Rend. BTP a 10 anni	5.29	4.78	4.78	4.60	5.05	5.07	4.15	5.74	6.48	6.41	6.84	7.24	7.12	7.00	6.96	7.14	6.89	6.77	6.65
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2369.196	2383.385	2351.404	2341.722	2359.943	2355.123	2344.458	2368.435	2344.467	2346.122	2340.56	2342.10	2327.76	2333.33	2323.19	2334.70	2359.94	2333.93	2351.49
Prestiti in euro	2326.925	2346.895	2314.047	2324.928	2327.540	2305.055	2326.877	2315.670	2316.342	2314.336	2291.159	2303.50	2315.290	2323.43	2293.22	2305.40	2341.50	2307.36	2347.82
Prestiti in valuta	42.271	36.490	37.357	16.794	32.403	50.069	17.580	52.765	28.125	31.785	49.401	38.603	12.471	9.908	29.966	29.298	18.438	26.567	3.672
Prestiti a breve	386.439	393.336	389.376	394.162	390.759	380.086	385.866	387.759	383.052	388.980	385.303	378.002	381.415	391.369	385.093	394.950	392.322	380.086	388.182
Prestiti a m/1	1982.757	1990.049	1962.028	1947.560	1969.184	1975.037	1958.591	1980.676	1961.415	1957.142	1955.256	1964.102	1946.346	1941.965	1938.094	1939.747	1967.621	1953.841	1963.309
Depositi totali	2091.518	2090.516	2097.523	2078.306	2123.314	2115.714	2118.336	2071.986	2100.780	2090.496	2068.136	2093.499	2070.603	2090.516	2124.791	2111.559	2165.780	2164.375	2160.703
Depositi in c/c	692.688	686.749	722.363	704.723	718.395	713.414	700.676	680.223	688.278	670.198	665.817	672.188	665.673	672.327	715.862	703.314	718.395	711.274	695.192
Depositi a risparmio	291.067	292.628	296.802	298.463	299.077	298.493	298.492	298.685	298.161	297.834	297.810	298.125	298.397	299.652	304.542	306.673	307.046	306.734	306.516
Certif. deposito	1107.763	1111.139	1078.358	1075.120	1105.842	1103.807	1119.168	1093.077	1114.341	1122.464	1104.509	1123.185	1106.532	1118.536	1104.387	1101.572	1140.339	1146.367	1158.994
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	-0.81	-0.54	-1.14	-1.10	0.32	-0.50	-1.20	0.00	-1.20	-1.40	-1.10	-2.20	-1.75	-2.10	-1.20	-0.30	0.00	-0.90	0.30
Prestiti in euro	-1.35	-0.51	-0.84	-0.43	0.54	-0.80	-0.70	-0.80	-0.58	-1.70	-1.80	-2.10	-0.50	-1.00	-0.90	-0.84	0.60	0.10	0.90
Prestiti in valuta	42.22	-2.90	-16.89	-48.58	-13.24	15.59	-40.71	54.78	-34.63	26.77	47.75	-7.82	-70.50	-72.85	-19.78	74.46	-43.10	-46.94	-79.11
Prestiti a breve	-5.12	-5.13	-1.65	-3.54	-3.78	-3.20	-3.90	-2.70	-1.90	-2.40	-1.30	-1.80	-1.30	-0.50	-1.10	0.20	0.40	0.00	0.60
Prestiti a m/1	0.08	0.41	-1.04	-0.59	1.17	0.04	-0.65	0.55	-1.06	-1.20	-1.06	-2.28	-1.84	-2.42	-1.22	-0.40	-0.08	-1.07	0.24
Depositi totali	10.34	9.90	6.52	6.05	7.00	3.21	3.00	1.00	0.30	0.00	-1.00	-2.00	-1.00	0.00	1.30	1.60	2.00	2.30	2.00
Depositi in c/c	-4.04	-1.10	-0.67	1.21	3.96	1.60	0.40	-1.60	-1.60	-3.00	-3.50	-4.80	-3.90	-2.10	-0.90	-0.20	0.00	-0.30	-0.78
Depositi a risparmio	4.28	4.70	5.01	4.94	5.18	4.30	4.10	4.05	3.79	3.68	3.29	2.86	2.52	2.40	2.61	2.75	2.66	2.76	2.69
Certif. deposito	23.83	19.68	12.41	9.82	9.60	3.98	4.40	1.86	0.59	0.91	-0.56	-1.50	-0.11	0.67	2.41	2.46	3.12	3.86	3.56

(\*) Il rendimento dei BOT a 3 mesi, in assenza d'asta, è stimato.

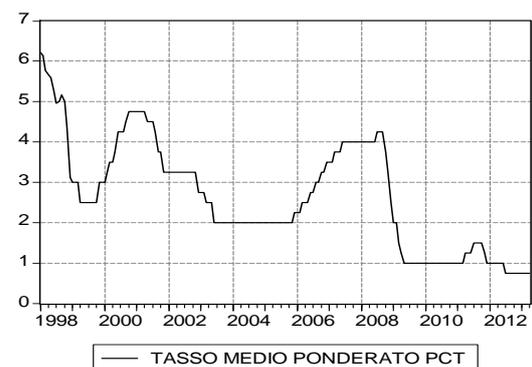
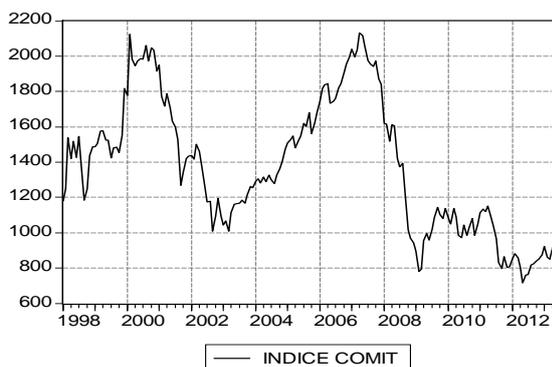
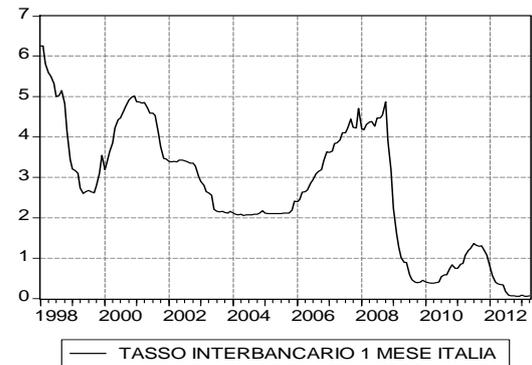
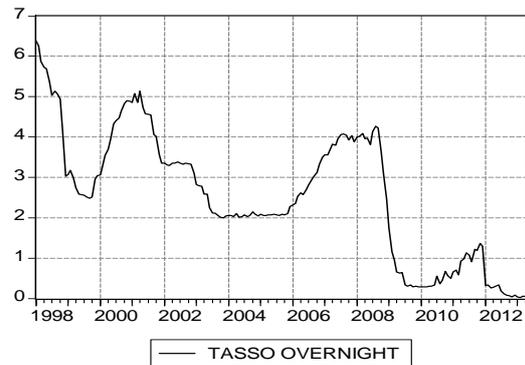
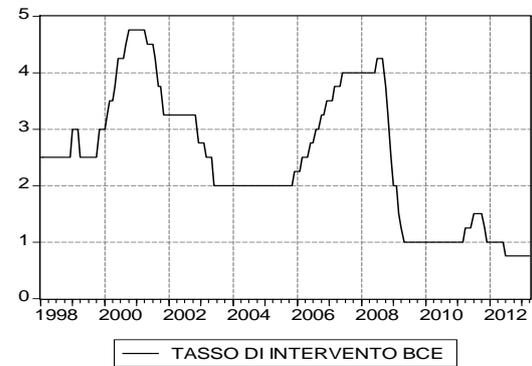
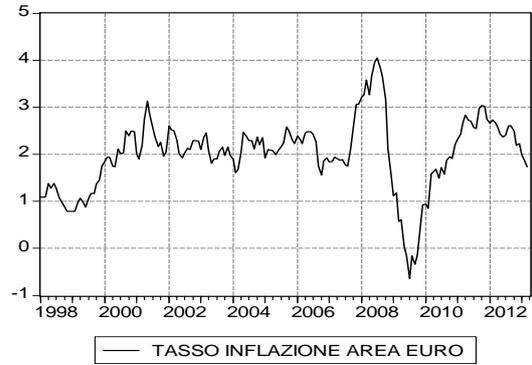
I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 30/04/2013 I dati storici sono evidenziati

SCENARIO C	12 10	12 11	12 12	13 1	13 2	13 3	13 4	13 5	13 6	13 7	13 8	13 9	13 10	13 11	13 12	14 1	14 2	14 3	14 4
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Indice COMIT	840	850	873	921	860	851	919	903	861	867	859	831	816	867	929	900	874	931	977
Produzione Industriale	-5.4	-6.9	-7.2	-3.7	-3.9	-3.8	-2.8	-2.2	-1.9	-1.7	-1.3	-1.0	-0.5	-0.4	0.2	0.2	0.8	1.0	1.6
Tasso di Inflazione (Arm.)	2.8	2.6	2.6	2.4	2.0	1.8	1.3	1.5	1.6	1.6	1.5	1.4	1.5	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
T. Overnight media d/1	0.06	0.04	0.07	0.03	0.03	0.05	0.06	0.06	0.07	0.07	0.06	0.05	0.05	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05	0.06
T. Interb. 1m lett.	0.06	0.06	0.05	0.08	0.06	0.06	0.06	0.06	0.08	0.08	0.07	0.06	0.06	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.07
T. Interb. 3m lett.	0.14	0.13	0.12	0.14	0.14	0.13	0.13	0.13	0.16	0.16	0.15	0.14	0.13	0.12	0.12	0.12	0.13	0.14	0.15
T. Interb. 6m lett.	0.31	0.25	0.22	0.24	0.26	0.23	0.22	0.23	0.25	0.25	0.23	0.23	0.22	0.21	0.20	0.20	0.21	0.21	0.22
T. Depositi medio	1.28	1.28	1.25	1.17	1.15	1.15	1.14	1.03	0.98	0.96	0.93	0.93	0.94	0.93	0.91	0.89	0.86	0.87	0.87
T. Prestiti medio	3.80	3.79	3.79	3.79	3.77	3.77	3.72	3.64	3.57	3.52	3.51	3.51	3.52	3.51	3.47	3.45	3.44	3.43	3.43
T.prest.medio - T.dep.medio	2.52	2.51	2.54	2.62	2.62	2.62	2.58	2.61	2.59	2.57	2.58	2.58	2.58	2.58	2.56	2.56	2.58	2.56	2.56
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(*)</sup>	0.78	0.39	0.40	0.31	0.52	0.36	0.25	0.21	0.20	0.26	0.24	0.31	0.27	0.26	0.28	0.23	0.26	0.21	0.25
T. BOT comp. lordo 6m	1.37	0.93	0.96	0.74	1.26	0.85	0.51	0.46	0.41	0.58	0.52	0.69	0.60	0.56	0.62	0.49	0.53	0.40	0.49
T. BOT comp. lordo 12m	1.97	1.79	1.48	0.88	1.11	1.30	0.93	0.86	0.80	0.97	0.91	1.14	0.99	0.92	1.01	0.83	0.91	0.75	0.86
Rendistat lordo	4.01	3.91	3.66	3.31	3.55	3.68	3.35	3.18	3.17	3.40	3.25	3.38	3.11	3.01	3.09	2.89	2.87	2.77	2.78
Rendistat netto	3.51	3.42	3.20	2.90	3.10	3.22	2.93	2.78	2.77	2.98	2.84	2.96	2.72	2.63	2.70	2.53	2.51	2.42	2.43
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	3.01	2.60	2.59	2.37	2.78	2.83	2.00	1.86	1.79	2.04	1.91	2.08	1.84	1.79	1.96	1.65	1.71	1.60	1.68
Rend. BTP a 5 anni	3.96	3.51	3.45	3.25	3.69	3.76	2.85	2.70	2.67	2.92	2.76	2.91	2.63	2.58	2.73	2.45	2.48	2.40	2.44
Rend. BTP a 7 anni	4.37	3.96	3.98	3.74	4.14	4.17	3.36	3.18	3.16	3.40	3.20	3.38	3.12	3.06	3.15	2.91	2.92	2.89	2.92
Rend. BTP a 10 anni	5.29	4.78	4.78	4.60	5.05	5.07	4.15	3.95	3.93	4.17	3.97	4.17	4.01	3.93	4.03	3.86	3.82	3.74	3.81
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2369.196	2383.385	2351.404	2341.722	2359.943	2404.829	2396.873	2430.472	2417.175	2425.718	2423.39	2446.72	2396.83	2405.14	2404.23	2419.81	2433.51	2481.78	2507.13
Prestiti in euro	2326.925	2346.895	2314.047	2324.928	2327.540	2335.042	2359.683	2357.688	2376.516	2377.904	2358.820	2392.91	2373.463	2382.10	2360.33	2380.73	2390.38	2416.77	2475.31
Prestiti in valuta	42.271	36.490	37.357	16.794	32.403	69.787	37.190	72.784	40.659	47.814	64.570	53.808	23.365	23.045	43.903	39.084	43.128	65.015	31.821
Prestiti a breve	386.439	393.336	389.376	394.162	390.759	386.783	389.120	394.915	391.504	395.261	393.081	392.711	394.217	402.641	395.402	404.893	406.064	396.895	403.047
Prestiti a m/1	1982.757	1990.049	1962.028	1947.560	1969.184	2018.046	2007.753	2035.557	2025.671	2030.457	2030.310	2054.010	2002.611	2002.502	2008.829	2014.917	2027.447	2084.889	2104.082
Depositi totali	2091.518	2090.516	2097.523	2078.306	2123.314	2152.473	2175.922	2160.199	2165.710	2186.659	2178.854	2200.310	2189.819	2195.042	2223.374	2182.221	2252.836	2277.316	2299.949
Depositi in c/c	692.688	686.749	722.363	704.723	718.395	723.244	721.688	723.341	717.116	708.928	705.678	712.649	716.450	702.718	747.949	726.489	738.510	740.602	737.565
Depositi a risparmio	291.067	292.628	296.802	298.463	299.077	299.524	299.629	300.804	301.326	301.225	301.786	302.260	302.706	304.227	309.173	311.254	311.650	312.214	311.760
Certif. deposito	1107.763	1111.139	1078.358	1075.120	1105.842	1129.705	1154.605	1136.054	1147.268	1176.506	1171.390	1185.401	1170.663	1188.097	1166.252	1144.478	1202.676	1224.500	1250.625
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	-0.81	-0.54	-1.14	-1.10	0.32	1.60	1.01	2.62	1.86	1.95	2.40	2.17	1.17	0.91	2.25	3.33	3.12	3.20	4.60
Prestiti in euro	-1.35	-0.51	-0.84	-0.43	0.54	0.49	0.70	1.00	2.00	1.00	1.10	1.70	2.00	1.50	2.00	2.40	2.70	3.50	4.90
Prestiti in valuta	42.22	-2.90	-16.89	-48.58	-13.24	61.12	25.42	113.50	-5.50	90.70	93.11	28.49	-44.73	-36.85	17.52	132.72	33.10	-6.84	-14.43
Prestiti a breve	-5.12	-5.13	-1.65	-3.54	-3.78	-1.49	-3.09	-0.90	0.26	-0.82	0.69	2.02	2.01	2.37	1.55	2.72	3.92	2.61	3.58
Prestiti a m/1	0.08	0.41	-1.04	-0.59	1.17	2.22	1.84	3.33	2.18	2.50	2.74	2.20	1.00	0.63	2.39	3.46	2.96	3.31	4.80
Depositi totali	10.34	9.90	6.52	6.05	7.00	5.00	5.80	5.30	3.40	4.60	4.30	3.00	4.70	5.00	6.00	5.00	6.10	5.80	5.70
Depositi in c/c	-4.04	-1.10	-0.67	1.21	3.96	3.00	3.41	4.64	2.52	2.61	2.28	0.93	3.43	2.33	3.54	3.09	2.80	2.40	2.20
Depositi a risparmio	4.28	4.70	5.01	4.94	5.18	4.66	4.50	4.79	4.89	4.86	4.67	4.28	4.00	3.96	4.17	4.29	4.20	4.24	4.05
Certif. deposito	23.83	19.68	12.41	9.82	9.60	6.41	7.70	5.86	3.57	5.77	5.46	3.96	5.68	6.93	8.15	6.45	8.76	8.39	8.32

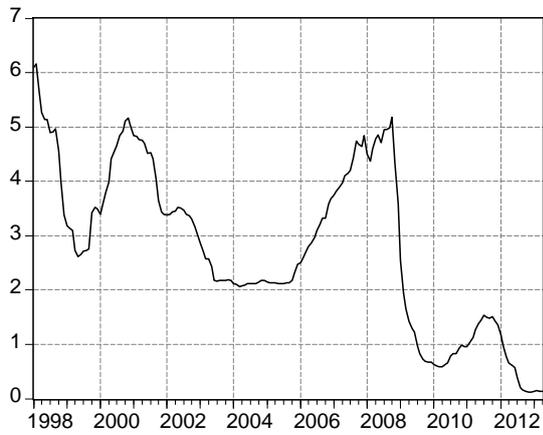
(\*) Il rendimento dei BOT a 3 mesi, in assenza d'asta, è stimato.

I dati utilizzati per le elaborazioni sono aggiornati al 30/04/2013 I dati storici sono evidenziati

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



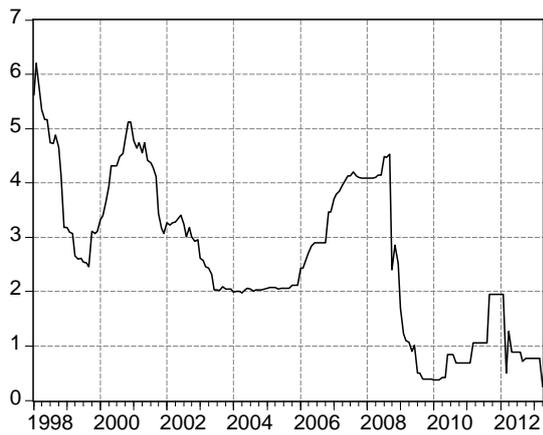
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



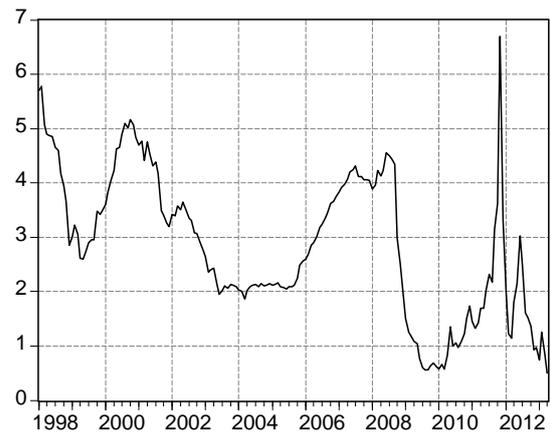
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI ITALIA (LIBOR)



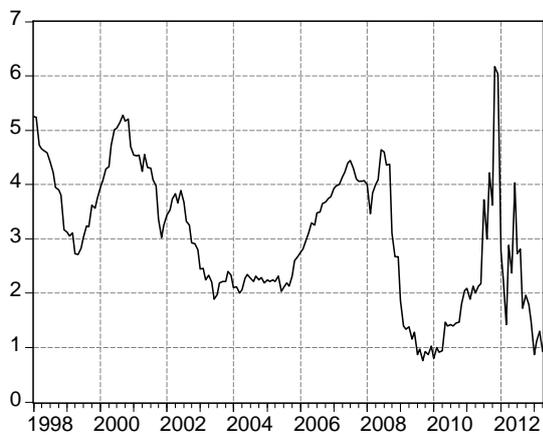
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI ITALIA



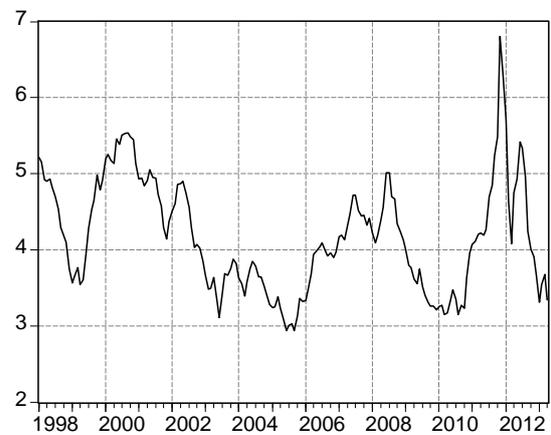
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO

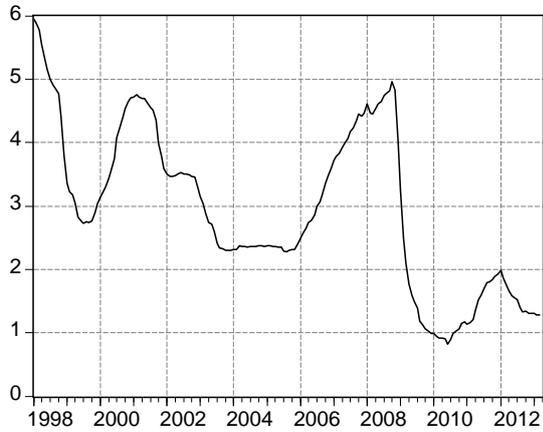


— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO

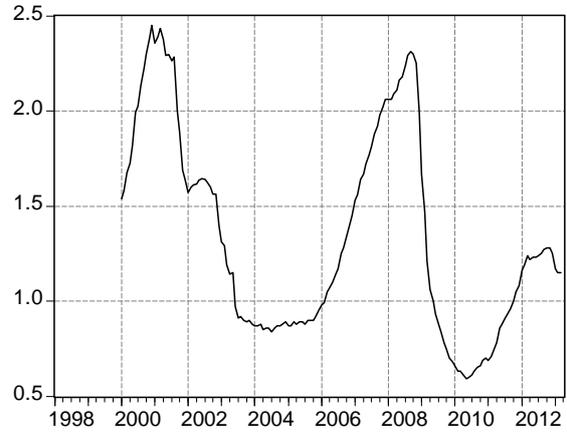


— RENDISTAT LORDO

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



— TASSO PRESTITI MINIMO



— TASSO DEPOSITI MEDIO



— RENDIMENTO A 3 ANNI



— RENDIMENTO A 5 ANNI

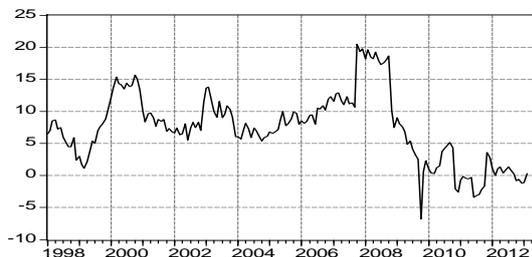


— RENDIMENTO A 7 ANNI



— RENDIMENTO A 10 ANNI

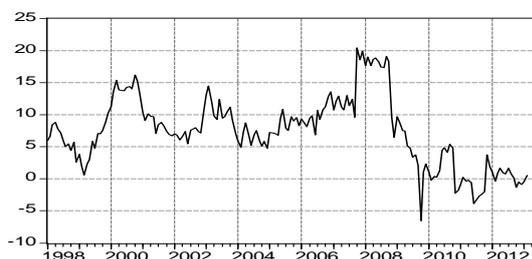
**VOLUMI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
(Dati mensili - Variazione % annua)



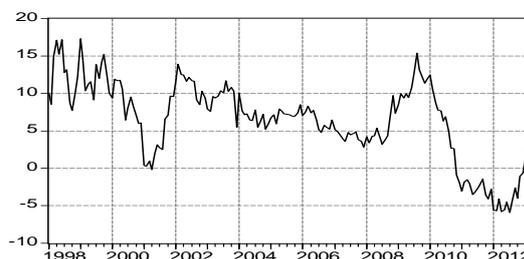
VOLUMI PRESTITI TOTALI



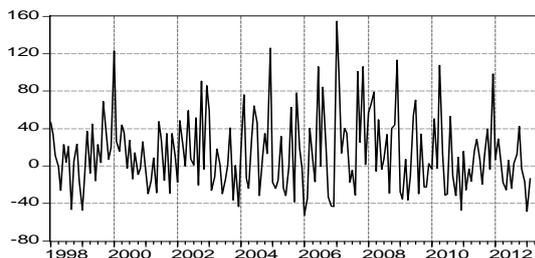
VOLUMI DEPOSITI TOTALI



VOLUMI PRESTITI IN EURO



VOLUMI DEPOSITI IN CONTO CORRENTE



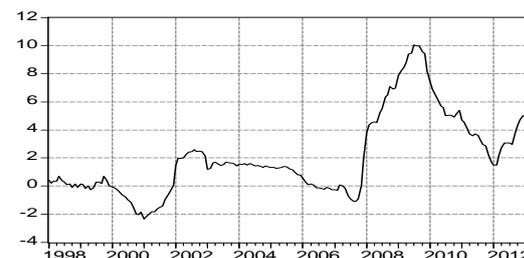
VOLUMI PRESTITI IN VALUTA



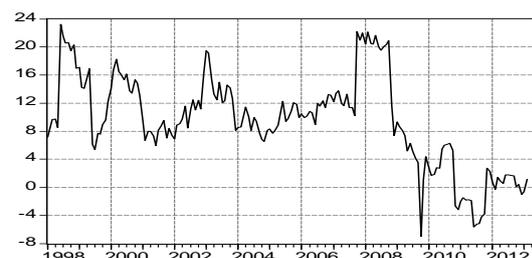
CERTIFICATI DI DEPOSITO



VOLUMI PRESTITI A BREVE TERMINE



VOLUMI DEPOSITI A RISPARMIO



VOLUMI PRESTITI A MEDIO/LUNGO TERMINE