

GAM

GLOBAL
ALLOCATION
MODEL

Analisi sintetica della congiuntura economica delle principali macroaree

Macroaree	Analisi congiunturale
<p><u>Stati Uniti</u></p>	<p>I timori che l'economia americana manifestasse un deciso rallentamento della crescita nel quarto trimestre del 2007 si sono materializzati, come confermato dalla stima preliminare del prodotto interno lordo. L'economia è cresciuta di solo lo 0,6% annualizzato fra ottobre e dicembre, un livello non solo molto inferiore al +4,9% registrato nei mesi estivi, ma anche al di sotto delle aspettative del mercato che prevedevano un +1,2% t/t. Questa frenata ha fatto sì che la crescita nel 2007 sia stata del +2,2% il livello più basso registrato negli ultimi cinque anni, dopo l'1,2% del 2002. I principali responsabili continuano ad essere la crisi che ha investito il settore edilizio, il rallentamento della spesa dei consumatori, una restrizione dell'accesso al credito per famiglie ed imprese, nonché l'aumento del prezzo dei beni energetici ed alimentari, i cui effetti sono amplificati dal perdurare della debolezza del dollaro. In generale, tutte le componenti del Pil hanno registrato nel periodo di riferimento un marcato rallentamento. L'economia è stata sostenuta ancora una volta 1) dai consumi privati, che hanno segnato un +2,0% t/t (+2,5% a/a) contribuendo per +1,37% t/t alla crescita del periodo; 2) dalle esportazioni che, pur rallentando, hanno mantenuto un sentiero crescente con un +3,9% t/t (+7,7% a/a), fornendo un contributo di +0,46% t/t. Dall'altro lato, le componenti che hanno sottratto crescita al Pil sono stati 1) gli investimenti, crollati a -10,2% t/t (-2,5% a/a), con un contributo alla crescita negativo pari a -0,39% t/t, trascinati verso il basso dalla componente relativa agli investimenti fissi residenziali a testimonianza della crisi del settore edilizio; 2) le scorte, il cui forte decumulo ha sottratto crescita per un -1,25% t/t. Quest'ultimo aspetto mette in evidenza l'atteggiamento prudente delle imprese nell'avviare nuova produzione, preferendo ridurre il magazzino.</p> <p>Il mercato del lavoro dà segnali preoccupanti di debolezza che potrebbero mettere in discussione la tenuta dei consumi nel prossimo futuro. Il tasso di disoccupazione, dopo l'aumento di 0,3 punti percentuali in dicembre, si è leggermente aggiustato verso il basso al 4,9% in gennaio. Tuttavia, la debolezza del mercato del lavoro emerge dai dati riguardanti gli occupati nel settore non agricolo, che, pur con una revisione positiva del dato precedente da +18 mila unità a +82 mila, a gennaio hanno registrato, per la prima volta da agosto 2003, un calo di 17 mila unità, contro un atteso di +60 mila unità. Le richieste di sussidi di disoccupazione nella terza settimana di gennaio hanno raggiunto quota 375 mila, il livello più elevato mai raggiunto da ottobre 2005.</p> <p>Alla luce di tutto questo la Fed ha deciso di tagliare il tasso <i>target</i> sui <i>fed-funds</i> di ben 125 punti base in soli 10 giorni, di cui 75 p.b. in una riunione straordinaria. Per sostenere la crescita, il governo ha inoltre annunciato un pacchetto fiscale espansivo. Ciò che più preoccupa, oltre ai dati negativi del mercato del lavoro, è che la spesa delle famiglie è ferma e la crisi del settore creditizio si sta trasmettendo anche al settore assicurativo.</p> <p>La produzione industriale in dicembre è stata piatta ed il tendenziale è pertanto sceso a +1,5% da +2,1%. Sorprendono positivamente, invece, sia gli ordini di beni all'industria che gli ordini di beni durevoli che hanno segnato dei decisi aumenti (+1,5% m/m i primi e ben +5,2% m/m i secondi) segno che l'attività di produzione è attiva. Il mercato edilizio, invece, continua la fase di crisi che vede l'avvio di nuovi cantieri registrare in gennaio un crollo di -14,2% m/m e ben -38,2% a/a, portandosi al livello più basso mai toccato negli ultimi 16 anni. Anche le vendite di case esistenti così come quelle di case nuove sono diminuite ed in particolare le variazioni tendenziali sono risultate molto forti.</p> <p>Per quanto concerne il clima di fiducia di imprese e consumatori i nuovi dati non sono di facile lettura: l'indice di fiducia misurato dal</p>



Conference Board è sceso a 87,9 rispetto al precedente 90,6 mentre l'indice elaborato dall'università del Michigan ha guadagnato, questo mese, 5 punti passando da 75,5 a 80,5. Tale comportamento può essere in qualche modo ascrivibile al *timing* dell'elaborazione del dato: il primo è uscito infatti in concomitanza della riunione del FOMC e comunque dopo il taglio straordinario della Fed del 22 gennaio, il secondo è stato diffuso il 18 gennaio e quindi prima di tali avvenimenti che hanno indebolito il clima di fiducia. Per quanto riguarda il comparto delle imprese, nel mese di gennaio si è registrata una generalizzata tendenza al ribasso della fiducia; in particolare è degno di nota il forte crollo subito dall'indice di fiducia di Philadelphia che è passato da -1,6 di dicembre a -20,9 in gennaio raggiungendo così il livello più basso da ottobre 2001. Anche l'indice ISM manifatturiero ha toccato in gennaio un nuovo minimo da aprile 2003 attestandosi a quota 47,7 ben al di sotto della soglia 50 che fa da spartiacque fra un'economia in espansione ovvero in recessione.

Sul fronte dei prezzi si sono registrate delle lievi attenuazioni delle spinte inflazionistiche rispetto al mese precedente. L'indice dei prezzi al consumo è aumentato in dicembre di +0,3% m/m rispetto al +0,8% m/m di novembre, portando così il valore tendenziale a +4,1%, che rimane comunque ancora molto elevato alla luce dello stato dell'economia. L'indicatore core ha registrato una variazione in linea con quella del mese precedente. Sul lato dell'offerta, invece, l'indice dei prezzi alla produzione generale è diminuito segnando un -0,1% m/m rispetto al +3,2% m/m di novembre ed il tendenziale è così potuto scendere a +6,3% a/a da +7,2% a/a.

Probabilmente è ancora troppo presto per capire se la situazione dell'America sia di forte rallentamento piuttosto che di recessione e solo i prossimi dati potranno chiarire lo scenario. Il fattore cruciale è quanto la restrizione dell'accesso al credito di famiglie e imprese avrà effetti su consumi e investimenti. Dal momento che la recente politica monetaria fortemente espansiva della Fed sconta già lo scenario peggiore, crediamo che le mosse della banca centrale americana stiano per giungere al termine, con un intervento di -25 p.b. nella riunione di marzo (Scen. C, Prob 70%) o un atteggiamento neutrale qualora la situazione USA evidenziasse dati meno negativi di quanto atteso (Scen. B, Prob 20%).

Analisi sintetica della congiuntura economica delle principali macroaree

Area euro

In Europa diventa sempre più probabile uno scenario di stagflazione con un indebolimento della crescita economica a fronte di un perdurare delle tensioni inflazionistiche.

La stima definitiva del prodotto ha visto le economie di Eurolandia crescere di +0,8% t/t (+2,7% a/a) nel terzo trimestre 2007. Dallo spaccato si evince il buon andamento di tutte le componenti del Pil. I consumi privati hanno subito una lieve flessione registrando una variazione di +0,5% sul trimestre precedente che ha ridotto la variazione tendenziale a +1,6%; il loro contributo è stato di +0,3% t/t. Gli investimenti si sono ripresi rispetto al secondo trimestre e sono tornati in zona positiva con una variazione che è passata da -0,1% t/t a +1,2% t/t (+4,7% a/a) ed hanno dato un contributo alla crescita di +0,3% t/t. Le esportazioni hanno visto un'accelerazione con una variazione di +2,2% t/t (+7,1% a/a) ed un contributo di +0,9% t/t. Le importazioni sono anch'esse aumentate di +2,6% t/t (+5,9% a/a) ed hanno in parte sottratto risorse alla crescita, il loro contributo è stato infatti di -1,0% t/t.

Nonostante il buon risultato del terzo trimestre 2007, i dati mensili preludono ad un ridimensionamento della crescita nel prossimo futuro.

Da un lato, il mercato del lavoro dà buoni segnali con una stabilità del tasso di disoccupazione al 7,2% e gli ordini all'industria lascerebbero ben sperare dopo l'aumento di +2,7% m/m (+11,9% a/a) nel mese di novembre. Tuttavia, la situazione di incertezza emerge dai dati 1) sulla produzione industriale, che nello stesso mese è diminuita di -0,5% m/m, facendo scendere il tendenziale a +2,7%, 2) sulle vendite al dettaglio, che sono diminuite sempre in novembre di -0,5% m/m, e 3) sugli indici di fiducia che si sono attestati verso il basso: l'ESI ha perso in gennaio 1,7 punti e l'indice PMI dei servizi è sceso a 52,0 da 53,1 oltre le aspettative a 52,8. Soltanto l'indice PMI manifatturiero è rimasto stabile a 52,6 contro aspettative di diminuzione a 52,1. Il mantenimento degli indici al di sopra della soglia dei 50 punti indica che l'economia europea sta ancora crescendo ad un buon passo, ma in ridimensionamento rispetto al terzo trimestre 2007 di cui si dispongono i dati ad oggi. Restano da quantificare gli effetti di una eventuale situazione di forte crisi dell'economia americana al di qua dell'oceano.

Sul fronte dei prezzi la situazione rimane tesa: nel mese di dicembre l'indice armonizzato è aumentato di +0,4% m/m (+3,1% a/a) e l'indicatore *core* ha registrato un +0,5% m/m (+1,9% a/a) rispetto al precedente +0,1% m/m. La stima *flash* per l'inflazione di gennaio prevede un +3,2% superiore di +0,1 punti percentuali alle aspettative del mercato e comunque ben al di sopra del *target* della BCE. Il mese di gennaio è stato così il quinto mese consecutivo in cui il tasso di inflazione è risultato superiore alla soglia del 2% prefissata dalla BCE come livello per la stabilità dei prezzi. La banca centrale è in particolar modo preoccupata per gli effetti di seconda battuta che un'inflazione così elevata può causare nella fase dei rinnovi contrattuali in atto ed ha sollecitato alcuni paesi membri a non alimentare in tale ambito ulteriori spinte inflazionistiche. Le tensioni permangono anche ai primi stadi di commercializzazione con l'indice dei prezzi alla produzione in continua ascesa, registrando in novembre un +0,8% m/m e +4,1% a/a rispetto alle precedenti variazioni di +0,6% m/m e +3,3% a/a. A determinare tali risultati hanno sicuramente concorso l'aumento dei prezzi dei beni sia energetici che alimentari.

In sintesi, gli ultimi dati sulla situazione congiunturale dell'Area Euro rivedono leggermente al ribasso le stime per la crescita per i paesi di Eurolandia. È altamente probabile che nell'ultimo trimestre dell'anno le economie dei paesi membri sperimentino una crescita più moderata rispetto a quella dei mesi estivi, mentre permangano le tensioni inflazionistiche. Riteniamo quindi che fino a quando non si riescono a quantificare in pieno gli effetti delle turbolenze innescate dalla crisi del settore finanziario e creditizio, la BCE continuerà a mantenere una posizione attendista (Scen C, Prob 70% e Scen. B, Prob 20%). Non escludiamo tuttavia che, qualora la crisi americana dovesse avere un forte impatto anche sui paesi dell'Area Euro, la banca centrale europea possa intervenire con un riduzione di 25 punti base nella seconda metà



dell'anno alla prima riunione di settembre (Scen A, Prob 10%).

Fra le economie di Eurolandia, la stima definitiva della crescita del prodotto della Germania nel terzo trimestre 2007 ha confermato un buon +0,7% t/t rispetto al precedente +0,3% t/t, con un positivo andamento di tutte le componenti del Pil, fatta eccezione per le esportazioni, penalizzate dalla forza dell'euro. In particolare la componente dei consumi privati ha registrato nel trimestre un +0,5% t/t ed ha contribuito alla crescita per +0,3% t/t. Anche le scorte hanno dato un buon contributo alla crescita con un +0,4% t/t, mentre gli investimenti, che hanno registrato un +0,6% t/t, hanno contribuito solo per un +0,1% t/t. Le esportazioni nette, invece, nel trimestre di riferimento hanno sottratto risorse alla crescita del prodotto con un contributo negativo di -0,2% t/t.

Nel mese di novembre il saldo della bilancia commerciale tedesca è comunque migliorato passando da 18,3 mld € a 19,8 mld € contro aspettative di mercato di +17,5 mld €: le esportazioni sono diminuite registrando un -0,5% m/m così come le importazioni che hanno visto un -3,0% m/m.

Nonostante il buon risultato del terzo trimestre, le aspettative future sono meno rosee. Le notizie che giungono dal comparto industriale delineano un ridimensionamento dell'attività produttiva: la produzione industriale è diminuita di -1,0% m/m portando così il tendenziale a +4,1%, deludendo le aspettative che davano un aumento di +0,4% m/m; i dati del mese scorso sono stati rivisti da -0,2% m/m a +0,2% m/m e da +6,4% a/a a +6,9% a/a.

Anche il fronte della domanda dà segnali di debolezza: le vendite al dettaglio, infatti, sono anche questo mese su di un sentiero decrescente, registrando un -0,6% m/m e un tendenziale a -1,0% a/a.

Il ridimensionamento della crescita comincia ad attenuare le tensioni inflattive: l'indice dei prezzi al consumo è diminuito di -0,3% m/m rispetto al precedente aumento di +0,5% m/m e l'indicatore armonizzato ha registrato un incremento di +0,3% m/m più moderato al +0,7% m/m di dicembre. Anche dal lato dell'offerta, l'indice dei prezzi alla produzione è diminuito di -0,1% m/m, lasciando invariato il tendenziale a +2,5% a/a.

La stima definitiva della crescita del prodotto francese conferma un +0,8% t/t rispetto al +0,3% t/t del secondo trimestre. A fare da traino all'economia sono stati i consumi privati (+0,8% t/t) e gli investimenti (+0,8% t/t): la domanda domestica ha dato così il maggior contributo alla crescita del Pil con un +0,7% t/t. Il restante contributo è invece fornito dalle esportazioni nette.

Anche nel mese di dicembre il tasso di disoccupazione è ulteriormente diminuito, attestandosi al 7,9% da 8,1%. Rimane altalenante, invece, il comportamento della produzione industriale: dopo l'aumento di +0,2% m/m di ottobre (dato rivisto da -0,2% m/m), l'indice ha registrato, in novembre, una diminuzione di -1,0%. Anche gli ordini all'industria sono stati negativi passando da +2,1% m/m a -0,2% m/m.

Sul fronte della domanda, sebbene i consumi delle famiglie siano aumentati in dicembre (+2,0% m/m) le vendite al dettaglio in novembre sono diminuite (-0,6% m/m).

Gli indici di fiducia di imprese e consumatori sono risultati entrambi in calo nel mese di gennaio con l'indice delle imprese che è sceso a 109,0 punti, mentre quello dei consumatori è sceso a -34.

Sul fronte dei prezzi sono ancora in atto delle tensioni al rialzo con l'indice dei prezzi al consumo che aumenta di +0,4% m/m (+2,65 a/a), mentre l'indice dei prezzi alla produzione è aumentato di +0,25% m/m portando il tendenziale a +4,5%.



Italia

In Italia la prima stima sulla crescita ha confermato, rispecchiando le attese del mercato, un +0,4% t/t (+1,9% a/a) per il terzo trimestre dell'anno. Tutte le componenti del Pil hanno registrato variazioni positive rispetto al secondo trimestre 2007. In particolare è da segnalare il buon andamento degli investimenti che hanno visto +1,5% t/t con un tendenziale che è salito a +4,5% a/a rispetto al precedente +2,8% a/a, segno che la crisi del settore creditizio non ha impattato in modo consistente l'economia italiana.

Nel terzo trimestre dell'anno il tasso di disoccupazione è sceso al 5,9% rispetto al precedente 6,4%. Nel mese di novembre il numero di occupati nelle grandi imprese continua su di un *trend* crescente con +0,3% m/m, mentre le retribuzioni contrattuali sono diminuite di -0,9% m/m.

Non sono invece positive le informazioni che giungono dal comparto industriale: la produzione industriale continua ad essere su di un *trend* decrescente registrando un -0,9%, m/m portando la variazione tendenziale a -2,4% rispetto al precedente -1,4. Il fatturato industriale e gli ordini all'industria in novembre sono, invece, aumentati rispettivamente di +0,3% m/m e +3,6% m/m. Dall'altro lato, le vendite al dettaglio sono ritornate in zona negativa registrando un -0,3% m/m con il tendenziale che si è ridimensionato a +0,3%. Rimane comunque un clima di sfiducia sia per le imprese che per i consumatori confermato dalla continua discesa dei rispettivi indicatori: nel mese di gennaio gli indici di imprese (manifatturiere e dei servizi) e dei consumatori sono tutti diminuiti, in particolare la fiducia dei consumatori è scesa da 106,9 a 102,2 deludendo le aspettative del mercato che prevedevano un calo a 106,6.

In Italia, permangono le pressioni al rialzo dei prezzi sia dal lato dell'offerta che da quello della domanda. L'indice dei prezzi al consumo nazionale ha registrato in novembre un +2,6% a/a e un +2,8% a/a nella misura armonizzata, mentre sul fronte dei produttori il PPI viene confermato a +4,6% a/a. Tali tensioni sono molto probabilmente da ascrivere al trasferimento delle pressioni inflazionistiche che hanno investito il mercato dei beni alimentari e dei beni energetici.



Giappone

L'economia giapponese continua a crescere nel terzo trimestre 2007; lo confermano le stime definitive sul prodotto che vede una crescita di +0,4% t/t (+2,0% a/a) rispetto al precedente -0,3% t/t (+1,7% a/a) anche se rispetto alla stima precedente c'è stata una revisione verso il basso dal +0,6% t/t. A sostenere l'economia sono principalmente i consumi e le esportazioni: i primi sono aumentati di +0,3% t/t con il tendenziale che è salito a +2,3%, mentre i secondi hanno visto un +2,6% t/t con il tendenziale che si è portato a +8,0% a/a rispetto al precedente +7,4%. Gli investimenti, invece, erodono ricchezza e segnano una variazione negativa di -0,8% t/t che trascina in zona negativa anche il tendenziale a -1,0%, prevalentemente a causa della crisi del settore immobiliare che sembra, comunque, in fase di attenuazione.

La produzione industriale, nel mese di dicembre, è tornata su un sentiero ascendente con un aumento di +1,4% m/m dopo il calo di -1,6% m/m di novembre sebbene leggermente inferiore alle attese del mercato a +1,5%. Gli ordini di macchinari industriali in novembre sono invece cascati in zona negativa registrando un -2,8% m/m dopo il sorprendente risultato di +12,7% m/m di ottobre. L'indice PMI manifatturiero è rimasto stabile a 52,3 punti.

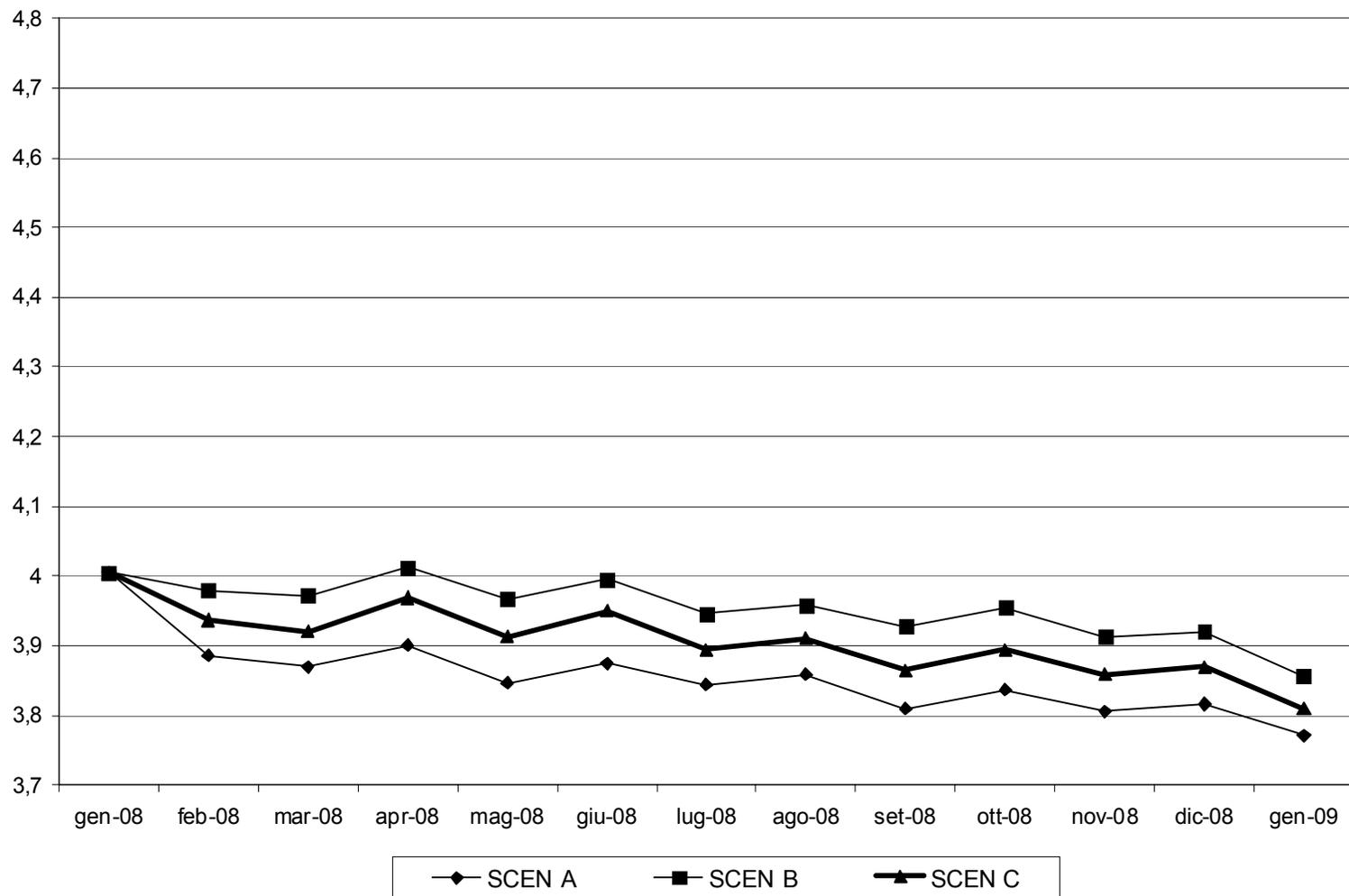
Sul lato della domanda i consumi delle famiglie sono aumentati (+2,7% a/a), mentre il reddito disponibile è diminuito con una variazione di -2,9% a/a che si somma al -1,9% del mese scorso. Le vendite al dettaglio sono aumentate, mentre quelle nei grandi magazzini sono diminuite.

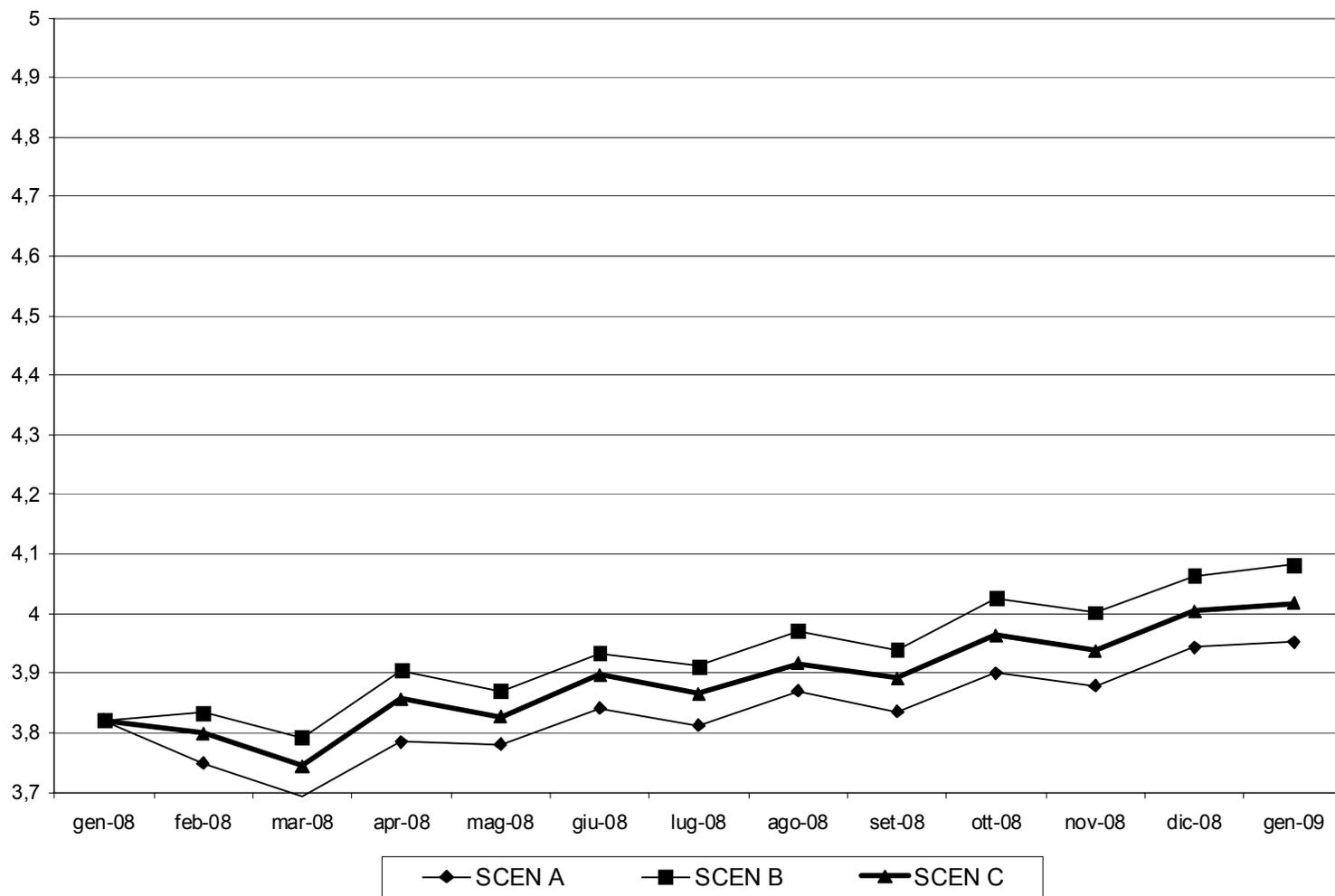
Sul fronte prezzi si è registrato un generalizzato aumento in tutti gli indicatori: l'indice CGPI ha segnato un incremento di +0,4% m/m, con un tendenziale salito a +2,6%. L'indice CPI è passato da -0,2% m/m a +0,2% m/m, mentre l'indicatore *core* è aumentato di +0,3% m/m facendo così salire il tendenziale a +0,8%, testimoniando il superamento della fase di deflazione che ha colpito il paese per lungo tempo.

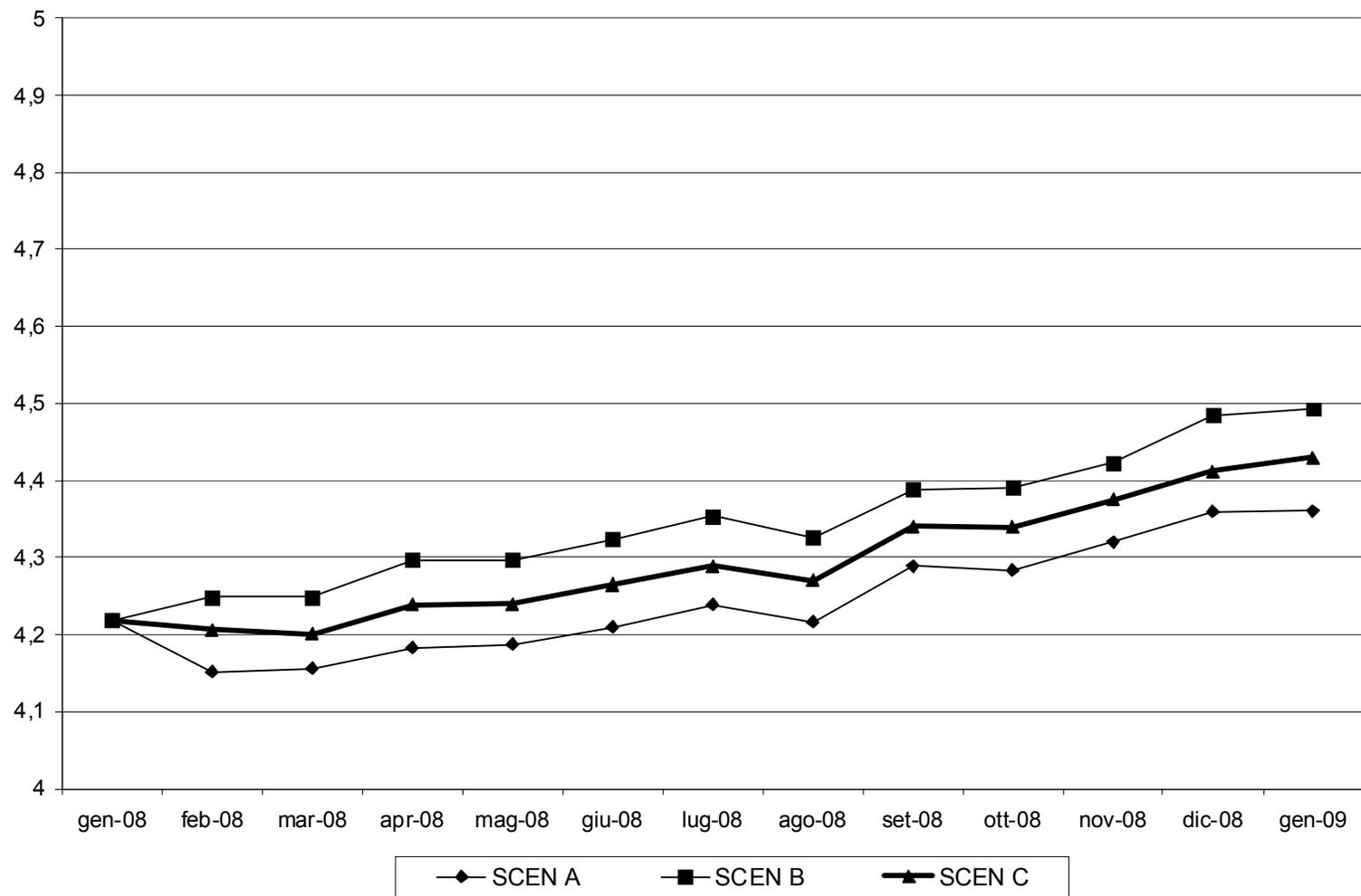
Presentazione sintetica degli scenari macroeconomici

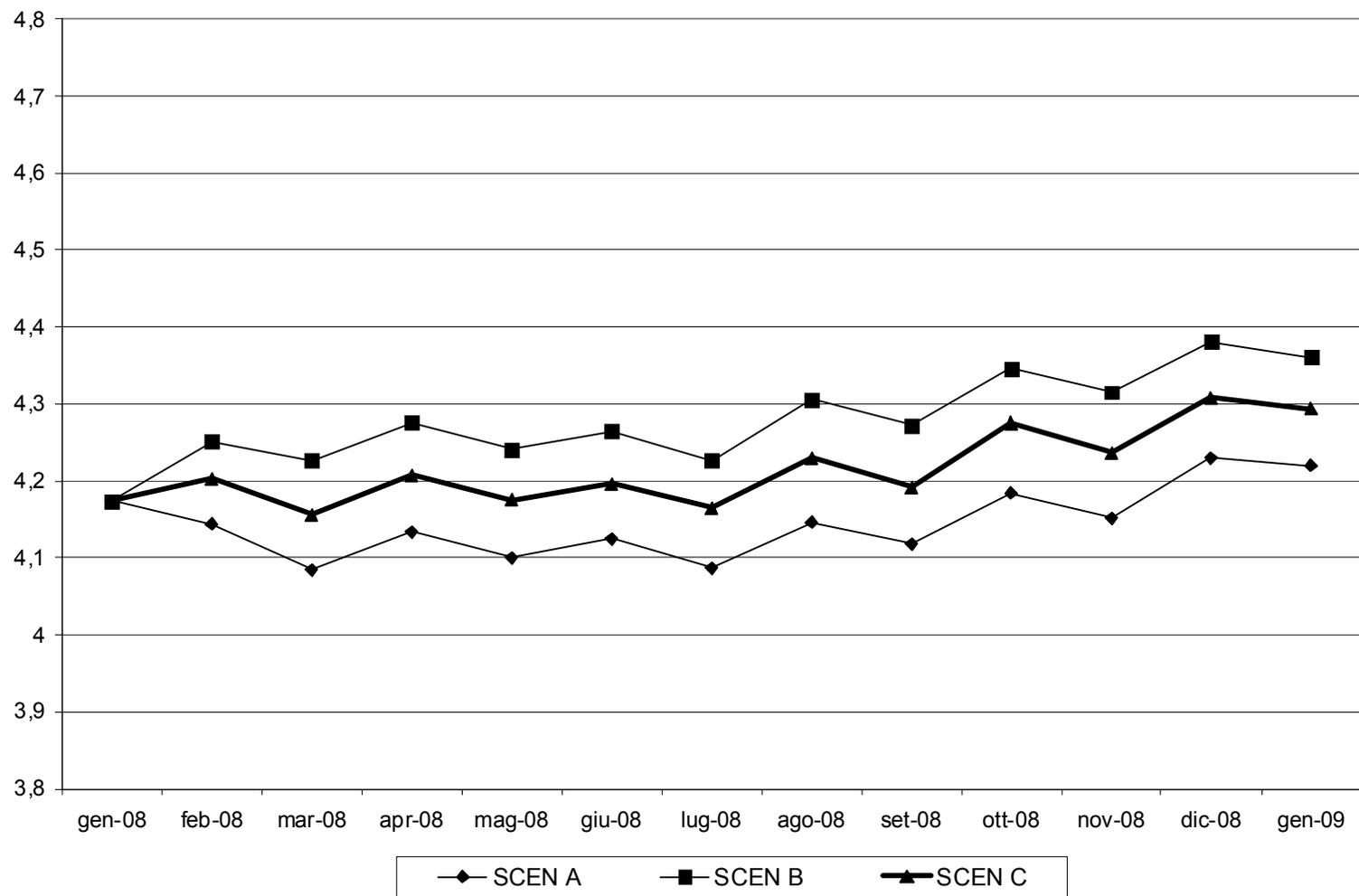
A (20%)	B (10%)	C (70%)
<p>Usa: si concretizzano in pieno i rischi di una forte recessione a causa del restringimento dell'accesso al credito di famiglie e imprese. Si prolunga più del previsto la crisi dei mutui <i>sub-prime</i>, indebolimento del mercato del lavoro, forte rallentamento della spesa delle famiglie. La fiducia di consumatori e imprese è compromessa e gli indici raggiungono minimi storici.</p> <p>La Federal Reserve deciderà di intervenire con un ribasso di -50 p.b. dei <i>fed-funds</i> nella riunione di marzo e con un ulteriore taglio di 25 p.b. a settembre.</p> <p>Area Euro: la crescita economica risulta più debole rispetto a quella sperimentata nei mesi estivi. La crisi americana ha effetti indiretti al di qua dell'Atlantico. I consumi privati e gli investimenti delle imprese sono minacciati dal peggioramento delle condizioni di accesso al credito conseguente alle turbolenze nel settore creditizio. Il forte apprezzamento dell'euro fa sentire il proprio effetto restrittivo sull'economia. L'alto differenziale dei tassi creatosi con la politica monetaria americana fortemente espansiva spinge la Bce a ridurre il tasso di intervento di -25p.b. nella riunione di settembre.</p> <p>Italia: la crescita del prodotto interno lordo, già dimostratasi inferiore a quella degli altri principali paesi dell'area euro nel terzo trimestre 2007, si ridimensiona in linea con il contesto europeo e internazionale. C'è una generalizzata diminuzione degli indici di fiducia di imprese e consumatori. Il comparto industriale continua il suo periodo di risultati altalenanti, rallentando il risultato economico complessivo. L'andamento dell'inflazione si attesta su valori in linea con la media di Eurolandia, rientrando parzialmente dai livelli attuali a causa dell'indebolimento del ciclo economico.</p>	<p>Usa: la crisi che ha colpito l'economia americana non sembra così nera come preannunciato. I consumi privati si riprendono e continuano a far da traino all'economia. Le turbolenze dei mercati finanziari e del settore del credito si attenuano. I rincari dei beni energetici ed alimentari alimentano nuove pressioni al rialzo sui prezzi.</p> <p>La Fed decide di non intervenire ritornando a pesare i rischi sulla crescita al pari di quelli sui prezzi.</p> <p>Area Euro: si prevede che l'espansione economica di Eurolandia abbia sperimentato negli ultimi mesi dell'anno un leggero rallentamento. La domanda interna rimane buona, grazie, da un lato, ad un aumento della capacità di spesa delle famiglie, favorita da un miglioramento della situazione complessiva del mercato del lavoro. Gli investimenti appaiono riprendersi ma resta un clima di incertezza legato alle turbolenze dei mesi estivi. La BCE in forza degli effetti restrittivi di un euro forte decide di non intervenire.</p> <p>Italia: la crescita dell'economia italiana viene rivista al ribasso per gli ultimi mesi del 2007, ma si rafforza il clima di fiducia generale, rendendo credibile un duraturo sostegno della domanda interna nel 2008. Il settore industriale ritorna su un sentiero di crescita positivo. Il costo del lavoro e le retribuzioni mostrano segnali di ripresa, ma non in un contesto di contrattazioni salariali tali da indurre la BCE ad aumentare i tassi.</p>	<p>Usa: i dati macroeconomici che saranno disponibili nei primi mesi dell'anno in corso non allontanano i rischi di recessione e la Fed decide di completare la sua manovra espansiva con un altro taglio del tasso sui <i>fed-funds</i> di -25 p.b. nella riunione di marzo, per poi assumere un atteggiamento attendista. Ciò alla luce sia dell'entità rilevante degli interventi già effettuati, sia per le tensioni inflazionistiche ancora presenti.</p> <p>Area Euro: si prevede che la crescita economica di Eurolandia si ridimensioni rispetto ai risultati del terzo trimestre del 2007. Il clima di incertezza che caratterizza il contesto internazionale ha il potenziale di influenzare negativamente l'economia reale ed il clima di fiducia dell'Unione. In questo contesto la BCE, aspettando di quantificare con precisione gli effetti che le crisi del comparto creditizio e finanziario internazionale potrebbero inferire all'interno delle economie dell'euro, deciderebbe di non intervenire con manovre di politica monetaria e di osservare gli indicatori economici.</p> <p>Italia: i dati sulla crescita del prodotto interno si confermano deboli anche per il 2008. La contrattazione salariale in questo contesto di incertezza macroeconomica risulta moderata.</p>

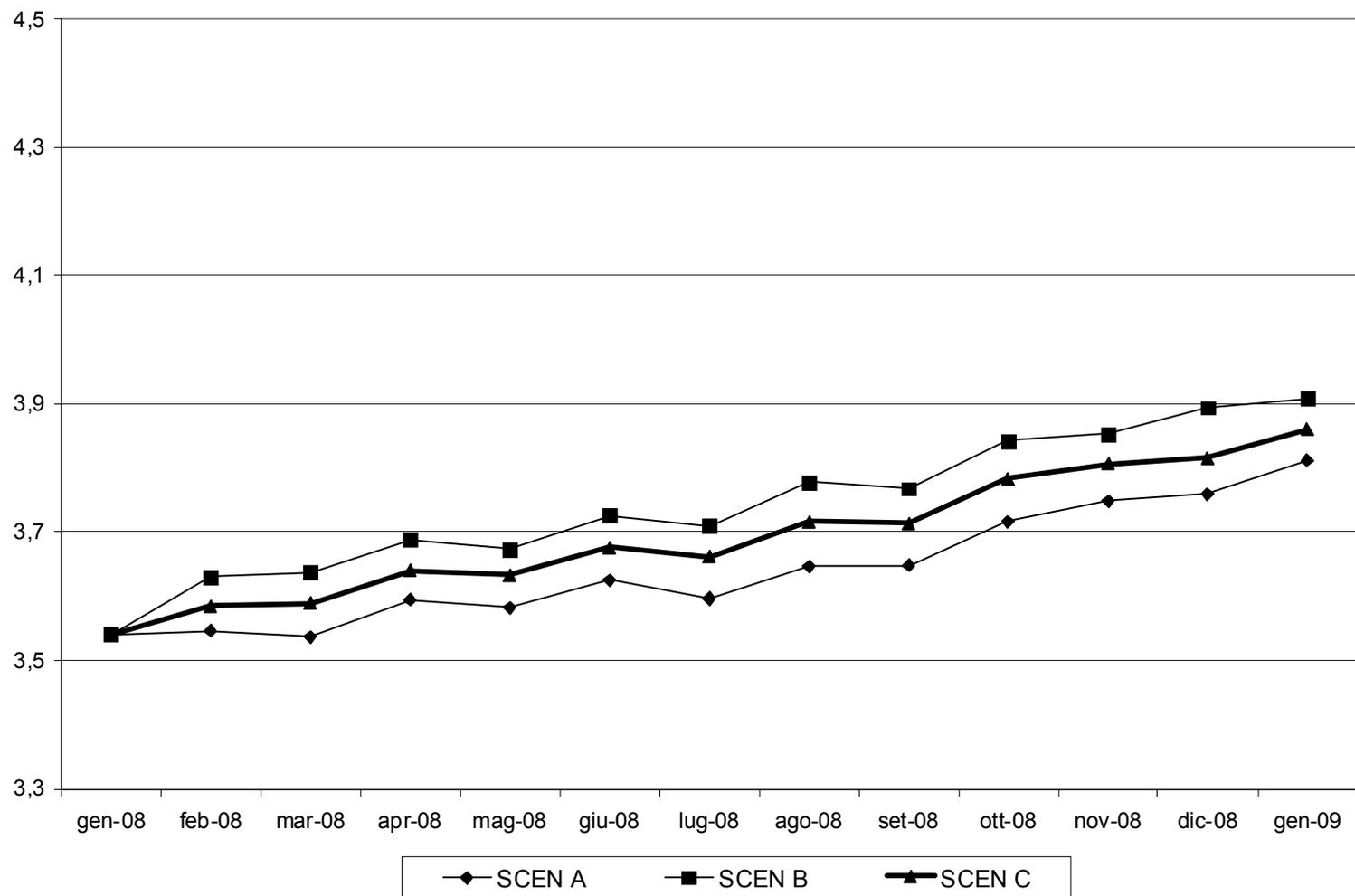
Struttura a termine italiana: tasso ad 1 anno



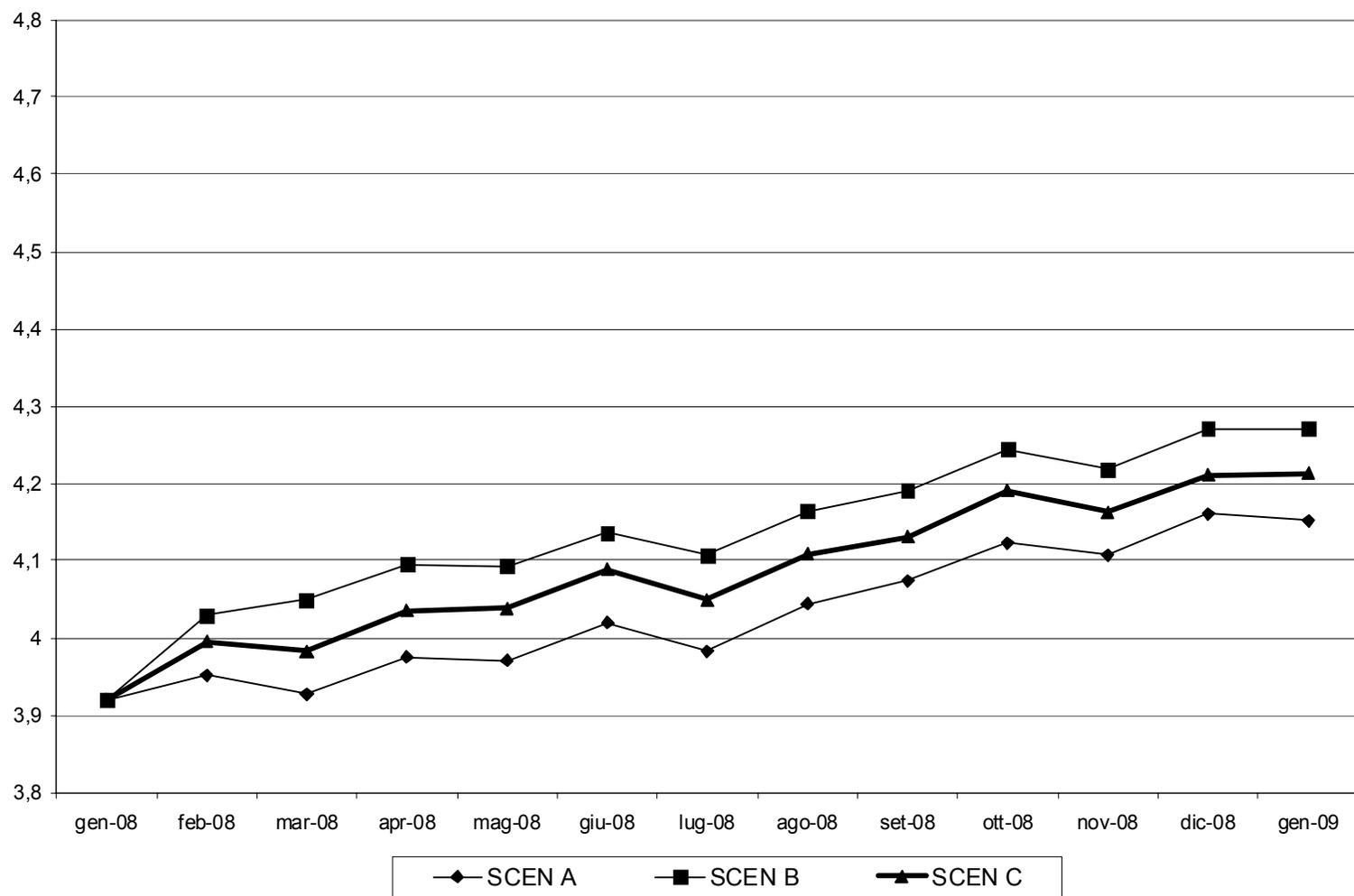
Struttura a termine italiana: tasso a 5 anni


Struttura a termine italiana: tasso a 10 anni


Struttura a termine europea: tasso ad 1 anno


Struttura a termine europea: tasso a 5 anni


Struttura a termine europea: tasso a 10 anni



Struttura a Termine Italia ed Unione Europea

gen-08	Tassi a 1 mese			Tassi a 3 mesi			Tassi a 1 anno			
	Scenario A	Scenario B	Scenario C	Scenario A	Scenario B	Scenario C	Scenario A	Scenario B	Scenario C	
ITALIA										
Weekly	4,157	4,146	4,255	4,202	4,191	4,311	4,252	4,188	4,322	4,252
6 M	3,884	3,936	4,033	3,985	3,972	4,108	4,040	4,152	4,279	4,213
1 Y	4,005	3,885	3,979	3,937	3,900	4,012	3,969	3,771	3,856	3,809
2 Y	3,550	3,599	3,712	3,660	3,528	3,674	3,617	3,390	3,470	3,428
3 Y	3,638	3,644	3,753	3,690	3,663	3,764	3,720	3,642	3,758	3,700
4 Y	3,739	3,702	3,798	3,750	3,730	3,841	3,795	3,813	3,936	3,875
5 Y	3,821	3,749	3,834	3,799	3,784	3,904	3,857	3,952	4,082	4,018
6 Y	3,890	3,844	3,926	3,889	3,882	3,992	3,945	4,070	4,201	4,133
7 Y	3,954	3,931	4,011	3,973	3,973	4,073	4,027	4,178	4,311	4,240
8 Y	4,060	4,019	4,106	4,066	4,057	4,163	4,112	4,251	4,384	4,316
9 Y	4,147	4,092	4,185	4,143	4,126	4,237	4,182	4,312	4,444	4,379
10 Y	4,219	4,152	4,249	4,206	4,183	4,297	4,239	4,361	4,493	4,430
15 Y	4,496	4,444	4,517	4,481	4,446	4,544	4,500	4,618	4,710	4,666
30 Y	4,867	4,775	4,852	4,815	4,782	4,865	4,828	4,807	4,939	4,865
UE										
Weekly	4,157	4,129	4,205	4,169	4,143	4,247	4,208	4,307	4,447	4,382
6 M	4,372	4,347	4,433	4,390	4,371	4,494	4,425	4,530	4,681	4,610
1 Y	4,174	4,144	4,251	4,203	4,134	4,275	4,207	4,220	4,360	4,294
2 Y	3,405	3,411	3,524	3,472	3,432	3,567	3,530	3,685	3,817	3,742
3 Y	3,403	3,420	3,522	3,460	3,459	3,559	3,505	3,711	3,830	3,767
4 Y	3,479	3,489	3,582	3,529	3,534	3,630	3,580	3,767	3,873	3,818
5 Y	3,541	3,546	3,631	3,585	3,595	3,688	3,641	3,812	3,908	3,860
6 Y	3,640	3,633	3,716	3,676	3,669	3,777	3,722	3,891	3,984	3,937
7 Y	3,732	3,714	3,795	3,760	3,737	3,860	3,797	3,964	4,054	4,009
8 Y	3,807	3,809	3,889	3,854	3,832	3,954	3,892	4,039	4,141	4,091
9 Y	3,869	3,888	3,966	3,932	3,911	4,032	3,971	4,101	4,212	4,158
10 Y	3,920	3,952	4,029	3,995	3,975	4,095	4,035	4,152	4,271	4,213
15 Y	4,240	4,207	4,300	4,257	4,219	4,300	4,267	4,354	4,463	4,409
30 Y	4,438	4,420	4,500	4,471	4,403	4,501	4,451	4,463	4,575	4,520

Struttura a Termine U.S.A. e Giappone

gen-08	Tassi a 1 mese			Tassi a 3 mesi			Tassi a 1 anno			
	Scenario A	Scenario B	Scenario C	Scenario A	Scenario B	Scenario C	Scenario A	Scenario B	Scenario C	
USA										
Weekly	3,148	3,061	3,235	3,139	3,019	3,277	3,163	3,079	3,409	3,247
6 M	2,070	2,030	2,228	2,126	2,192	2,449	2,329	2,437	2,725	2,581
1 Y	2,110	2,056	2,237	2,166	2,031	2,219	2,122	2,496	2,718	2,610
2 Y	2,175	2,000	2,200	2,100	1,952	2,249	2,112	2,647	2,934	2,809
3 Y	2,235	2,282	2,507	2,407	2,472	2,727	2,626	3,088	3,296	3,179
4 Y	2,564	2,566	2,760	2,669	2,730	2,957	2,860	3,300	3,549	3,421
5 Y	2,822	2,790	2,959	2,874	2,932	3,137	3,044	3,467	3,748	3,611
6 Y	3,038	3,049	3,202	3,129	3,150	3,371	3,266	3,788	4,045	3,915
7 Y	3,214	3,261	3,400	3,337	3,328	3,563	3,448	4,050	4,288	4,163
8 Y	3,374	3,394	3,534	3,469	3,481	3,702	3,594	4,174	4,405	4,288
9 Y	3,514	3,510	3,651	3,584	3,613	3,823	3,721	4,281	4,507	4,396
10 Y	3,636	3,612	3,753	3,685	3,730	3,929	3,833	4,375	4,596	4,491
15 Y	3,956	3,884	4,054	3,975	4,062	4,271	4,166	4,594	4,821	4,713
30 Y	4,347	4,217	4,422	4,329	4,467	4,688	4,573	4,861	5,096	4,985
JAPAN										
Weekly	0,598	0,590	0,638	0,616	0,623	0,692	0,660	0,710	0,786	0,746
6 M	0,921	0,920	0,950	0,940	0,938	0,990	0,969	1,041	1,112	1,080
1 Y	1,000	1,011	1,088	1,048	1,051	1,149	1,098	1,147	1,234	1,185
2 Y	0,544	0,566	0,655	0,617	0,623	0,709	0,664	1,091	1,180	1,134
3 Y	0,644	0,636	0,707	0,670	0,689	0,790	0,740	1,140	1,264	1,200
4 Y	0,751	0,746	0,811	0,778	0,799	0,889	0,842	1,322	1,438	1,376
5 Y	0,881	0,881	0,938	0,911	0,934	1,011	0,966	1,544	1,651	1,591
6 Y	0,975	0,958	1,023	0,993	1,036	1,133	1,079	1,645	1,752	1,696
7 Y	1,068	1,035	1,107	1,075	1,138	1,255	1,192	1,745	1,852	1,800
8 Y	1,221	1,189	1,249	1,222	1,276	1,375	1,324	1,844	1,943	1,894
9 Y	1,353	1,321	1,371	1,348	1,395	1,477	1,437	1,928	2,020	1,975
10 Y	1,433	1,402	1,446	1,425	1,467	1,540	1,506	1,980	2,068	2,024
15 Y	1,863	1,872	1,922	1,893	1,947	2,034	1,993	2,188	2,290	2,239
30 Y	2,583	2,577	2,668	2,620	2,711	2,865	2,788	3,279	3,445	3,363

Struttura a Termine UK

gen-08	Tassi a 1 mese			Tassi a 3 mesi			Tassi a 1 anno			
	Scenario A	Scenario B	Scenario C	Scenario A	Scenario B	Scenario C	Scenario A	Scenario B	Scenario C	
UK										
Weekly	5,555	5,557	5,557	5,557	5,362	5,574	5,471	5,209	5,446	5,324
6 M	4,480	4,515	4,739	4,582	4,585	4,821	4,706	4,968	5,274	5,109
1 Y	3,930	3,952	4,183	4,085	3,943	4,152	4,059	4,238	4,600	4,447
2 Y	4,020	3,957	4,160	4,068	3,980	4,182	4,084	4,447	4,700	4,588
3 Y	4,260	4,154	4,415	4,287	4,238	4,468	4,353	4,540	4,794	4,672
4 Y	4,700	4,711	4,921	4,831	4,365	4,587	4,480	4,806	5,004	4,909
5 Y	4,440	4,634	4,866	4,767	4,465	4,688	4,573	4,809	5,011	4,904
6 Y	4,660	4,577	4,781	4,679	4,532	4,762	4,647	4,809	5,020	4,910
7 Y	4,570	4,439	4,650	4,561	4,542	4,791	4,682	4,825	5,021	4,913
8 Y	4,340	4,200	4,411	4,322	4,360	4,653	4,481	4,481	4,755	4,621
9 Y	3,770	3,778	4,062	3,911	4,126	4,378	4,254	4,181	4,449	4,315
10 Y	4,650	4,538	4,755	4,666	4,577	4,851	4,730	4,806	5,062	4,940
15 Y	4,700	4,681	4,906	4,808	4,670	4,913	4,817	4,804	5,066	4,957
30 Y	4,710	4,715	4,976	4,860	4,685	4,896	4,806	4,832	5,062	4,947

Effetto *yield*, *shift* e total return per bucket italiani

ITALIA	Effetto yield a 1 mese			Effetto yield a 3 mesi			Effetto yield a 1 anno		
	Scenario A	Scenario B	Scenario C	Scenario A	Scenario B	Scenario C	Scenario A	Scenario B	Scenario C
Breve	0,305	0,305	0,305	0,915	0,915	0,915	3,658	3,658	3,658
1 - 3 Y	0,300	0,300	0,300	0,901	0,901	0,901	3,603	3,603	3,603
3 - 5 Y	0,311	0,311	0,311	0,932	0,932	0,932	3,726	3,726	3,726
5 - 7 Y	0,321	0,321	0,321	0,962	0,962	0,962	3,847	3,847	3,847
7 - 10 Y	0,343	0,343	0,343	1,030	1,030	1,030	4,118	4,118	4,118
10 - 15 Y	0,368	0,368	0,368	1,104	1,104	1,104	4,415	4,415	4,415
15 Y +	0,402	0,402	0,402	1,205	1,205	1,205	4,819	4,819	4,819

ITALIA	Effetto shift a 1 mese			Effetto shift a 3 mesi			Effetto shift a 1 anno		
	Scenario A	Scenario B	Scenario C	Scenario A	Scenario B	Scenario C	Scenario A	Scenario B	Scenario C
Breve	-0,026	-0,075	-0,051	-0,044	-0,112	-0,078	-0,135	-0,198	-0,165
1 - 3 Y	-0,082	-0,272	-0,185	0,037	-0,208	-0,113	0,269	0,134	0,205
3 - 5 Y	0,124	-0,198	-0,038	0,031	-0,343	-0,190	-0,248	-0,663	-0,457
5 - 7 Y	0,229	-0,176	0,003	0,039	-0,500	-0,272	-0,882	-1,529	-1,196
7 - 10 Y	0,276	-0,314	-0,042	0,020	-0,697	-0,352	-1,299	-2,200	-1,739
10 - 15 Y	0,617	-0,276	0,120	0,331	-0,718	-0,184	-1,308	-2,523	-1,943
15 Y +	1,301	0,212	0,735	1,202	0,028	0,551	0,848	-1,018	0,028

ITALIA	Total return a 1 mese			Total Return a 3 mesi			Total Return a 1 anno		
	Scenario A	Scenario B	Scenario C	Scenario A	Scenario B	Scenario C	Scenario A	Scenario B	Scenario C
Breve	0,279	0,230	0,254	0,870	0,802	0,836	3,523	3,460	3,493
1 - 3 Y	0,218	0,028	0,116	0,938	0,692	0,788	3,872	3,737	3,808
3 - 5 Y	0,434	0,113	0,273	0,962	0,588	0,741	3,478	3,063	3,269
5 - 7 Y	0,549	0,144	0,324	1,000	0,462	0,690	2,965	2,318	2,651
7 - 10 Y	0,619	0,029	0,301	1,050	0,333	0,678	2,819	1,918	2,379
10 - 15 Y	0,985	0,092	0,488	1,435	0,385	0,919	3,107	1,891	2,472
15 Y +	1,702	0,614	1,137	2,406	1,233	1,756	5,667	3,801	4,847

Effetto *yield*, *shift* e total return per bucket europei

UE	Effetto yield a 1 mese			Effetto yield a 3 mesi			Effetto yield a 1 anno		
	Scenario A	Scenario B	Scenario C	Scenario A	Scenario B	Scenario C	Scenario A	Scenario B	Scenario C
Breve	0,325	0,325	0,325	0,975	0,975	0,975	3,901	3,901	3,901
1 - 3 Y	0,294	0,294	0,294	0,883	0,883	0,883	3,532	3,532	3,532
3 - 5 Y	0,305	0,305	0,305	0,914	0,914	0,914	3,656	3,656	3,656
5 - 7 Y	0,317	0,317	0,317	0,951	0,951	0,951	3,803	3,803	3,803
7 - 10 Y	0,337	0,337	0,337	1,010	1,010	1,010	4,038	4,038	4,038
10 - 15 Y	0,366	0,366	0,366	1,099	1,099	1,099	4,394	4,394	4,394
15 Y +	0,389	0,389	0,389	1,167	1,167	1,167	4,666	4,666	4,666

UE	Effetto shift a 1 mese			Effetto shift a 3 mesi			Effetto shift a 1 anno		
	Scenario A	Scenario B	Scenario C	Scenario A	Scenario B	Scenario C	Scenario A	Scenario B	Scenario C
Breve	0,010	-0,024	-0,007	0,000	-0,047	-0,020	-0,061	-0,119	-0,092
1 - 3 Y	-0,010	-0,207	-0,018	-0,047	-0,282	-0,217	-0,487	-0,716	-0,586
3 - 5 Y	-0,021	-0,416	-0,042	-0,094	-0,566	-0,437	-0,978	-1,439	-1,177
5 - 7 Y	-0,030	-0,603	-0,068	-0,137	-0,821	-0,633	-1,419	-2,088	-1,708
7 - 10 Y	-0,041	-0,814	-0,087	-0,185	-1,109	-0,855	-1,916	-2,820	-2,306
10 - 15 Y	-0,056	-1,116	-0,128	-0,253	-1,519	-1,172	-2,626	-3,864	-3,160
15 Y +	-0,081	-1,602	-0,183	-0,363	-2,181	-1,683	-3,769	-5,546	-4,537

UE	Total return a 1 mese			Total Return a 3 mesi			Total Return a 1 anno		
	Scenario A	Scenario B	Scenario C	Scenario A	Scenario B	Scenario C	Scenario A	Scenario B	Scenario C
Breve	0,335	0,302	0,318	0,976	0,928	0,955	3,840	3,782	3,809
1 - 3 Y	0,284	0,087	0,277	0,836	0,601	0,666	3,045	2,816	2,946
3 - 5 Y	0,284	-0,111	0,262	0,820	0,348	0,477	2,678	2,217	2,479
5 - 7 Y	0,287	-0,286	0,249	0,814	0,130	0,317	2,384	1,715	2,095
7 - 10 Y	0,295	-0,478	0,249	0,825	-0,099	0,154	2,122	1,218	1,732
10 - 15 Y	0,310	-0,750	0,238	0,845	-0,421	-0,074	1,768	0,530	1,234
15 Y +	0,308	-1,213	0,206	0,803	-1,014	-0,516	0,897	-0,880	0,129

Total Return per gli indici azionari italiano ed europeo

	Total Return a 1 mese			Total Return a 3 mesi			Total Return a 1 anno		
	Scenario A	Scenario B	Scenario C	Scenario A	Scenario B	Scenario C	Scenario A	Scenario B	Scenario C
COMIT	1654	1746	1700	1681	1773	1727	1835	1942	1885
Tot. Return (%)	2,143	7,824	4,983	4,149	9,830	6,989	16,855	23,462	19,942
MSCIEU	218	234	226	223	234	231	237	251	245
Tot. Return (%)	3,000	10,986	6,969	6,344	11,542	9,935	14,995	21,800	18,587

Effetto *yield*, *shift* e total return per indici obbligazionari delle diverse aree

	Effetto yield a 1 mese			Effetto yield a 3 mesi			Effetto yield a 1 anno		
	Scenario A	Scenario B	Scenario C	Scenario A	Scenario B	Scenario C	Scenario A	Scenario B	Scenario C
ITALIA	0,368	0,368	0,368	1,104	1,104	1,104	4,417	4,417	4,417
EMU	0,345	0,345	0,345	1,035	1,035	1,035	4,141	4,141	4,141
USA	0,293	0,293	0,293	0,880	0,880	0,880	3,520	3,520	3,520
GIAPPONE	0,114	0,114	0,114	0,341	0,341	0,341	1,365	1,365	1,365
UK	0,367	0,367	0,367	1,101	1,101	1,101	4,402	4,402	4,402

	Effetto shift a 1 mese			Effetto shift a 3 mesi			Effetto shift a 1 anno		
	Scenario A	Scenario B	Scenario C	Scenario A	Scenario B	Scenario C	Scenario A	Scenario B	Scenario C
ITALIA	0,438	-0,196	0,085	0,2353	-0,510	-0,131	-0,9280	-1,791	-1,379
EMU	-0,012	-0,472	-0,272	-0,145	-0,852	-0,493	-1,346	-1,935	-1,644
USA	-0,057	-0,809	-0,449	-0,554	-1,647	-1,128	-3,702	-4,972	-4,328
GIAPPONE	0,191	-0,225	-0,040	-0,404	-1,080	-0,716	-3,911	-4,529	-4,229
UK	0,160	-1,736	-0,910	0,253	-1,795	-0,986	-0,877	-3,085	-2,166

	Total Return a 1 mese			Total Return a 3 mesi			Total Return a 1 anno		
	Scenario A	Scenario B	Scenario C	Scenario A	Scenario B	Scenario C	Scenario A	Scenario B	Scenario C
ITALIA	0,806	0,172	0,453	1,340	0,594	0,974	3,489	2,626	3,038
EMU	0,333	-0,127	0,074	0,890	0,184	0,542	2,795	2,206	2,497
USA	0,237	-0,516	-0,156	0,326	-0,767	-0,248	-0,182	-1,452	-0,808
GIAPPONE	0,304	-0,112	0,073	-0,063	-0,739	-0,375	-2,546	-3,164	-2,864
UK	0,527	-1,370	-0,543	1,353	-0,695	0,114	3,525	1,317	2,236