

# 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 Febbraio 2009.*

*Nell'individuazione della struttura ottimale si sono sottoposti a verifica empirica i concetti della teoria economica e finanziaria tramite l'analisi econometrica. In particolare l'uso dell'analisi di cointegrazione è stato in grado di mettere in evidenza la struttura che nel lungo periodo governa i tassi di interesse, i depositi e gli impieghi bancari al fine di poter inserire nel modello equazioni nella forma ECM (error correction mechanism).*

*Gli scenari di coerenza, come risultato del modello, vengono forniti mensilmente sulla base di simulazioni che tengono conto delle nuove informazioni derivanti dall'aggiornamento dei dati.*

*Con la stessa frequenza GRETA riunisce il proprio Comitato Finanza formato da docenti dell'Università "Ca' Foscari" di Venezia e da esperti del settore bancario al fine di valutare gli andamenti prospettici delle variabili esogene del modello e verificare la coerenza dei risultati sulle variabili endogene ottenute da MEFIM.*

## SCENARI MACROECONOMICI

Le parole del presidente della Fed Bernanke nella sua audizione davanti alla Commissione Bancaria della Camera dei Rappresentanti e del Senato lasciano presagire che la prossima riunione del FOMC si concluderà con un ulteriore taglio del tasso target sui *fed-funds*. Il presidente ritiene che al momento, fra il duplice obiettivo del proprio mandato, vada privilegiata la crescita del paese, in quanto le tensioni sui prezzi sono destinate ad attenuarsi da sole a seguito dell'indebolimento della domanda.

Pertanto, in base a tali dichiarazioni e ai

nuovi dati macroeconomici sull'economia americana, riteniamo che sia ormai scontato un ulteriore taglio dei tassi di 25/50 p.b. alla prossima riunione (Scen. C, Prob 70% -50 p.b; Scen. B, Prob. 20% -25p.b.), non escludendo un ulteriore intervento di -50 p.b. in settembre qualora il momento di crisi dovesse protrarsi più del previsto (Scen. A, Prob. 10%). Tuttavia, va sottolineato che alla luce della forte crescita delle economie asiatiche, Cina in particolare, non è detto che ciò che ritiene Bernanke possa effettivamente realizzarsi: l'espansione di tali paesi mantiene, infatti, elevata la domanda di materie prime e riduce quindi la probabilità che i prezzi delle *commodity* possano diminuire nel breve termine. Inoltre, con un prezzo del petrolio sempre più stabile sui 100 dollari al barile, si sta sviluppando un mercato di energie alternative che utilizzano materie prime agricole, trasferendo le tensioni anche a questo comparto.

In Europa i nuovi dati macroeconomici sono più confortanti, ma evidenziano comunque un indebolimento del ciclo economico. Le pressioni inflattive sembrano attenuarsi con le variazioni mensili negative registrate a gennaio, che hanno ridimensionato l'inflazione *core* a +1,7%. Tuttavia, il livello ancora elevato a +3,2% dell'indice globale e le tensioni sulle materie prime sopra citate, ci inducono a credere che la BCE manterrà un atteggiamento ancora attendista (Scen C, Prob. 70% e Scen. B, Prob 20%), salvo il caso in cui un eccessivo differenziale dei tassi Euro/Usa e una recessione americana si traducano in un forte rallentamento dell'economia europea, nel qual caso prevediamo un intervento nella riunione di settembre di -25p.b. (Scen. A, Prob. 10%).

### USA: il dilemma della Fed fra inflazione e crescita.

La prima stima sulla crescita americana nell'ultimo trimestre del 2007 conferma il dato preliminare con gli Stati Uniti che crescono ad un tasso di +0,6% t/t (+2,5% a/a) rispetto al trimestre precedente di +4,9% t/t. La crescita dei consumi privati è rimasta +1,9% t/t come nel dato preliminare, mentre il dato sugli investimenti è stato rivisto notevolmente al ribasso da -2,5% t/t a -12,2% t/t con un tendenziale che si è portato così a -3,1% a/a, a testimonianza della gravità della crisi del mercato immobiliare. La debolezza del dollaro nei confronti delle principali valute straniere sta avendo effetti benefici sui traffici con l'estero: rispetto alla stima preliminare le esportazioni sono state riviste al rialzo da +3,9% t/t a +4,8% t/t, sebbene il tendenziale abbia subito una flessione a +7,9% dal precedente +10,3%. Le importazioni sono invece. Come già anticipato dalla stima preliminare per il quarto trimestre 2007 la crescita è stata sostenuta da: 1) i consumi privati che hanno contribuito per +1,32% t/t in rallentamento rispetto al dato del terzo trimestre di +2,01% t/t e 2) il canale estero che ha contribuito per +0,90% t/t. Hanno sottratto, invece, risorse alla crescita del prodotto: 1) gli investimenti con un -0,53% t/t in forte diminuzione rispetto al dato del terzo trimestre di -0,11% t/t e 2) le scorte, la cui stima è stata rivista ancora al ribasso da -0,25 t/t a -1,49 t/t, confermando l'atteggiamento prudente delle imprese che attualmente preferiscono ridurre le giacenze di magazzino piuttosto che aumentare il livello di produzione. Dal lato dell'offerta, nel primo mese dell'anno la produzione industriale è aumentata di +0,1% m/m in linea con le aspettative del mercato e la variazione tendenziale ha raggiunto il valore di +2,3% rispetto al precedente 1,5%. In dicembre gli ordini all'industria hanno continuato anch'essi su un sentiero crescente per il quarto mese consecutivo, registrando un buon +2,3% m/m contro attese di un incremento di +1,5% m/m. Tuttavia, il momento di incertezza per l'industria americana è confermato da:

- 1) l'aumento delle scorte delle imprese in dicembre (+0,6% m/m, +4,0% a/a),
- 2) la forte contrazione degli ordini di beni durevoli in gennaio (-5,3% m/m),
- 3) una generalizzata riduzione degli indici di fiducia delle imprese: sia l'INAPM di Chicago (in febbraio a 44,5 dal precedente 51,5, 50 il consenso del mercato), che l'ISM del settore non manifatturiero (in gennaio a 41,9 contro aspettative di 53) sono crollati sotto la soglia dei 50 punti che delinea una fase di contrazione dell'offerta; per la prima volta da maggio 2005 è crollato in zona negativa l'indice dell'*Empire State Manufacturing* che è passato da +9,0 a -11,7. L'unico in controtendenza è risultato l'ISM per il settore manifatturiero che ha sorpreso verso l'alto a 50,7 dal precedente 47,7 e contro attese a 47,0. Dal lato della domanda, i consumi sono fermi: la spesa delle famiglie in termini reali, come già accaduto in dicembre, non è variata, mentre il reddito personale in termini reali è lievemente aumentato di +0,1% m/m. Pur con un

ritorno in gennaio delle vendite al dettaglio su un sentiero crescente (+0,3% m/m), sorpendendo le aspettative del mercato che davano un'ulteriore diminuzione di -0,4%, la forte contrazione degli indici di fiducia dei consumatori rende sempre più difficile che i consumi possano sostenere la crescita nei prossimi trimestri: in febbraio l'indice elaborato dal *Conference Board* ha deluso scendendo a 75,0 da un precedente 87,3 (dato rivisto da 87,9), contro aspettative di mercato di 83,0 e quello elaborato dall'università del Michigan si è portato a 69,6 da 78,4 sorpendendo le aspettative del mercato che davano l'indice invariato rispetto al mese scorso. A tutto ciò si aggiungono dati deboli sul mercato del lavoro. Sebbene il tasso di disoccupazione abbia subito una leggera flessione passando dal 5% di dicembre al 4,9%, in gennaio i settori sia non agricolo che manifatturiero hanno registrato una contrazione dell'occupazione. Il primo ha espulso 17 mila unità contro aspettative di un assorbimento di 60 mila unità, registrando il primo decremento da agosto 2003 (va sottolineato comunque che il dato di dicembre è stato rivisto notevolmente al rialzo da +18 mila a +82 mila); il secondo ha ridotto il numero degli occupati di 28 mila unità. La debolezza del mercato del lavoro si è tradotta in una minore tensione sui salari: il costo unitario del lavoro è aumentato di +2,1% t/t, meno di quanto atteso dal mercato (+3,8% t/t). Sul fronte dei prezzi la situazione è piuttosto preoccupante, lungo tutta la catena distributiva. L'indice dei prezzi al consumo ha registrato in gennaio un aumento di +4,3% a/a mentre l'indicatore depurato delle componenti più volatili ha segnato un +2,5% a/a. Ai primi stadi di commercializzazione le tensioni sono state ancor più forti con il rischio di trasmissione a valle sui consumatori nei prossimi mesi. L'indice dei prezzi alla produzione è aumentato di +1,0% m/m (+0,4% le attese del mercato), portando la variazione tendenziale a +7,4%, e quello depurato della componente volatile di +0,4% m/m (+0,2% le attese del mercato) trascinando il tendenziale a +2,3%. Anche i prezzi export e import sono aumentati in maniera consistente registrando variazioni fra le più elevate dagli anni Ottanta. Il settore immobiliare permane nel suo periodo di crisi e sebbene l'avvio di nuovi cantieri abbia registrato nel mese di gennaio un incremento di +0,8% m/m, la spesa per costruzioni così come la vendita di case esistenti permangono su un sentiero decrescente e lo stesso Bernanke ha recentemente affermato che il comparto immobiliare continuerà a pesare ancora per un certo periodo sulla crescita americana. Alla luce dei nuovi dati macroeconomici riteniamo che sia ormai scontato un ulteriore taglio dei tassi di 25/50 p.b. alla prossima riunione (Scen. C, Prob 70% -50 p.b.; Scen. B, Prob. 20% -25p.b.), non escludendo un ulteriore intervento di -50 p.b. in settembre qualora il momento di crisi dovesse protrarsi più del previsto (Scen. A, Prob. 10%).

### **Giappone: continua la crescita del Giappone**

Il Giappone ha chiuso il 2007 con un passo di crescita più ampio rispetto alle altre due macro aree, Usa ed Europa. La crescita del Pil è stata, infatti, nell'ultimo trimestre del 2007, pari a +0,9% t/t con il tendenziale che è salito a +3,7% rispetto al +1,3% a/a del trimestre precedente. Lo spaccato delle componenti del prodotto sarà diffuso solo il prossimo mese. Nello stesso periodo, Usa ed Europa hanno registrato un +2,5% a/a e un +2,3% a/a, rispettivamente. Tuttavia, i recenti dati macroeconomici lasciano presagire un ridimensionamento del ciclo economico nell'anno in corso anche in Giappone. Sul fronte dell'attività produttiva, infatti la contrazione della produzione industriale di gennaio (-2% m/m) e degli ordini di macchinari di dicembre (-3,2% m/m) preludono ad un indebolimento della crescita già dal primo trimestre. Dal lato della domanda, in gennaio i consumi delle famiglie hanno ridimensionato il loro tasso tendenziale a +1,0% a/a rispetto a +2,7% a/a del mese precedente e l'aumento del tasso di disoccupazione al 3,8% da un precedente 3,5%, pur in linea con le aspettative di mercato, alimenta il rischio che i consumi diano un minor sostegno alla crescita. Sul fronte dei prezzi, dal lato della domanda, nel mese di gennaio, si è assistito ad una generalizzata diminuzione dell'inflazione: l'indice dei prezzi al consumo è diminuito dello 0,2% m/m mentre depurato della componente alimentari freschi la riduzione è stata più forte e di ben -0,4% m/m. Su base tendenziale entrambi gli indicatori si sono mantenuti stabili. Per l'indicatore dell'area di Tokio si prevede un'ulteriore riduzione in febbraio di -0,3% m/m. Ai primi stadi di commercializzazione si è assistito invece ad un incremento dei prezzi alla produzione in gennaio di +0,2% m/m con il tendenziale che è salito a +3,0% dal precedente +2,6%.

### **Europa: sempre più ampio il differenziale dei tassi con l'America**

Nell'ultimo trimestre del 2007 anche le economie di Eurolandia hanno sperimentato una crescita più *soft* rispetto a quella dei mesi estivi. Il prodotto interno lordo è cresciuto di solo +0,4% t/t rispetto al +0,8% del terzo trimestre facendo comunque leggermente meglio delle aspettative di mercato che prevedevano un +0,3% t/t. Lo spaccato con le stime delle componenti ed i contributi alla crescita saranno diffusi solamente il prossimo mese. Si prevede comunque che i consumi abbiano subito, nel trimestre di riferimento, un rallentamento e gli investimenti siano più deboli rispetto ai mesi estivi. Il forte apprezzamento dell'euro ha causato in dicembre un peggioramento del saldo della bilancia commerciale che è passato da un avanzo di +2,0 mld € ad un disavanzo di -2,1 mld € dovuto al duplice effetto di una diminuzione delle esportazioni (-

2,5% m/m) e di un contemporaneo incremento delle importazioni (+0,7% m/m). In base ai primi dati del 2008 anche l'anno in corso sembra presentare difficoltà nel mantenere un buon passo di crescita. Nonostante per il momento il mercato del lavoro rimanga solido con un tasso di disoccupazione che si è mantenuto stabile al 7,1% come il mese scorso (dato rivisto al ribasso da 7,2%), l'industria dei paesi di Eurolandia dimostra sintomi di debolezza: in dicembre la produzione industriale ha registrato per il secondo mese consecutivo una contrazione mensile di -0,2% m/m, dopo il -0,4% m/m di novembre, deludendo fortemente le aspettative del mercato che davano una ripresa a +0,6% m/m. Ma ciò che preoccupa di più in termini di ottica futura sono gli ordini all'industria che, sempre in dicembre, sono diminuiti più del previsto con una variazione congiunturale di -3,6% m/m e conseguente crollo del tasso tendenziale a +2,1% da +11,4%. Allo stesso tempo la zona Euro sta sperimentando anche un indebolimento della domanda: le vendite alle dettaglie continuano a diminuire, il dato di novembre è stato rivisto al ribasso da -0,5% m/m a -0,7% m/m, mentre in dicembre la variazione è stata di -0,1% m/m deludendo le aspettative del mercato che davano invece una ripresa di +0,4% m/m. Tale situazione di incertezza è confermata dai valori registrati in febbraio dai principali indici di fiducia: l'ESI è sceso per il nono mese consecutivo attestandosi a 100,1, contro aspettative di discesa a 101,4 da un precedente 101,7, e la stima *flash* del PMI manifatturiero è in leggera flessione rispetto al mese passato da 52,8 a 52,3. Va comunque sottolineato che a differenza degli indici di fiducia americani, quelli europei si mantengono al di sopra della soglia dei 50 punti, indicando ancora una fase di espansione, e che il dato sul PMI dei servizi è aumentato da 50,6 a 52,3 sorprendendo al rialzo le aspettative che davano un aumento a 51,0. Sul fronte dei prezzi sembra che le tensioni inflattive inizino ad affievolirsi con variazioni congiunturali negative: in gennaio l'indice dei prezzi al consumo ha registrato un -0,4% m/m e il *core* un -1,1%. Tuttavia, soltanto l'indice *core* ha beneficiato in termini tendenziali di tali contrazioni mensili, scendendo a +1,7% a/a da +1,9% a/a. L'indice globale ha infatti corretto al rialzo a +3,2% a/a da +3,1% a/a, come già anticipato dalla stima *flash* e questo ci fa ritenere che difficilmente la BCE interverrà a favore del ciclo economico. Anche nei primi stadi di commercializzazione le tensioni sembrano attenuarsi, l'inflazione per i produttori è aumentata di +0,1% m/m rispetto al precedente +0,8% m/m, ma anche in questo caso il tendenziale è comunque salito a +4,3% rispetto al +4,1% del mese scorso. Nonostante i segnali di debolezza sia dal lato dell'offerta che dal lato della domanda, il permanere di alti tassi tendenziali sugli indici dei prezzi, sia al consumo che alla produzione, il petrolio intorno ai 100 \$/barile e le tensioni inflattive anche del comparto delle materie prime alimentari, mantengono alta la probabilità che la BCE continui ancora con un atteggiamento attendista (Scen. C, Prob. 70% e Scen. B, Prob. 20%), salvo il caso in cui un eccessivo differenziale dei tassi Euro/Usa e una recessione americana comportino un forte rallentamento dell'economia europea, nel qual caso prevediamo un intervento nella riunione di settembre di -25p.b (Scen. A, Prob. 10%).

Fra le economie di Eurolandia la stima definitiva del prodotto interno della Germania ha confermato il dato preliminare di +0,3% m/m (+1,6% a/a) in linea anche con le aspettative del mercato. Gli investimenti hanno sostenuto la crescita registrando una variazione congiunturale di +1,1% t/t rispetto al precedente +0,6% t/t ed hanno contribuito alla crescita per +0,2% t/t. Hanno sostenuto il prodotto anche le esportazioni nette con un +0,7% t/t dettato da un incremento delle esportazioni (+1,3% t/t) ed un decremento delle importazioni (-0,2% t/t). Le scorte ed i consumi privati hanno, invece, sottratto risorse alla crescita rispettivamente per -0,1% t/t e -0,4% t/t. I consumi privati sono infatti diminuiti nell'ultimo trimestre del 2007 segnando un -0,8% congiunturale e -1,3% tendenziale. Il forte apprezzamento della valuta comune ha determinato un peggioramento del saldo della bilancia commerciale che è passato da +19,8 mld € a +15,7 mld € le esportazioni continuano su di un sentiero decrescente registrando una variazione negativa di 1,2% m/m che si somma alla riduzione di 0,5% di novembre mentre le importazioni sono aumentate di +5,3% m/m. I dati del mercato del lavoro sono positivi: il tasso di disoccupazione è sceso in febbraio all'8% ed il numero di disoccupati è diminuito di 758 mila unità contro aspettative di riduzione di sole 45 mila unità. Dal comparto di impresa ed industria i dati che giungono sono in un certo senso contrastanti: la produzione industriale è ritornata su di un cammino crescente segnando un aumento di +0,8% m/m leggermente inferiore alle aspettative di +1,0% m/m dovuto ad un rimbalzo nel settore dei beni di consumo. Gli ordini all'industria manifatturiera sono invece diminuiti con una variazione rispetto al mese scorso di -1,7% che ha portato il tendenziale da +13,1% a +5,6%. Sul fronte della domanda le vendite al dettaglio hanno registrato, nel mese di gennaio, una variazione positiva di +1,9% con il tendenziale che è salito di +2,7% segno che il nuovo anno si apre con una ripresa dei consumi rispetto all'ultimo mese dello scorso anno le cui stime sono state riviste da -1,1% m/m a -0,7% m/m e da -1,2% a/a a -5,0% a/a. Anche il valore degli indici di fiducia confermano questi dati positivi: indice Zew è salito a soglia -39,5 da -41,6 sorprendendo al rialzo rispetto alle aspettative del mercato che davano una riduzione a -45 e l'indice Ifo è aumentato anch'esso passando da 103,4 a 104,1 (102,8 le aspettative). Sul fronte dei prezzi, almeno dal lato della domanda, le tensioni sembrano iniziare a dissolversi. L'inflazione per i consumatori ha registrato, in gennaio, una riduzione di -0,4% m/m sebbene il tendenziale sia aumentato di 10 p.b. a 2,8%. L'indicatore *core*, invece, è anch'esso

diminuito di -0,4% ed anche il tendenziale ha subito una flessione portandosi a +2,9%. Dal lato dell'offerta, invece, l'inflazione ha segnato in gennaio una variazione positiva di +0,8% m/m che ha fatto salire il tendenziale a +3,3% rispetto al precedente 2,5%, dovuto probabilmente, all'aumento dei prezzi delle materie prime e all'elevato costo dei beni energetici.

Anche la Francia ha sperimentato nell'ultimo trimestre del 2007 una crescita più debole rispetto ai mesi estivi. Hanno sostenuto la crescita i consumi privati con un aumento di +0,4% t/t e gli investimenti con un incremento di +1,0% t/t. Nel complesso la domanda domestica ha contribuito all'incremento del prodotto per +0,5% t/t subendo una leggera flessione rispetto al +0,7% t/t dei mesi estivi. Sia le esportazioni che le importazioni sono diminuite con variazioni, rispettivamente, di -0,6% t/t le prime e ben -1,4% t/t le seconde; in questo modo il commercio con l'estero ha fornito un contributo di +0,2% t/t alla crescita. Hanno sottratto risorse, invece, le scorte con un decumulo di -0,4% t/t. Il tasso di disoccupazione in gennaio è sceso dal 7,9% al 7,8%. L'attività dell'impresa e dell'industria vede la produzione industriale ritornare su un sentiero crescente con una variazione di +0,7% m/m (+2,4% a/a) in linea con quanto atteso dal mercato, mentre il dato di novembre è stato rivisto al ribasso da -1,5% a -1,7% m/m. Gli ordini all'industria permangono su un cammino decrescente segnando un -2,0% m/m e -3,1% a/a. Sul fronte della domanda le vendite al dettaglio sono tornate a crescere di +0,9% m/m e +1,9% a/a mentre i consumi delle famiglie sono diminuiti (-1,2% m/m e +2,2% a/a). Il clima di fiducia continua la sua discesa verso il basso: l'indicatore della fiducia delle imprese è passato da 108 a 107, mentre quello dei consumatori è sceso da -34 a -35. Per quanto riguarda i prezzi, nel mese di gennaio, gli indicatori hanno sorpreso verso l'alto. Dal lato della domanda l'indice dei prezzi al consumo è rimasto invariato su base mensile mentre su base annua ha registrato una variazione di +3,2% dal precedente +2,8%. L'indicatore nazionale ha subito, invece, variazioni più contenute con un decremento di -0,1% m/m e un +2,8% a/a che è risultato comunque il dato più elevato da maggio 1992. Dal lato dell'offerta l'indice PPI ha registrato una variazione positiva di +0,5% m/m e +4,9% a/a.

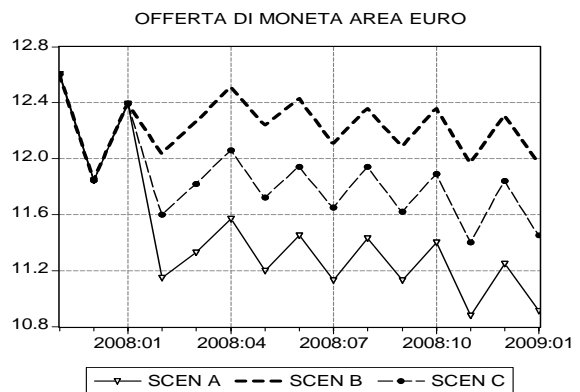
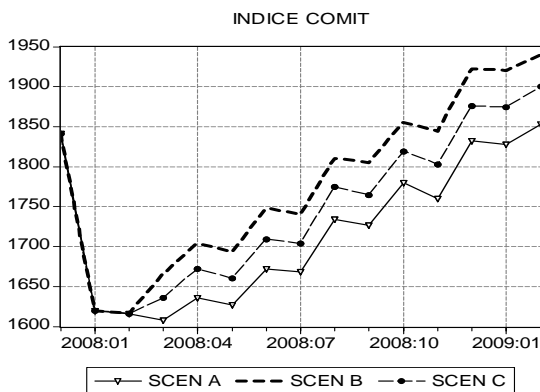
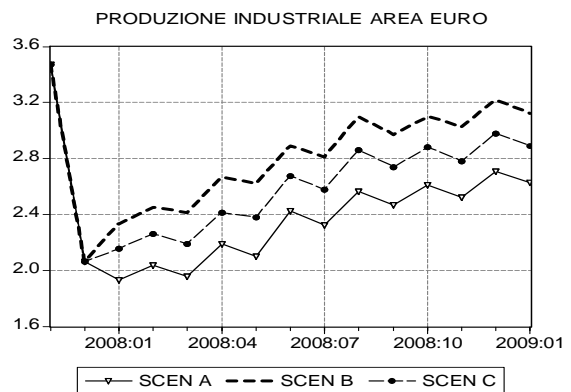
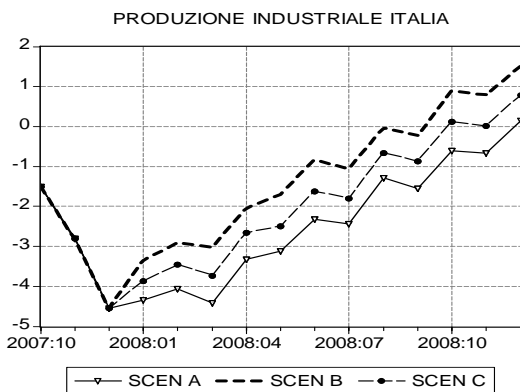
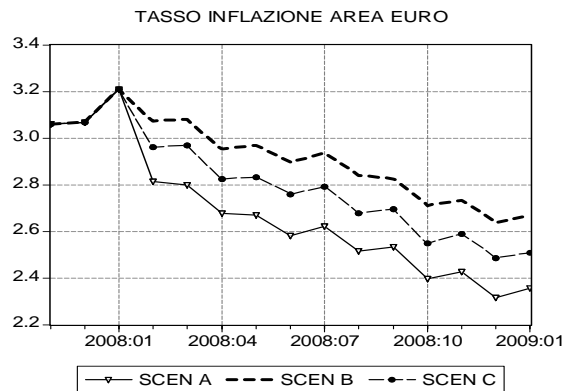
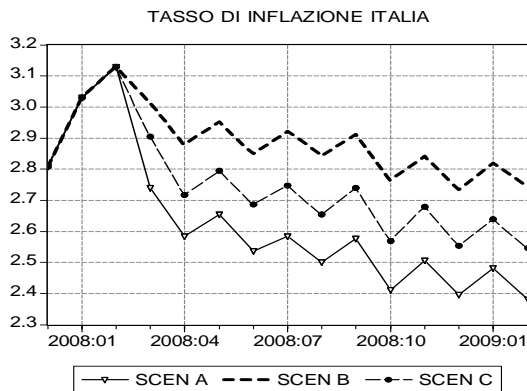
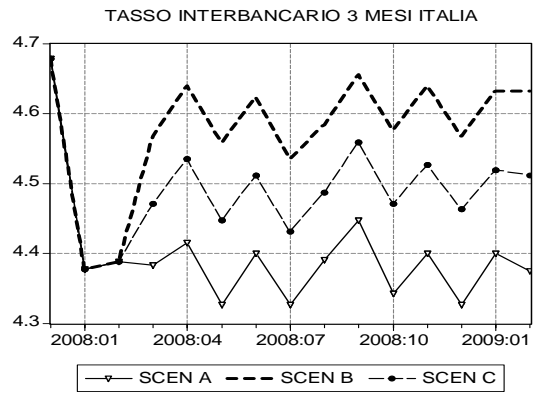
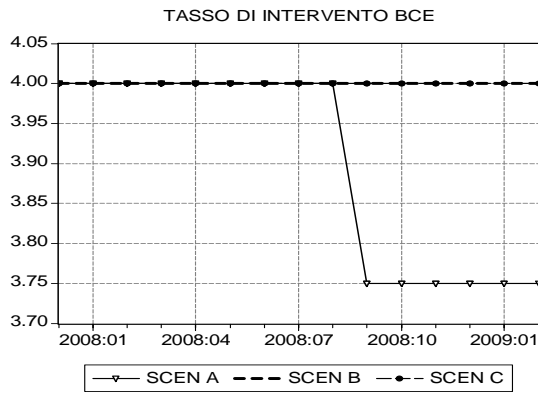
### **Italia: in Italia la produzione non cresce**

La stima della crescita del prodotto italiano nell'ultimo trimestre del 2007 sarà diffusa solamente il 15 marzo prossimo. Si prevede comunque che, come tutte le altre economie dell'area Euro, anche l'Italia sperimenti un rallentamento della crescita ed una contrazione dei consumi privati. I traffici con i paesi UE e mondo hanno visto un miglioramento del saldo della bilancia commerciale che è passato da +561 mld € a +1.046 mld€ sia le esportazioni che le importazioni sono diminuite registrando variazioni rispettivamente di -3,0% m/m le prime e ben -5,9% m/m le seconde. Anche per quanto riguarda invece il commercio con l'estero dei paesi extra UE il saldo della bilancia è migliorato passando da -2.520 mld € a -1.255 mld € le esportazioni sono aumentate di +14,4% m/m così come sono aumentate le importazioni con un +2,8% m/m. Anche i dati del mercato del lavoro fanno supporre che nei prossimi mesi assisteremo ad un indebolimento della domanda: l'occupazione nelle grandi imprese è, infatti, diminuita di 0,4% m/m. Sono invece aumentati sia il costo medio orario del lavoro (+1,4% m/m) che le retribuzioni contrattuali delle grandi imprese (+1,7% m/m). Dati negativi giungono anche dal comparto dell'industria: la produzione industriale continua per il quinto mese consecutivo su di un sentiero decrescente con una variazione congiunturale di -0,5% e tendenziale di -6,5% deludendo le aspettative di mercato che prevedevano un aumento di +0,5% m/m e un tendenziale a -3,2%. Anche il fatturato industriale e gli ordini all'industria sono stati negativi rispettivamente di -2,7% m/m e -5,4% m/m. Il momento difficile dell'economia italiana trova riscontro anche nella riduzione degli indici di fiducia. La fiducia delle imprese manifatturiere è scesa da 91,3 a 89,8 (91,1 il consenso) mentre quella delle imprese dei servizi è passata da 12 a 0. Dal lato della domanda, invece, le vendite al dettaglio sono ritornate su di un cammino crescente registrando un debole +0,1% m/m ma con il tendenziale caduto in zona negativa a -0,6% a/a e l'indice di fiducia dei consumatori è leggermente aumentato passando da 102,2 a 103. Per quanto riguarda i prezzi l'indicatore nazionale per i prezzi al consumo è aumentato di +0,4% m/m e la variazione tendenziale è salita a +2,9% in linea con le attese di mercato. L'indice basato sul paniere armonizzato ha subito, invece, una riduzione di -0,8% congiunturale ma il tendenziale ha superato la soglia del 3% attestandosi a +3,1%. Dal lato dell'offerta l'indice dei prezzi per i produttori è diminuito di -0,1% m/m sorprendendo positivamente le aspettative del mercato che prevedevano un nuovo aumento di +0,2% m/m.

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

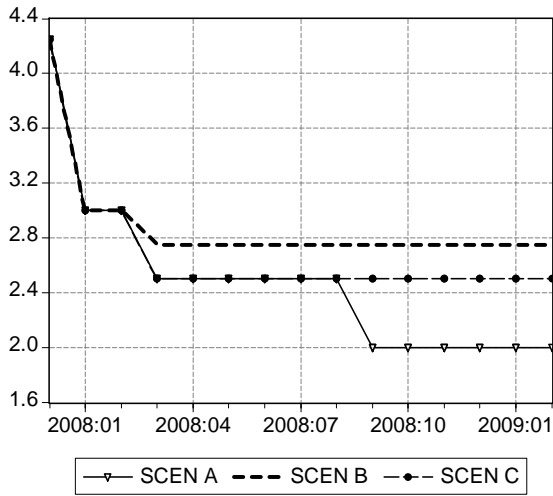
A (10%)	B (20%)	C (70%)
<p><b>Usa:</b> si concretizza il rischio di una forte recessione dell'economia americana causata dal forte rallentamento dei consumi delle famiglie, dal perdurare della crisi del settore immobiliare e dalle sempre più ristrette condizioni di accesso al credito. La fiducia di imprese e consumatori continua su di un trend decrescente e il mercato del lavoro fornisce dati sempre più deboli. Le tensioni inflazionistiche si attenuano a causa della forte debolezza della domanda. La <i>Federal Reserve</i> deciderà di intervenire nella riunione di marzo con un ribasso di -50 p.b. sul tasso target sui <i>fed-funds</i> e con un ulteriore taglio della stessa entità nella riunione di settembre. In questo modo la banca centrale porterebbe i tassi reali in zona negativa.</p> <p><b>Area Euro:</b> la crescita economica dei paesi di Eurolandia risulta più debole di quella sperimentata nei mesi estivi. La crisi Americana trasmette i suoi effetti anche al di qua dell'oceano. I consumi e gli investimenti sono minacciati dal peggioramento delle condizioni di accesso al credito per imprese e famiglie conseguenti 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 forte politica monetaria espansiva della banca centrale americana spinge, o forse costringe, la BCE a ridurre il tasso di intervento di 25 punti base nella riunione di settembre.</p>	<p><b>Usa:</b> la crisi che ha colpito l'economia americana non sembra essere così nera come preannunciato dagli analisti. I consumi privati si riprendono facendo da traino all'economia. La crisi del settore immobiliare si attenua consentendo agli investimenti di recuperare terreno ed il mercato del lavoro inizia ad assorbire nuovamente occupati. I rincari dei beni alimentari ed energetici continuano ad alimentare nuove pressioni al rialzo sui prezzi.</p> <p>La Fed decide di intervenire nella riunione di marzo riducendo il tasso target sui <i>fed-funds</i> di 25 punti base.</p> <p><b>Area Euro:</b> nonostante il rallentamento dell'economia europea negli ultimi tre mesi del 2007 la domanda interna rimane buona e riesce a sostenere ancora la crescita dell'Eurozona. Aumenta la capacità di spesa delle famiglie e migliora la situazione del mercato del lavoro. Gli investimenti sembrano riprendersi e dare nuovamente sostegno alla crescita. La BCE in forza degli effetti restrittivi di un euro intorno a 1,50-1,52 decide di non intervenire sul tasso di rifinanziamento</p>	<p><b>Usa:</b> i dati macroeconomici che giungeranno nei prossimi mesi non allontanano i rischi di recessione, ma permangono le pressioni inflattive sia nel comparto energetico che alimentare. La Fed decide di intervenire nella riunione di marzo con una riduzione del tasso target sui <i>fed-funds</i> di 50 punti base azzerando in tal modo i tassi reali, poi i rischi inflazionistici impongono alla Banca Centrale un atteggiamento attendista.</p> <p><b>Area Euro:</b> si prevede che la crescita economica dell'Eurozona subisca un ridimensionamento negli ultimi mesi del 2007 e nei primi del 2008. Il clima di incertezza che caratterizza il contesto internazionale ha il potenziale di influenzare negativamente l'economia reale ed il clima di fiducia di Eurolandia. In questo contesto, la BCE, in attesa di quantificare con precisione gli effetti che le crisi del comparto creditizio e finanziario potrebbero inferire alle economie dell'Unione deciderebbe di non intervenire con manovre di politica monetaria.</p>

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

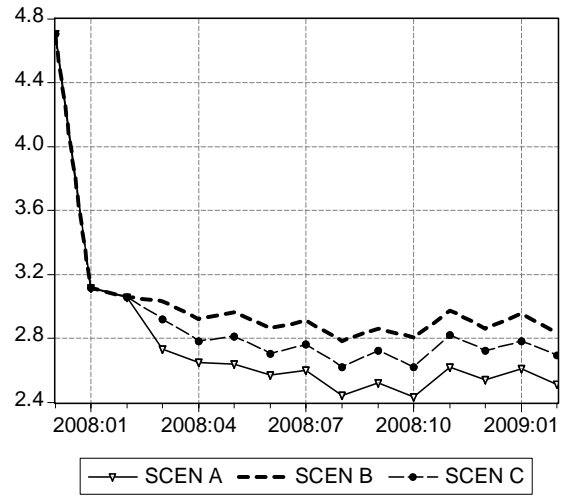


**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE**  
*Dati mensili*

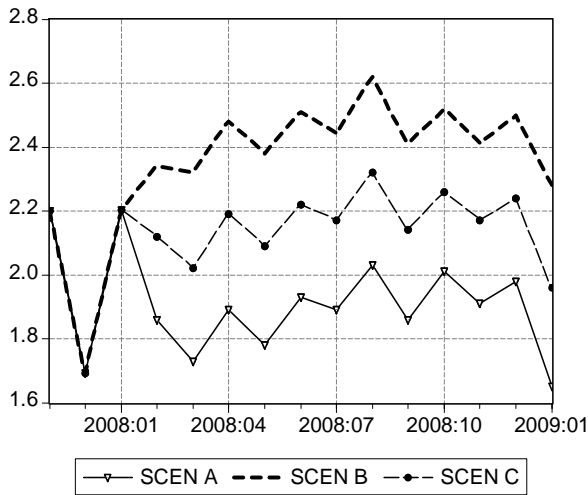
TASSO DI INTERVENTO FED



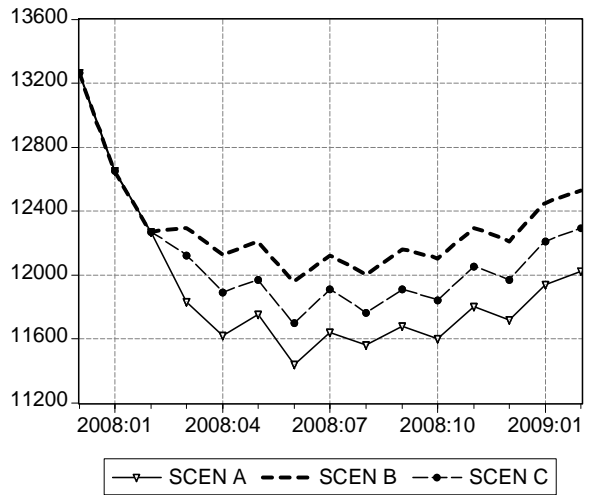
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



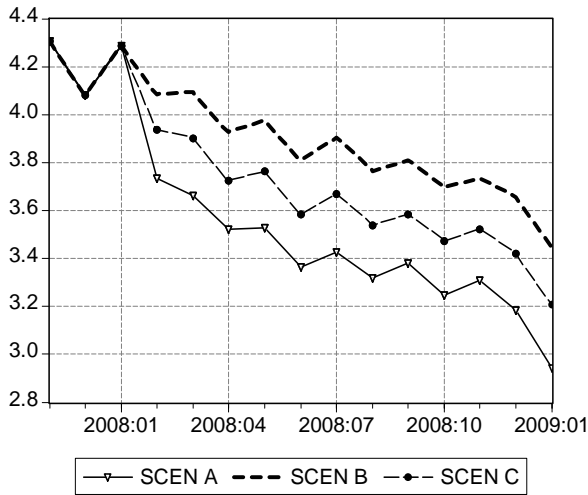
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



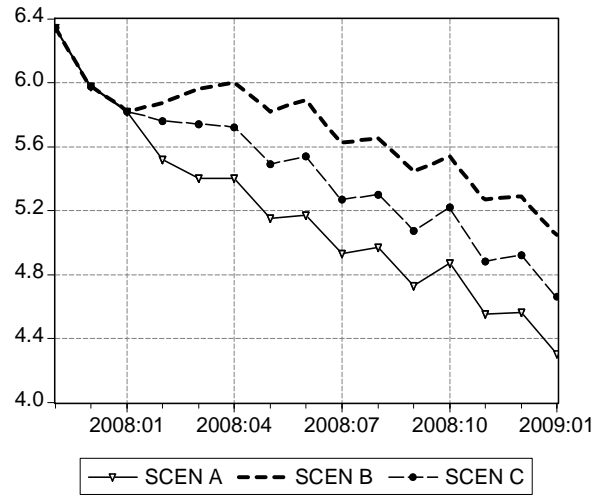
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

**Tassi interbancari:** l'andamento dei tassi interbancari si è mostrato in diminuzione nel corso dell'ultimo mese. Ancora una volta i dati sulla congiuntura americana deludono: il settore immobiliare permane nel suo momento di crisi che sembra prolungarsi più di quanto atteso, i dati del mercato del lavoro sono deboli, le tensioni sui prezzi non si allentano e la crescita economica nell'ultimo trimestre del 2007 è risultata debole. Alla luce di ciò ed in base alle parole del presidente della Fed Bernanke nella sua audizione davanti alla Commissione Bancaria della Camera dei Rappresentanti e del Senato si presagisce che la prossima riunione del FOMC si concluderà con un ulteriore taglio del tasso *target* sui *fed-funds*. In Europa i nuovi dati macroeconomici sono più confortanti, ma evidenziano comunque un indebolimento del ciclo economico. Le pressioni inflattive sembrano attenuarsi con le variazioni mensili negative registrate a gennaio, che hanno ridimensionato l'inflazione *core* a +1,7%. Tuttavia, il livello ancora elevato a +3,2% dell'indice globale desta ancora qualche preoccupazione.

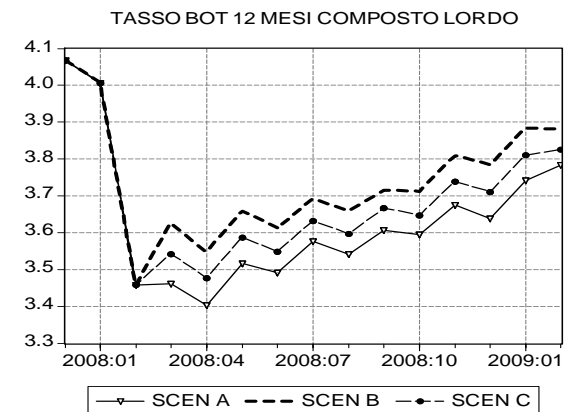
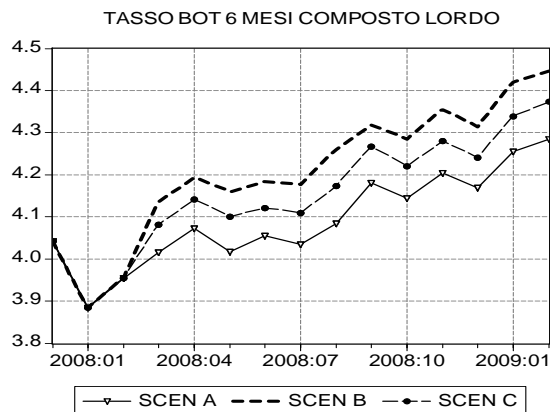
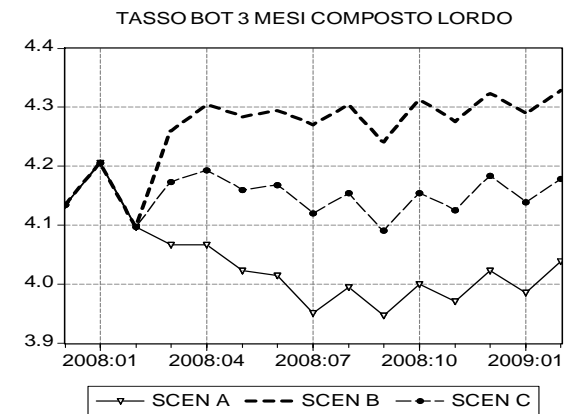
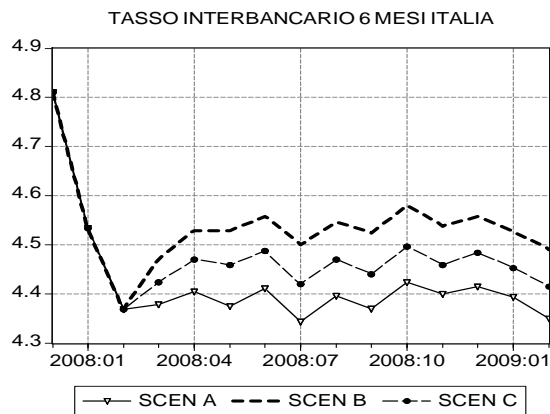
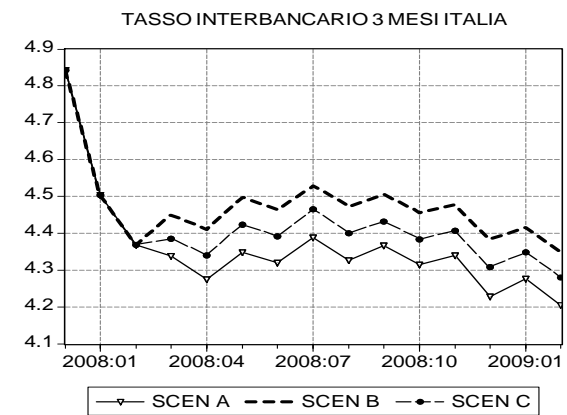
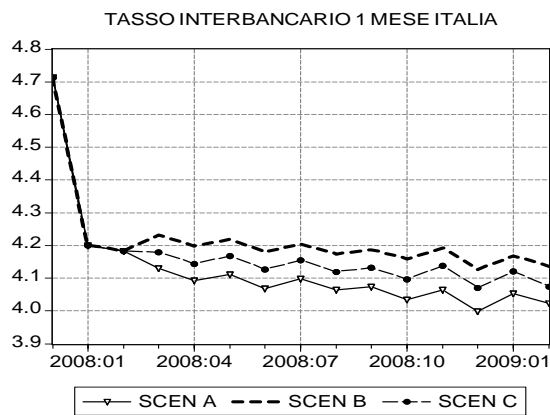
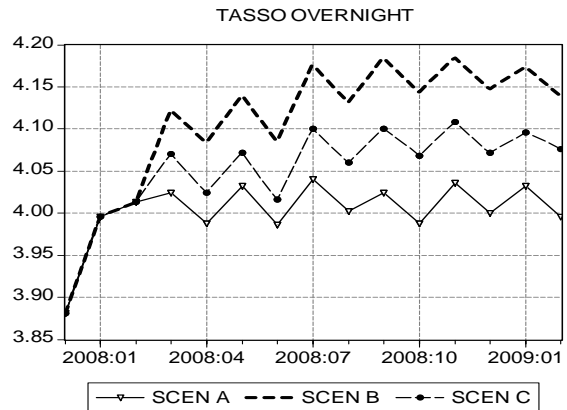
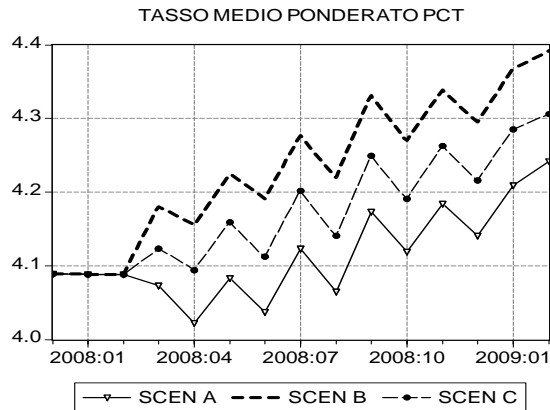
Dato l'attuale scenario economico è verosimile attendersi che i tassi interbancari diminuiscano nei mesi a venire, in funzione dell'evoluzione dei dati economici e quindi delle conseguenti decisioni di intervento da parte delle Banche Centrali. In particolare se la crescita negli Stati Uniti e nell'Area Euro rimanesse simile all'attuale, con pressioni inflazionistiche che si moderano nel tempo (scenario C), i tassi interbancari dovrebbero diminuire nei prossimi mesi e attestarsi a +4,07% per la scadenza ad un mese, +4,28% per la scadenza a tre mesi e +4,41% per quella a sei mesi a febbraio 2009. Qualora la crescita di Eurolandia sperimentasse un'accelerazione con l'emergere di una certa tensione sui prezzi dovuta al rincaro dei beni energetici e ad altre dinamiche appartenenti al lato della produzione (scenario B), i tre tassi interbancari considerati potrebbero raggiungere alla fine dell'orizzonte di previsione un valore di +4,14% (1 mese), +4,35% (3 mesi) e +4,49% (6 mesi). Nel caso, invece, di correzione verso il basso del cammino di espansione di eurolandia dovuto alle turbolenze createsi nei mercati finanziari e ad una domanda interna meno solida (scenario A), i diversi tassi interbancari si porterebbero rispettivamente a +4,02%, +4,21% e +4,35% alla fine dell'orizzonte di previsione.

**Struttura a termine:** nel mese di febbraio si sono verificate sensibili movimentazioni per i tassi della struttura a termine sulle varie scadenze. Nei prossimi mesi è probabile che i diversi tassi seguano un trend prevalentemente crescente, a seconda della situazione economica. Nel caso in cui la crescita globale dovesse mantenersi analoga all'attuale (scenario C), i rendimenti sui Btp raggiungerebbero a febbraio 2009 quota +4,01% (3 anni), +4,20% (5 anni), +4,35% (7 anni) e +4,58% (10 anni). Però, qualora l'espansione economica europea manifestasse un netto miglioramento, favorita dalla ripresa della domanda interna (scenario B), i rendimenti rimarrebbero un po' più elevati attestandosi su valori di +4,07%, +4,25%, +4,41%, +4,66% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni al termine dell'orizzonte previsivo considerato. Se si verificasse, invece, un rallentamento dell'economia (scenario A), il valore finale potrebbe ridursi maggiormente, con il decennale a +4,53% a febbraio 2009.

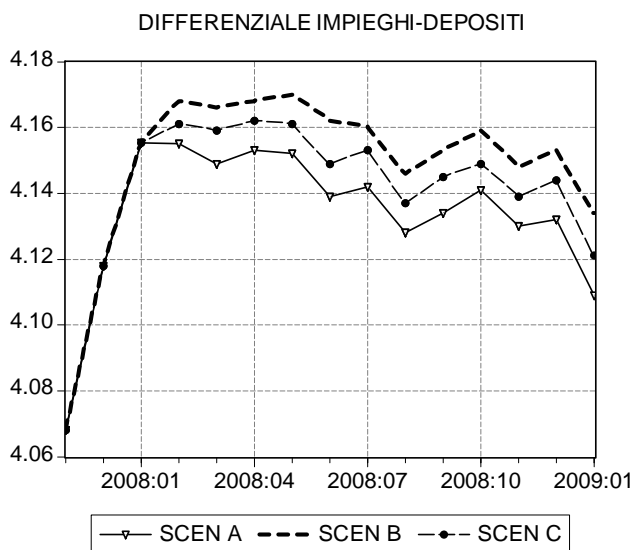
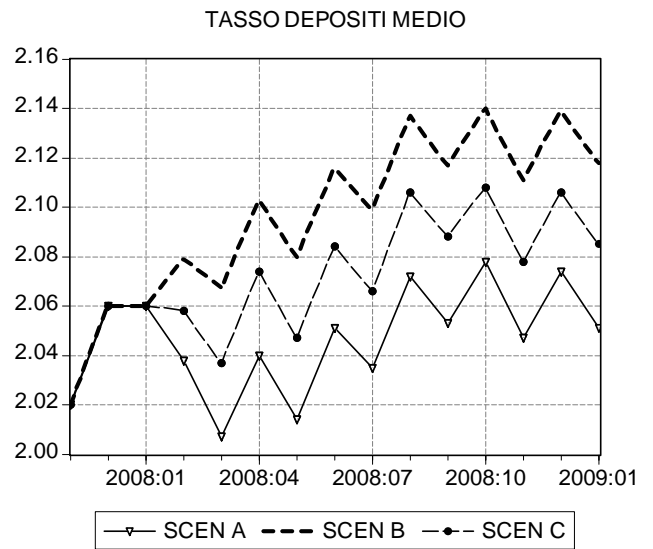
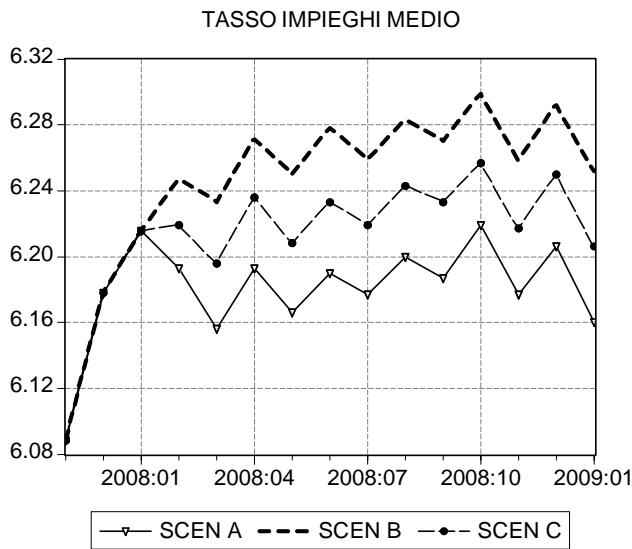
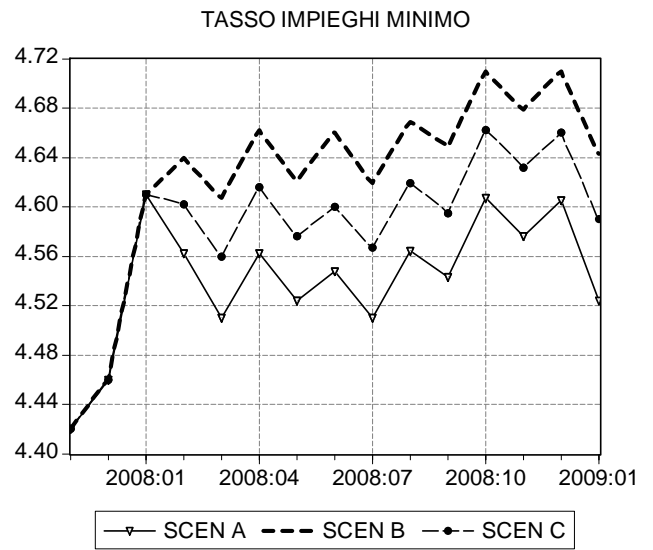
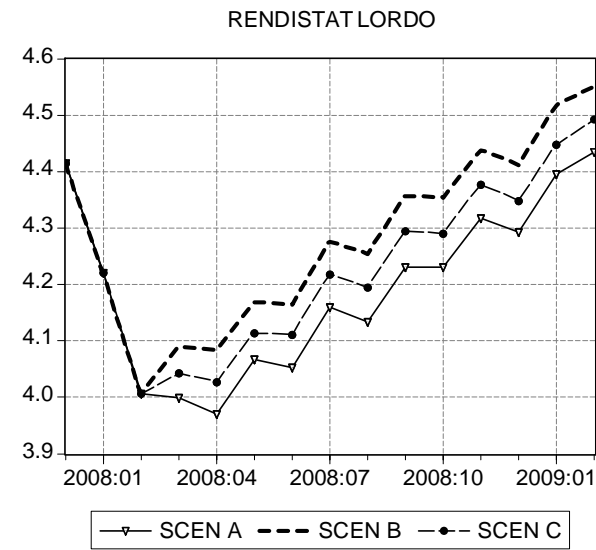
**Tassi bancari:** nel mese di gennaio il tasso medio sui depositi è rimasto invariato rispetto al livello di dicembre mentre il tasso medio sugli impieghi è aumentato. Nei prossimi mesi ci attendiamo che entrambi i tassi mostrino una certa tendenza altalenante, diversa a seconda dell'evoluzione dell'ambiente economico. Nel caso in cui la crescita del prodotto europeo si mantenesse su di un passo simile all'attuale (scenario C), ci aspettiamo che il tasso medio sugli impieghi manifesti una tendenza al rialzo fino a quota +6,23%, mentre il tasso medio sui depositi si attesti intorno ad un valore di +2,10%. In uno scenario di crescita particolarmente sostenuta (scenario B), l'incremento dei tassi attivi e passivi sarebbe, invece, più deciso ed essi raggiungerebbero rispettivamente quota +6,27% e +2,13% al termine dell'orizzonte di previsione. Se però la congiuntura risultasse penalizzata da un possibile indebolimento della domanda interna (scenario A), il tasso sugli impieghi raggiungerebbe un massimo di +6,18% e quello sui depositi di +2,07% a febbraio 2009.

**Volumi bancari:** in base ai risultati delle simulazioni la variazione tendenziale del volume degli impieghi e dei depositi seguirà un andamento oscillante nel periodo considerato. Nel caso in cui l'espansione economica europea non si discostasse troppo dagli attuali ritmi di crescita (scenario C), il tasso di variazione tendenziale dei depositi toccherebbe un valore di +5,15% a febbraio del prossimo anno, mentre la variazione tendenziale del volume degli impieghi nello stesso periodo dovrebbe essere di +10,62%.

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

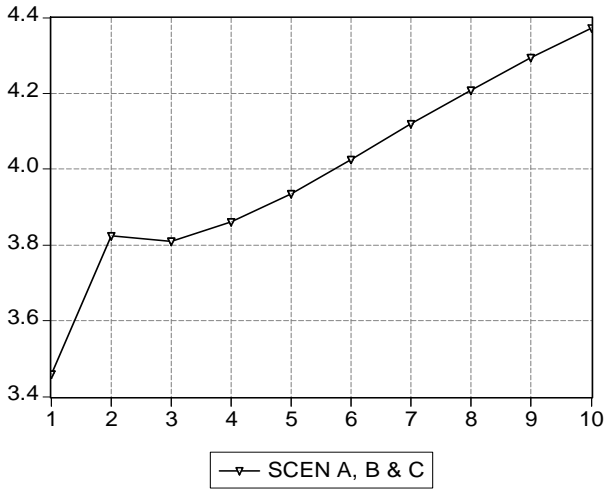


**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**

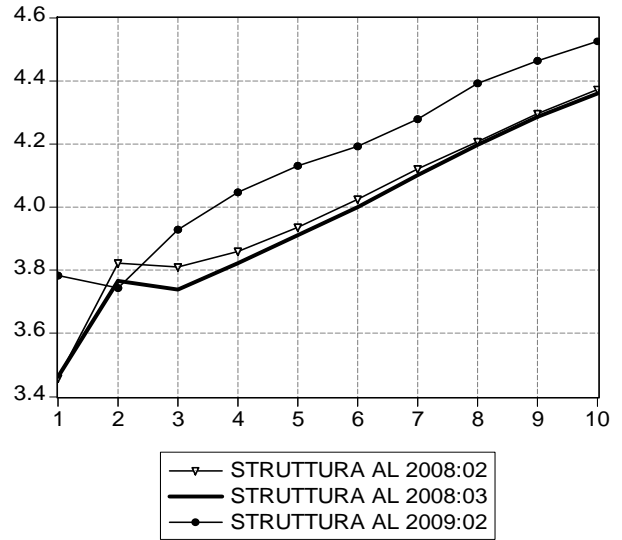


**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE  
STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili**

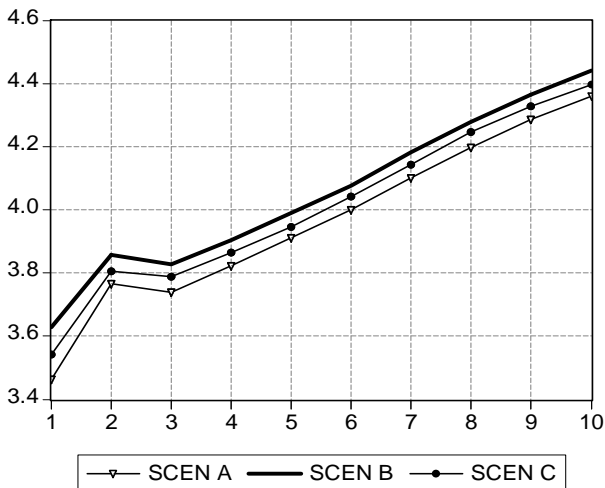
STRUTTURA A TERMINE AL 2008:02



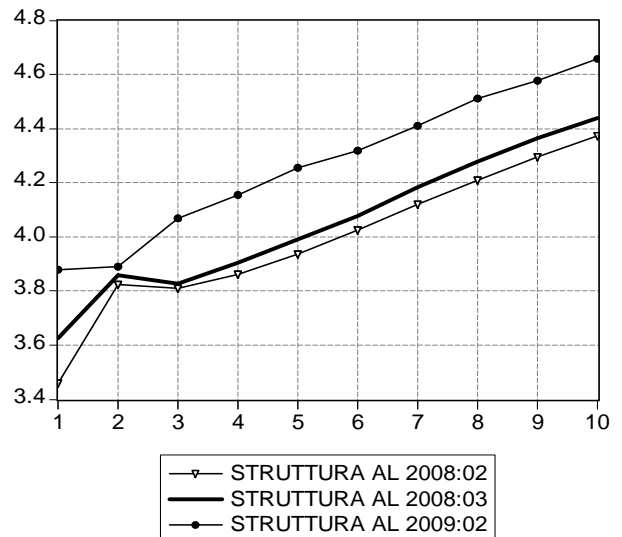
SCENARIO A



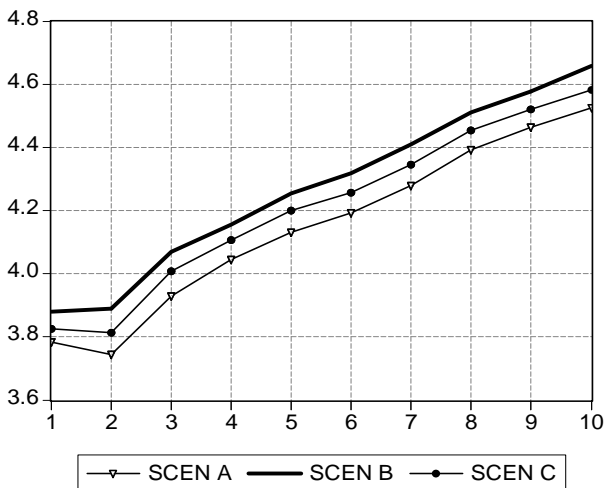
STRUTTURA A TERMINE AL 2008:03



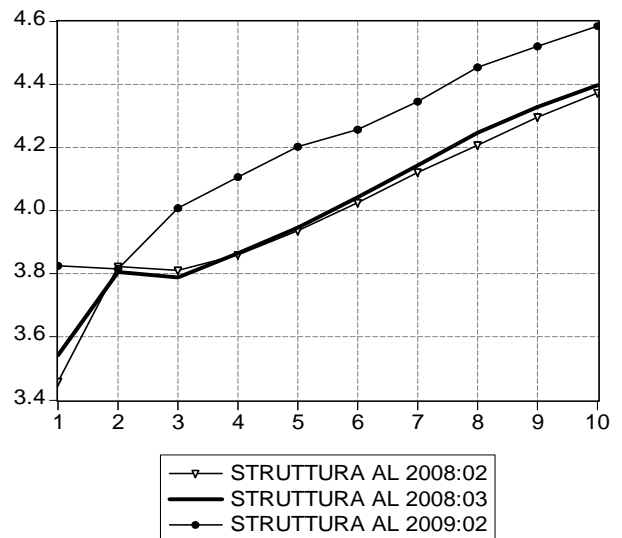
SCENARIO B



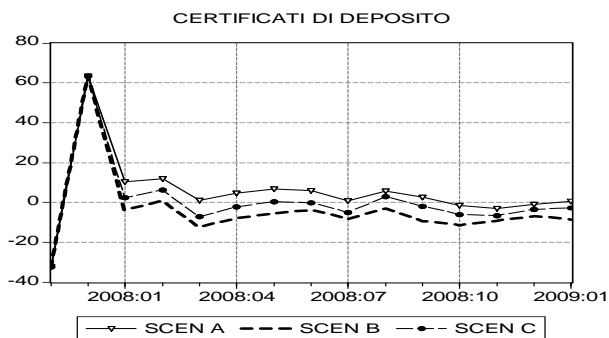
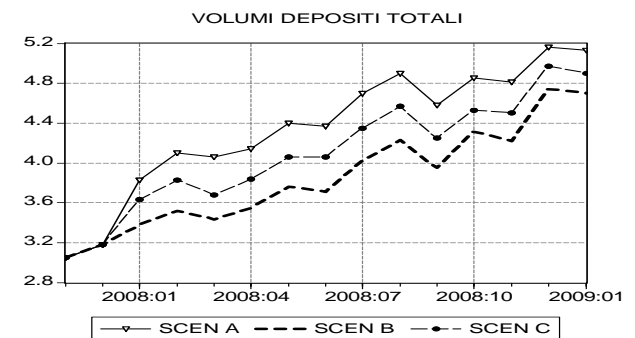
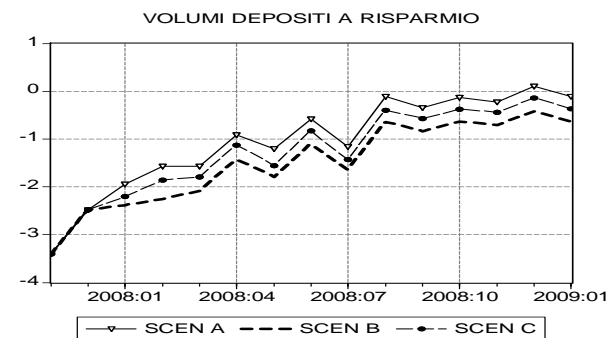
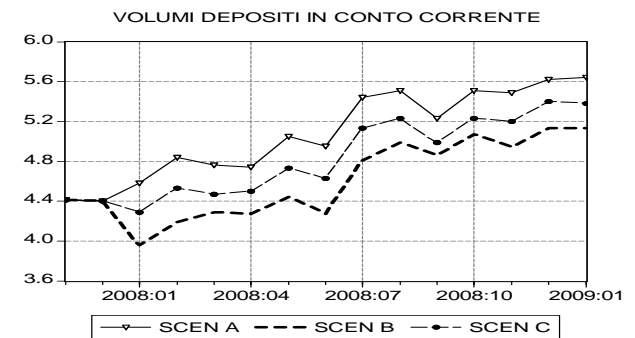
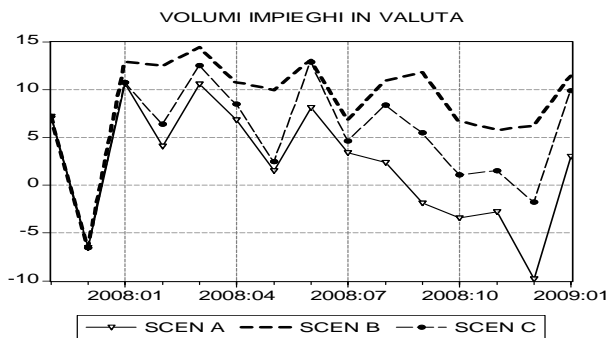
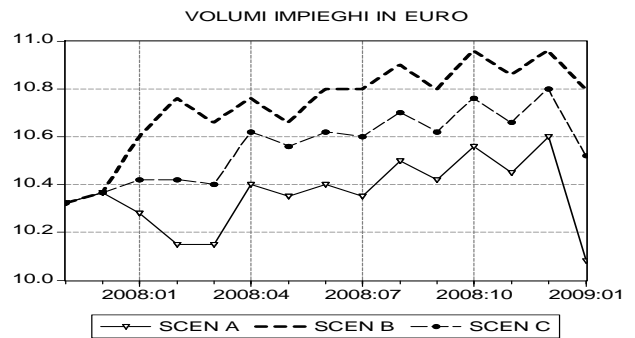
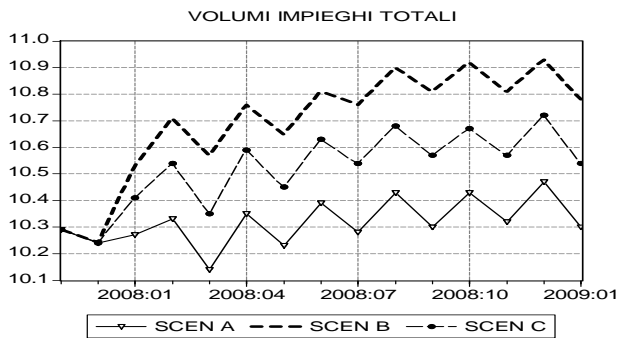
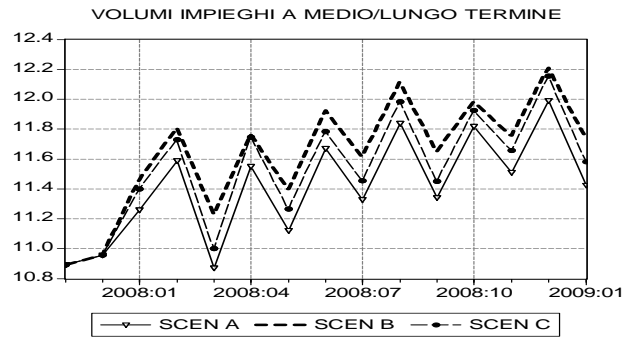
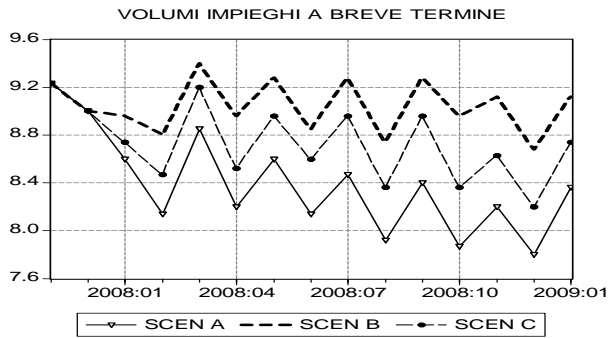
STRUTTURA A TERMINE AL 2009:02



SCENARIO C



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



SCENARIO A	07 8	07 9	07 10	07 11	07 12	08 1	08 2	08 3	08 4	08 5	08 6	08 7	08 8	08 9	08 10	08 11	08 12	09 1	09 2
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Indice COMIT	1957	1943	1972	1870	1841	1619	1616	1608	1636	1627	1672	1668	1734	1727	1780	1760	1832	1828	1853
Produzione Industriale	1,2	0,9	-1,5	-2,8	-4,6	-4,3	-4,1	-4,4	-3,3	-3,1	-2,3	-2,4	-1,3	-1,6	-0,6	-0,7	0,1	0,0	0,4
Tasso di Inflazione (Arm.)	1,7	1,8	2,3	2,5	2,8	3,0	3,1	2,7	2,6	2,7	2,5	2,6	2,5	2,6	2,4	2,5	2,4	2,5	2,4
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	4,21	4,13	4,10	4,09	4,09	4,09	4,09	4,07	4,02	4,08	4,04	4,12	4,07	4,17	4,12	4,18	4,14	4,21	4,24
T. Overnight media d/1	4,07	4,04	3,93	4,03	3,88	4,00	4,01	4,02	3,99	4,03	3,99	4,04	4,00	4,02	3,99	4,04	4,00	4,03	4,00
T. Interb. 1m lett.	4,22	4,44	4,24	4,22	4,71	4,20	4,18	4,13	4,09	4,11	4,07	4,10	4,07	4,07	4,04	4,07	4,00	4,05	4,02
T. Interb. 3m lett.	4,43	4,74	4,69	4,63	4,84	4,50	4,37	4,34	4,27	4,35	4,32	4,39	4,33	4,37	4,31	4,34	4,23	4,28	4,21
T. Interb. 6m lett.	4,46	4,76	4,67	4,63	4,81	4,53	4,37	4,38	4,41	4,38	4,41	4,34	4,40	4,37	4,42	4,40	4,41	4,39	4,35
T. Depositi medio	1,88	1,92	1,98	2,02	2,06	2,06	2,04	2,01	2,04	2,01	2,05	2,04	2,07	2,05	2,08	2,05	2,07	2,05	2,07
T. Impieghi medio	5,88	5,99	6,10	6,09	6,18	6,22	6,19	6,16	6,19	6,17	6,19	6,18	6,20	6,19	6,22	6,18	6,21	6,16	6,18
T.imp. medio - T.dep. medio	4,00	4,07	4,12	4,07	4,12	4,16	4,16	4,15	4,15	4,15	4,14	4,14	4,13	4,13	4,14	4,13	4,13	4,11	4,12
T. BOT comp. lordo 3m	3,85	3,96	4,03	4,13	4,13	4,21	4,10	4,07	4,07	4,02	4,01	3,95	3,99	3,95	4,00	3,97	4,02	3,99	4,04
T. BOT comp. lordo 6m	4,12	4,11	4,07	4,07	4,04	3,88	3,95	4,02	4,07	4,02	4,06	4,04	4,08	4,18	4,14	4,20	4,17	4,26	4,29
T. BOT comp. lordo 12m	4,31	4,10	4,06	4,06	4,07	4,00	3,46	3,46	3,40	3,52	3,49	3,58	3,54	3,61	3,59	3,68	3,64	3,74	3,78
Rendistat lordo	4,51	4,44	4,46	4,32	4,41	4,22	4,01	4,00	3,97	4,07	4,05	4,16	4,13	4,23	4,23	4,32	4,29	4,40	4,43
Rendistat netto	3,49	3,42	3,44	3,31	3,40	3,20	2,99	2,98	2,95	3,05	3,03	3,14	3,12	3,21	3,21	3,30	3,27	3,38	3,42
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	4,52	4,50	4,50	4,38	4,52	3,95	3,81	3,74	3,67	3,74	3,70	3,76	3,77	3,82	3,79	3,85	3,82	3,91	3,93
Rend. BTP a 5 anni	4,52	4,53	4,50	4,40	4,55	4,05	3,94	3,91	3,86	3,91	3,85	3,95	3,94	4,01	4,00	4,07	4,04	4,11	4,13
Rend. BTP a 7 anni	4,56	4,59	4,53	4,47	4,61	4,20	4,12	4,10	4,04	4,11	4,10	4,17	4,15	4,20	4,19	4,23	4,20	4,27	4,28
Rend. BTP a 10 anni	4,64	4,71	4,63	4,62	4,74	4,42	4,37	4,36	4,31	4,37	4,36	4,42	4,41	4,46	4,48	4,45	4,50	4,50	4,53
<b>VOLUMI (LIVELLI in mln)</b>																			
Impieghi totali	1409,019	1385,902	1381,672	1434,839	1477,064	1498,852	1479,813	1466,312	1477,669	1492,270	1536,41	1563,76	1555,98	1528,65	1525,78	1582,91	1631,71	1653,23	1633,86
Impieghi in euro	1396,856	1372,396	1368,808	1420,742	1467,646	1545,443	1521,362	1501,482	1457,635	1473,614	1529,823	1549,01	1543,526	1515,40	1513,35	1569,21	1623,22	1701,22	1676,54
Impieghi in valuta	12,163	13,505	12,864	14,097	9,418	-46,591	-41,549	-35,170	20,034	18,657	6,584	14,746	12,454	13,250	12,426	13,705	8,496	-47,990	-42,680
Impieghi a breve	506,819	490,484	486,068	515,284	535,642	549,402	528,988	523,849	518,836	519,446	545,400	563,103	546,960	531,685	524,321	557,537	577,422	595,332	571,307
Impieghi a m / l	902,199	895,417	895,605	919,556	941,422	949,450	950,825	942,463	958,833	972,824	991,007	1000,654	1009,020	996,965	1001,459	1025,378	1054,291	1057,902	1062,555
Depositi totali	684,867	687,341	687,362	676,630	751,943	759,374	729,365	719,397	706,878	721,788	737,993	732,016	718,426	718,821	720,699	709,176	790,743	798,330	769,188
Depositi in c / c	597,735	599,509	608,611	598,981	687,336	692,946	660,790	640,593	628,853	648,324	664,667	652,838	630,670	630,863	642,145	631,865	725,964	732,029	700,438
Depositi a risparmio	74,915	73,506	72,048	71,930	74,713	75,380	74,189	70,307	71,341	71,533	73,677	73,610	74,833	73,249	71,955	71,764	74,787	75,297	74,189
Certif. deposito	12,217	14,325	6,703	5,720	-10,105	-8,952	-5,615	8,497	6,685	1,930	-0,352	5,568	12,922	14,709	6,599	5,547	-10,008	-8,995	-5,439
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Impieghi totali	10,31	9,97	10,23	10,29	10,24	10,27	10,33	10,14	10,35	10,23	10,39	10,28	10,43	10,30	10,43	10,32	10,47	10,30	10,41
Impieghi in euro	10,50	10,26	10,39	10,32	10,37	10,28	10,15	10,15	10,40	10,35	10,40	10,35	10,50	10,42	10,56	10,45	10,60	10,08	10,20
Impieghi in valuta	-8,03	-13,78	-4,92	7,18	-6,52	10,60	4,10	10,57	6,83	1,51	8,11	3,39	2,39	-1,89	-3,40	-2,78	-9,79	3,00	2,72
Impieghi a breve	9,58	7,69	9,41	9,23	9,00	8,60	8,14	8,85	8,20	8,60	8,14	8,47	7,92	8,40	7,87	8,20	7,80	8,36	8,00
Impieghi a m / l	10,72	11,25	10,67	10,89	10,96	11,26	11,59	10,87	11,55	11,12	11,67	11,33	11,84	11,34	11,82	11,51	11,99	11,42	11,75
Depositi totali	2,96	3,78	2,96	3,05	3,18	3,83	4,10	4,06	4,14	4,40	4,37	4,70	4,90	4,58	4,85	4,81	5,16	5,13	5,46
Depositi in c / c	3,86	5,06	4,20	4,41	4,40	4,58	4,84	4,76	4,74	5,05	4,95	5,44	5,51	5,23	5,51	5,49	5,62	5,64	6,00
Depositi a risparmio	-0,72	-2,72	-3,15	-3,41	-2,48	-1,95	-1,57	-1,57	-0,92	-1,20	-0,58	-1,16	-0,11	-0,35	-0,13	-0,23	0,10	-0,11	0,00
Certif. deposito	-14,01	-11,19	-27,02	-32,51	63,50	10,31	11,88	0,98	4,78	6,78	5,86	0,76	5,78	2,67	-1,55	-3,02	-0,96	0,48	-3,13

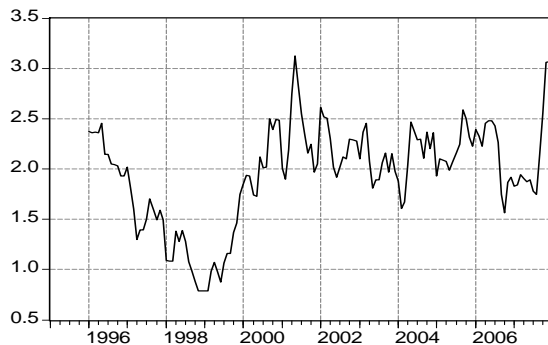
SCENARIO B	07 8	07 9	07 10	07 11	07 12	08 1	08 2	08 3	08 4	08 5	08 6	08 7	08 8	08 9	08 10	08 11	08 12	09 1	09 2
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Indice COMIT	1957	1943	1972	1870	1841	1619	1616	1665	1704	1693	1748	1740	1810	1805	1855	1844	1922	1920	1940
Produzione Industriale	1,2	0,9	-1,5	-2,8	-4,6	-3,4	-2,9	-3,0	-2,1	-1,7	-0,8	-1,1	0,0	-0,2	0,9	0,8	1,5	1,5	1,8
Tasso di Inflazione (Arm.)	1,7	1,8	2,3	2,5	2,8	3,0	3,1	3,0	2,9	3,0	2,9	2,9	2,8	2,9	2,8	2,8	2,7	2,8	2,7
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	4,21	4,13	4,10	4,09	4,09	4,09	4,09	4,18	4,16	4,22	4,19	4,28	4,22	4,33	4,27	4,34	4,30	4,37	4,39
T. Overnight media d/l	4,07	4,04	3,93	4,03	3,88	4,00	4,01	4,12	4,08	4,14	4,09	4,18	4,13	4,18	4,14	4,18	4,15	4,17	4,14
T. Interb. 1m lett.	4,22	4,44	4,24	4,22	4,71	4,20	4,18	4,23	4,20	4,22	4,18	4,20	4,17	4,19	4,16	4,19	4,13	4,17	4,14
T. Interb. 3m lett.	4,43	4,74	4,69	4,63	4,84	4,50	4,37	4,45	4,41	4,50	4,46	4,53	4,47	4,51	4,46	4,48	4,38	4,42	4,35
T. Interb. 6m lett.	4,46	4,76	4,67	4,63	4,81	4,53	4,37	4,47	4,53	4,53	4,56	4,50	4,55	4,52	4,58	4,54	4,56	4,53	4,49
T. Depositi medio	1,88	1,92	1,98	2,02	2,06	2,06	2,08	2,07	2,10	2,08	2,12	2,10	2,14	2,12	2,14	2,11	2,14	2,12	2,13
T. Impieghi medio	5,88	5,99	6,10	6,09	6,18	6,22	6,25	6,23	6,27	6,25	6,28	6,26	6,28	6,27	6,30	6,26	6,29	6,25	6,27
T.imp.medio - T.dep.medio	4,00	4,07	4,12	4,07	4,12	4,16	4,17	4,17	4,17	4,17	4,16	4,16	4,15	4,15	4,16	4,15	4,15	4,13	4,14
T. BOT comp. lordo 3m	3,85	3,96	4,03	4,13	4,13	4,21	4,10	4,26	4,30	4,28	4,29	4,27	4,30	4,24	4,31	4,28	4,32	4,29	4,33
T. BOT comp. lordo 6m	4,12	4,11	4,07	4,07	4,04	3,88	3,95	4,14	4,19	4,16	4,18	4,18	4,26	4,32	4,29	4,35	4,31	4,42	4,45
T. BOT comp. lordo 12m	4,31	4,10	4,06	4,06	4,07	4,00	3,46	3,63	3,55	3,66	3,61	3,69	3,66	3,72	3,71	3,81	3,78	3,88	3,88
Rendistat lordo	4,51	4,44	4,46	4,32	4,41	4,22	4,01	4,09	4,08	4,17	4,16	4,28	4,25	4,36	4,35	4,44	4,41	4,52	4,55
Rendistat netto	3,49	3,42	3,44	3,31	3,40	3,20	2,99	3,07	3,06	3,15	3,15	3,26	3,24	3,34	3,33	3,42	3,39	3,50	3,53
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	4,52	4,50	4,50	4,38	4,52	3,95	3,81	3,83	3,77	3,86	3,80	3,90	3,85	3,95	3,92	3,98	3,97	4,05	4,07
Rend. BTP a 5 anni	4,52	4,53	4,50	4,40	4,55	4,05	3,94	3,99	3,96	4,03	3,94	4,08	4,04	4,13	4,12	4,18	4,16	4,24	4,25
Rend. BTP a 7 anni	4,56	4,59	4,53	4,47	4,61	4,20	4,12	4,18	4,16	4,21	4,20	4,28	4,24	4,31	4,30	4,34	4,33	4,39	4,41
Rend. BTP a 10 anni	4,64	4,71	4,63	4,62	4,74	4,42	4,37	4,44	4,43	4,50	4,49	4,55	4,53	4,59	4,60	4,57	4,62	4,63	4,66
<b>VOLUMI (LIVELLI in mln)</b>																			
Impieghi totali	1409,019	1385,902	1381,672	1434,839	1477,064	1502,386	1484,910	1472,037	1483,159	1497,956	1542,25	1570,56	1562,60	1535,72	1532,55	1589,95	1638,51	1664,34	1646,02
Impieghi in euro	1396,856	1372,396	1368,808	1420,742	1467,646	1549,928	1529,787	1508,434	1462,388	1477,754	1535,366	1555,33	1549,113	1520,61	1518,83	1575,03	1628,50	1717,32	1696,99
Impieghi in valuta	12,163	13,505	12,864	14,097	9,418	-47,541	-44,877	-36,397	20,771	20,203	6,886	15,236	13,489	15,103	13,721	14,910	10,007	-52,976	-50,971
Impieghi a breve	506,819	490,484	486,068	515,284	535,642	551,223	532,216	526,496	522,481	522,699	548,981	567,308	551,115	536,001	529,619	562,277	582,135	601,495	579,583
Impieghi a m / l	902,199	895,417	895,605	919,556	941,422	951,163	952,694	945,540	960,679	975,257	993,272	1003,256	1011,487	999,716	1002,932	1027,668	1056,372	1062,849	1066,439
Depositi totali	684,867	687,341	687,362	676,630	751,943	756,083	725,301	715,041	702,873	717,363	733,326	727,262	713,837	714,491	716,987	705,184	787,585	791,619	760,768
Depositi in c / c	597,735	599,509	608,611	598,981	687,336	688,838	656,694	637,719	626,031	644,560	660,361	648,937	627,562	628,645	639,468	628,570	722,596	724,176	691,695
Depositi a risparmio	74,915	73,506	72,048	71,930	74,713	75,049	73,669	69,935	70,974	71,099	73,284	73,260	74,428	72,889	71,587	71,419	74,399	74,561	73,250
Certif. deposito	12,217	14,325	6,703	5,720	-10,105	-7,805	-5,062	7,387	5,869	1,705	-0,319	5,065	11,847	12,957	5,933	5,195	-9,410	-7,118	-4,177
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Impieghi totali	10,31	9,97	10,23	10,29	10,24	10,53	10,71	10,57	10,76	10,65	10,81	10,76	10,90	10,81	10,92	10,81	10,93	10,78	10,85
Impieghi in euro	10,50	10,26	10,39	10,32	10,37	10,60	10,76	10,66	10,76	10,66	10,80	10,80	10,90	10,80	10,96	10,86	10,96	10,80	10,93
Impieghi in valuta	-8,03	-13,78	-4,92	7,18	-6,52	12,86	12,44	14,43	10,76	9,92	13,09	6,82	10,90	11,83	6,66	5,77	6,26	11,43	13,58
Impieghi a breve	9,58	7,69	9,41	9,23	9,00	8,96	8,80	9,40	8,96	9,28	8,85	9,28	8,74	9,28	8,96	9,12	8,68	9,12	8,90
Impieghi a m / l	10,72	11,25	10,67	10,89	10,96	11,46	11,81	11,23	11,76	11,40	11,92	11,61	12,11	11,65	11,98	11,76	12,21	11,74	11,94
Depositi totali	2,96	3,78	2,96	3,05	3,18	3,38	3,52	3,43	3,55	3,76	3,71	4,02	4,23	3,95	4,31	4,22	4,74	4,70	4,89
Depositi in c / c	3,86	5,06	4,20	4,41	4,40	3,96	4,19	4,29	4,27	4,44	4,27	4,81	4,99	4,86	5,07	4,94	5,13	5,13	5,33
Depositi a risparmio	-0,72	-2,72	-3,15	-3,41	-2,48	-2,38	-2,26	-2,09	-1,43	-1,80	-1,11	-1,63	-0,65	-0,84	-0,64	-0,71	-0,42	-0,65	-0,57
Certif. deposito	-14,01	-11,19	-27,02	-32,51	63,50	-3,83	0,86	-12,21	-8,00	-5,71	-3,92	-8,35	-3,03	-9,55	-11,49	-9,18	-6,88	-8,79	-17,49

SCENARIO C	07 8	07 9	07 10	07 11	07 12	08 1	08 2	08 3	08 4	08 5	08 6	08 7	08 8	08 9	08 10	08 11	08 12	09 1	09 2
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Indice COMIT	1957	1943	1972	1870	1841	1619	1616	1636	1672	1660	1709	1704	1775	1764	1819	1803	1876	1874	1900
Produzione Industriale	1,2	0,9	-1,5	-2,8	-4,6	-3,9	-3,5	-3,7	-2,7	-2,5	-1,6	-1,8	-0,7	-0,9	0,1	0,0	0,8	0,7	1,0
Tasso di Inflazione (Arm.)	1,7	1,8	2,3	2,5	2,8	3,0	3,1	2,9	2,7	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6	2,7	2,6	2,6	2,5
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	4,21	4,13	4,10	4,09	4,09	4,09	4,09	4,12	4,09	4,16	4,11	4,20	4,14	4,25	4,19	4,26	4,22	4,29	4,31
T. Overnight media d/1	4,07	4,04	3,93	4,03	3,88	4,00	4,01	4,07	4,02	4,07	4,02	4,10	4,06	4,10	4,07	4,11	4,07	4,10	4,08
T. Interb. 1m lett.	4,22	4,44	4,24	4,22	4,71	4,20	4,18	4,18	4,14	4,17	4,13	4,15	4,12	4,13	4,10	4,14	4,07	4,12	4,07
T. Interb. 3m lett.	4,43	4,74	4,69	4,63	4,84	4,50	4,37	4,39	4,34	4,42	4,39	4,47	4,40	4,43	4,38	4,41	4,31	4,35	4,28
T. Interb. 6m lett.	4,46	4,76	4,67	4,63	4,81	4,53	4,37	4,42	4,47	4,46	4,49	4,42	4,47	4,44	4,50	4,46	4,48	4,45	4,41
T. Depositi medio	1,88	1,92	1,98	2,02	2,06	2,06	2,06	2,04	2,07	2,05	2,08	2,07	2,11	2,09	2,11	2,08	2,11	2,09	2,10
T. Impieghi medio	5,88	5,99	6,10	6,09	6,18	6,22	6,22	6,20	6,24	6,21	6,23	6,22	6,24	6,23	6,26	6,22	6,25	6,21	6,23
T.imp.medio - T.dep.medio	4,00	4,07	4,12	4,07	4,12	4,16	4,16	4,16	4,16	4,16	4,15	4,15	4,14	4,15	4,15	4,14	4,14	4,12	4,13
T. BOT comp. lordo 3m	3,85	3,96	4,03	4,13	4,13	4,21	4,10	4,17	4,19	4,16	4,17	4,12	4,15	4,09	4,15	4,13	4,18	4,14	4,18
T. BOT comp. lordo 6m	4,12	4,11	4,07	4,04	4,04	3,88	3,95	4,08	4,14	4,10	4,12	4,11	4,17	4,27	4,22	4,28	4,24	4,34	4,37
T. BOT comp. lordo 12m	4,31	4,10	4,06	4,06	4,07	4,00	3,46	3,54	3,48	3,59	3,55	3,63	3,60	3,67	3,65	3,74	3,71	3,81	3,83
Rendistat lordo	4,51	4,44	4,46	4,32	4,41	4,22	4,01	4,04	4,03	4,11	4,11	4,22	4,20	4,29	4,29	4,38	4,35	4,45	4,49
Rendistat netto	3,49	3,42	3,44	3,31	3,40	3,20	2,99	3,02	3,01	3,10	3,09	3,20	3,18	3,28	3,27	3,36	3,33	3,43	3,47
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	4,52	4,50	4,50	4,38	4,52	3,95	3,81	3,79	3,73	3,81	3,75	3,83	3,81	3,88	3,86	3,92	3,90	3,99	4,01
Rend. BTP a 5 anni	4,52	4,53	4,50	4,40	4,55	4,05	3,94	3,95	3,91	3,98	3,90	4,02	4,00	4,07	4,07	4,12	4,10	4,18	4,20
Rend. BTP a 7 anni	4,56	4,59	4,53	4,47	4,61	4,20	4,12	4,14	4,11	4,17	4,15	4,22	4,19	4,25	4,24	4,28	4,27	4,33	4,35
Rend. BTP a 10 anni	4,64	4,71	4,63	4,62	4,74	4,42	4,37	4,40	4,38	4,44	4,43	4,49	4,46	4,53	4,54	4,51	4,56	4,57	4,58
<b>VOLUMI (LIVELLI in mln)</b>																			
Impieghi totali	1409,019	1385,902	1381,672	1434,839	1477,064	1500,755	1482,630	1469,108	1480,883	1495,249	1539,75	1567,44	1559,50	1532,39	1529,10	1586,50	1635,41	1658,93	1640,08
Impieghi in euro	1396,856	1372,396	1368,808	1420,742	1467,646	1547,405	1525,091	1504,890	1460,540	1476,418	1532,872	1552,52	1546,319	1518,14	1516,09	1572,19	1626,15	1710,19	1686,75
Impieghi in valuta	12,163	13,505	12,864	14,097	9,418	-46,650	-42,462	-35,782	20,343	18,831	6,875	14,924	13,183	14,247	13,005	14,308	9,254	-51,257	-46,666
Impieghi a breve	506,819	490,484	486,068	515,284	535,642	550,110	530,602	525,534	520,371	521,168	547,720	565,647	549,190	534,432	526,703	559,753	579,564	598,190	574,960
Impieghi a m / l	902,199	895,417	895,605	919,556	941,422	950,645	952,028	943,574	960,512	974,080	992,027	1001,797	1010,313	997,960	1002,394	1026,749	1055,841	1060,745	1065,125
Depositi totali	684,867	687,341	687,362	676,630	751,943	757,911	727,473	716,769	704,842	719,437	735,801	729,569	716,166	716,553	718,500	707,079	789,314	795,049	764,938
Depositi in c / c	597,735	599,509	608,611	598,981	687,336	691,025	658,837	638,820	627,412	646,349	662,641	650,919	628,997	629,424	640,441	630,128	724,452	728,202	696,061
Depositi a risparmio	74,915	73,506	72,048	71,930	74,713	75,188	73,971	70,142	71,190	71,272	73,492	73,409	74,616	73,088	71,775	71,613	74,608	74,909	73,793
Certif. deposito	12,217	14,325	6,703	5,720	-10,105	-8,301	-5,335	7,807	6,240	1,815	-0,332	5,242	12,553	14,041	6,284	5,338	-9,745	-8,062	-4,916
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Impieghi totali	10,31	9,97	10,23	10,29	10,24	10,41	10,54	10,35	10,59	10,45	10,63	10,54	10,68	10,57	10,67	10,57	10,72	10,54	10,62
Impieghi in euro	10,50	10,26	10,39	10,32	10,37	10,42	10,42	10,40	10,62	10,56	10,62	10,60	10,70	10,62	10,76	10,66	10,80	10,52	10,60
Impieghi in valuta	-8,03	-13,78	-4,92	7,18	-6,52	10,74	6,39	12,49	8,48	2,46	12,91	4,63	8,38	5,49	1,09	1,50	-1,75	9,88	9,90
Impieghi a breve	9,58	7,69	9,41	9,23	9,00	8,74	8,47	9,20	8,52	8,96	8,60	8,96	8,36	8,96	8,36	8,63	8,20	8,74	8,36
Impieghi a m / l	10,72	11,25	10,67	10,89	10,96	11,40	11,73	11,00	11,74	11,26	11,78	11,45	11,98	11,45	11,92	11,66	12,15	11,58	11,88
Depositi totali	2,96	3,78	2,96	3,05	3,18	3,63	3,83	3,68	3,84	4,06	4,06	4,35	4,57	4,25	4,53	4,50	4,97	4,90	5,15
Depositi in c / c	3,86	5,06	4,20	4,41	4,40	4,29	4,53	4,47	4,50	4,73	4,63	5,13	5,23	4,99	5,23	5,20	5,40	5,38	5,65
Depositi a risparmio	-0,72	-2,72	-3,15	-3,41	-2,48	-2,20	-1,86	-1,80	-1,13	-1,56	-0,83	-1,43	-0,40	-0,57	-0,38	-0,44	-0,14	-0,37	-0,24
Certif. deposito	-14,01	-11,19	-27,02	-32,51	63,50	2,29	6,29	-7,21	-2,18	0,41	-0,13	-5,15	2,75	-1,99	-6,25	-6,68	-3,56	-2,88	-7,84

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



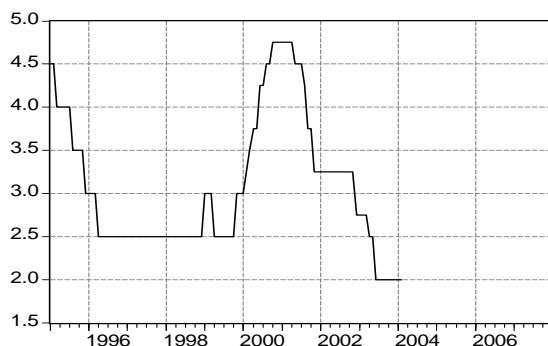
— TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



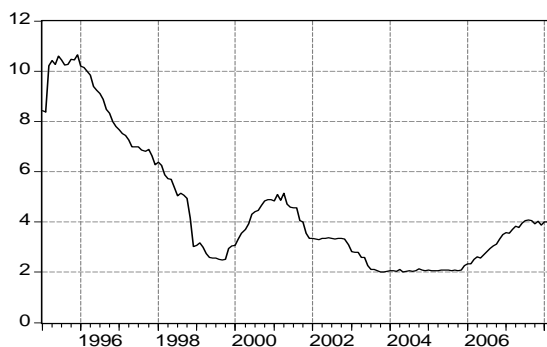
— TASSO INFLAZIONE AREA EURO



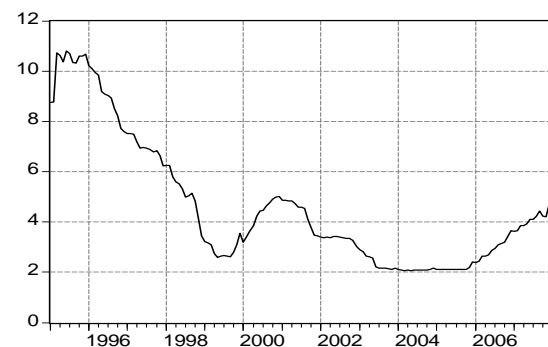
— PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



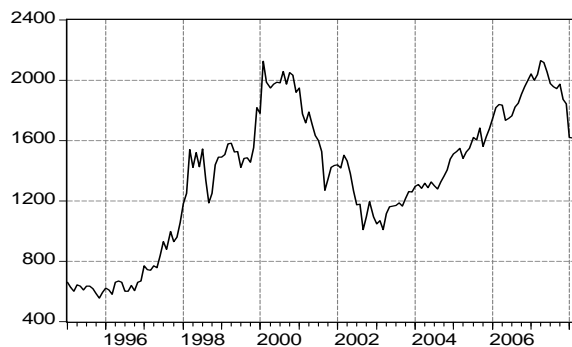
— TASSO DI INTERVENTO BCE



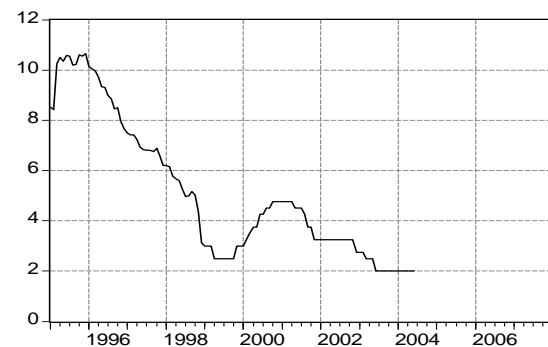
— TASSO OVERNIGHT



— TASSO INTERBANCARIO 1 MESE ITALIA

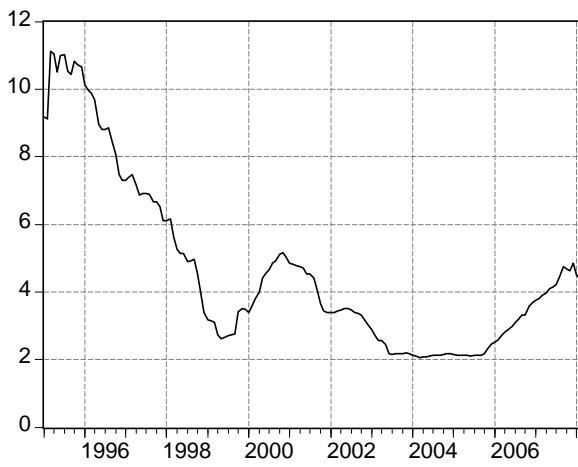


— INDICE COMIT

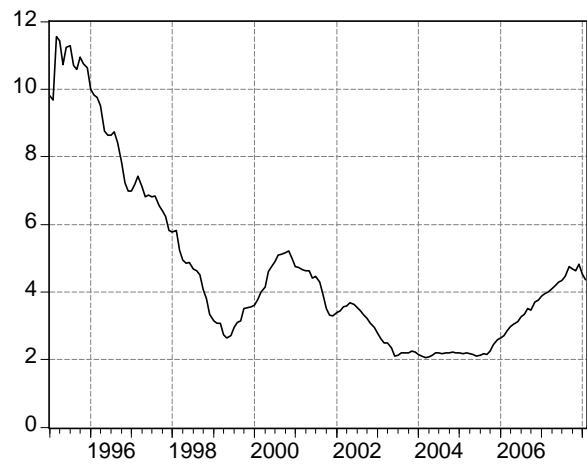


— TASSO MEDIO PONDERATO PCT

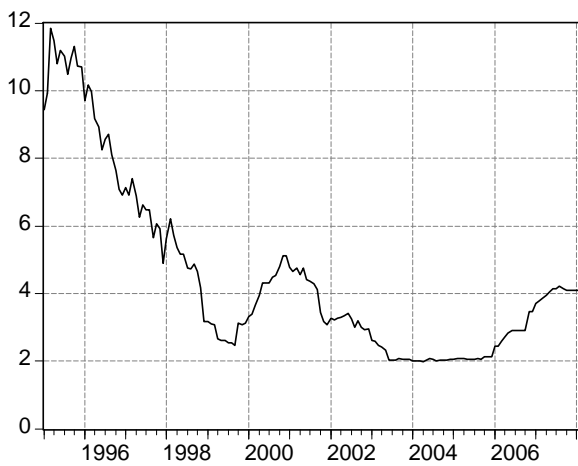
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI ITALIA



— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI ITALIA



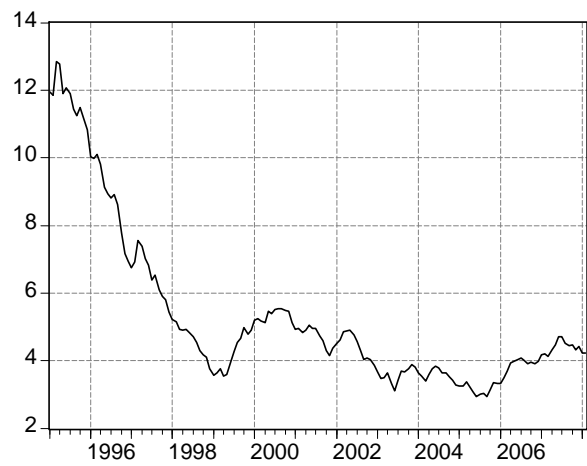
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO

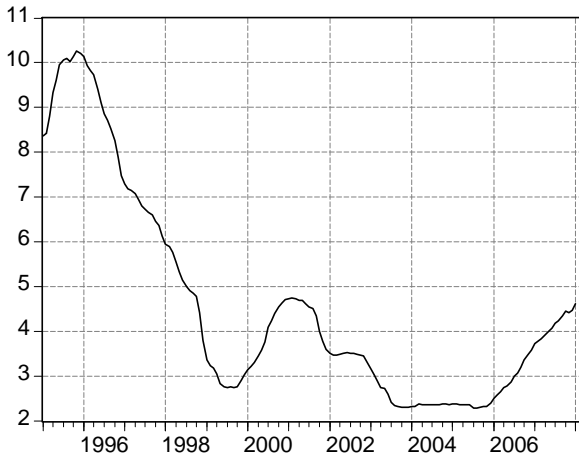


— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO

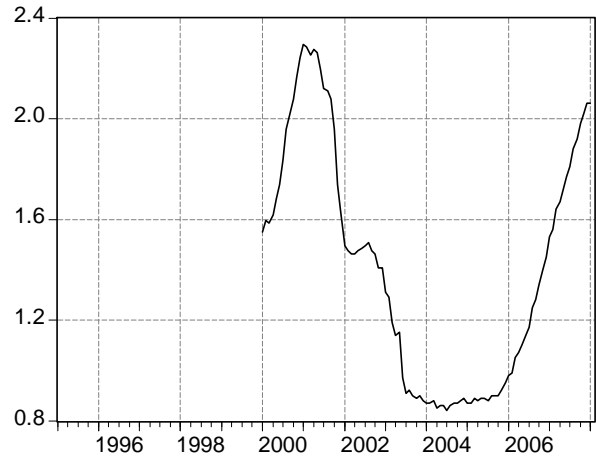


— RENDISTAT LORDO

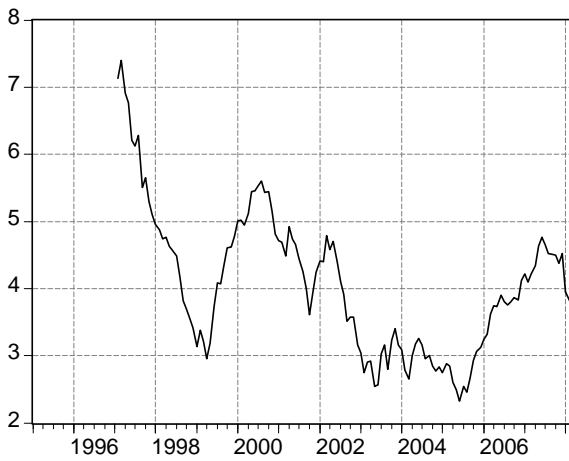
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



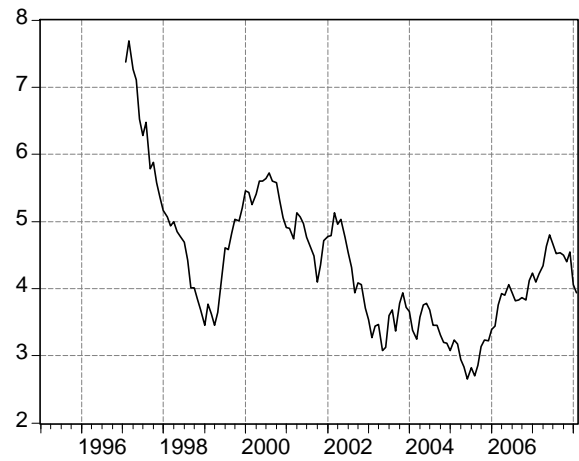
— TASSO IMPIEGHI MINIMO



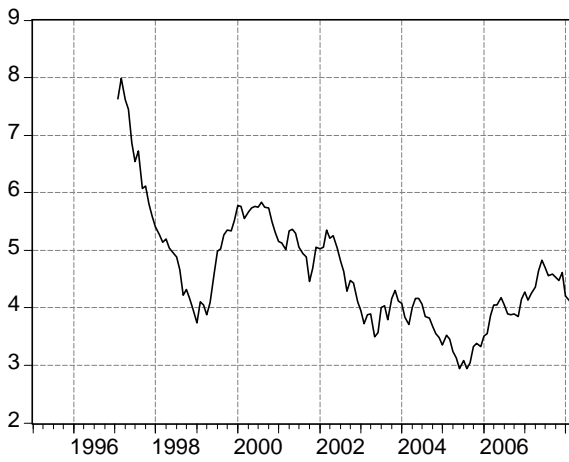
— TASSO DEPOSITI MEDIO



— 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)

