

# 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

---

Elaborazione del 27/02/2009

Questa nota ha finalità puramente informative e riflette le opinioni di GRETA. Essa non intende sollecitare posizioni di rischio di alcun tipo. I dati sono derivati da fonti ritenute affidabili, ma nel merito delle quali GRETA non ha responsabilità diretta.

*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 2010.*

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

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

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

**SCENARI MACROECONOMICI**

È opinione diffusa tra gli economisti che la recessione mondiale sia ancora nella sua fase iniziale e che sia destinata ad aggravarsi nei prossimi mesi, quando anche l'Europa risentirà dell'onda lunga della crisi americana. Nel frattempo, le condizioni di accesso al credito praticate dalle banche alle imprese e alle famiglie si stanno enormemente irrigidendo; rimettere in funzione il sistema finanziario, diffidente per la grande quantità di titoli tossici ancora in circolazione nel mercato, è una condizione necessaria perché le misure fiscali siano efficaci ed è un compito che spetta essenzialmente ai Governi. Solo se questo avverrà, sarà possibile intravedere i primi segnali di ripresa nel II quadrimestre dell'anno, come prevede il 65% degli economisti.

L'America appare al momento il Paese maggiormente investito dalla crisi, ma sarà secondo le previsioni anche il primo a ripartire, grazie alla politica monetaria aggressiva fin qui condotta, al grande piano fiscale recentemente approvato dal Congresso e ad un mercato del lavoro flessibile e con rapidi tempi di recupero. L'ambizioso piano di rilancio dell'economia, il più ingente in periodo non bellico, si articola in spese e sgravi fiscali soprattutto a vantaggio dei ceti più poveri per complessivi 787 miliardi di dollari, seguiti da un piano di supporto al mercato edilizio per altri 275 miliardi e al settore dell'auto di altri 100 miliardi, e promette di creare o salvare in due anni quasi quattro milioni di posti di lavoro.

In Europa, dove la tentazione protezionistica rischia di diventare un pericolo per l'integrità dell'Unione, si fatica a trovare l'auspicata strategia comune di politica fiscale che sostenga la domanda e rimetta in moto l'economia. La Bce, cauta nella diminuzione del costo del denaro, sta valutando la possibilità di introdurre nuove misure per aiutare il mercato interbancario (per esempio attraverso l'acquisto di obbligazioni pubbliche o private sul mercato), in un momento sempre difficile per il credito. In Germania intanto il Consiglio dei Ministri ha approvato un progetto di legge che permette al Governo di procedere alla nazionalizzazione forzata di istituti di credito in difficoltà, come *estrema ratio*.

A destare preoccupazione è anche il crollo delle monete dei Paesi dell'Est Europa, fortemente indebitati in valuta con banche straniere: il crollo dei cambi, unito alla difficile congiuntura economica, aumenta le sofferenze e di conseguenza le insolvenze bancarie, creando ulteriori problemi per gli istituti di credito stranieri coinvolti (Unicredit e Intesa-SanPaolo per l'Italia).

Questa crisi segna anche la debolezza del "modello asiatico", basato su una crescita troppo orientata all'*export*: oltre al Giappone, anche la Cina risente pesantemente del rallentamento globale, con un andamento disastroso del commercio con l'estero negli ultimi mesi, segno che, senza la domanda estera, consumi ed investimenti domestici non sono in grado di sostenere la crescita economica.

**Usa: sorprende il crollo dell'economia nel IV trimestre**

I nuovi dati relativi all'andamento dell'economia americana nel IV trimestre dell'anno rivedono pesantemente al ribasso le stime preliminari: il Pil ha registrato nel periodo una contrazione di -6,4% t/t e -0,8% a/a, dal -3,8% t/t e -0,2% a/a precedentemente diffuso. Si è aggravata la contrazione di tutte le componenti. Solo i consumi pubblici hanno apportato un contributo positivo all'economia (+0,32% t/t), praticamente irrilevante è stato il contributo delle scorte (+0,16% t/t), mentre tutte le altre componenti hanno sottratto risorse: si segnala in particolare il -3,01% t/t dei consumi privati e il -3,26% t/t degli investimenti fissi, imputabile principalmente alla forte battuta d'arresto degli investimenti non residenziali, grave segnale del blocco del credito operato dalle banche. Anche le esportazioni nette, nonostante la debolezza del dollaro e la diminuzione dei prezzi delle materie prime, hanno sottratto crescita al sistema.

Ancora estremamente critica rimane la situazione nel mercato del lavoro, con il tasso di disoccupazione che ha toccato in gennaio il livello più alto da settembre 1992, al 7,6%, dopo il 7,2% del mese precedente. Il settore non agricolo ha perso nello stesso mese quasi 600mila occupati (più di 200mila di questi solo nel settore manifatturiero), che si aggiungono ai 577mila posti di lavoro persi nell'ultimo mese del 2008: era dal dicembre 1974 che non si assisteva ad una simile contrazione. Si calcola che dall'inizio della recessione (dicembre 2007) i posti di lavoro scomparsi siano stati circa 3,6 milioni, la metà dei quali negli ultimi tre mesi. Il tasso di partecipazione è sceso al 65,5%, dal 65,7% del mese di dicembre e i salari medi orari sono aumentati di +0,3% m/m.

Pesantemente negativi sono i dati che provengono dal lato dell'offerta: la produzione industriale ha subito nel mese di gennaio una flessione congiunturale di -1,8% e tendenziale di -10,0%, dopo il -2,4% m/m rivisto di dicembre. Gli ordini di beni durevoli, che per primi risentono della crisi e del mutamento nell'orientamento di spesa dei consumatori, sono diminuiti nello stesso mese di -5,2% m/m e addirittura -26,4% a/a, ben al sotto delle aspettative di mercato. La capacità produttiva, scesa al 72% da 73,3% di dicembre, ha raggiunto il minimo da febbraio 1983; il 2008 si è chiuso inoltre con un forte calo degli ordini all'industria (-3,9% m/m,

+0,4% a/a) e con una marcata diminuzione delle scorte delle imprese (-1,3% m/m, +0,8% a/a). Il leggero balzo fatto segnare in gennaio dagli indici ISM manifatturiero (passato da 32,9 a 35,6) e non manifatturiero (cresciuto da 40,1 a 42,9), possono essere interpretati alla luce della scia di ottimismo generata dall'insediamento di Obama alla Casa Bianca; è difficile ipotizzare la loro tenuta anche in futuro, visti i dati pesantemente negativi provenienti dal mercato del lavoro. In forte contrazione sono stati invece nel mese di febbraio l'indice di fiducia di Philadelphia (precipitato a -41,3 da -24,3, al minimo da ottobre 1990) e l'indice Empire State Manufacturing (sceso da -22,2, a -34,65, ben al di sotto delle previsioni degli analisti). Critica rimane la situazione sul fronte immobiliare: l'avvio di nuovi cantieri è precipitato in gennaio del -16,8% su base mensile ed addirittura di -56,2% su base annua, nonostante le previsioni lo attendessero a -4,9% m/m. In ridimensionamento appare anche la vendita sia di case esistenti (-5,3% m/m, -8,6% a/a), sia soprattutto quella di case nuove (-10,2% m/m e -48,2% a/a). Anche la spesa per costruzioni riferita al mese di dicembre è diminuita (-1,4% m/m, -3,6% a/a).

Negativi sono anche i segnali che provengono dal lato della domanda: nel mese di dicembre si è registrato un calo della spesa delle famiglie di -0,5% m/m e una flessione della vendite nei grandi magazzini (-3,6% m/m e -10,7% a/a), nonostante la concomitanza con il periodo natalizio. I dati relativi all'andamento della fiducia dei consumatori nel mese di febbraio segnalano il crollo dell'indice elaborato dal Conference Board al nuovo minimo storico (da 37,4 rivisto a 25, previsione: 36) e la pesante diminuzione dell'indice elaborato dall'università del Michigan (passato da 61,2 a 56,3).

Sul fronte dei prezzi, si notano forti contrazioni degli indici generali, che annullano o addirittura trascinano in terreno negativo le variazioni tendenziali, mentre la flessione degli indici *core* appare più lenta e graduale: per quanto riguarda i prezzi al consumo, la variazione congiunturale per il mese di gennaio è stata di +0,3%, annullando così l'inflazione, al livello più basso dal 1955. L'indice depurato dalle componenti più volatili (alimentari e prodotti energetici) ha registrato un +0,2% m/m e +1,7% a/a. Dal lato dell'offerta, l'indice dei prezzi alla produzione, nonostante l'aumento di +0,8% su base mensile, ha registrato un -1,0% su base annua, mentre l'indice *core* ha segnato un +4,2% a/a. Da sottolineare poi la marcata diminuzione dei prezzi *import* (-1,1% m/m, -12,5% a/a), che hanno fatto segnare il maggior calo annuo dall'inizio della serie (1982). Alla luce di questi dati e tenuto conto del livello ormai raggiunto dai tassi di riferimento, riteniamo che la Federal Reserve, non avendo altri strumenti a disposizione, prosegua l'opera di *quantitative easing* già iniziata, attraverso la concessione di liquidità agli operatori. La Fed, da prestatore di ultima istanza, è diventata nel corso della crisi investitore e addirittura azionista di ultima istanza.

### **Giappone: crollo del commercio con l'estero**

I primi dati relativi all'andamento dell'economia negli ultimi mesi del 2008 segnalano una contrazione senza precedenti: il Giappone, votato al commercio internazionale, è uno dei Paesi che risente maggiormente di questa turbolenza finanziaria ed economica globale, dal momento che non può contare su una robusta domanda interna. Il Pil è sceso di -3,3 punti percentuali su base trimestrale e addirittura di -12,7% su base annua, principalmente a causa del crollo delle esportazioni (-13,9% t/t), vera colonna portante dell'economia giapponese, e della mancata tenuta della domanda interna (-0,6% t/t). Il dato rappresenta la frenata più brusca dal 1974, periodo della crisi petrolifera.

I dati provenienti dal mercato del lavoro segnalano per il mese di gennaio la diminuzione della forza lavoro e del numero degli occupati e la contestuale crescita del numero di disoccupati.

Pesantemente negativi sono i dati che provengono dal lato dell'offerta, con la produzione industriale precipitata in dicembre di -9,8% m/m e -20,8% a/a, leggermente al di sotto delle attese degli analisti, e gli ordini di macchinari industriali scesi di -1,7% m/m e -26,8% a/a.

Dal lato della domanda, si nota la contrazione di tutti gli indicatori riferiti al mese di gennaio: i consumi delle famiglie hanno subito un calo di -5,7% a/a, dopo il -3,7% a/a di dicembre, le vendite dei grandi magazzini sono diminuite di -3,9% a/a, mentre quelle al dettaglio hanno registrato un -2,4% a/a, dopo il -2,7% a/a del mese precedente. Sostanzialmente stabile è rimasto l'indice di fiducia dei consumatori, passato a 26,4 da 26,2 di dicembre, nonostante le previsioni lo attendessero a 25,2.

Sul fronte dei prezzi, sembra tornare ad affacciarsi lo spettro della deflazione: l'indice generale dei prezzi al consumo ha infatti registrato nel mese di gennaio una variazione congiunturale di -0,6%, che annulla di fatto l'inflazione, dopo il +0,4% a/a del mese precedente. L'indice *core* invece è sceso di -0,8% su base mensile, portando il tendenziale a -0,2%, al di sotto delle aspettative degli analisti. Anche l'indice dei prezzi alla produzione registra variazioni negative, sia su base mensile (-1,0%), sia su base annua (-0,2% rispetto a gennaio 2008).

### Europa: non ha ancora raggiunto l'apice della crisi

L'Unione Europea dispone al momento solo della stima preliminare sull'andamento dell'economia nel IV trimestre dell'anno (che segnala un contrazione di -1,5% su base congiunturale e -1,2% su base annua, sostanzialmente in linea con le previsioni), mentre per conoscere il dettaglio delle componenti sarà necessario attendere il prossimo mese. Nonostante il dato faccia segnare il maggior calo dall'inizio della serie (1995), la diminuzione europea è comunque più contenuta rispetto a quella delle altre potenze economiche, segno che la contrazione maggiore è da attendersi nei prossimi trimestri, sulla scia negativa dei dati provenienti dall'America. Per quanto riguarda il commercio con l'estero, diminuisce ampiamente in dicembre il *deficit* della bilancia commerciale, a causa di una diminuzione delle importazioni (-3,9% m/m) maggiore del calo delle esportazioni (-0,9% m/m). Il tasso di disoccupazione ha raggiunto in gennaio l'8,2%, il livello massimo da aprile 2002, dopo l'8,1% rivisto di dicembre.

Fortemente negativi sono i dati che provengono dal lato dell'offerta, con la produzione industriale che ha registrato in dicembre il calo maggiore dal gennaio 1990, data di inizio della serie: è infatti diminuita oltre le aspettative di -2,6% m/m e -12,0% su base annua. Gli ordini all'industria relativi allo stesso mese hanno subito un crollo di -5,2% su base mensile e addirittura di -22,3 punti percentuali su base annua. Il Leading Indicator elaborato dall'Ocse rimane in terreno negativo anche nel mese di dicembre (-0,9% m/m, -8,2% a/a), segno che non si prevedono nei prossimi 3-6 mesi alcuni segnali di ripresa. In diminuzione sono risultati nel mese di febbraio anche gli indici PMI manifatturiero (da 34,4 a 33,6) e dei servizi (da 42,2 a 38,9), battendo al ribasso in entrambi i casi le previsioni. Dal lato della domanda, si segnala la diminuzione tendenziale delle vendite al dettaglio nel mese di dicembre, scese di -1,6% a/a, ma rimaste invariate a livello congiunturale.

Sul fronte dei prezzi, l'indice dei prezzi al consumo ha registrato in gennaio una diminuzione di -0,8% m/m, la maggiore dall'inizio della serie (1997), che ha portato l'inflazione al +1,1%, perfettamente in linea con le attese, dopo il +1,6% del mese precedente. L'indice depurato dalle componenti alimentare ed energetica è diminuito su base mensile di -1,3%, portando l'inflazione *core* a +1,6% rispetto a gennaio 2008. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione ha fatto registrare in dicembre una variazione mensile di -1,3% e annua di +1,8%, dopo il +3,3% a/a del mese precedente. Da segnalare inoltre la drastica riduzione del tasso di crescita di M3, passato da +7,3% a/a di dicembre a +5,9% a/a di gennaio, al di sotto delle aspettative: questo andamento sembra potersi interpretare come conseguenza dello sgonfiamento della bolla della liquidità ed in particolare dello sgonfiamento del moltiplicatore della base monetaria.

Alla luce di questi dati e delle prospettive di evoluzione futura, ci attendiamo con tutta probabilità che la Banca Centrale Europea diminuisca di ulteriori 100 p.b. il tasso di rifinanziamento principale entro la fine del II trimestre, con modalità e tempistiche diverse a seconda dell'evoluzione del contesto economico: riteniamo cioè che la Bce, dopo il taglio di 50 p.b. operato nella riunione di marzo, opti per un analogo ribasso del tasso di riferimento nella riunione di giugno, all'indomani della pubblicazione dei nuovi dati sull'andamento dell'economia europea nel I trimestre dell'anno. (Scen. C, prob. 50%). Non escludiamo però che possa decidere di anticipare la mossa alla riunione di aprile, nel caso la gravità della situazione lo richiedesse (Scen. A, prob. 40%). Riteniamo che, almeno nel medio periodo, la Bce decida di non intervenire oltre sui tassi, ma si orienti maggiormente verso misure di *quantitative easing*, dal momento che, come hanno dichiarato in più occasioni alcuni membri del Direttivo, le decisioni di politica monetaria diventano progressivamente meno efficaci, man mano che i tassi si avvicinano a quota zero.

È ancora la **Germania** a registrare la *performance* economica peggiore tra i Paesi europei monitorati, con un calo del Pil di -2,1% t/t (maggior calo trimestrale dal 1987) e -1,6% a/a negli ultimi tre mesi dell'anno, da ascrivere per lo più alla contrazione degli investimenti fissi (-2,7% t/t, -0,3% a/a) e al crollo delle esportazioni (-7,3% t/t, -5,2% a/a). I primi hanno infatti sottratto risorse per -0,5% t/t, contributo annullato dall'apporto positivo delle scorte, mentre il risultato negativo è da imputare quasi completamente al peso delle esportazioni nette (-2,0% t/t). L'economia della Germania, maggiore esportatore del mondo, continua a rimanere debolissima, schiacciata dalla sua dipendenza dal canale estero e da una recessione in peggioramento.

Nel mercato del lavoro si segnala a gennaio l'aumento del tasso di disoccupazione a 7,3%, dal 7,2% del mese precedente e il contestuale peggioramento di tutti gli indicatori (discesa dell'occupazione, brusco calo della domanda di lavoro, ecc.). Critica appare la situazione dal lato dell'offerta, con la produzione industriale scesa nel mese di dicembre di -4,6% m/m e -7,5% a/a, dopo il -10,6% a/a rivisto di novembre. Gli ordini all'industria sono precipitati nello stesso mese di -6,9% m/m e -25,1% a/a, battendo al ribasso le previsioni

degli analisti (-3,0% m/m): il crollo è imputabile al calo della domanda proveniente dall'Eurozona e alla flessione degli ordini di beni di investimento. L'indice Ifo ha raggiunto in febbraio il minimo dall'inizio della serie, risalente al 1991, passando da 83 a 82,6 e lasciando intendere che l'economia rischia di registrare anche nel I trimestre del nuovo anno un risultato negativo in linea con il precedente.

La domanda in dicembre rimane in terreno negativo, con le vendite al dettaglio calate di -0,6% m/m (+0,6% a/a). Sul fronte dei prezzi, i dati preliminari relativi ai prezzi al consumo per il mese di dicembre segnalano un leggero aumento a livello congiunturale (+0,6% per l'indice generale e +0,7% per l'indice *core*, che porta il tendenziale in entrambi i casi a +1,0%, dopo il +0,9% a/a di gennaio).

I nuovi dati relativi all'andamento dell'economia segnalano per la **Francia** una contrazione di -1,2% t/t nell'ultimo trimestre dell'anno, dopo il +0,1% t/t registrato nel periodo precedente. Il risultato deve essere attribuito alla dinamica negativa delle esportazioni nette (il cui contributo è stato di -0,3% t/t) e delle scorte (-0,9% t/t), mentre l'apporto della domanda interna è stato irrilevante.

Anche in Francia l'offerta risente delle turbolenze internazionali, con la produzione industriale diminuita in dicembre di -1,8% su base mensile e -9,3% su base annua e gli ordini all'industria che, nonostante l'aumento congiunturale di +1,5% rispetto al mese di novembre, chiudono il 2008 con un -20,6% a/a. E' diminuita inoltre nel mese di febbraio la fiducia delle imprese manifatturiere, scesa secondo l'Insee a 68 da 73 del mese precedente, al livello più basso mai registrato. Anche gli indici Pmi relativi allo stesso mese sono risultati in contrazione.

Dal lato della domanda, si segnala il recupero dei consumi delle famiglie nel mese di gennaio (+1,8% m/m, +1,8% a/a), ben al di sopra delle attese degli analisti, mentre l'indice di fiducia dei consumatori ha subito una leggera contrazione in febbraio, scendendo a -43 da -42 rivisto di gennaio (previsione: -42).

Sia l'indice generale dei prezzi al consumo sia quello armonizzato hanno registrato in gennaio una variazione tendenziale di +0,8%, al di sotto della media europea, mentre ai primi stadi della commercializzazione il ridimensionamento appare ancora più marcato: l'indice dei prezzi alla produzione infatti, diminuito di -1,4% m/m in dicembre, ha registrato una variazione nulla a livello tendenziale, battendo al ribasso le aspettative.

### **Italia: maggiore contrazione del Pil dal 1980**

I primi dati disponibili relativi all'andamento dell'economia nell'ultimo trimestre del 2008 segnalano per l'Italia una contrazione congiunturale di -1,8%, che porta il tendenziale a -2,6%, dopo il -0,6% t/t e -1,1% a/a del trimestre precedente, battendo al ribasso le aspettative degli analisti e facendo segnare il maggior calo dal 1980. Per conoscere il dettaglio delle componenti, si dovrà attendere il prossimo mese. Migliora in dicembre l'attivo della bilancia commerciale nei confronti dei Paesi europei, a causa di una diminuzione delle importazioni maggiore del calo delle esportazioni; nei confronti del resto del mondo invece, si aggrava in gennaio il *deficit* della nostra bilancia commerciale, in seguito alla forte diminuzione delle esportazioni (-15,5% m/m).

Dal lato dell'offerta, la produzione industriale ha subito in dicembre una diminuzione di -2,5% m/m e -14,3% a/a, il maggior calo annuale dall'inizio della serie, battendo al ribasso le attese degli analisti. In contrazione sono risultati pure il fatturato industriale (-3,8% m/m, -10,3% a/a) e gli ordini all'industria (-2,0% m/m, che porta il tendenziale a -15,4% a/a). La criticità della situazione è testimoniata pure dalla diminuzione degli indici di fiducia per il mese di febbraio: quello relativo alle imprese manifatturiere è sceso a quota 63,2 da 65,4 rivisto di gennaio, al minimo dal 1991, data di inizio della serie, mentre quello delle imprese di servizi è risultato in contrazione, da -30 a -32.

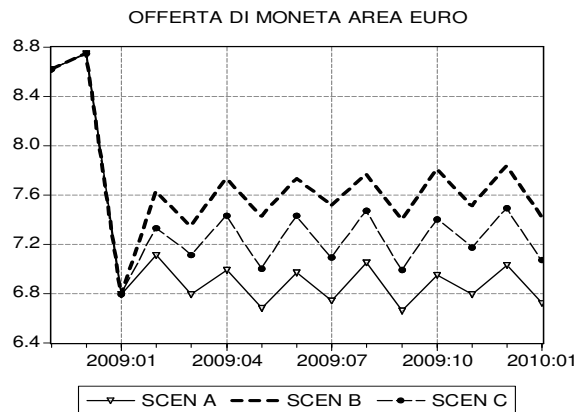
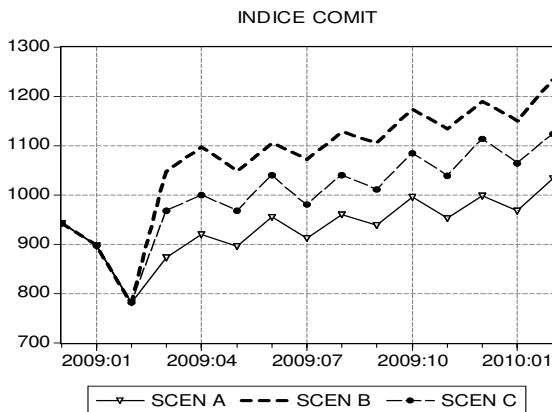
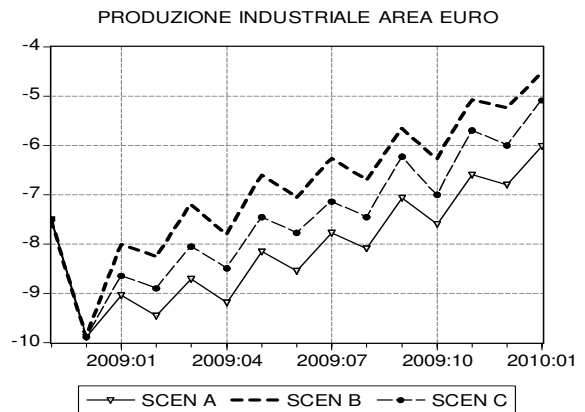
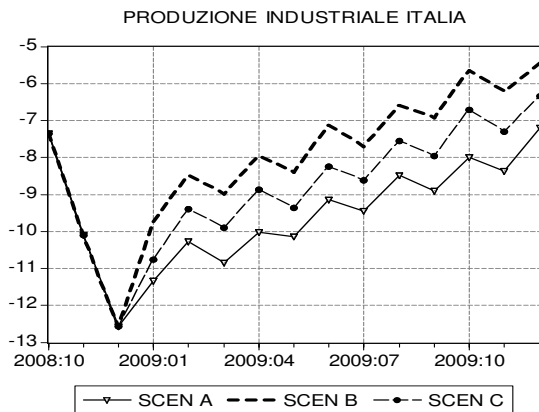
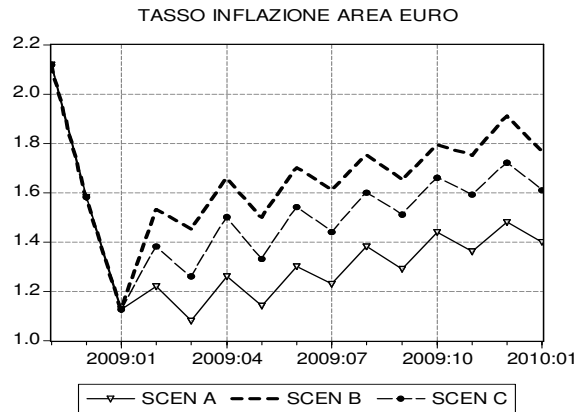
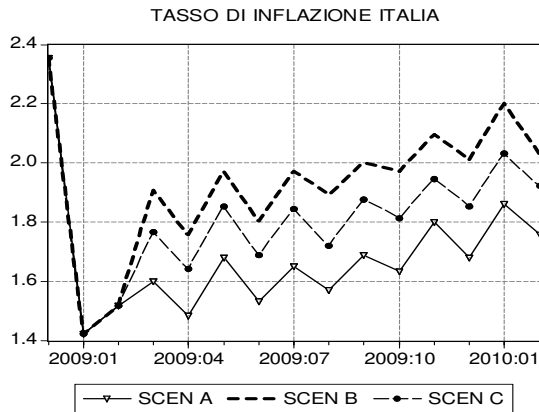
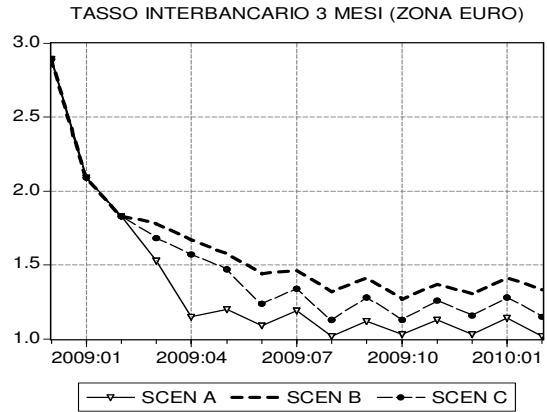
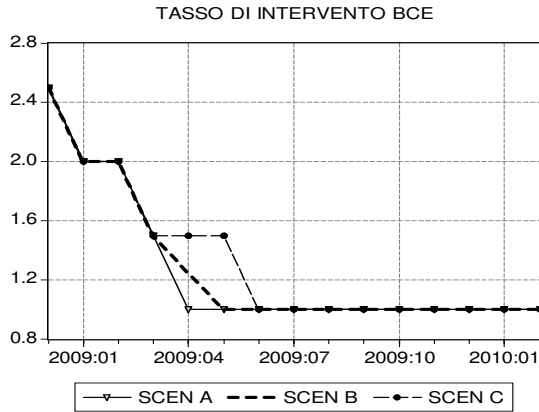
Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio nel mese di dicembre sono rimaste invariate rispetto al mese precedente, calando di -1,9% su base annua. Ha sorpreso gli analisti il recupero in febbraio dell'indice di fiducia dei consumatori, che ha raggiunto quota 104,1 da 102,6 di gennaio, al livello massimo da dicembre 2007: i consumatori sembrano risentire positivamente del rallentamento della dinamica inflazionistica corrente ed attesa.

Sul fronte dei prezzi, prosegue anche in gennaio la contrazione degli indici, imputabile principalmente alla caduta dei prezzi dell'energia: dal lato della domanda, l'indice dei prezzi al consumo ha registrato una variazione congiunturale di -0,1%, che porta il tendenziale a +1,6%, perfettamente in linea con le previsioni, mentre l'indice armonizzato è sceso di -1,7 punti percentuali su base mensile, portando il tendenziale a +1,4%, dopo il +2,4% del mese precedente. Ai primi stadi della commercializzazione, la diminuzione è stata ancora più marcata, con l'indice dei prezzi alla produzione che è sceso in dicembre di -1,3% m/m, facendo registrare l'aumento annuo minore da marzo 2004 (+0,6%).

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

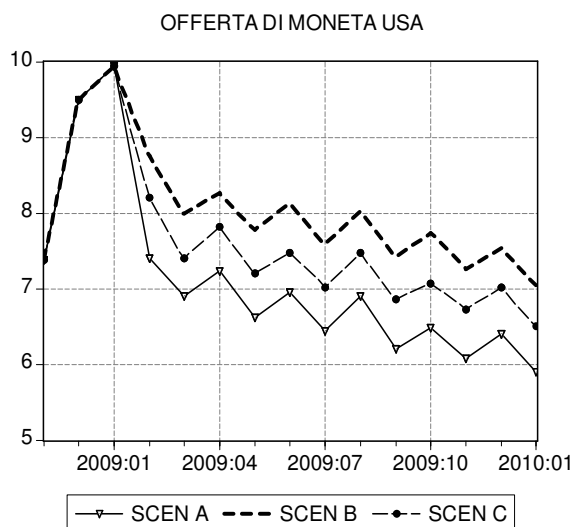
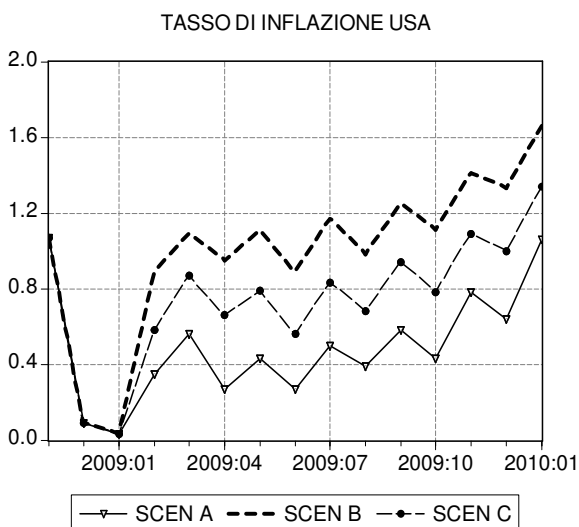
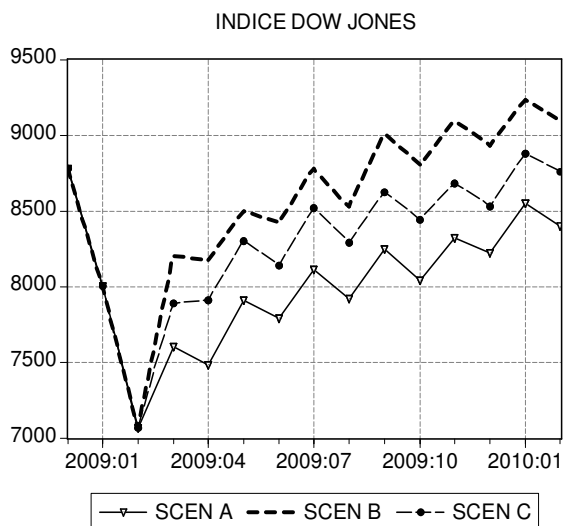
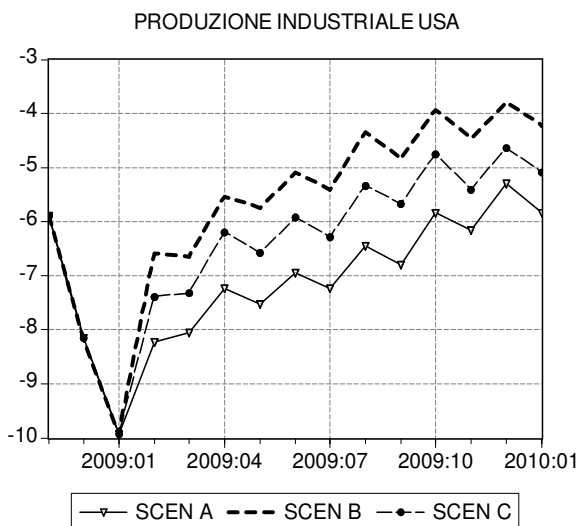
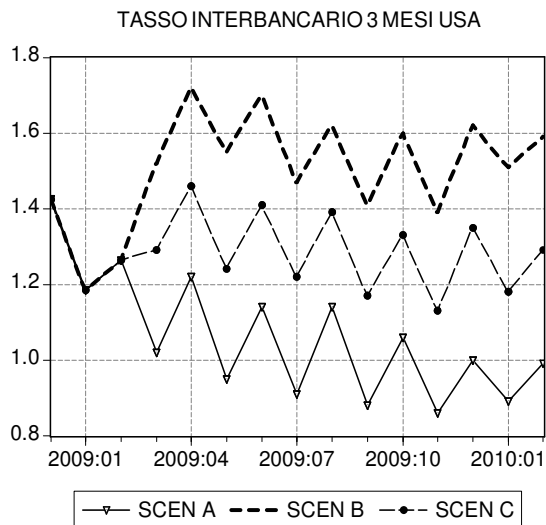
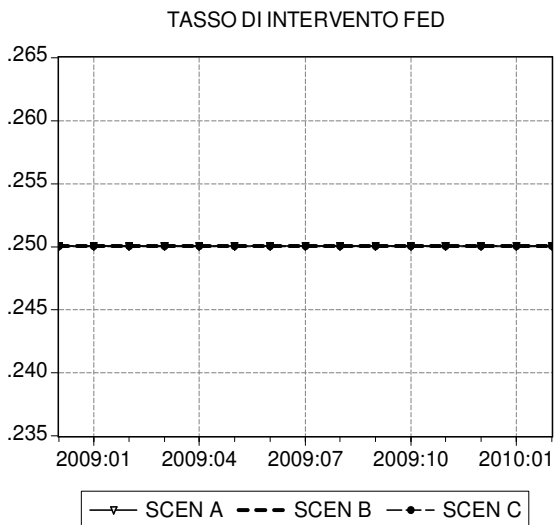
A (40%)	B (10%)	C (50%)
<p><b>Usa:</b> la crisi finanziaria ha ormai pesanti effetti negativi sull'economia reale, generando forte recessione, ulteriore peggioramento della situazione nel mercato del lavoro, crollo della produzione industriale e forte diminuzione della domanda, che si protrarranno per buona parte dell'anno. La fiducia dei consumatori continua su di un <i>trend</i> fortemente decrescente, si affaccia lo spettro della deflazione, a causa della forte debolezza della domanda interna, frenata da un reddito in calo. Anche le esportazioni rallentano a causa del rafforzamento del dollaro nei confronti delle altre valute e della crisi globale. La <i>Federal Reserve</i>, non avendo più alcun margine di manovra sui tassi, deciderà quindi di intervenire con un massiccio allentamento quantitativo, volto ad aumentare la quantità di moneta circolante, come segnale forte per il rilancio dell'economia.</p> <p><b>Area Euro:</b> l'economia attraversa una fase di severa recessione. La crisi americana trasmette i suoi pesanti effetti anche al di qua dell'oceano. Molto forte è la contrazione della produzione industriale e degli ordini, a causa del rallentamento della domanda mondiale. I consumi e gli investimenti sono seriamente minacciati dalla restrizione delle condizioni di accesso al credito per imprese e famiglie conseguenti alle turbolenze nel settore creditizio. La BCE decide di intervenire nella riunione di aprile a favore di una nuova riduzione dei tassi di 50 p.b., dopo una misura analoga adottata nella riunione di marzo, per scuotere i mercati e riattivare il comparto del credito.</p>	<p><b>Usa:</b> i mercati stanno ora scontando il peggio, quindi, senza sottovalutare la gravità della situazione, è possibile che l'evoluzione dei prossimi mesi risulti migliore delle attese. Le turbolenze sui mercati finanziari vengono lentamente riassorbite, grazie anche alle ingenti misure a sostegno della liquidità e del recupero del sistema bancario. Dopo una fase di recessione, l'economia americana dà timidi segnali di ripresa, grazie agli effetti positivi generati dall'ingente piano fiscale messo in atto a livello statale per contrastare il diffondersi della crisi.</p> <p>La Fed, che dopo il taglio di 75 p.b. effettuato a dicembre ha praticamente azzerato il costo del denaro, continua ad avere a disposizione solo lo strumento quantitativo per stimolare il recupero dell'economia.</p> <p><b>Area Euro:</b> l'economia europea mostra alcuni segni di recupero, con la parziale ripresa della domanda e la produzione industriale che torna lentamente a crescere, anche in seguito al robusto stimolo proveniente dalla politica monetaria espansiva e dalle misure messe in atto a livello governativo nei singoli Paesi per contrastare la crisi. La Bce, dopo la riduzione di 50 p.b. operata nella riunione di marzo, opterà per un taglio di 25 p.b. nella riunione di aprile, eventualmente seguito da una mossa analoga il mese successivo, con l'obiettivo di sostenere la crescita economica, grazie anche al progressivo rientro dei rischi per la stabilità dei prezzi.</p>	<p><b>Usa:</b> l'economia americana è in forte recessione: la caduta della produzione industriale ma soprattutto la contrazione degli ordini gettano fosche luci sull'evoluzione dell'economia nei prossimi mesi e i dati che provengono dal mercato del lavoro sono in continuo peggioramento. Inoltre, il rafforzamento del dollaro comporta un rallentamento della domanda e il conseguente ulteriore peggioramento dell'attività economica. La Fed fa ampio ricorso a strumenti quantitativi per cercare di rilanciare l'economia, pesantemente colpita dalla crisi nel comparto finanziario. Immette massicce quantità di liquidità nel mercato, attraverso l'acquisto di buoni del Tesoro e di titoli garantiti da mutui immobiliari allo scopo di scuotere i mercati e stabilizzare il sistema bancario.</p> <p><b>Area Euro:</b> la crisi finanziaria che ha investito gli Stati Uniti genera ripercussioni di rilievo anche nell'Eurozona, ormai piombata in recessione. Enormi sono le diminuzioni della produzione e degli ordini industriali, congiunte alla crisi di fiducia e alla contrazione della domanda. Questo quadro, unito al riassorbirsi delle pressioni inflazionistiche dei mesi scorsi, crea un ampio spazio di manovra per la Bce, che proseguirà la sua politica monetaria espansiva a sostegno della crescita, che si concretizzerà nella riduzione del tasso di riferimento di ulteriori 50 p.b. a marzo, eventualmente seguita da una misura analoga nella riunione di giugno, quando saranno disponibili nuovi dati sull'andamento dell'economia nel I trimestre dell'anno.</p>

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





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



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

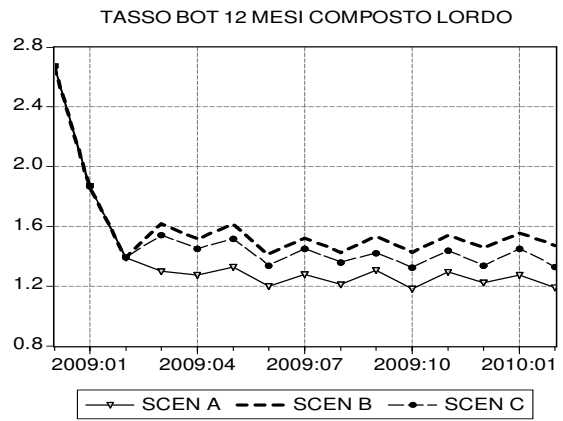
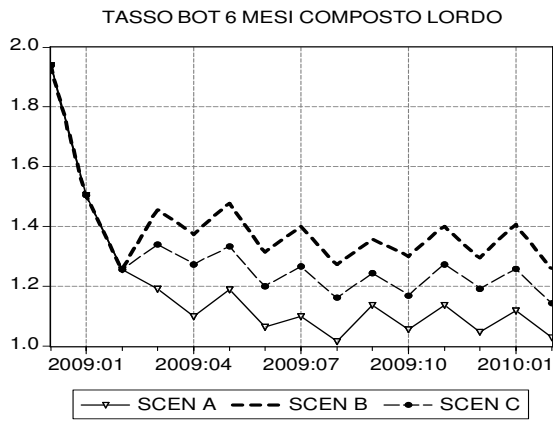
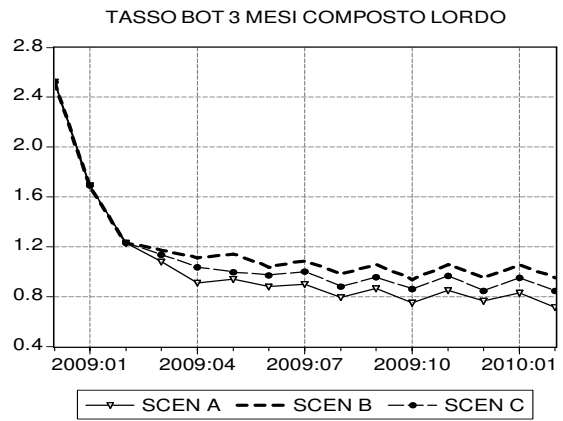
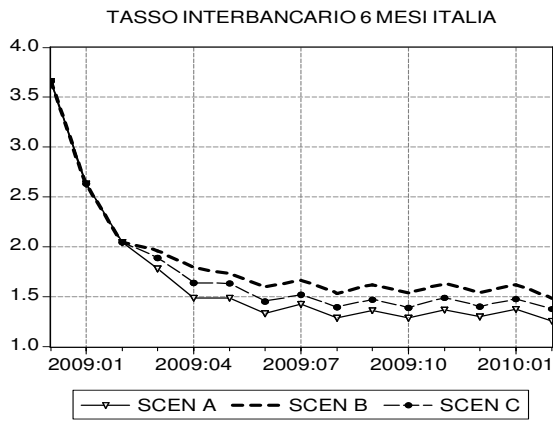
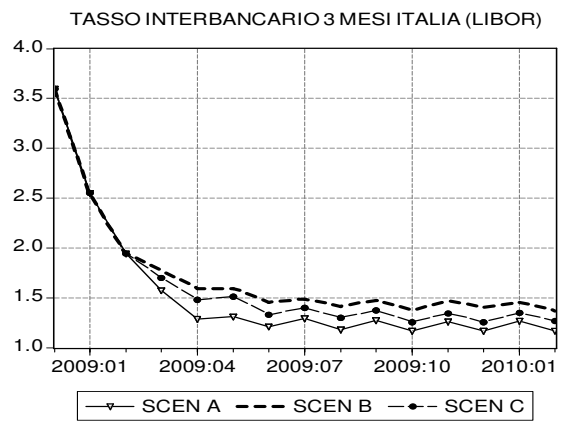
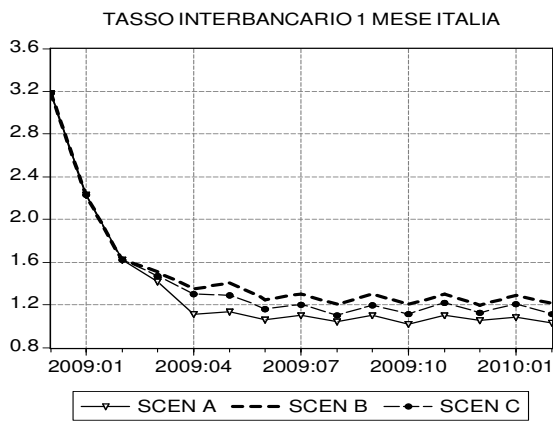
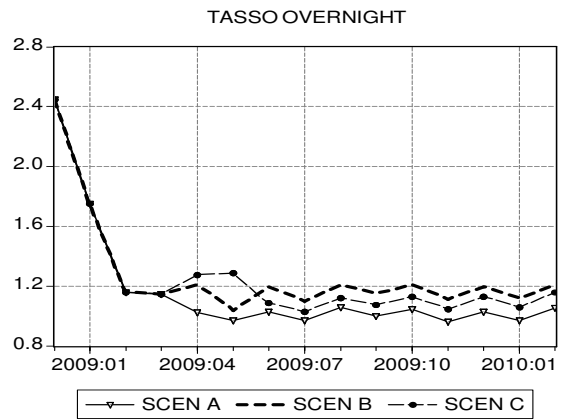
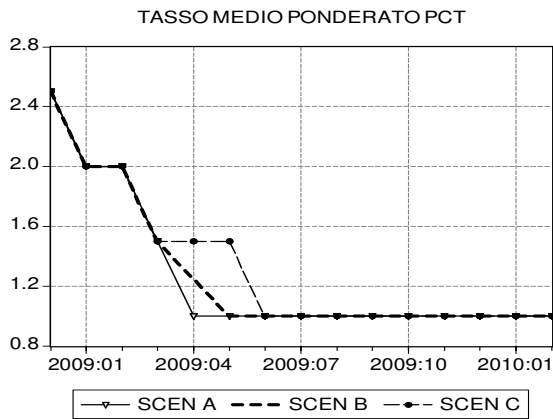
**Tassi interbancari:** prosegue anche in febbraio la forte diminuzione dei tassi interbancari, dopo il picco raggiunto in autunno. La crisi che sta investendo il sistema finanziario americano e che ha costretto lo Stato a correre ai ripari con interventi di salvataggio pubblico, sta avendo pesanti effetti negativi anche su tutti gli altri grandi Paesi, sia nel settore creditizio, direttamente coinvolto negli avvenimenti, sia nell'economia reale, inducendo recessione e una forte flessione dell'attività produttiva. Sul fronte americano pesano la contrazione del Pil nel IV trimestre e i dati pesantemente negativi provenienti dal mercato del lavoro. La crisi americana ha ormai contagiato anche l'Europa, divenendo sistemica. Peggiora la situazione soprattutto dal lato dell'offerta, accanto ad un mercato del lavoro in contrazione e ad un rapido rientro dell'inflazione. Dato l'attuale scenario economico, è verosimile attendersi che i tassi interbancari diminuiscano ulteriormente 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 recessione e contestuale ulteriore diminuzione dell'inflazione (scenario C), i tassi interbancari dovrebbero sensibilmente diminuire nei prossimi mesi ed attestarsi a +1,11% per la scadenza ad un mese, +1,26% per la scadenza a tre mesi e +1,37% per quella a sei mesi a febbraio 2010. Qualora l'economia di Eurolandia mostrasse alcuni segnali di ripresa nei prossimi mesi (scenario B), i tre tassi interbancari considerati potrebbero raggiungere alla fine dell'orizzonte di previsione un valore di +1,21% (1 mese), +1,37% (3 mesi) e +1,48% (6 mesi). Nel caso in cui, invece, la crisi avesse effetti pesantemente negativi anche in Europa, con contrazione della domanda, sia interna che estera, e brusca flessione della produzione industriale (scenario A), i diversi tassi interbancari si porterebbero rispettivamente a +1,03%, +1,17% e +1,26% 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 decrescente, 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 2010 quota +2,26% (3 anni), +2,37% (5 anni), +2,73% (7 anni) e +3,19% (10 anni). Qualora l'andamento economico europeo manifestasse un certo recupero (scenario B), la diminuzione dei rendimenti sarebbe più contenuta, con il decennale a +3,33% a febbraio 2010. Se si verificasse, invece, un pesante rallentamento dell'economia (scenario A), i rendimenti scenderebbero vistosamente, attestandosi su valori di +2,13%, +2,28%, +2,65%, +3,09% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni al termine dell'orizzonte previsivo considerato.

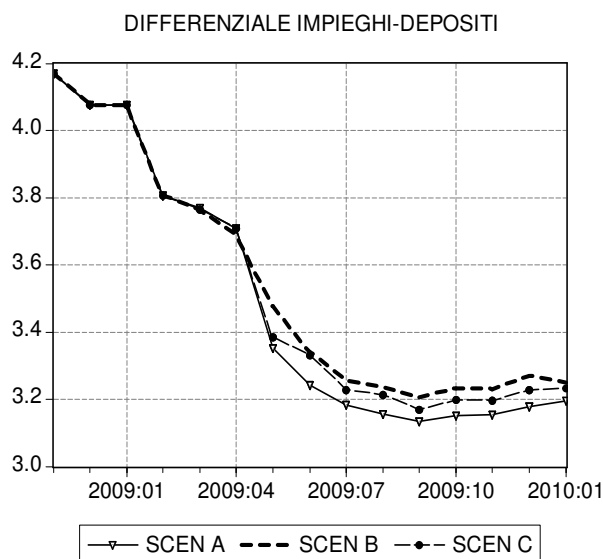
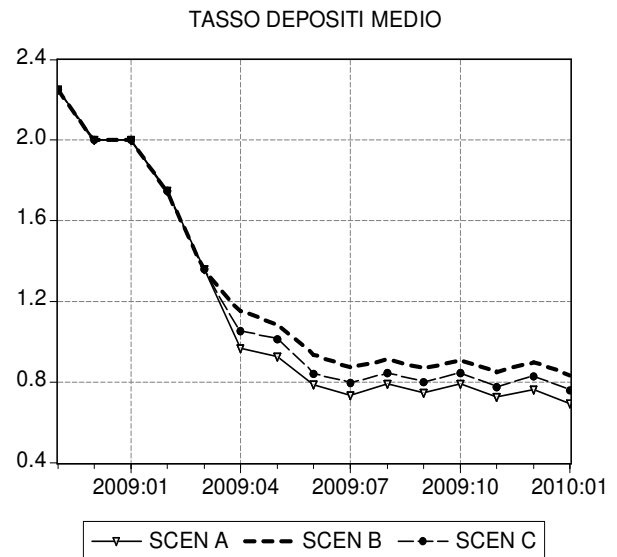
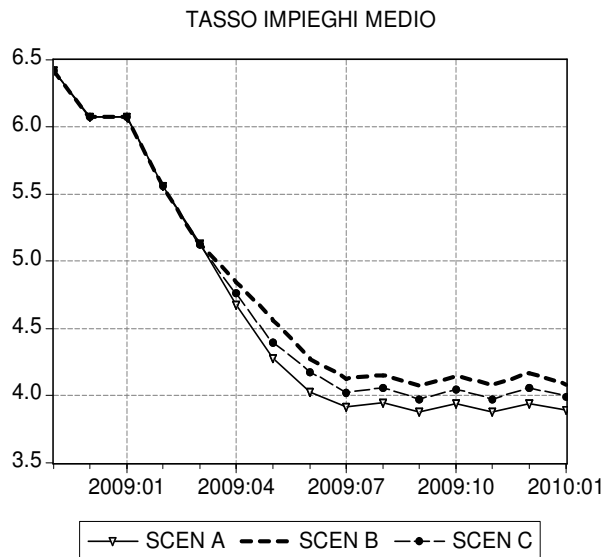
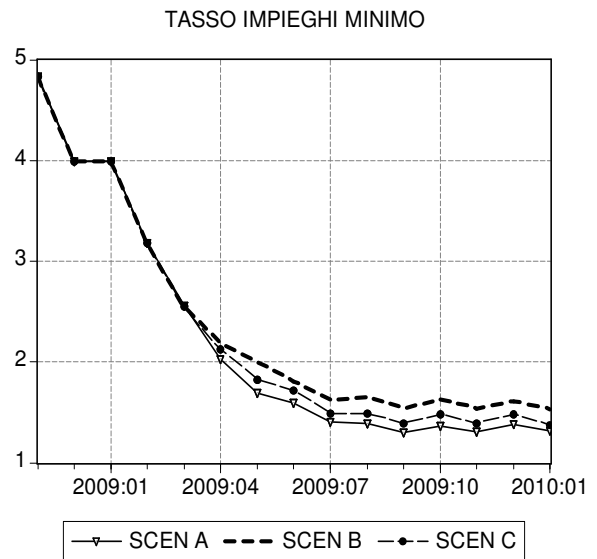
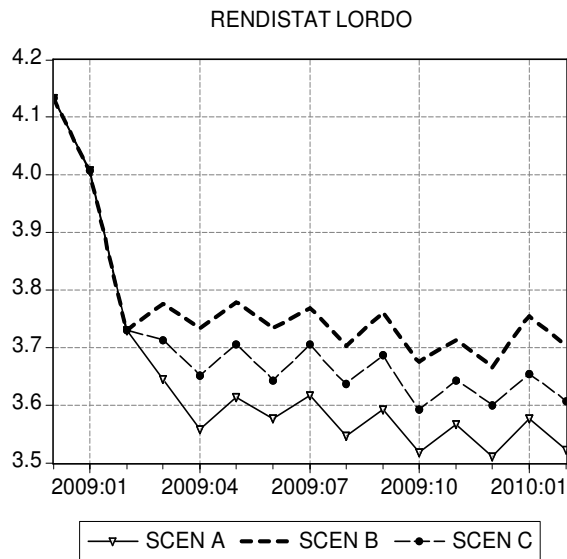
**Tassi bancari:** sia il tasso medio sui depositi che quello sugli impieghi proseguono il loro *trend* decrescente. Nei prossimi mesi ci attendiamo che entrambi i tassi registrino una marcata tendenza alla diminuzione, di entità diversa a seconda dell'evoluzione dell'ambiente economico. Nel caso in 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 ribasso fino a quota +4,04%, mentre il tasso medio sui depositi si attesti intorno ad un valore di +0,80%. In uno scenario di ripresa economica (scenario B), l'andamento dei tassi registrerebbe diminuzioni leggermente più contenute, rispettivamente a quota +4,19% e +0,90% al termine dell'orizzonte di previsione. Se però la congiuntura risultasse fortemente penalizzata dall'andamento globale (scenario A), il tasso sugli impieghi si fermerebbe a quota +3,92% e quello sui depositi di +0,72% a febbraio 2010.

**Volumi bancari:** in base ai risultati delle simulazioni, la variazione tendenziale dei volumi seguirà un andamento sostanzialmente in diminuzione, seppur con forti oscillazioni nel periodo considerato, per gli impieghi, mentre risulterà in aumento per i depositi. 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 +8,64% a febbraio del prossimo anno, mentre la variazione tendenziale del volume degli impieghi nello stesso periodo dovrebbe essere di +3,86%.

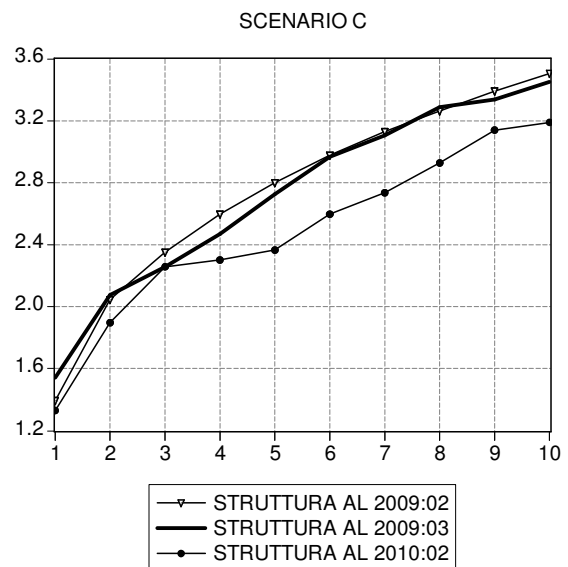
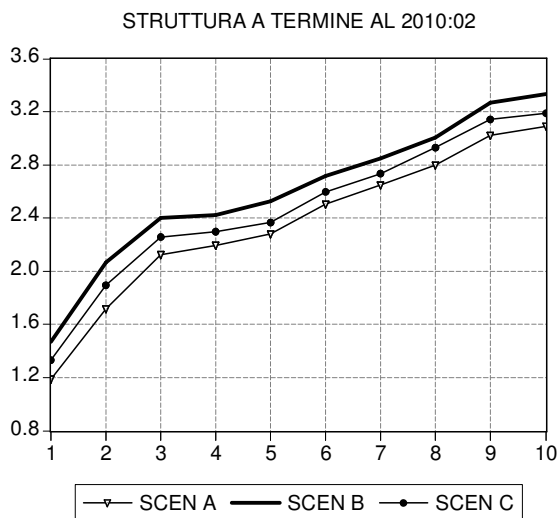
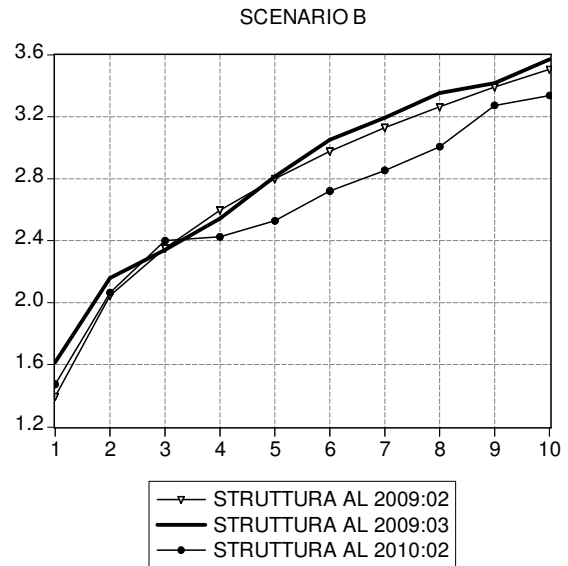
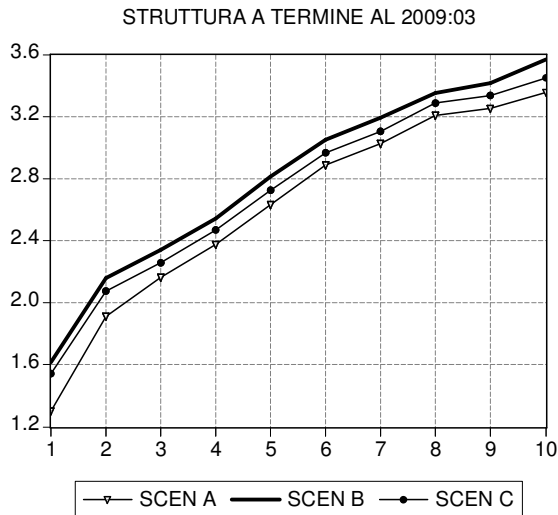
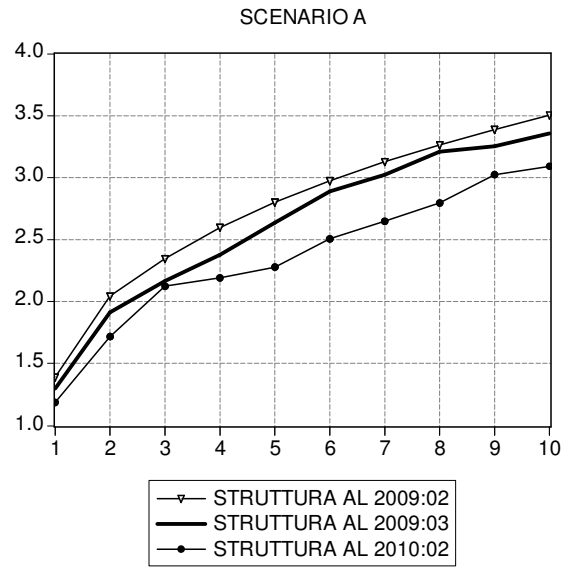
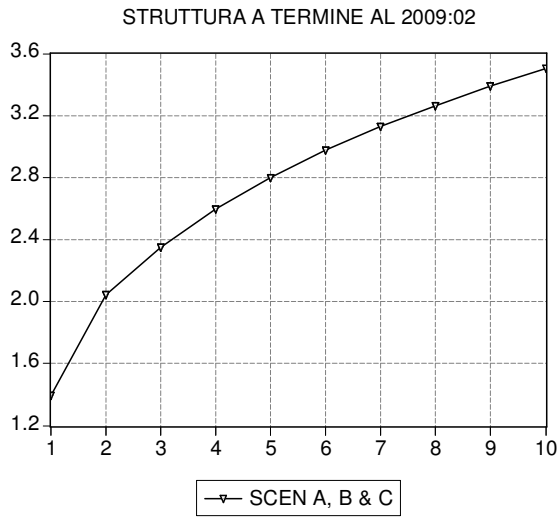
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**



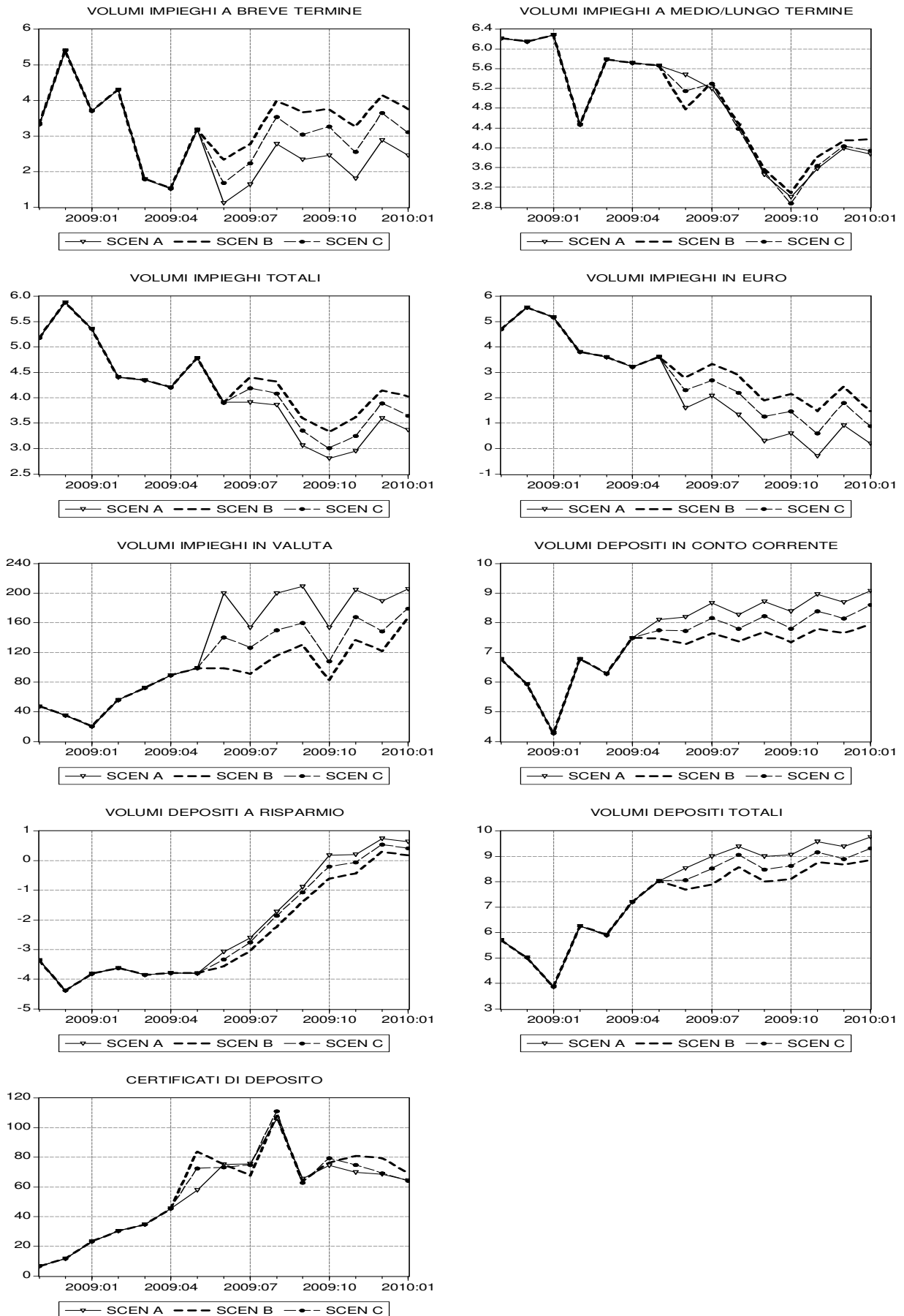
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**



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



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



SCENARIO A	08 8	08 9	08 10	08 11	08 12	09 1	09 2	09 3	09 4	09 5	09 6	09 7	09 8	09 9	09 10	09 11	09 12	10 1	10 2
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	4.25	4.25	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Indice COMIT	1395	1223	1015	970	943	896	782	873	920	896	955	912	960	939	995	952	998	968	1034
Produzione Industriale	-4.4	-5.9	-7.3	-10.1	-12.6	-11.3	-10.3	-10.9	-10.0	-10.1	-9.2	-9.4	-8.5	-8.9	-8.0	-8.4	-7.2	-7.7	-7.0
Tasso di Inflazione (Arm.)	4.2	4.1	3.6	2.8	2.4	1.4	1.5	1.6	1.5	1.7	1.5	1.6	1.6	1.7	1.6	1.8	1.7	1.9	1.8
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	4.25	4.25	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
T. Overnight media d/l	4.27	4.22	3.64	3.10	2.45	1.75	1.16	1.14	1.02	0.97	1.03	0.97	1.06	1.00	1.04	0.96	1.03	0.97	1.05
T. Interb. 1m lett.	4.47	4.55	4.88	3.89	3.18	2.23	1.62	1.42	1.11	1.14	1.06	1.10	1.05	1.10	1.02	1.10	1.05	1.09	1.03
T. Interb. 3m lett.	4.95	4.98	5.18	4.31	3.60	2.55	1.95	1.58	1.28	1.31	1.21	1.29	1.18	1.27	1.17	1.26	1.17	1.26	1.17
T. Interb. 6m lett.	5.13	5.16	5.27	4.37	3.66	2.63	2.04	1.78	1.48	1.48	1.33	1.42	1.28	1.36	1.28	1.37	1.30	1.37	1.26
T. Depositi medio	2.29	2.31	2.30	2.25	2.00	2.00	1.75	1.36	0.97	0.93	0.79	0.73	0.79	0.75	0.79	0.72	0.76	0.69	0.72
T. Impieghi medio	6.42	6.49	6.54	6.42	6.07	6.07	5.56	5.13	4.67	4.28	4.03	3.92	3.95	3.88	3.94	3.88	3.94	3.89	3.92
T.imp. medio - T.dep. medio	4.13	4.18	4.24	4.17	4.07	4.07	3.81	3.77	3.71	3.35	3.24	3.18	3.16	3.13	3.15	3.15	3.18	3.20	3.20
T. BOT comp. lordo 3m	4.48	4.52	2.41	2.86	2.52	1.69	1.23	1.08	0.91	0.94	0.88	0.90	0.80	0.86	0.75	0.85	0.77	0.83	0.71
T. BOT comp. lordo 6m	4.45	4.35	2.98	2.51	1.94	1.50	1.26	1.19	1.10	1.19	1.06	1.10	1.02	1.14	1.06	1.14	1.05	1.12	1.03
T. BOT comp. lordo 12m	4.36	4.37	3.11	2.67	2.67	1.87	1.39	1.30	1.27	1.33	1.20	1.28	1.21	1.31	1.18	1.29	1.23	1.27	1.19
Rendistat lordo	4.70	4.67	4.35	4.24	4.13	4.01	3.73	3.65	3.56	3.61	3.58	3.62	3.55	3.59	3.52	3.57	3.51	3.58	3.52
Rendistat netto	4.11	4.08	3.80	3.71	3.62	3.51	3.26	3.19	3.11	3.16	3.13	3.16	3.10	3.14	3.08	3.12	3.07	3.13	3.08
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	4.69	4.55	3.75	3.20	2.93	2.53	2.35	2.16	2.16	2.23	2.15	2.23	2.17	2.23	2.13	2.21	2.14	2.19	2.13
Rend. BTP a 5 anni	4.60	4.60	3.98	3.43	3.21	3.00	2.80	2.63	2.57	2.61	2.47	2.53	2.41	2.47	2.36	2.44	2.29	2.41	2.28
Rend. BTP a 7 anni	4.58	4.60	4.20	3.65	3.45	3.36	3.13	3.03	2.92	2.91	2.77	2.81	2.69	2.74	2.67	2.74	2.65	2.73	2.65
Rend. BTP a 10 anni	4.62	4.61	4.47	3.95	3.75	3.75	3.50	3.36	3.16	3.26	3.11	3.24	3.11	3.20	3.13	3.18	3.11	3.18	3.09
<b>VOLUMI (LIVELLI in mln)</b>																			
Impieghi totali	1485.921	1500.749	1505.785	1526.400	1538.700	1542.346	1535.600	1541.303	1544.916	1553.429	1555.94	1563.30	1543.28	1546.67	1548.07	1571.43	1594.09	1594.32	1590.88
Impieghi in euro	1467.002	1480.920	1484.010	1502.190	1516.750	1518.535	1509.224	1513.419	1512.526	1517.279	1503.626	1516.96	1486.513	1485.36	1492.91	1497.68	1530.63	1521.57	1521.72
Impieghi in valuta	18.919	19.829	21.775	24.210	21.950	23.811	26.376	27.884	32.390	36.150	52.309	46.343	56.764	61.309	55.153	73.745	63.467	72.751	69.163
Impieghi a breve	522.163	529.569	529.433	537.720	544.840	543.305	542.449	541.998	542.456	542.313	542.434	550.346	536.627	541.961	542.404	547.399	560.531	556.616	557.638
Impieghi a m/l	963.758	971.180	976.352	988.680	993.860	999.041	993.151	999.305	1002.460	1011.116	1013.501	1012.952	1006.651	1004.711	1005.663	1024.030	1033.562	1037.707	1033.244
Depositi totali	700.985	721.712	739.039	726.390	762.910	742.965	750.452	759.979	781.811	794.069	791.932	777.291	766.737	786.594	805.996	795.978	834.471	815.404	819.719
Depositi in c/c	614.472	635.633	652.862	639.590	674.600	653.200	659.379	668.240	688.808	699.653	695.102	680.961	665.289	691.060	707.572	696.897	733.223	712.445	716.086
Depositi a risparmio	71.278	70.675	69.914	69.430	70.170	69.973	69.814	69.788	69.558	69.132	69.253	69.118	70.052	70.046	70.040	69.569	70.689	70.414	70.442
Certif. deposito	15.235	15.404	16.263	17.370	18.140	19.792	21.259	21.951	23.444	25.284	27.577	27.211	31.397	25.488	28.384	29.512	30.559	32.545	33.191
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Impieghi totali	6.63	6.90	5.56	5.18	5.88	5.36	4.41	4.34	4.20	4.78	3.91	3.91	3.86	3.06	2.81	2.95	3.60	3.37	3.60
Impieghi in euro	6.49	6.69	5.14	4.70	5.55	5.16	3.81	3.59	3.21	3.61	1.60	2.07	1.33	0.30	0.60	-0.30	0.91	0.20	0.83
Impieghi in valuta	18.44	25.67	44.21	46.99	35.16	19.93	55.67	72.11	89.27	98.65	199.80	153.49	200.04	209.19	153.29	204.61	189.14	205.54	162.22
Impieghi a breve	4.56	5.24	4.66	3.32	5.40	3.70	4.29	1.78	1.52	3.18	1.11	1.63	2.77	2.34	2.45	1.80	2.88	2.45	2.80
Impieghi a m/l	7.78	7.83	6.05	6.21	6.14	6.28	4.47	5.78	5.71	5.66	5.47	5.19	4.45	3.45	3.00	3.58	3.99	3.87	4.04
Depositi totali	3.18	3.46	5.62	5.71	5.02	3.87	6.26	5.90	7.21	8.03	8.54	8.99	9.38	8.99	9.06	9.58	9.38	9.75	9.23
Depositi in c/c	4.08	4.48	6.81	6.78	5.93	4.27	6.78	6.27	7.49	8.11	8.20	8.66	8.27	8.72	8.38	8.96	8.69	9.07	8.60
Depositi a risparmio	-1.49	-2.95	-3.07	-3.36	-4.38	-3.81	-3.62	-3.85	-3.79	-3.80	-3.08	-2.61	-1.72	-0.89	0.18	0.20	0.74	0.63	0.90
Certif. deposito	-8.38	-5.91	-0.80	6.50	11.58	23.09	30.25	34.64	45.22	57.81	75.15	75.38	106.08	65.46	74.53	69.90	68.46	64.43	56.13

SCENARIO B	08 8	08 9	08 10	08 11	08 12	09 1	09 2	09 3	09 4	09 5	09 6	09 7	09 8	09 9	09 10	09 11	09 12	10 1	10 2	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	4.25	4.25	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00	1.50	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Indice COMIT	1395	1223	1015	970	943	896	782	1047	1097	1047	1104	1071	1127	1104	1173	1133	1189	1150	1232	
Produzione Industriale	-4.4	-5.9	-7.3	-10.1	-12.6	-9.7	-8.5	-9.0	-8.0	-8.4	-7.1	-7.7	-6.6	-6.9	-5.7	-6.2	-5.4	-5.9	-4.7	
Tasso di Inflazione (Arm.)	4.2	4.1	3.6	2.8	2.4	1.4	1.5	1.9	1.8	2.0	1.8	2.0	1.9	2.0	2.0	2.1	2.0	2.2	2.0	
<b>ENDOGENE</b>																				
<b>TASSI</b>																				
T. P/T medio	4.25	4.25	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00	1.50	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
T. Overnight media d/l	4.27	4.22	3.64	3.10	2.45	1.75	1.16	1.14	1.21	1.03	1.19	1.10	1.21	1.15	1.21	1.11	1.19	1.11	1.21	
T. Interb. 1m lett.	4.47	4.55	4.88	3.89	3.18	2.23	1.62	1.50	1.35	1.41	1.25	1.30	1.20	1.30	1.20	1.30	1.19	1.29	1.21	
T. Interb. 3m lett.	4.95	4.98	5.18	4.31	3.60	2.55	1.95	1.77	1.60	1.60	1.46	1.49	1.41	1.48	1.37	1.47	1.40	1.46	1.37	
T. Interb. 6m lett.	5.13	5.16	5.27	4.37	3.66	2.63	2.04	1.95	1.79	1.73	1.59	1.66	1.53	1.61	1.53	1.63	1.54	1.61	1.48	
T. Depositi medio	2.29	2.31	2.30	2.25	2.00	2.00	1.75	1.36	1.15	1.08	0.93	0.87	0.91	0.87	0.91	0.85	0.90	0.83	0.90	
T. Impieghi medio	6.42	6.49	6.54	6.42	6.07	6.07	5.56	5.12	4.84	4.56	4.27	4.12	4.15	4.07	4.14	4.08	4.16	4.08	4.19	
T.imp.medio - T.dep.medio	4.13	4.18	4.24	4.17	4.07	4.07	3.81	3.76	3.69	3.48	3.34	3.26	3.24	3.21	3.23	3.23	3.27	3.25	3.29	
T. BOT comp. lordo 3m	4.48	4.52	2.41	2.86	2.52	1.69	1.23	1.17	1.11	1.14	1.03	1.09	0.98	1.06	0.93	1.06	0.95	1.05	0.95	
T. BOT comp. lordo 6m	4.45	4.35	2.98	2.51	1.94	1.50	1.26	1.46	1.37	1.48	1.32	1.40	1.27	1.36	1.30	1.40	1.30	1.41	1.26	
T. BOT comp. lordo 12m	4.36	4.37	3.11	2.67	2.67	1.87	1.39	1.62	1.51	1.62	1.41	1.52	1.42	1.53	1.42	1.54	1.45	1.55	1.47	
Rendistat lordo	4.70	4.67	4.35	4.24	4.13	4.01	3.73	3.78	3.73	3.78	3.73	3.77	3.70	3.76	3.68	3.71	3.67	3.75	3.70	
Rendistat netto	4.11	4.08	3.80	3.71	3.62	3.51	3.26	3.30	3.27	3.31	3.27	3.30	3.24	3.29	3.22	3.25	3.21	3.28	3.24	
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	4.69	4.55	3.75	3.20	2.93	2.53	2.35	2.34	2.36	2.43	2.38	2.47	2.39	2.48	2.39	2.47	2.38	2.47	2.40	
Rend. BTP a 5 anni	4.60	4.60	3.98	3.43	3.21	3.00	2.80	2.81	2.75	2.81	2.67	2.75	2.61	2.69	2.61	2.67	2.53	2.62	2.53	
Rend. BTP a 7 anni	4.58	4.60	4.20	3.65	3.45	3.36	3.13	3.19	3.08	3.07	2.96	3.01	2.90	2.96	2.89	2.95	2.86	2.93	2.85	
Rend. BTP a 10 anni	4.62	4.61	4.47	3.95	3.75	3.75	3.50	3.57	3.41	3.49	3.37	3.46	3.36	3.44	3.33	3.45	3.32	3.45	3.33	
<b>VOLUMI (LIVELLI in mln)</b>																				
Impieghi totali	1485.921	1500.749	1505.785	1526.400	1538.700	1542.346	1535.600	1541.303	1544.916	1553.429	1555.88	1570.67	1549.96	1554.78	1555.78	1581.66	1602.40	1604.35	1599.48	
Impieghi in euro	1467.002	1480.920	1484.010	1502.190	1516.750	1518.535	1509.224	1513.419	1512.526	1517.279	1521.176	1535.68	1509.210	1509.09	1515.92	1524.42	1553.76	1541.01	1537.14	
Impieghi in valuta	18.919	19.829	21.775	24.210	21.950	23.811	26.376	27.884	32.390	36.150	34.706	34.989	40.754	45.687	39.861	57.233	48.643	63.339	62.336	
Impieghi a breve	522.163	529.569	529.433	537.720	544.840	543.305	542.449	541.998	542.491	542.301	549.051	556.531	542.893	548.938	549.287	555.250	567.342	563.675	564.416	
Impieghi a m/l	963.758	971.180	976.352	988.680	993.860	999.041	993.151	999.305	1002.425	1011.128	1006.831	1014.138	1007.071	1005.838	1006.490	1026.406	1035.060	1040.674	1035.065	
Depositi totali	700.985	721.712	739.039	726.390	762.910	742.965	750.452	759.979	781.811	794.069	785.657	769.374	761.059	779.449	798.901	790.022	829.054	808.643	810.488	
Depositi in c/c	614.472	635.633	652.862	639.590	674.600	653.200	659.379	668.240	688.808	695.511	689.191	674.569	659.697	684.513	700.782	689.478	726.139	705.158	710.085	
Depositi a risparmio	71.278	70.675	69.914	69.430	70.170	69.973	69.814	69.788	69.558	69.132	68.907	68.813	69.681	69.686	69.481	69.125	70.373	70.092	70.107	
Certif. deposito	15.235	15.404	16.263	17.370	18.140	19.792	21.259	21.951	23.444	29.426	27.558	25.993	31.681	25.250	28.639	31.419	32.541	33.393	30.296	
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																				
Impieghi totali	6.63	6.90	5.56	5.18	5.88	5.36	4.41	4.34	4.20	4.78	3.91	4.40	4.31	3.60	3.32	3.62	4.14	4.02	4.16	
Impieghi in euro	6.49	6.69	5.14	4.70	5.55	5.16	3.81	3.59	3.21	3.61	2.79	3.33	2.88	1.90	2.15	1.48	2.44	1.48	1.85	
Impieghi in valuta	18.44	25.67	44.21	46.99	35.16	19.93	55.67	72.11	89.27	98.65	98.91	91.38	115.41	130.40	83.06	136.40	121.61	166.01	136.34	
Impieghi a breve	4.56	5.24	4.66	3.32	5.40	3.70	4.29	1.78	1.52	3.17	2.34	2.77	3.97	3.66	3.75	3.26	4.13	3.75	4.05	
Impieghi a m/l	7.78	7.83	6.05	6.21	6.14	6.28	4.47	5.78	5.71	5.66	4.78	5.32	4.49	3.57	3.09	3.82	4.15	4.17	4.22	
Depositi totali	3.18	3.46	5.62	5.71	5.02	3.87	6.26	5.90	7.21	8.03	7.68	7.88	8.57	8.00	8.10	8.76	8.67	8.84	8.00	
Depositi in c/c	4.08	4.48	6.81	6.78	5.93	4.27	6.78	6.27	7.49	7.47	7.28	7.64	7.36	7.69	7.34	7.80	7.64	7.95	7.69	
Depositi a risparmio	-1.49	-2.95	-3.07	-3.36	-4.38	-3.81	-3.62	-3.85	-3.79	-3.80	-3.56	-3.04	-2.24	-1.40	-0.62	-0.44	0.29	0.17	0.42	
Certif. deposito	-8.38	-5.91	-0.80	6.30	11.58	23.09	30.25	34.64	45.22	83.66	75.03	67.52	107.95	63.92	76.10	80.88	79.39	68.72	42.51	



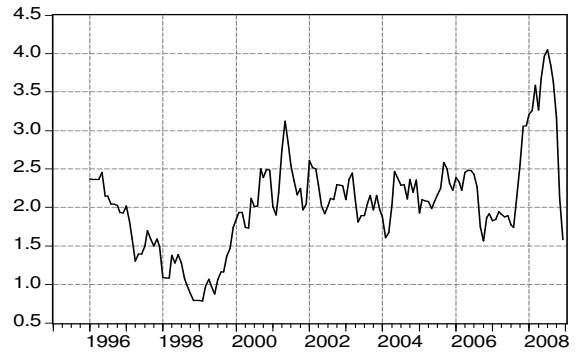
SCENARIO C	08 8	08 9	08 10	08 11	08 12	09 1	09 2	09 3	09 4	09 5	09 6	09 7	09 8	09 9	09 10	09 11	09 12	10 1	10 2
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	4.25	4.25	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00	1.50	1.50	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Indice COMIT	1395	1223	1015	970	943	896	782	968	1000	968	1040	981	1040	1011	1084	1038	1113	1064	1123
Produzione Industriale	-4.4	-5.9	-7.3	-10.1	-12.6	-10.8	-9.4	-9.9	-8.9	-9.4	-8.3	-8.6	-7.5	-8.0	-6.7	-7.3	-6.4	-6.8	-6.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	4.2	4.1	3.6	2.8	2.4	1.4	1.5	1.8	1.6	1.9	1.7	1.8	1.7	1.9	1.8	1.9	1.9	2.0	1.9
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	4.25	4.25	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00	1.50	1.50	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
T. Overnight media d/l	4.27	4.22	3.64	3.10	2.45	1.75	1.16	1.14	1.27	1.29	1.09	1.03	1.12	1.07	1.13	1.04	1.13	1.06	1.16
T. Interb. 1m lett.	4.47	4.55	4.88	3.89	3.18	2.23	1.62	1.47	1.30	1.29	1.16	1.20	1.10	1.19	1.11	1.22	1.13	1.21	1.11
T. Interb. 3m lett.	4.95	4.98	5.18	4.31	3.60	2.55	1.95	1.70	1.48	1.51	1.33	1.40	1.30	1.37	1.25	1.34	1.25	1.35	1.26
T. Interb. 6m lett.	5.13	5.16	5.27	4.37	3.66	2.63	2.04	1.89	1.64	1.63	1.45	1.52	1.39	1.47	1.39	1.48	1.40	1.48	1.37
T. Depositi medio	2.29	2.31	2.30	2.25	2.00	2.00	1.75	1.36	1.05	1.01	0.84	0.79	0.84	0.80	0.84	0.77	0.83	0.76	0.80
T. Impieghi medio	6.42	6.49	6.54	6.42	6.07	6.07	5.56	5.12	4.76	4.40	4.17	4.02	4.06	3.97	4.04	3.97	4.06	3.99	4.04
T.imp.medio - T.dep.medio	4.13	4.18	4.24	4.17	4.07	4.07	3.81	3.76	3.71	3.39	3.33	3.23	3.21	3.17	3.20	3.20	3.23	3.23	3.24
T. BOT comp. lordo 3m	4.48	4.52	2.41	2.86	2.52	1.69	1.23	1.13	1.03	0.99	0.97	1.00	0.88	0.96	0.86	0.96	0.84	0.95	0.84
T. BOT comp. lordo 6m	4.45	4.35	2.98	2.51	1.94	1.50	1.26	1.34	1.27	1.33	1.20	1.27	1.16	1.24	1.17	1.27	1.19	1.26	1.14
T. BOT comp. lordo 12m	4.36	4.37	3.11	2.67	2.67	1.87	1.39	1.54	1.45	1.52	1.34	1.45	1.36	1.42	1.32	1.44	1.34	1.45	1.33
Rendistat lordo	4.70	4.67	4.35	4.24	4.13	4.01	3.73	3.71	3.65	3.71	3.64	3.71	3.64	3.69	3.59	3.64	3.60	3.65	3.61
Rendistat netto	4.11	4.08	3.80	3.71	3.62	3.51	3.26	3.25	3.19	3.24	3.19	3.24	3.18	3.23	3.14	3.19	3.15	3.20	3.16
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	4.69	4.55	3.75	3.20	2.93	2.53	2.35	2.26	2.24	2.33	2.26	2.36	2.27	2.36	2.26	2.35	2.27	2.34	2.26
Rend. BTP a 5 anni	4.60	4.60	3.98	3.43	3.21	3.00	2.80	2.72	2.65	2.70	2.57	2.64	2.50	2.59	2.48	2.53	2.41	2.51	2.37
Rend. BTP a 7 anni	4.58	4.60	4.20	3.65	3.45	3.36	3.13	3.11	3.00	2.99	2.86	2.90	2.78	2.86	2.76	2.83	2.75	2.82	2.73
Rend. BTP a 10 anni	4.62	4.61	4.47	3.95	3.75	3.75	3.50	3.45	3.29	3.37	3.22	3.36	3.22	3.32	3.22	3.33	3.20	3.33	3.19
<b>VOLUMI (LIVELLI in mln)</b>																			
Impieghi totali	1485.921	1500.749	1505.785	1526.400	1538.700	1542.346	1535.600	1541.303	1544.916	1553.429	1555.90	1567.51	1546.56	1551.02	1551.11	1576.01	1598.56	1598.49	1594.87
Impieghi in euro	1467.002	1480.920	1484.010	1502.190	1516.750	1518.535	1509.224	1513.419	1512.526	1517.279	1513.986	1526.08	1499.276	1499.58	1505.83	1511.20	1544.05	1532.05	1529.30
Impieghi in valuta	18.919	19.829	21.775	24.210	21.950	23.811	26.376	27.884	32.390	36.150	41.916	41.432	47.283	51.444	45.278	64.805	54.504	66.437	65.577
Impieghi a breve	522.163	529.569	529.433	537.720	544.840	543.305	542.449	541.998	542.475	542.308	545.510	553.607	540.595	545.668	546.693	551.432	564.672	560.147	561.598
Impieghi a m/l	963.758	971.180	976.352	988.680	993.860	999.041	993.151	999.305	1002.441	1011.121	1010.392	1013.903	1005.964	1005.356	1004.417	1024.576	1033.883	1038.340	1033.277
Depositi totali	700.985	721.712	739.039	726.390	762.910	742.965	750.452	759.979	781.811	794.069	788.357	773.939	764.494	782.841	802.710	792.927	830.733	812.060	815.291
Depositi in c/c	614.472	635.633	652.862	639.590	674.600	653.200	659.379	668.240	688.808	697.324	692.018	677.828	662.401	687.882	703.785	693.188	729.512	709.375	712.855
Depositi a risparmio	71.278	70.675	69.914	69.430	70.170	69.973	69.814	69.788	69.558	69.132	69.067	69.011	69.945	69.919	69.767	69.388	70.542	70.260	70.303
Certif. deposito	15.235	15.404	16.263	17.370	18.140	19.792	21.259	21.951	23.444	27.614	27.271	27.099	32.148	25.040	29.157	30.351	30.678	32.426	32.134
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Impieghi totali	6.63	6.90	5.56	5.18	5.88	5.36	4.41	4.34	4.20	4.78	3.91	4.19	4.08	3.35	3.01	3.25	3.89	3.64	3.86
Impieghi in euro	6.49	6.69	5.14	4.70	5.55	5.16	3.81	3.59	3.21	3.61	2.30	2.68	2.20	1.26	1.47	0.60	1.80	0.89	1.33
Impieghi in valuta	18.44	25.67	44.21	46.99	35.16	19.93	55.67	72.11	89.27	98.65	140.24	126.63	149.92	159.44	107.94	167.68	148.31	179.02	148.63
Impieghi a breve	4.56	5.24	4.66	3.32	5.40	3.70	4.29	1.78	1.52	3.18	1.68	2.23	3.53	3.04	3.26	2.55	3.64	3.10	3.53
Impieghi a m/l	7.78	7.83	6.05	6.21	6.14	6.28	4.47	5.78	5.71	5.66	5.15	5.29	4.38	3.52	2.87	3.63	4.03	3.93	4.04
Depositi totali	3.18	3.46	5.62	5.71	5.02	3.87	6.26	5.90	7.21	8.03	8.05	8.52	9.06	8.47	8.62	9.16	8.89	9.30	8.64
Depositi in c/c	4.08	4.48	6.81	6.78	5.93	4.27	6.78	6.27	7.49	7.75	7.72	8.16	7.80	8.22	7.80	8.38	8.14	8.60	8.11
Depositi a risparmio	-1.49	-2.95	-3.07	-3.36	-4.38	-3.81	-3.62	-3.85	-3.79	-3.80	-3.34	-2.76	-1.87	-1.07	-0.21	-0.06	0.53	0.41	0.70
Certif. deposito	-8.38	-5.91	-0.80	6.50	11.58	23.09	30.25	34.64	45.22	72.35	73.20	74.65	111.02	62.56	79.29	74.73	69.12	63.83	51.15

**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**

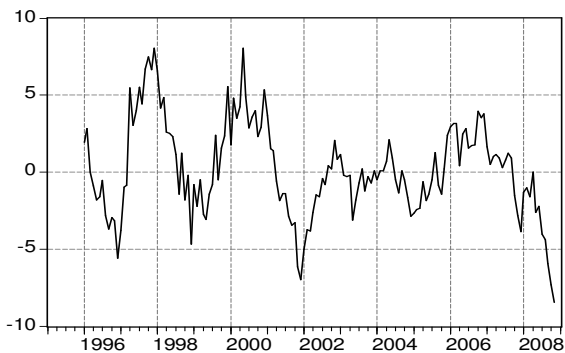
*Dati mensili*



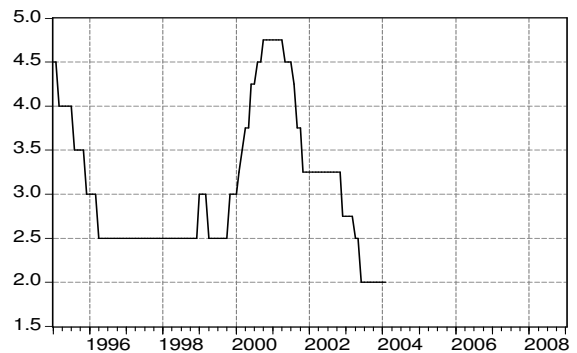
TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



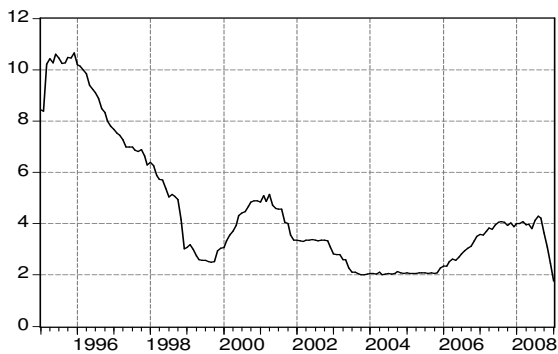
TASSO INFLAZIONE AREA EURO



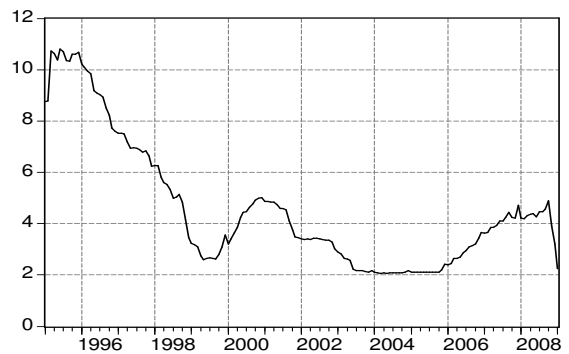
PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



TASSO DI INTERVENTO BCE



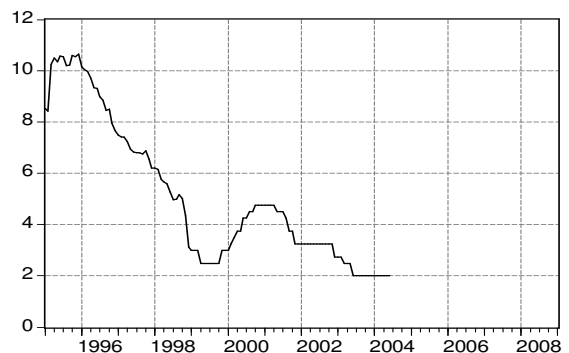
TASSO OVERNIGHT



TASSO INTERBANCARIO 1 MESE ITALIA



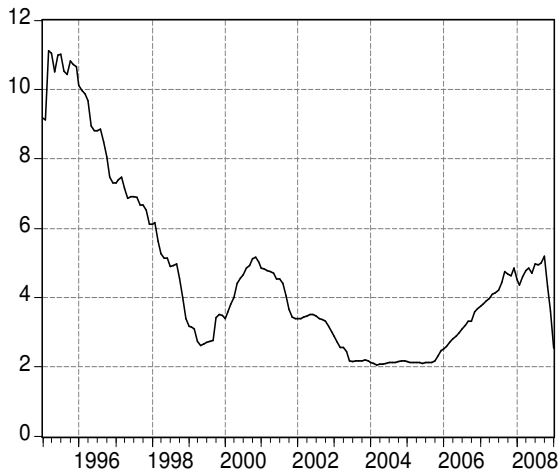
INDICE COMIT



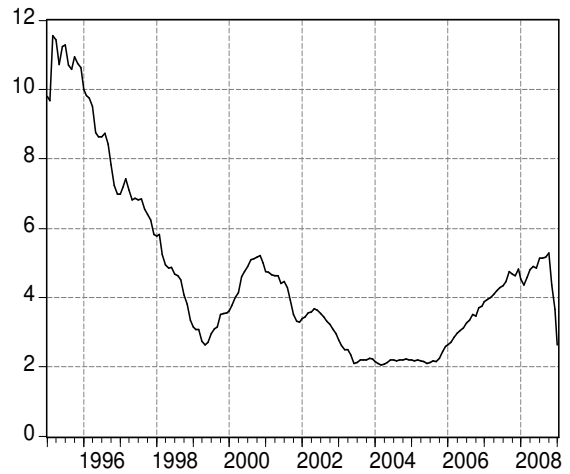
TASSO MEDIO PONDERATO PCT

**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**

*Dati mensili*



— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI ITALIA (LIBOR)



— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI ITALIA



— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO



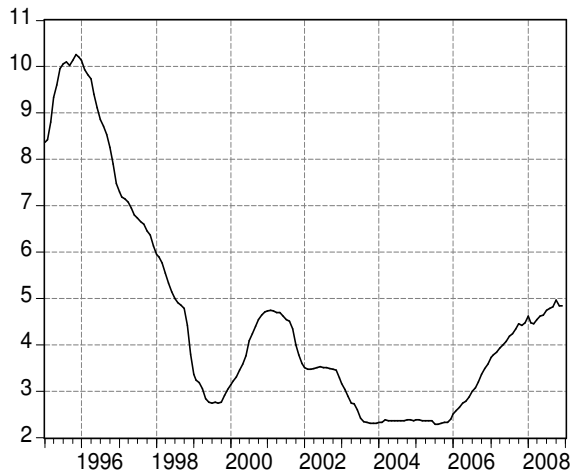
— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO



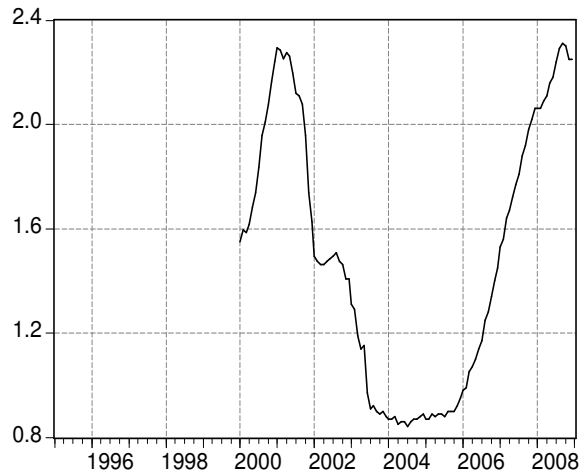
— RENDISTAT LORDO

**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**

*Dati mensili*



— TASSO 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)

