

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 31/03/2009

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 Marzo 2010.

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

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

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

SCENARI MACROECONOMICI

Nell'economia americana iniziano a comparire alcuni timidi segnali di miglioramento (si veda per esempio l'aumento degli ordini all'industria, la crescita delle vendite immobiliari e l'avvio di nuovi cantieri, tornati in terreno positivo dopo una lunga serie di crolli ininterrotti). Gli analisti si interrogano su come interpretare tali segnali: si tratta delle prime indicazioni di un'inversione di tendenza o siamo invece di fronte ad un rimbalzo temporaneo? Per dare una risposta articolata e circostanziata, bisognerà attendere l'evoluzione dei prossimi mesi, quando si avranno a disposizione maggiori dati, in particolare quelli riferiti al mercato del lavoro americano. Non vi sono infatti vie d'uscita a questa spirale recessiva che non passino per un rilancio dell'economia Usa, rilancio che sta proseguendo lungo i binari dell'espansione monetaria e di bilancio. Data ormai l'inutilizzabilità da parte della Fed delle misure di politica monetaria, il *quantitative easing* e il piano fiscale, con l'aumento dell'indebitamento dello Stato, sono diventati ormai strumenti indispensabili.

In Europa, i dati macroeconomici scontano un leggero ritardo rispetto agli Stati Uniti: per quantificare correttamente l'impatto della crisi sulla zona Euro sarà quindi necessario attendere i prossimi mesi. Per questo motivo si può dire che il peggio per l'Europa debba ancora venire. Inoltre, la dinamica occupazionale europea meno negativa rispetto a quella americana deve essere attribuita alla maggiore rigidità vigente nel suo mercato del lavoro.

Continua inoltre a destare preoccupazione la situazione dei Paesi dell'Est Europa, in grave difficoltà in seguito al crollo delle loro valute, alla recessione economica e al forte indebitamento in valuta della popolazione: tutto ciò si traduce in ulteriori zavorre per le Banche europee, a vario titolo coinvolte con ingenti investimenti in questi Paesi. Inoltre, trattandosi di una crisi anche di fiducia, molte aspettative erano riposte nel vertice G-20 di Londra, che aveva il difficile compito di introdurre nuove norme per la regolamentazione dei mercati finanziari, in modo da ristabilire e consolidare la fiducia degli operatori. Tale vertice, conclusosi con importanti accordi per la messa al bando dei paradisi fiscali e lo stanziamento di ingenti fondi a favore dei Paesi in difficoltà finanziarie, ha assunto impegni non molto stringenti sul tema della regolamentazione.

Usa: alcuni timidi segnali positivi, ma la crisi rimane profonda

La seconda stima sull'andamento dell'economia americana nel IV trimestre del 2008 diffusa in questo mese ha corretto al ribasso la precedente, confermando il quadro di forte crisi: il Pil è infatti diminuito di -6,3% t/t (-0,8% a/a), a causa della contrazione di tutte le componenti, ad eccezione dei consumi pubblici, che hanno fatto segnare un +1,3% t/t e +3,2% a/a, comunque rivisti al ribasso rispetto alla stima precedente. Il pesante risultato negativo è da ascrivere principalmente al crollo degli investimenti fissi (-22,0% t/t, dovuto sia al pesante -22,8% t/t degli investimenti residenziali sia al preoccupante -21,7% t/t dei non residenziali), ma anche alla fortissima contrazione del commercio estero e alla caduta dei consumi privati (-4,3% t/t). Passando ai contributi al risultato economico, sono stati rivisti al ribasso quelli degli investimenti fissi, delle scorte e dei consumi pubblici, mentre è stato attenuato il contributo negativo di consumi privati ed esportazioni nette. Il saldo della bilancia commerciale si è ridotto drasticamente in gennaio, al minimo dal 2002, come conseguenza della contrazione di -5,91% delle esportazioni e di -6,89% m/m delle importazioni. Il dato è divenuto barometro della gravità della crisi americana ed internazionale, inevitabile sintomo della recessione.

Dal lato dell'offerta, prosegue anche in febbraio la contrazione della produzione industriale (-1,4% m/m, -11,2% a/a, al livello più basso dall'aprile 2002, dopo il -1,9% m/m rivisto di gennaio) e degli ordini all'industria relativi al mese di gennaio (-1,9% m/m, -21,3% a/a). Ha invece positivamente stupito la *performance* mensile registrata dagli ordini di beni durevoli nel mese di febbraio (+3,4% m/m, che non è però stato in grado di arginare il pesantissimo -28,4% su base mensile): per questo motivo gli analisti sono cauti nell'interpretare questo come un primo segnale della ripresa. Dal canto suo, il livello di utilizzo della capacità produttiva è sceso a 70,9% in febbraio, dal 71,9% del mese precedente, raggiungendo così il minimo dall'inizio della serie, risalente al 1967. Anche l'indice ISM dei servizi ha fatto segnare una diminuzione in febbraio (da 42,9 a 41,6), e l'indice NY Empire State Manufacturing ha raggiunto nel mese di marzo il suo minimo storico a -38,23, mentre sostanzialmente invariato è rimasto l'ISM manifatturiero (passato da 35,6 a 35,8, comunque ben al di sopra delle attese degli analisti).

Dal lato della domanda, si osserva in febbraio la contrazione sia della spesa delle famiglie (-0,2% m/m, dopo il +0,7% m/m di gennaio) sia del reddito personale (-0,4% m/m, dopo il +1,3% m/m del mese precedente), entrambi espressi in termini reali. In leggero recupero appaiono in marzo gli indici di fiducia, sia quello elaborato dall'università del Michigan, sia quello del Conference Board, salito a 26 da 25,3 rivisto di febbraio (attese: 28), segno che la situazione si sta lentamente stabilizzando.

I dati provenienti dal mercato del lavoro sembrano allontanare però la fine del circolo vizioso che attanaglia l'economia americana: occorre infatti risalire al 1948 per trovare sbandamenti occupazionali di queste proporzioni: a colpire è principalmente il tasso di disoccupazione, passato dal 7,6% di febbraio, all'8,1% di marzo, al livello più alto dal dicembre 1983 e al di sopra delle previsioni degli analisti. Nel mese sono stati persi ulteriori 651mila posti di lavoro, dopo i -655mila rivisti di gennaio. Invariate sono rimaste le ore settimanali lavorate (33,3) e il tasso di partecipazione (al 65,6% da 65,5% di gennaio), mentre l'incremento mensile del salario medio orario non ha neppure compensato l'aumento dell'inflazione nel mese (+0,2% m/m). Infine, il costo del lavoro nel IV trimestre dell'anno ha registrato un +5,7% su base congiunturale e +1,8% su base annua, correggendo fortemente al rialzo la stima preliminare.

Alcune variazioni positive iniziano a comparire tra gli indicatori relativi al settore immobiliare: l'avvio di nuovi cantieri ha registrato in febbraio una variazione congiunturale di +22,2%, il primo aumento da luglio 2008, che porta il tendenziale a -47,3%. Anche le vendite di case, sia esistenti che nuove, hanno fatto segnare variazioni positive, rispettivamente di +5,1% m/m e +4,7% m/m, mentre le variazioni tendenziali rimangono ancora in terreno fortemente negativo. In leggero aumento appaiono nel mese di febbraio gli indici relativi all'andamento dei prezzi al consumo, con l'indice generale aumentato di +0,4% su base mensile e +0,2% a/a, in linea con le attese, mentre l'indice *core*, depurato delle componenti più volatili, ha fatto segnare un +0,2% m/m, portando il tendenziale a +1,8%, dopo il +1,7% del mese precedente. Dinamica opposta hanno invece avuto i prezzi ai primi stadi della commercializzazione, con l'indice dei prezzi alla produzione cresciuto solo di +0,1 punti percentuali su base mensile rispetto a gennaio, facendo segnare l'aumento più contenuto da settembre 2002 e portando il tendenziale a -1,3%. L'indice PPI *core* ha invece segnato un +0,2% m/m (+4,0% a/a). Anche i prezzi *import* hanno riportato il maggior calo annuo dall'inizio della serie (1982), scendendo di -12,8% a/a.

Alla luce di questi dati riteniamo che la Fed prosegua l'opera di *quantitative easing* già intrapresa, che prevede acquisti di Titoli di Stato, titoli pubblici e para-pubblici anche a lunga scadenza e di obbligazioni coperte da mutui, accompagnata a tassi di riferimento sui Fed Funds che si manterranno sui livelli attuali ancora per qualche tempo, come più volte confermato da numerose dichiarazioni rilasciate da esponenti del Board.

Giappone: calo senza precedenti delle esportazioni

La nuova stima sull'andamento dell'economia giapponese negli ultimi tre mesi del 2008 rivede leggermente al rialzo i dati precedentemente rilasciati: la diminuzione del Pil si attesta a -3,2% t/t e -12,1% a/a, a causa soprattutto del crollo del commercio estero (esportazioni: -13,8% t/t, -12,8% a/a, importazioni: +3,0% t/t, +2,9% a/a) e la forte flessione degli investimenti fissi (-2,9% t/t, -7,2% a/a). I dati fotografano un'economia in forte recessione, nonostante gli ingenti sforzi di Banca Centrale e Governo per arginare la crisi e stimolare la ripresa.

Critici sono i dati che provengono dal lato dell'offerta: la produzione industriale ha subito in gennaio un pesantissimo rallentamento (-10,2% su base mensile e -31,0% su base annua), ben al di sotto delle previsioni. Anche l'andamento degli ordini all'industria nello stesso mese è stato fortemente negativo: -3,2% m/m e -39,5% a/a, dopo il -26,8% a/a di gennaio, segno che non si prevedono segnali di miglioramento nei prossimi mesi. L'unico segnale positivo proviene dall'indice PMI manifatturiero, che in marzo è salito a 33,8 da 31,6 del mese precedente, rimanendo comunque molto lontano dalla soglia critica di 50.

Dal lato della domanda, si segnala in febbraio la diminuzione generalizzata delle vendite, sia nei grandi magazzini (-6,7% in ragione d'anno), sia al dettaglio (-5,8% a/a) e la sostanziale diminuzione del reddito disponibile (-3,1% a/a sia in termini nominali che in termini reali). L'indice di fiducia dei consumatori ha registrato nello stesso mese una leggerissima crescita, passando da 26,4 a 26,7. I dati provenienti dal mercato del lavoro riferiti al secondo mese dell'anno mostrano una diminuzione della forza lavoro e degli occupati (questi ultimi scesi da 62,92 a 62,65 milioni) e il contestuale aumento del numero dei disoccupati (passati da 2,77 a 2,99 milioni); il tasso di disoccupazione è così salito al 4,4% dal 4,1% del mese precedente (consenso: 4,3%), ai massimi da tre anni. Anche l'andamento dei prezzi è fonte di preoccupazione per le autorità giapponesi, dal momento che sia l'indice dei prezzi alla produzione, sia quello relativo ai prezzi al consumo hanno registrato variazioni negative, sia su base congiunturale che annua: il primo ha fatto segnare un -0,4% m/m e -1,1% a/a, mentre il secondo è diminuito di -0,3% m/m e -0,1% a/a. L'indice *core*, rimasto invariato su base annua, ha invece subito una contrazione di soli 0,1 punti percentuali. Il dato preliminare relativo ai prezzi al consumo nell'area di Tokio riferito al mese di marzo segnala un parziale recupero (+0,3% m/m, +0,2% a/a), segno di una possibile prossima inversione di tendenza.

Europa: inflazione ai minimi dall'inizio della serie

Il nuovo *release* ha lasciato sostanzialmente invariata la stima sull'andamento dell'economia nel IV trimestre dell'anno: il Pil ha subito una contrazione di -1,5% t/t e -1,3% su base annua, registrando il maggior calo dall'inizio della serie (1995). Il risultato negativo è da ascrivere principalmente al crollo delle esportazioni (-3,1% t/t il loro contributo) e alla diminuzione di investimenti fissi e consumi privati (rispettivamente -0,6% t/t e -0,5% t/t). Gli analisti prevedono che il peggio in Europa debba ancora arrivare, attendono cioè un ulteriore peggioramento del risultato economico nei prossimi periodi, sulla scia dell'evoluzione economica americana. Dal lato dell'offerta, si registrano in gennaio cali record sia nella produzione industriale (-3,5% m/m e -17,3% a/a), dopo il -2,7% m/m e -11,8% a/a di dicembre, sia negli ordini all'industria (-3,4% m/m, -34,1% a/a): mai dall'inizio della serie si erano verificate contrazioni paragonabili. In aumento sono risultati nel mese di marzo gli indici PMI manifatturiero (salito da 33,5 a 34,0) e dei servizi (passato da 39,2 a 40,1), in entrambi i casi battendo al rialzo le aspettative. In discesa invece sono stati l'indice di fiducia ESI nel mese di marzo (passato da 65,3 a 64,6) e il Leading Indicator elaborato dall'Ocse riferito al mese di gennaio (sceso di -0,6% m/m e -8,4% a/a). Dal lato della domanda, si segnala il debole recupero delle vendite al dettaglio, cresciute di +0,1% m/m (-2,2% a/a). Sul fronte dei prezzi, si registra in febbraio l'aumento degli indici dei prezzi al consumo (+0,4% m/m l'indice generale, +0,5% m/m quello depurato delle componenti più volatili), che porta i tendenziali rispettivamente a +1,2% e +1,7%. I dati più recenti sull'andamento dell'inflazione nel terzo mese dell'anno indicano una crescita annua di solo +0,6%, dopo il +1,2% di febbraio, al livello più basso dall'inizio della serie (1996) e ben al di sotto dell'obiettivo di medio periodo della Bce. Prosegue nel frattempo il rallentamento delle crescita di M3, che nel mese di febbraio ha registrato una variazione di +5,9% a/a, dopo il +6,0% a/a rivisto del mese precedente. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione è sceso in gennaio di -0,8% su base mensile e -0,5% a/a, il maggior calo da giugno 2000.

Sulla base di questi dati, riteniamo che la Bce, dopo il taglio di soli 25 p.b operato nella riunione di aprile, che ha sorpreso i mercati che attendevano misure più coraggiose, opti per ulteriori riduzioni del tasso di rifinanziamento di 25 p.b. nella riunione di maggio (Scen. A, B e C, prob. cumulata 100%), ed eventualmente anche nella successiva, nel caso l'evoluzione delle condizioni economiche lo richiedesse (Scen. A e C, prob. cumulata 80%). Nelle prossime riunioni la Banca Centrale dovrà anche ridurre il corridoio di oscillazione tra i tassi di prestito e deposito marginale, dal momento che questi ultimi, ormai allo 0,25%, non potranno scendere ulteriormente. L'autorità monetaria si è impegnata inoltre a rendere note nel prossimo appuntamento mensile le ulteriori misure di *quantitative easing* che ha intenzione di intraprendere, accanto a quelle già messe in campo.

In forte crisi continua ad essere la **Germania**: non si osserva al momento alcun segnale di stabilizzazione dell'economia. Dai dati diffusi lo scorso mese emerge una contrazione del Pil superiore a quella delle altre potenze europee, imputabile principalmente al crollo delle esportazioni nette e degli investimenti fissi, come conseguenza del crollo della domanda a livello globale.

I dati relativi al commercio internazionale segnalano per il mese di gennaio la diminuzione dell'attivo della bilancia, ai minimi degli ultimi sette anni, a causa di un calo delle esportazioni (-4,4% m/m, -20,7% a/a) maggiore della discesa delle importazioni (-0,8% m/m, -12,9% a/a).

Pesantissimi sono i dati che provengono dal lato dell'offerta, con la produzione industriale scesa in gennaio di -7,5% su base mensile e addirittura -22,8% a/a, il dato peggiore dalla riunificazione, che ha battuto fortemente al ribasso le aspettative delle analisti, che si attendevano un calo mensile di soli -3,3% punti percentuali. Anche gli ordini all'industria manifatturiera hanno registrato un tonfo di -8,0% punti percentuali su base mensile e -37,9% a/a, il maggior calo tendenziale dal 1991, dopo il -7,6% m/m e -28,2% a/a di dicembre. Il rischio, visto il pessimo andamento degli ordini industriali, è che il primo trimestre dell'anno sia negativo quanto il precedente. Alcuni timidi segnali di recupero sembrano tuttavia provenire dall'andamento degli indici di fiducia relativi al mese di marzo: lo Zew, pur restando in terreno negativo, è salito a -3,5 da -5,8 del mese precedente, mentre gli indici PMI si sono attestati a 32,4 da 32,1 il manifatturiero e a 41,7 da 41,3 quello dei servizi, battendo in entrambi i casi le aspettative.

Anche il lato della domanda risente della crisi generalizzata: in gennaio le vendite al dettaglio sono scese di -0,7% m/m e -1,4% a/a, dopo il +2,7% a/a rivisto di dicembre. Sul fronte dei prezzi si osservano diminuzioni generalizzate degli indici: nel mese di marzo, i dati preliminari indicano un contrazione mensile di -0,1% dell'indice generale dei prezzi al consumo, che porta il tendenziale a +0,5%, il livello più basso dal 1999, mentre l'indice armonizzato ha riportato una diminuzione mensile di -0,2%, con il tendenziale che si attesta a +0,4%, dopo il +1,0% di febbraio. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione è calato in febbraio di -0,5% a livello congiunturale, portando il tendenziale a +0,9% a/a, al di

sotto delle attese degli analisti. Per quanto riguarda il mercato del lavoro, si segnala il tasso di disoccupazione attestatosi in marzo all'8,1%, in crescita rispetto all'8,0% del mese precedente e l'aumento di 69mila unità del numero dei disoccupati.

I nuovi dati disponibili sull'andamento dell'economia della **Francia** negli ultimi tre mesi del 2008 segnalano una contrazione del Pil dell'ordine di -1,1% su base congiunturale e -0,9% su base annua, al di sopra delle aspettative: il risultato è da attribuire principalmente al contributo negativo delle scorte (-0,8% t/t) e alla diminuzione delle esportazioni nette (-0,3% t/t il loro peso).

Dal lato dell'offerta, prosegue anche in gennaio la flessione della produzione industriale (-3,1% m/m e -10,9% a/a), ben al di sotto delle aspettative. Gli indici di fiducia per il mese di marzo segnalano un recupero, segno che probabilmente è stato raggiunto il fondo della crisi: il Pmi manifatturiero per esempio è salito a 36,3 da 34,8 rivisto di febbraio, mentre quello dei servizi è passato a 42,9 da 40,2, battendo al rialzo le previsioni. L'indice di fiducia delle imprese, pur rimanendo al livello più basso dal 1976, è rimasto stabile in marzo, anche in questo caso sorprendendo gli analisti, che lo prevedevano in brusca discesa.

Dal lato della domanda, si osserva l'aumento delle vendite al dettaglio nel mese di gennaio (+2,0% m/m, -0,1% a/a), mentre i consumi delle famiglie in febbraio hanno registrato una contrazione di -2,0% sia su base mensile che annua, battendo al ribasso le aspettative. L'indice di fiducia dei consumatori è rimasto invariato nel mese di marzo a -43, nonostante le previsioni di diminuzione a -45,0. Sul fronte dei prezzi, gli indici dei prezzi al consumo, sia a livello nazionale che armonizzato, hanno registrato una variazione mensile di +0,4%, portando il tendenziale rispettivamente a +0,9% e +1,0%. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione è diminuito in febbraio di -2,0% m/m e -2,7% a/a, ben al di sotto delle previsioni.

Italia: forte contrazione dell'offerta

E' stata rivista la prima stima sull'andamento dell'economia nel IV trimestre del 2008: il Pil risulta in frenata di -1,9% su base congiunturale e addirittura -2,9% su base annua, registrando il maggior calo dal 1980. La *performance* negativa è da ascrivere alla forte contrazione degli investimenti fissi (-6,9% t/t e -9,3% a/a) e al crollo del commercio internazionale, con le esportazioni scese di -7,4% t/t e -10,7% a/a e le importazioni diminuite di -6,0% t/t e -8,8% a/a. Anche i consumi privati hanno risentito della crisi, scendendo di -0,8% rispetto al trimestre precedente e -1,5% su base annua.

I dati relativi al commercio con l'estero segnalano per il mese di gennaio l'enorme aumento del *deficit* della bilancia commerciale nei confronti dei *partner* europei, a causa di una contrazione delle esportazioni maggiore di quella dell'*import* (-5,9% m/m la prima, -1,5% m/m la seconda), mentre le esportazioni nei confronti dei paesi extraeuropei sono cresciute di +8,8% m/m, mostrando la tenuta e la capacità di reazione da parte delle imprese italiane, nonostante la forte contrazione della domanda a livello internazionale.

Per quanto riguarda il mercato del lavoro, torna a salire nel IV trimestre del 2008 il tasso di disoccupazione, giunto al 6,9% (il livello maggiore dal secondo trimestre 2006), dal 6,7% del periodo precedente.

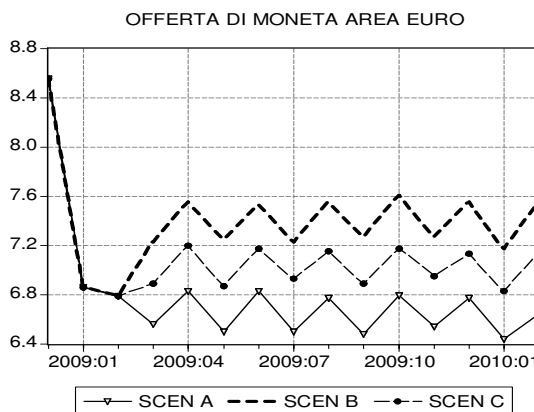
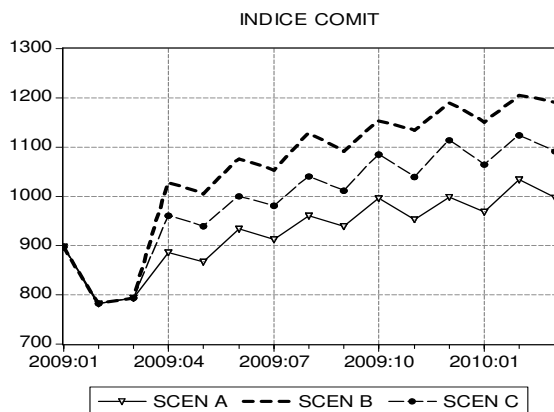
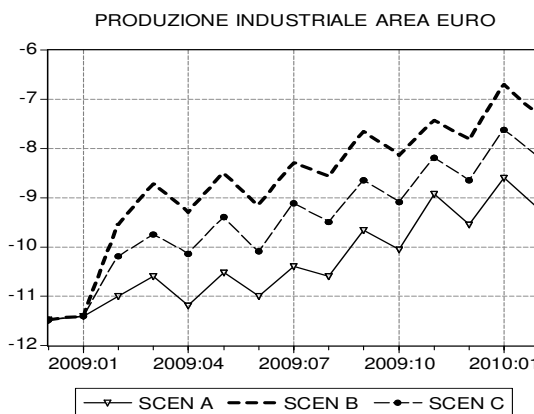
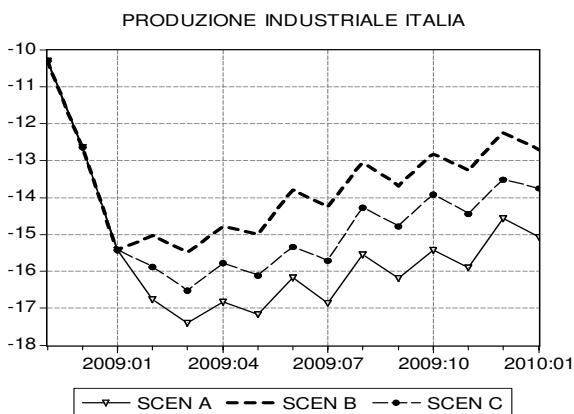
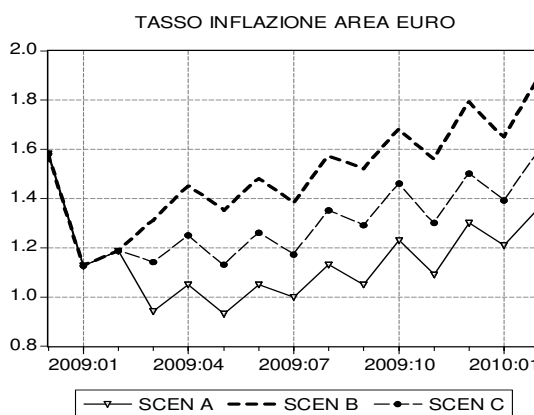
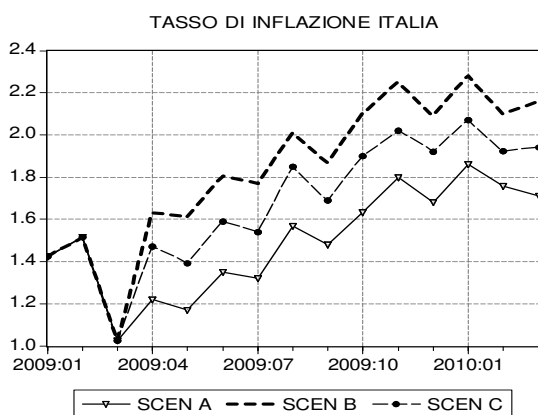
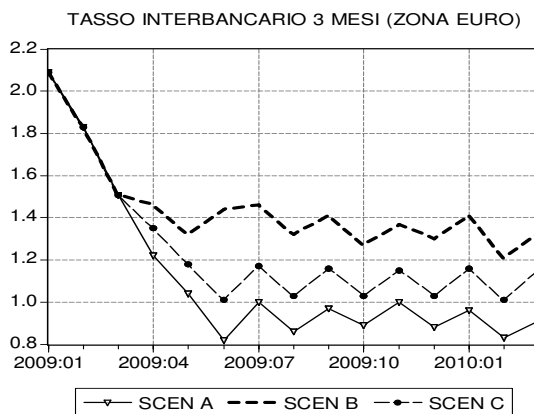
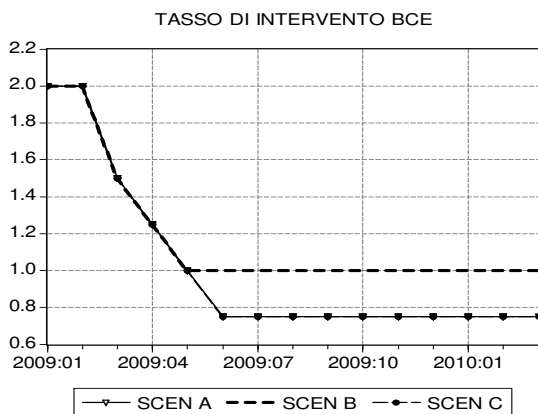
Dal lato dell'offerta era dal gennaio 1991 (data di inizio delle rilevazioni) che non si assisteva a diminuzioni di entità paragonabile: la produzione industriale è scesa di -0,2% su base mensile, dopo il -3,9% m/m rivisto di dicembre, e di -16,7% su base annua. Fatturato e ordini all'industria sono diminuiti entrambi di -2,1% su base mensile, mentre la contrazione annua è stata di -19,9% per il primo e di -31,3% per il secondo. Negativi sono pure i segnali che provengono dagli indici PMI relativi al mese di febbraio: quello manifatturiero è sceso da 36,1 a 35,0, allontanandosi sempre più dalla soglia critica di 50, mentre quello dei servizi è precipitato da 41,1 a 37,9, al minimo dall'inizio della serie. Per concludere, l'indice di fiducia delle imprese manifatturiere ha raggiunto in marzo il minimo dall'inizio della serie (1991), scendendo a 59,8 da 63,2 di febbraio (attese: 62,7). Dal lato della domanda, si segnala un timido aumento delle vendite al dettaglio in gennaio (+0,3% m/m, +0,7% a/a), superiore alle attese e probabilmente imputabile all'effetto positivo dei saldi stagionali. L'indice di fiducia dei consumatori però diminuisce anche nel mese di marzo, giungendo a quota 99,8 da 104,0 del mese precedente (attese: 103).

Dopo il forte calo del mese precedente, i prezzi al consumo hanno ripreso ad aumentare in febbraio (+0,2% m/m l'indice generale, che porta il tendenziale a +1,6%, perfettamente in linea con le previsioni, +0,2% m/m e +1,5% a/a l'indice armonizzato). La stima *flash* per il mese di marzo segnala un ulteriore leggero aumento mensile (+0,1%, che porta il tendenziale a +1,2%, il livello più basso dal lontano febbraio 1969). Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione è ulteriormente sceso in gennaio di -0,8% m/m e -2,0% a/a, dopo il -1,7% m/m e -0,7% a/a di dicembre.

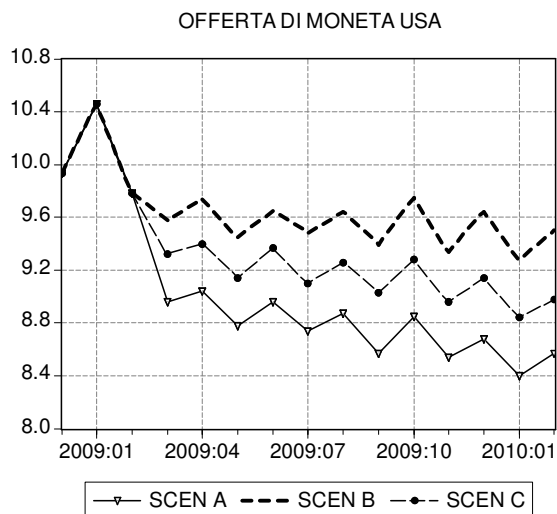
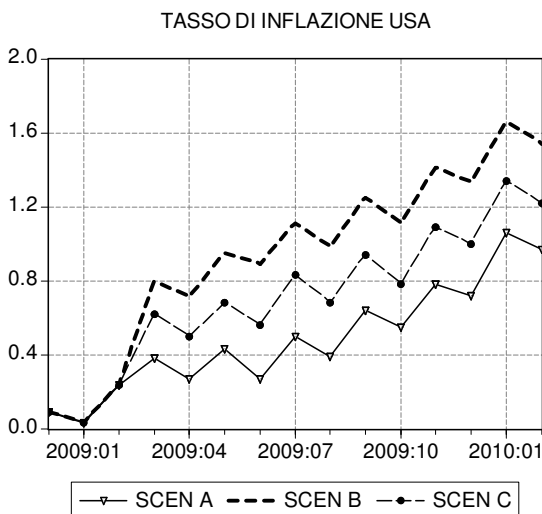
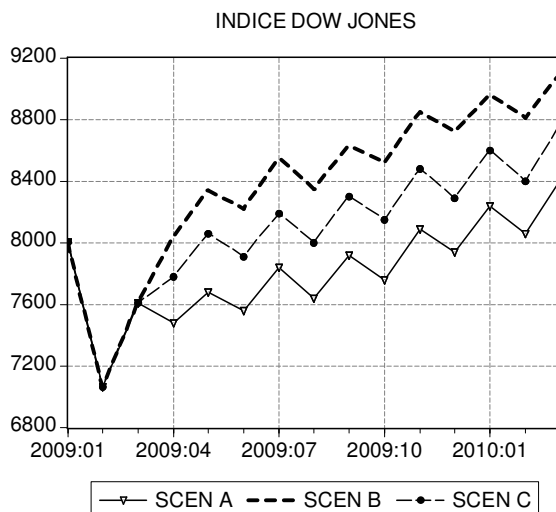
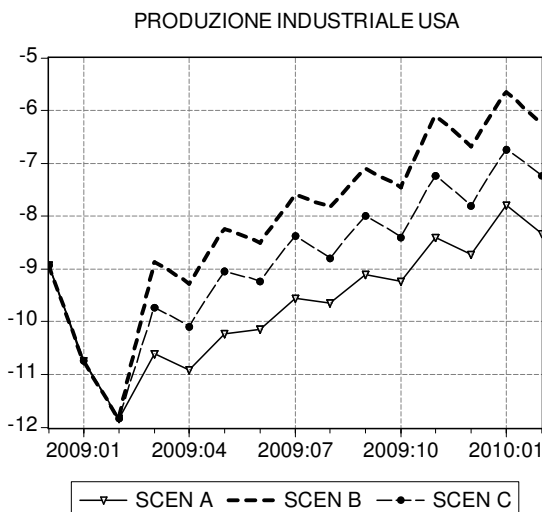
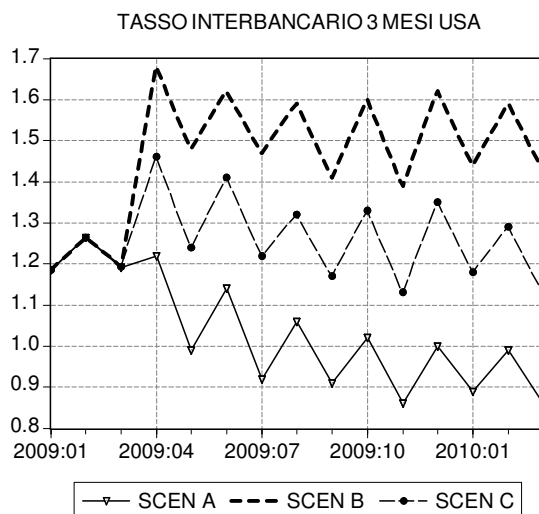
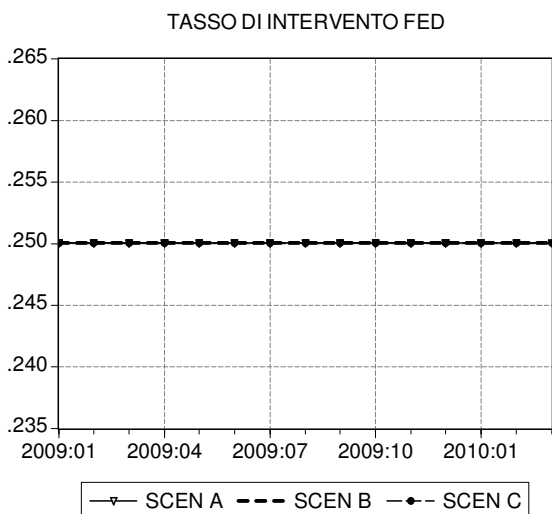
Sulla base delle considerazioni precedentemente svolte, sono stati definiti i seguenti tre scenari:

A (30%)	B (20%)	C (50%)
<p>Usa: la crisi, scoppiata nel comparto finanziario, ha 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. Permangono rischi di deflazione per gli indici generali di prezzo, 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 di proseguire il massiccio allentamento quantitativo, volto ad aumentare la quantità di moneta circolante, come segnale forte per il rilancio dell'economia.</p> <p>Area Euro: 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 maggio a favore di una nuova riduzione dei tassi di 25 p.b. eventualmente seguita da una mossa analoga in giugno, dopo il taglio operato nella riunione di aprile, per scuotere i mercati e riattivare il comparto del credito.</p>	<p>Usa: 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. I timidi segnali positivi provenienti dagli ordini di beni durevoli e dal settore immobiliare fanno presagire che la recessione abbia ormai raggiunto il punto più basso e l'inversione di tendenza sia da attendersi a breve.</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>Area Euro: 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 25 p.b. operata nella riunione di aprile, opererà per una misura analoga nella riunione di maggio, con l'obiettivo di sostenere la crescita economica, grazie anche al progressivo rientro dei rischi per la stabilità dei prezzi.</p>	<p>Usa: nonostante alcuni segnali positivi, l'economia americana rimane in forte recessione: a preoccupare principalmente sono i dati provenienti dal mercato del lavoro, in cui non sembra arrestarsi l'emorragia di disoccupati. 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>Area Euro: 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 alla forte disinflazione, mantiene lo 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 25 p.b. a maggio, eventualmente seguita da una misura analoga nella riunione di giugno.</p>

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili



CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

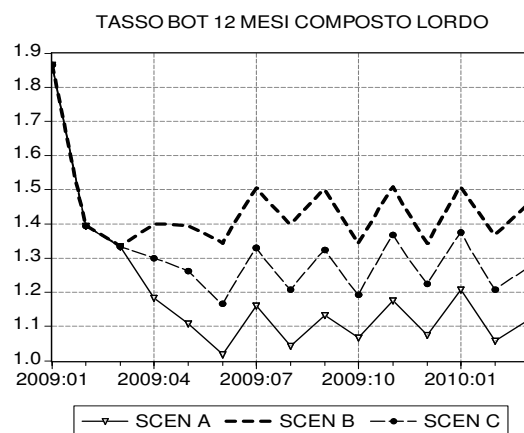
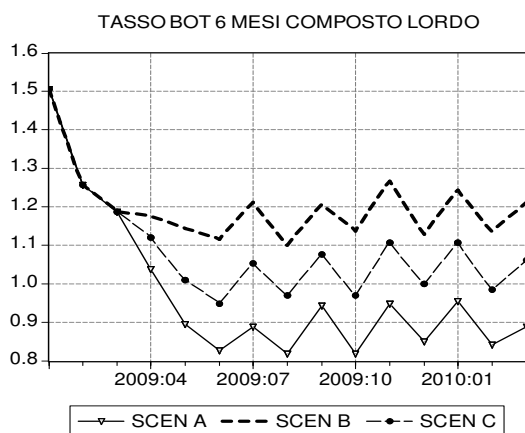
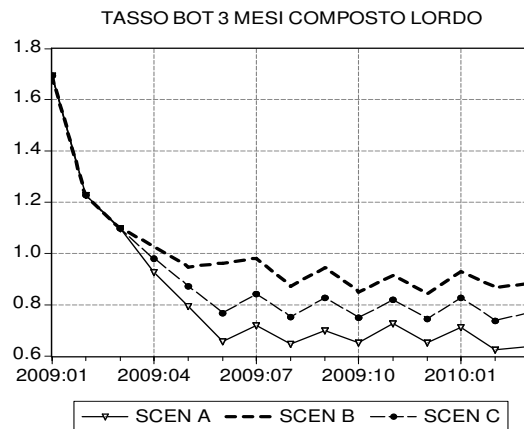
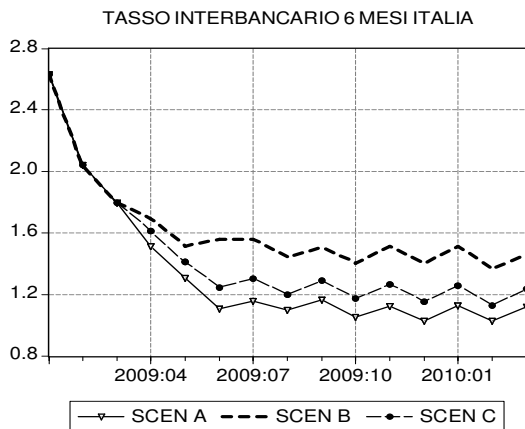
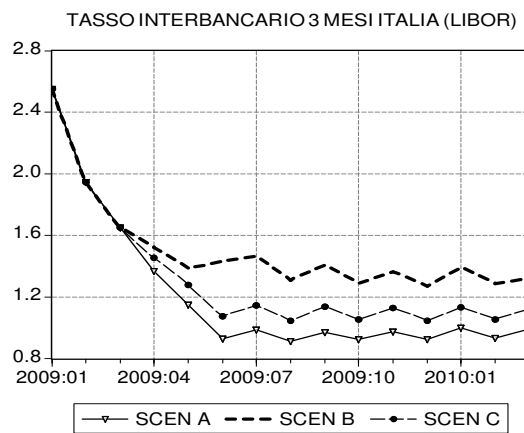
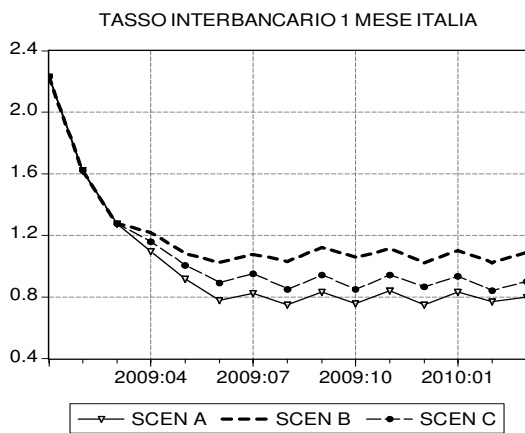
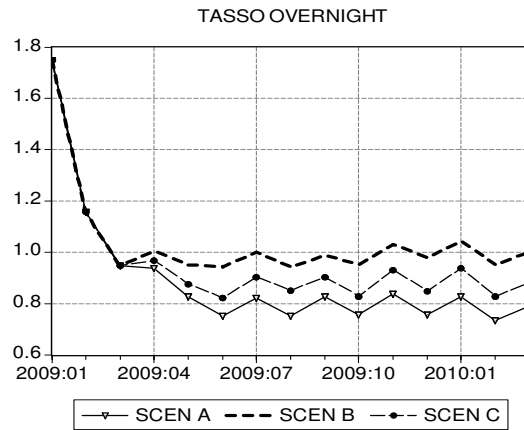
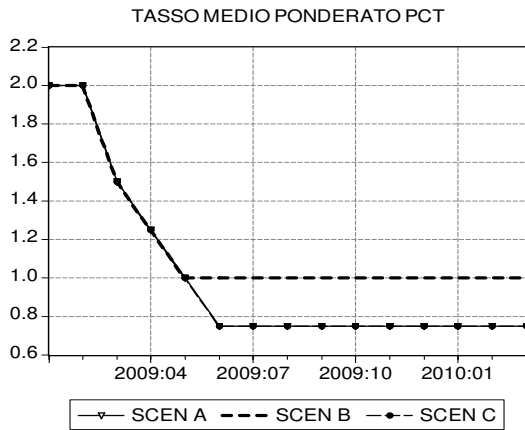
Tassi interbancari: prosegue anche in marzo la forte diminuzione dei tassi interbancari, dopo il picco raggiunto lo scorso autunno. La crisi che sta investendo il sistema finanziario americano e che ha costretto lo Stato a correre ai ripari con interventi di salvataggio pubblico, sta avendo pesanti effetti 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 +0,90% per la scadenza ad un mese, +1,12% per la scadenza a tre mesi e +1,24% per quella a sei mesi a marzo 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 +1,09% (1 mese), +1,32% (3 mesi) e +1,46% (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 +0,80%, +0,99% e +1,12% alla fine dell'orizzonte di previsione.

Struttura a termine: nel mese di marzo si sono verificate sensibili movimentazioni per i tassi della struttura a termine sulle varie scadenze. Nei prossimi mesi è probabile che i diversi tassi seguano un *trend* 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 marzo 2010 quota +1,89% (3 anni), +2,38% (5 anni), +2,84% (7 anni) e +3,13% (10 anni). Qualora l'andamento economico europeo manifestasse un certo recupero (scenario B), la diminuzione dei rendimenti sarebbe più contenuta, con il decennale a +3,31% a marzo 2010. Se si verificasse, invece, un pesante rallentamento dell'economia (scenario A), i rendimenti scenderebbero vistosamente, attestandosi su valori di +1,76%, +2,23%, +2,64%, +2,94% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni al termine dell'orizzonte previsivo considerato.

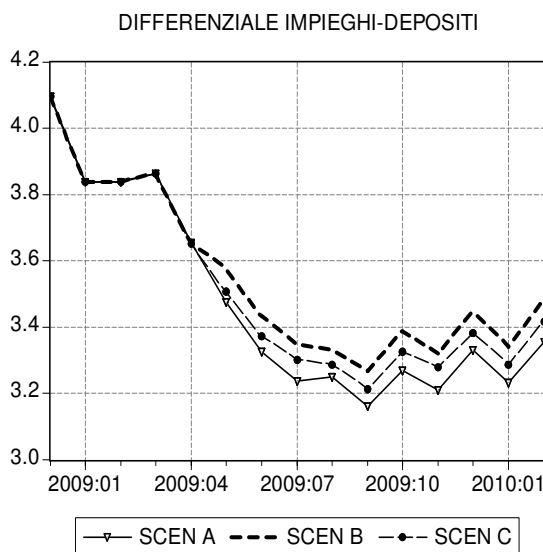
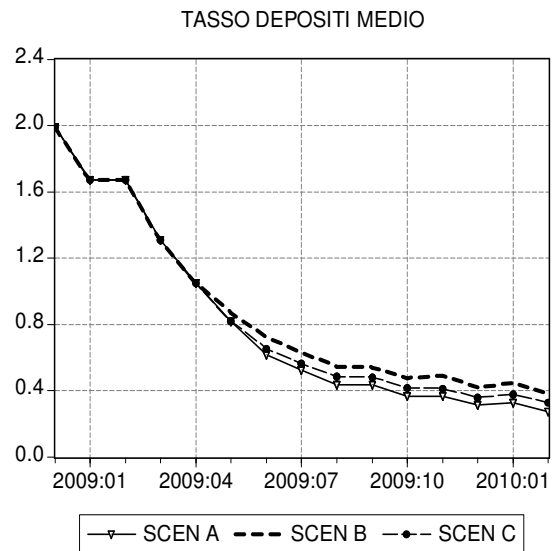
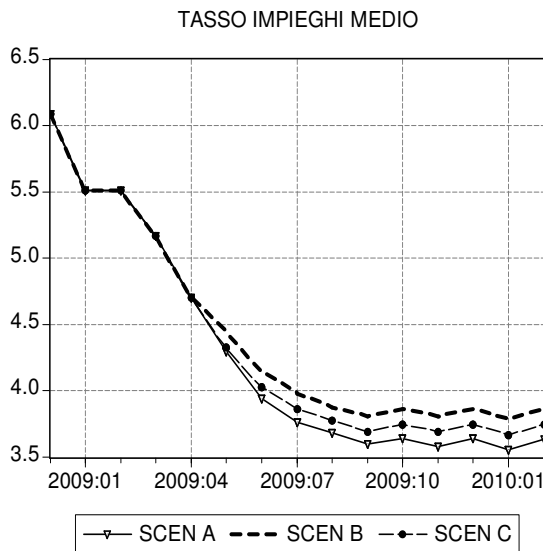
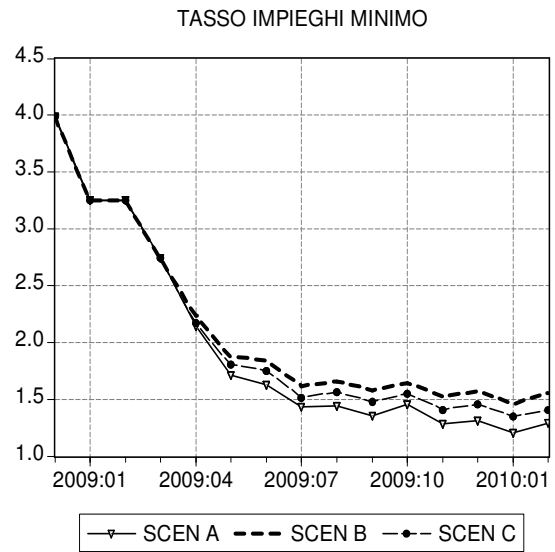
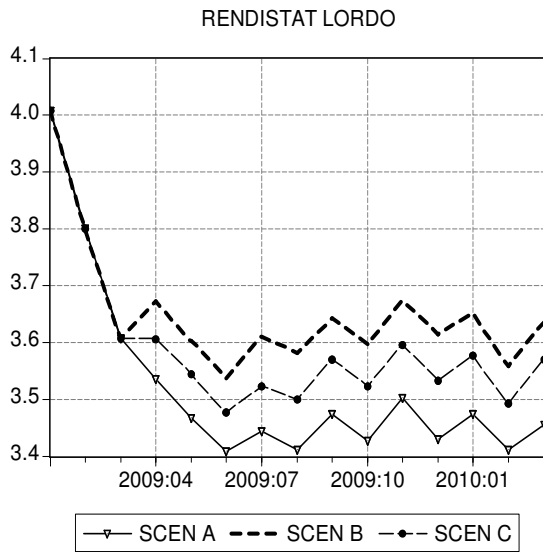
Tassi bancari: sia il tasso medio sui depositi che quello sugli impieghi proseguono il loro *trend* decrescente. Nei prossimi mesi ci attendiamo che entrambi i tassi registrino una marcata tendenza alla diminuzione, di entità diversa a seconda dell'evoluzione dell'ambiente economico. Nel caso in cui 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 +3,67%, mentre il tasso medio sui depositi si attesti intorno ad un valore di +0,34%. In uno scenario di ripresa economica (scenario B), l'andamento dei tassi registrerebbe diminuzioni leggermente più contenute, rispettivamente a quota +3,80% e +0,41% 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 +3,57% e quello sui depositi di +0,29% a marzo 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 +11,45% a marzo del prossimo anno, mentre la variazione tendenziale del volume degli impieghi nello stesso periodo dovrebbe essere di +3,74%.

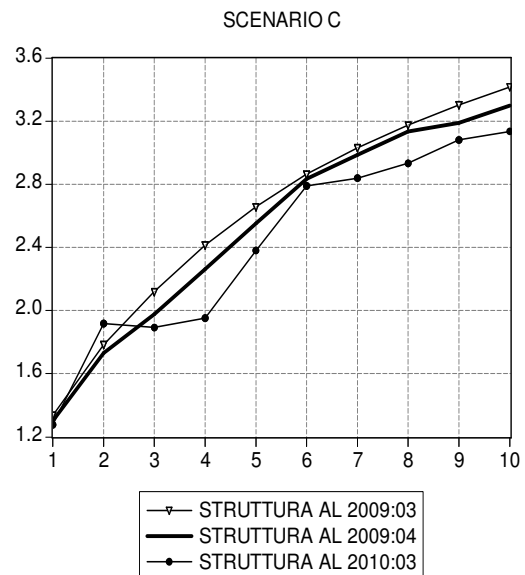
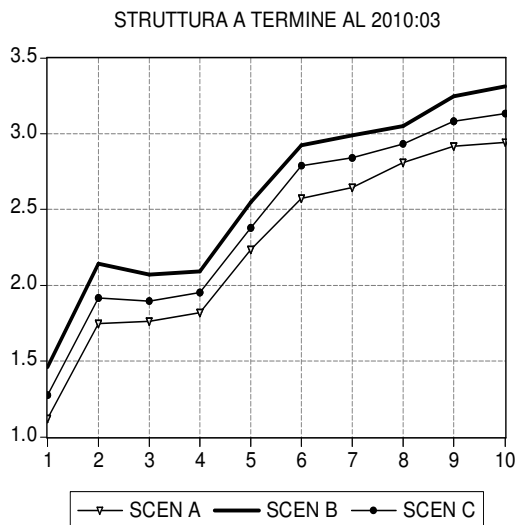
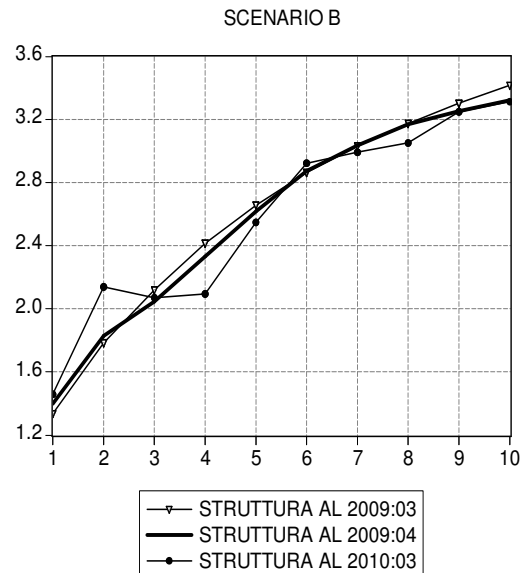
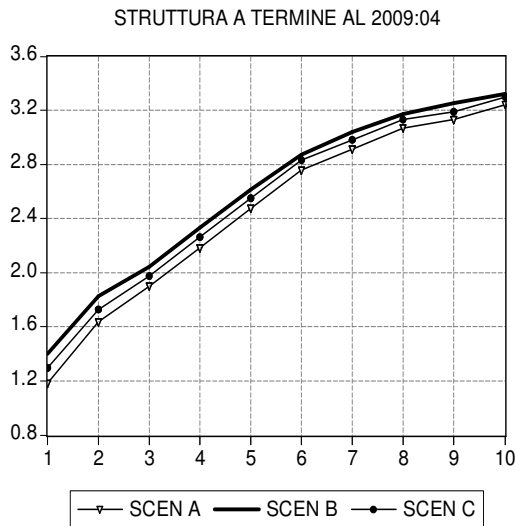
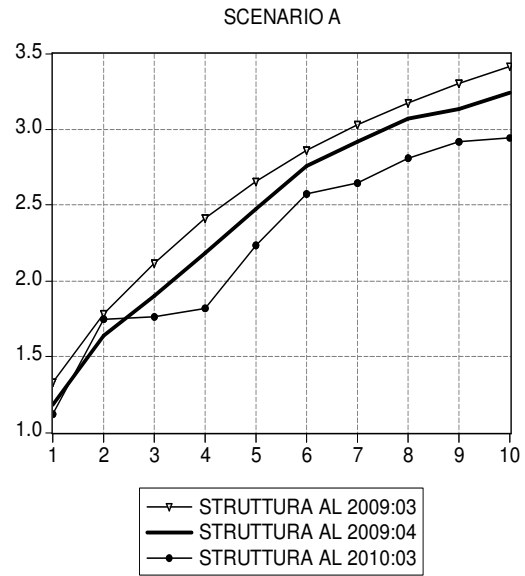
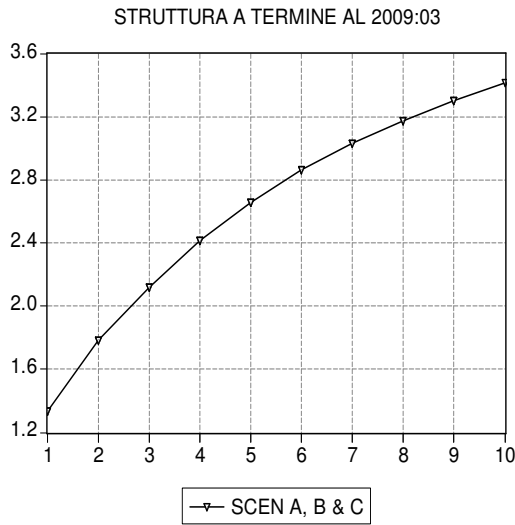
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



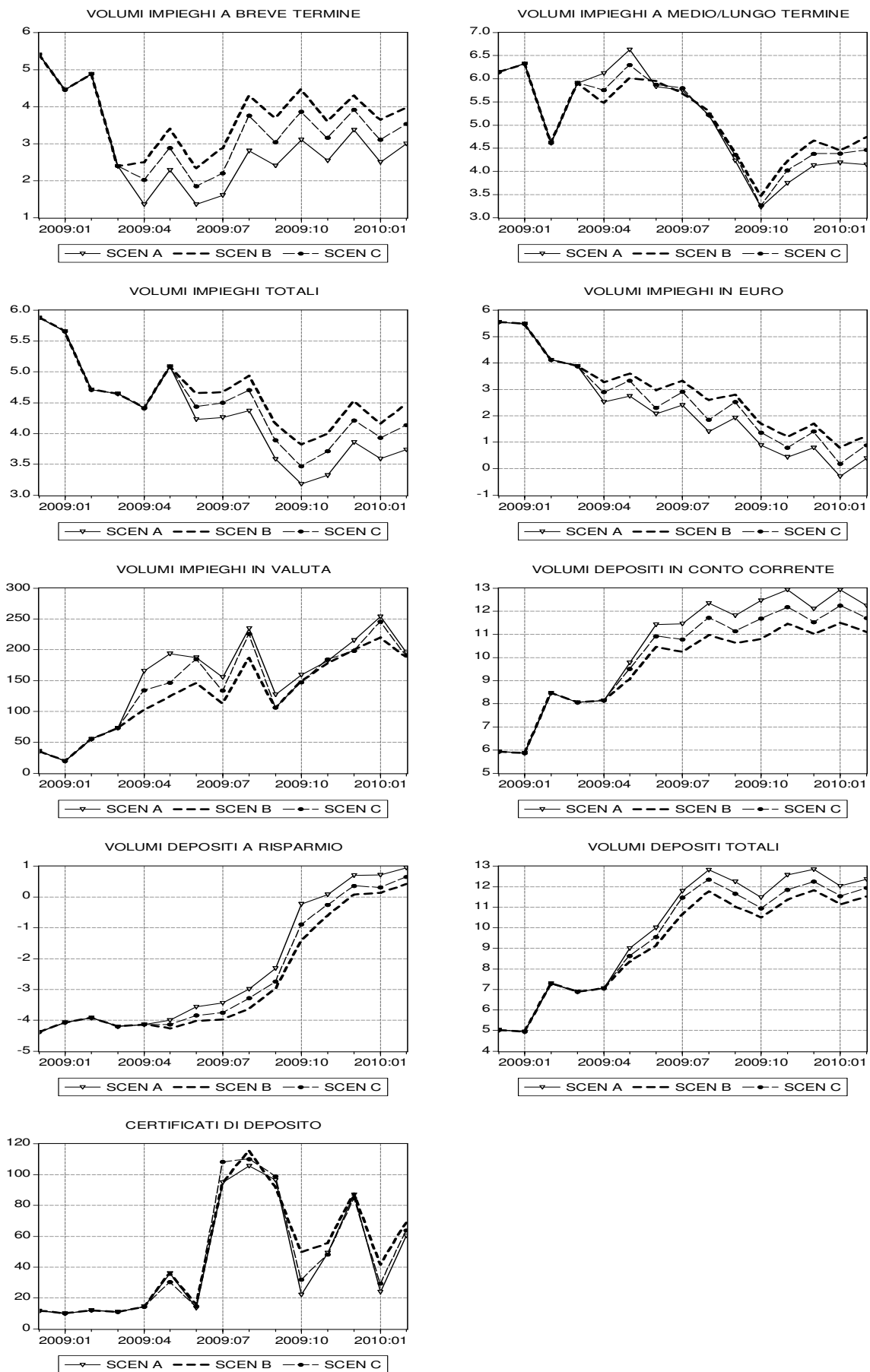
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



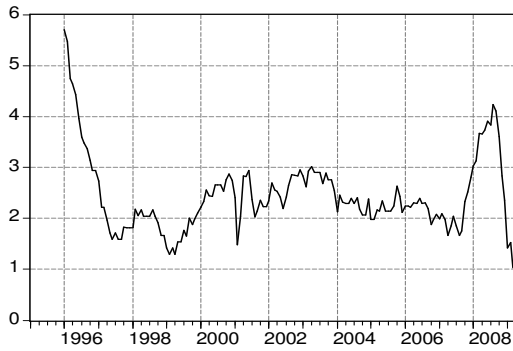
SCENARIO A	08 9	08 10	08 11	08 12	09 1	09 2	09 3	09 4	09 5	09 6	09 7	09 8	09 9	09 10	09 11	09 12	10 1	10 2	10 3	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	4.25	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00	1.50	1.25	1.00	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Indice COMIT	1223	1015	970	943	896	782	793	886	867	934	912	960	939	995	952	998	968	1034	997	
Produzione Industriale	-6.1	-8.4	-10.3	-12.6	-15.4	-16.8	-17.4	-16.8	-17.2	-16.2	-16.9	-15.6	-16.2	-15.4	-15.9	-14.6	-15.1	-13.8	-14.5	
Tasso di Inflazione (Arm.)	4.1	3.6	2.8	2.4	1.4	1.5	1.0	1.2	1.2	1.4	1.3	1.6	1.5	1.6	1.8	1.7	1.9	1.8	1.7	
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	4.25	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00	1.50	1.25	1.00	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
T. Overnight media d/l	4.22	3.64	3.10	2.45	1.75	1.16	0.95	0.94	0.83	0.75	0.82	0.75	0.83	0.76	0.84	0.76	0.83	0.73	0.79	
T. Interb. 1m lett.	4.55	4.88	3.89	3.18	2.23	1.62	1.28	1.10	0.92	0.78	0.83	0.75	0.83	0.76	0.84	0.75	0.83	0.77	0.80	
T. Interb. 3m lett.	4.98	5.18	4.31	3.60	2.55	1.95	1.65	1.36	1.15	0.93	0.99	0.91	0.97	0.92	0.97	0.92	1.00	0.93	0.99	
T. Interb. 6m lett.	5.16	5.27	4.37	3.66	2.63	2.04	1.80	1.51	1.31	1.11	1.16	1.10	1.17	1.05	1.12	1.03	1.13	1.03	1.12	
T. Depositi medio	2.31	2.30	2.25	1.99	1.67	1.67	1.31	1.05	0.82	0.61	0.52	0.44	0.44	0.37	0.37	0.31	0.32	0.27	0.29	
T. Impieghi medio	6.49	6.54	6.42	6.08	5.51	5.51	5.17	4.70	4.29	3.94	3.76	3.68	3.60	3.64	3.58	3.64	3.56	3.63	3.57	
T.imp. medio - T.dep. medio	4.18	4.24	4.17	4.09	3.84	3.84	3.86	3.65	3.48	3.33	3.24	3.25	3.16	3.27	3.21	3.33	3.23	3.36	3.28	
T. BOT comp. lordo 3m	4.52	2.41	2.86	2.52	1.69	1.23	1.10	0.93	0.79	0.66	0.72	0.65	0.70	0.65	0.73	0.65	0.71	0.62	0.64	
T. BOT comp. lordo 6m	4.35	2.98	2.51	1.94	1.50	1.26	1.19	1.04	0.89	0.83	0.89	0.82	0.94	0.82	0.95	0.85	0.96	0.84	0.89	
T. BOT comp. lordo 12m	4.37	3.11	2.67	2.67	1.87	1.39	1.33	1.18	1.11	1.02	1.16	1.04	1.13	1.07	1.18	1.08	1.21	1.06	1.12	
Rendistat lordo	4.67	4.35	4.24	4.13	4.01	3.80	3.61	3.54	3.47	3.41	3.44	3.41	3.47	3.43	3.50	3.43	3.47	3.41	3.46	
Rendistat netto	4.08	3.80	3.71	3.62	3.51	3.33	3.16	3.09	3.03	2.98	3.01	2.98	3.04	3.00	3.07	3.00	3.04	2.98	3.02	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	4.55	3.75	3.20	2.93	2.53	2.35	2.12	1.90	1.80	1.87	1.77	1.87	1.76	1.86	1.77	1.71	1.81	1.70	1.76	
Rend. BTP a 5 anni	4.60	3.98	3.43	3.21	3.00	2.80	2.66	2.47	2.37	2.32	2.36	2.26	2.39	2.25	2.32	2.21	2.31	2.15	2.23	
Rend. BTP a 7 anni	4.60	4.20	3.65	3.45	3.36	3.13	3.03	2.91	2.78	2.82	2.76	2.70	2.77	2.66	2.72	2.64	2.69	2.62	2.64	
Rend. BTP a 10 anni	4.61	4.47	3.95	3.75	3.75	3.50	3.41	3.24	3.04	3.05	2.90	2.98	2.89	3.00	2.91	3.03	2.96	3.05	2.94	
VOLUMI (LIVELLI in mln)																				
Impieghi totali	1500.749	1505.785	1526.400	1538.700	1546.700	1540.021	1545.731	1547.947	1557.944	1560.735	1568.56	1550.86	1554.53	1553.67	1577.08	1598.09	1602.23	1597.62	1599.83	
Impieghi in euro	1480.920	1484.010	1502.190	1516.750	1523.010	1513.677	1517.647	1502.449	1504.473	1510.582	1521.860	1487.54	1509.502	1497.22	1508.80	1528.88	1518.44	1519.73	1518.71	
Impieghi in valuta	19.829	21.775	24.210	21.950	23.690	26.344	28.084	45.498	53.471	50.153	46.704	63.316	45.024	56.451	68.281	69.210	83.786	77.886	81.122	
Impieghi a breve	529.569	529.433	537.720	544.840	547.240	545.500	545.242	541.624	537.598	543.793	550.195	536.784	542.279	545.845	551.378	563.201	560.921	561.865	560.072	
Impieghi a m/l	971.180	976.352	988.680	993.860	999.460	994.521	1000.489	1006.323	1020.346	1016.941	1018.368	1014.072	1012.247	1007.824	1025.703	1034.893	1041.306	1035.753	1039.759	
Depositi totali	721.712	739.039	726.390	762.910	750.620	757.678	767.098	780.667	801.208	802.646	797.259	790.781	810.050	823.881	817.625	860.868	840.995	851.327	859.303	
Depositi in c/c	635.633	652.862	639.590	674.600	663.190	669.815	679.471	692.904	710.443	715.867	698.509	690.298	710.765	734.274	722.225	756.294	748.874	751.800	766.443	
Depositi a risparmio	70.675	69.914	69.430	70.170	69.780	69.595	69.536	69.311	68.988	68.910	68.529	69.147	69.042	69.753	69.486	70.661	70.275	70.249	70.064	
Certif. deposito	15.404	16.263	17.370	18.140	17.650	18.268	18.091	18.452	21.776	17.869	30.222	31.337	30.242	19.854	25.914	33.912	21.845	29.278	22.796	
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																				
Impieghi totali	6.90	5.56	5.18	5.88	5.66	4.71	4.64	4.41	5.09	4.23	4.26	4.37	3.58	3.18	3.32	3.86	3.59	3.74	3.50	
Impieghi in euro	6.69	5.14	4.70	5.55	5.47	4.12	3.88	2.52	2.74	2.07	2.40	1.40	1.93	0.89	0.44	0.80	-0.30	0.40	0.07	
Impieghi in valuta	25.67	44.21	46.99	35.16	19.32	55.49	73.35	165.87	193.83	187.44	155.46	234.67	127.06	159.25	182.04	215.31	253.67	195.65	188.86	
Impieghi a breve	5.24	4.66	3.32	5.40	4.45	4.88	2.39	1.36	2.28	1.36	1.60	2.80	2.40	3.10	2.54	3.37	2.50	3.00	2.72	
Impieghi a m/l	7.83	6.05	6.21	6.14	6.33	4.61	5.91	6.12	6.63	5.83	5.76	5.22	4.23	3.22	3.74	4.13	4.19	4.15	3.93	
Depositi totali	3.46	5.62	5.71	5.02	4.94	7.28	6.89	7.05	9.00	10.01	11.79	12.81	12.24	11.48	12.56	12.84	12.04	12.36	12.02	
Depositi in c/c	4.48	6.81	6.78	5.93	5.86	8.47	8.06	8.13	9.78	11.43	11.46	12.34	11.82	12.47	12.92	12.11	12.92	12.24	12.80	
Depositi a risparmio	-2.95	-3.07	-3.36	-4.38	-4.08	-3.92	-4.20	-4.13	-4.00	-3.56	-3.44	-2.99	-2.31	-0.23	0.08	0.70	0.71	0.94	0.76	
Certif. deposito	-5.91	-0.80	6.50	11.58	9.77	11.93	10.96	14.30	35.91	13.49	94.78	105.69	96.33	22.08	49.19	86.95	23.77	60.27	26.00	

SCENARIO B	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	10 3	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	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	1.00
Indice COMIT	1223	1015	970	943	896	782	793	1027	1005	1075	1053	1127	1090	1153	1133	1189	1150	1205	1190	1190
Produzione Industriale	-6.1	-8.4	-10.3	-12.6	-15.4	-15.0	-15.5	-14.8	-15.0	-13.8	-14.3	-13.1	-13.7	-12.8	-13.3	-12.3	-12.7	-11.1	-11.7	-11.7
Tasso di Inflazione (Arm.)	4.1	3.6	2.8	2.4	1.4	1.5	1.0	1.6	1.6	1.8	1.8	2.0	1.9	2.1	2.3	2.1	2.3	2.1	2.2	2.2
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	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	1.00
T. Overnight media d/1	4.22	3.64	3.10	2.45	1.75	1.16	0.95	1.01	0.95	0.94	1.00	0.94	0.99	0.95	1.03	0.98	1.04	0.95	1.00	1.00
T. Interb. 1m lett.	4.55	4.88	3.89	3.18	2.23	1.62	1.28	1.22	1.08	1.02	1.07	1.03	1.12	1.05	1.11	1.02	1.10	1.02	1.09	1.09
T. Interb. 3m lett.	4.98	5.18	4.31	3.60	2.55	1.95	1.65	1.52	1.38	1.43	1.46	1.31	1.41	1.29	1.36	1.27	1.39	1.29	1.32	1.32
T. Interb. 6m lett.	5.16	5.27	4.37	3.66	2.63	2.04	1.80	1.69	1.51	1.56	1.56	1.44	1.50	1.41	1.51	1.40	1.51	1.37	1.46	1.46
T. Depositi medio	2.31	2.30	2.25	1.99	1.67	1.67	1.31	1.05	0.87	0.72	0.63	0.54	0.54	0.47	0.49	0.41	0.45	0.38	0.41	0.41
T. Impieghi medio	6.49	6.54	6.42	6.08	5.51	5.51	5.17	4.70	4.44	4.15	3.97	3.87	3.80	3.86	3.81	3.86	3.79	3.86	3.80	3.80
T.imp.medio - T.dep.medio	4.18	4.24	4.17	4.09	3.84	3.84	3.86	3.65	3.58	3.43	3.34	3.33	3.27	3.39	3.32	3.45	3.34	3.48	3.38	3.38
T. BOT comp. lordo 3m	4.52	2.41	2.86	2.52	1.69	1.23	1.10	1.02	0.95	0.96	0.98	0.87	0.94	0.85	0.91	0.84	0.93	0.87	0.88	0.88
T. BOT comp. lordo 6m	4.35	2.98	2.51	1.94	1.50	1.26	1.19	1.18	1.14	1.11	1.21	1.10	1.21	1.14	1.27	1.13	1.24	1.14	1.21	1.21
T. BOT comp. lordo 12m	4.37	3.11	2.67	2.67	1.87	1.39	1.33	1.40	1.39	1.34	1.50	1.40	1.50	1.34	1.51	1.34	1.51	1.37	1.46	1.46
Rendistat lordo	4.67	4.35	4.24	4.13	4.01	3.80	3.61	3.67	3.60	3.54	3.61	3.58	3.64	3.60	3.67	3.61	3.65	3.56	3.64	3.64
Rendistat netto	4.08	3.80	3.71	3.62	3.51	3.33	3.16	3.21	3.15	3.09	3.16	3.13	3.19	3.15	3.21	3.16	3.19	3.11	3.18	3.18
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	4.55	3.75	3.20	2.93	2.53	2.35	2.12	2.05	2.00	2.08	2.01	2.09	2.01	2.10	2.03	2.00	2.13	2.02	2.07	2.07
Rend. BTP a 5 anni	4.60	3.98	3.43	3.21	3.00	2.80	2.66	2.62	2.54	2.59	2.62	2.51	2.65	2.52	2.63	2.48	2.59	2.47	2.55	2.55
Rend. BTP a 7 anni	4.60	4.20	3.65	3.45	3.36	3.13	3.03	3.04	2.98	2.99	2.99	2.94	3.05	2.93	2.98	2.92	3.01	2.93	2.99	2.99
Rend. BTP a 10 anni	4.61	4.47	3.95	3.75	3.75	3.50	3.41	3.32	3.21	3.30	3.16	3.24	3.16	3.30	3.20	3.33	3.26	3.43	3.31	3.31
VOLUMI (LIVELLI in mln)																				
Impieghi totali	1500.749	1505.785	1526.400	1538.700	1546.700	1540.021	1545.731	1547.947	1557.944	1567.024	1574.73	1559.33	1563.18	1563.31	1587.46	1608.40	1611.04	1608.86	1609.11	1609.11
Impieghi in euro	1480.920	1484.010	1502.190	1516.750	1523.010	1513.677	1517.647	1513.294	1517.067	1523.999	1535.681	1505.14	1522.386	1509.24	1520.22	1542.53	1535.19	1532.75	1529.79	1529.79
Impieghi in valuta	19.829	21.775	24.210	21.950	23.690	26.344	28.084	34.653	40.877	43.025	39.051	54.181	40.794	54.068	67.240	65.868	75.849	76.111	79.318	79.318
Impieghi a breve	529.569	529.433	537.720	544.840	547.240	545.500	545.242	547.716	543.485	549.051	557.127	544.564	549.163	553.046	557.078	568.214	567.160	567.156	566.288	566.288
Impieghi a m/1	971.180	976.352	988.680	993.860	999.460	994.521	1000.489	1000.231	1014.459	1017.973	1017.605	1014.762	1014.017	1010.260	1030.378	1040.189	1043.883	1041.703	1042.818	1042.818
Depositi totali	721.712	739.039	726.390	762.910	750.620	757.678	767.098	780.667	796.430	796.382	789.129	783.421	801.245	816.638	808.908	853.086	834.239	844.874	849.882	849.882
Depositi in c/c	635.633	652.862	639.590	674.600	663.190	669.815	679.471	692.904	705.801	709.556	690.800	681.880	703.137	723.371	712.887	748.806	739.391	744.164	757.542	757.542
Depositi a risparmio	70.675	69.914	69.430	70.170	69.780	69.595	69.536	69.311	68.802	68.582	68.152	68.691	68.562	68.921	69.013	70.226	69.864	69.887	69.716	69.716
Certif. deposito	15.404	16.263	17.370	18.140	17.650	18.268	18.091	18.452	21.827	18.245	30.176	32.851	29.546	24.346	27.007	34.054	24.985	30.823	22.624	22.624
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																				
Impieghi totali	6.90	5.56	5.18	5.88	5.66	4.71	4.64	4.41	5.09	4.65	4.67	4.94	4.16	3.82	4.00	4.53	4.16	4.47	4.10	4.10
Impieghi in euro	6.69	5.14	4.70	5.55	5.47	4.12	3.88	3.26	3.60	2.98	3.33	2.60	2.80	1.70	1.20	1.70	0.80	1.26	0.80	0.80
Impieghi in valuta	25.67	44.21	46.99	33.16	19.32	55.49	73.35	102.50	124.63	146.59	113.60	186.39	105.73	148.30	177.74	200.08	220.17	188.91	182.43	182.43
Impieghi a breve	5.24	4.66	3.32	5.40	4.45	4.88	2.39	2.50	3.40	2.34	2.88	4.29	3.70	4.46	3.60	4.29	3.64	3.97	3.86	3.86
Impieghi a m/1	7.83	6.05	6.21	6.14	6.33	4.61	5.91	5.48	6.01	5.94	5.68	5.29	4.41	3.47	4.22	4.66	4.44	4.74	4.23	4.23
Depositi totali	3.46	5.62	5.71	5.02	4.94	7.28	6.89	7.05	8.35	9.15	10.65	11.76	11.02	10.50	11.36	11.82	11.14	11.51	10.79	10.79
Depositi in c/c	4.48	6.81	6.78	5.93	5.86	8.47	8.06	8.13	9.06	10.45	10.23	10.97	10.62	10.80	11.46	11.00	11.49	11.10	11.49	11.49
Depositi a risparmio	-2.95	-3.07	-3.36	-4.38	-4.08	-3.92	-4.20	-4.13	-4.26	-4.02	-3.97	-3.63	-2.99	-1.42	-0.60	0.08	0.12	0.42	0.26	0.26
Certif. deposito	-5.91	-0.80	6.50	11.58	9.77	11.93	10.96	14.30	36.23	15.88	94.49	115.63	91.80	49.70	55.48	87.73	41.56	68.72	25.05	25.05

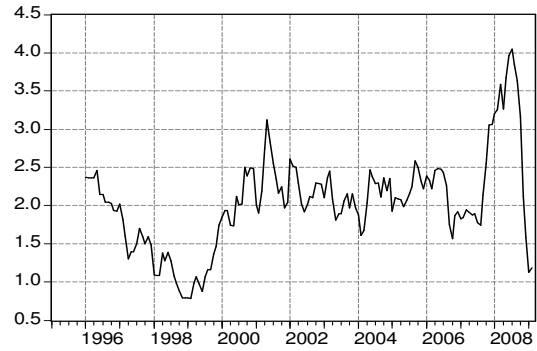
SCENARIO C	08 9	08 10	08 11	08 12	09 1	09 2	09 3	09 4	09 5	09 6	09 7	09 8	09 9	09 10	09 11	09 12	10 1	10 2	10 3	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	4.25	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00	1.50	1.25	1.00	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Indice COMIT	1223	1015	970	943	896	782	793	960	938	1000	981	1040	1011	1084	1038	1113	1064	1123	1090	
Produzione Industriale	-6.1	-8.4	-10.3	-12.6	-15.4	-15.9	-16.5	-15.8	-16.1	-15.3	-15.7	-14.3	-14.8	-13.9	-14.5	-13.5	-13.8	-12.6	-13.2	
Tasso di Inflazione (Arm.)	4.1	3.6	2.8	2.4	1.4	1.5	1.0	1.5	1.4	1.6	1.5	1.9	1.7	1.9	2.0	1.9	2.1	1.9	1.9	
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	4.25	3.75	3.25	2.50	2.00	2.00	1.50	1.25	1.00	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
T. Overnight media d/l	4.22	3.64	3.10	2.45	1.75	1.16	0.95	0.97	0.87	0.82	0.90	0.85	0.90	0.83	0.93	0.85	0.94	0.83	0.88	
T. Interb. 1m lett.	4.55	4.88	3.89	3.18	2.23	1.62	1.28	1.16	1.00	0.89	0.95	0.85	0.94	0.85	0.94	0.87	0.93	0.84	0.90	
T. Interb. 3m lett.	4.98	5.18	4.31	3.60	2.55	1.95	1.65	1.45	1.28	1.07	1.14	1.04	1.13	1.05	1.13	1.04	1.13	1.05	1.12	
T. Interb. 6m lett.	5.16	5.27	4.37	3.66	2.63	2.04	1.80	1.61	1.41	1.24	1.31	1.20	1.29	1.18	1.27	1.15	1.26	1.13	1.24	
T. Depositi medio	2.31	2.30	2.25	1.99	1.67	1.67	1.31	1.05	0.82	0.65	0.56	0.48	0.48	0.42	0.41	0.36	0.37	0.32	0.34	
T. Impieghi medio	6.49	6.54	6.42	6.08	5.51	5.51	5.17	4.70	4.33	4.02	3.86	3.77	3.69	3.74	3.69	3.74	3.66	3.74	3.67	
T.imp.medio - T.dep.medio	4.18	4.24	4.17	4.09	3.84	3.84	3.86	3.65	3.51	3.37	3.30	3.29	3.21	3.32	3.28	3.38	3.29	3.42	3.33	
T. BOT comp. lordo 3m	4.52	2.41	2.86	2.52	1.69	1.23	1.10	0.98	0.87	0.77	0.84	0.75	0.83	0.75	0.82	0.74	0.83	0.74	0.77	
T. BOT comp. lordo 6m	4.35	2.98	2.51	1.94	1.50	1.26	1.19	1.12	1.01	0.95	1.05	0.97	1.08	0.97	1.11	1.00	1.11	0.99	1.06	
T. BOT comp. lordo 12m	4.37	3.11	2.67	2.67	1.87	1.39	1.33	1.30	1.26	1.17	1.33	1.21	1.32	1.19	1.37	1.23	1.38	1.21	1.28	
Rendistat lordo	4.67	4.35	4.24	4.13	4.01	3.80	3.61	3.61	3.54	3.48	3.52	3.50	3.57	3.52	3.60	3.53	3.58	3.49	3.57	
Rendistat netto	4.08	3.80	3.71	3.62	3.51	3.33	3.16	3.16	3.10	3.04	3.08	3.06	3.12	3.08	3.15	3.09	3.13	3.06	3.12	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	4.55	3.75	3.20	2.93	2.53	2.35	2.12	1.98	1.90	1.97	1.91	1.97	1.89	1.99	1.86	1.87	1.96	1.84	1.89	
Rend. BTP a 5 anni	4.60	3.98	3.43	3.21	3.00	2.80	2.66	2.55	2.47	2.47	2.47	2.38	2.50	2.41	2.47	2.34	2.44	2.31	2.38	
Rend. BTP a 7 anni	4.60	4.20	3.65	3.45	3.36	3.13	3.03	2.98	2.88	2.91	2.86	2.83	2.93	2.81	2.86	2.77	2.87	2.78	2.84	
Rend. BTP a 10 anni	4.61	4.47	3.95	3.75	3.75	3.50	3.41	3.30	3.12	3.17	3.03	3.11	3.03	3.16	3.05	3.18	3.10	3.24	3.13	
VOLUMI (LIVELLI in mln)																				
Impieghi totali	1500.749	1505.785	1526.400	1538.700	1546.700	1540.021	1545.731	1547.947	1557.944	1563.730	1572.13	1555.76	1559.13	1558.04	1583.03	1603.48	1607.49	1603.62	1603.54	
Impieghi in euro	1480.920	1484.010	1502.190	1516.750	1523.010	1513.677	1517.647	1507.871	1513.113	1513.986	1529.425	1494.14	1518.239	1504.19	1514.21	1537.98	1525.72	1527.15	1525.54	
Impieghi in valuta	19.829	21.775	24.210	21.950	23.690	26.344	28.084	40.076	44.831	49.744	42.704	61.618	40.889	53.844	68.822	65.495	81.763	76.475	78.003	
Impieghi a breve	529.569	529.433	537.720	544.840	547.240	545.500	545.242	545.120	540.752	546.422	553.405	541.744	545.668	549.869	554.658	566.143	564.204	564.756	562.417	
Impieghi a m/l	971.180	976.352	988.680	993.860	999.460	994.521	1000.489	1002.828	1017.192	1017.307	1018.724	1014.015	1013.460	1008.167	1028.371	1037.336	1043.281	1038.868	1041.125	
Depositi totali	721.712	739.039	726.390	762.910	750.620	757.678	767.098	780.667	798.488	799.228	794.835	787.416	805.791	819.890	812.467	856.290	837.166	848.069	854.930	
Depositi in c/c	635.633	652.862	639.590	674.600	663.190	669.815	679.471	692.904	708.714	712.511	694.247	686.488	706.443	729.168	717.492	752.381	744.364	748.116	761.551	
Depositi a risparmio	70.675	69.914	69.430	70.170	69.780	69.595	69.536	69.311	68.888	68.703	68.302	68.940	68.731	69.292	69.249	70.423	69.989	70.047	69.862	
Certif. deposito	15.404	16.263	17.370	18.140	17.650	18.268	18.091	18.452	20.887	18.014	32.286	31.988	30.617	21.430	25.726	33.486	22.813	29.905	23.517	
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																				
Impieghi totali	6.90	5.56	5.18	5.88	5.66	4.71	4.64	4.41	5.09	4.43	4.50	4.70	3.89	3.47	3.71	4.21	3.93	4.13	3.74	
Impieghi in euro	6.69	5.14	4.70	5.55	5.47	4.12	3.88	2.89	3.33	2.30	2.91	1.85	2.52	1.36	0.80	1.40	0.18	0.89	0.52	
Impieghi in valuta	25.67	44.21	46.99	35.16	19.32	55.49	73.35	134.18	146.35	185.10	133.58	225.69	106.21	147.27	184.27	198.38	245.14	190.29	177.75	
Impieghi a breve	5.24	4.66	3.32	5.40	4.45	4.88	2.39	2.01	2.88	1.85	2.19	3.75	3.04	3.86	3.15	3.91	3.10	3.53	3.15	
Impieghi a m/l	7.83	6.05	6.21	6.14	6.33	4.61	5.91	5.75	6.30	5.87	5.79	5.21	4.35	3.26	4.01	4.37	4.38	4.46	4.06	
Depositi totali	3.46	5.62	5.71	5.02	4.94	7.28	6.89	7.05	8.63	9.54	11.45	12.33	11.65	10.94	11.85	12.24	11.53	11.93	11.45	
Depositi in c/c	4.48	6.81	6.78	5.93	5.86	8.47	8.06	8.13	9.51	10.91	10.78	11.72	11.14	11.69	12.18	11.53	12.24	11.69	12.08	
Depositi a risparmio	-2.95	-3.07	-3.36	-4.38	-4.08	-3.92	-4.20	-4.13	-4.14	-3.85	-3.76	-3.28	-2.75	-0.89	-0.26	0.36	0.30	0.65	0.47	
Certif. deposito	-5.91	-0.80	6.50	11.58	9.77	11.93	10.96	14.30	30.36	14.41	108.08	109.97	98.76	31.77	48.10	84.60	29.25	63.70	29.99	

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili



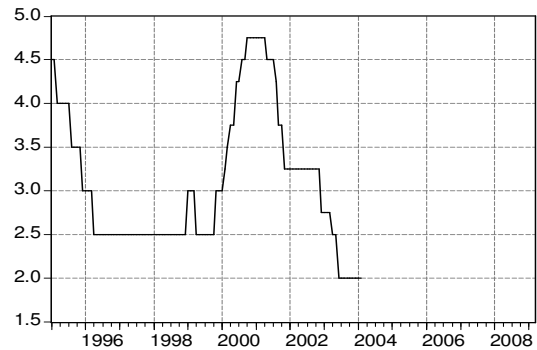
— TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



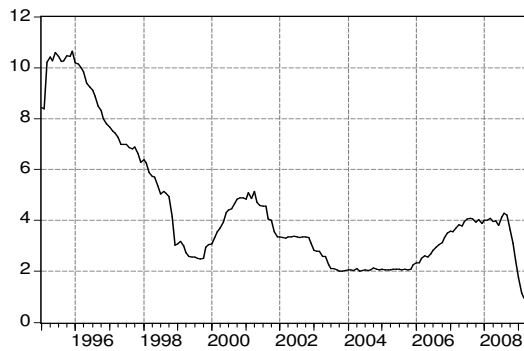
— TASSO INFLAZIONE AREA EURO



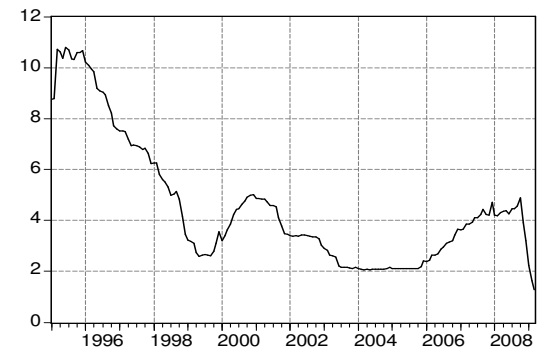
— PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



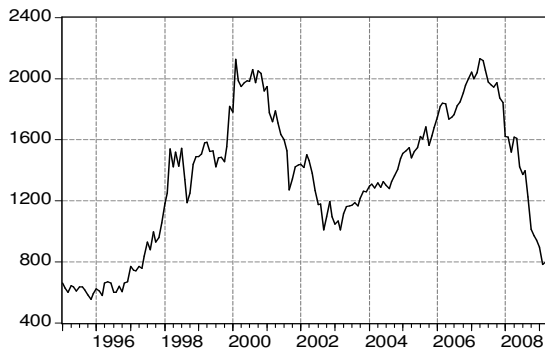
— TASSO DI INTERVENTO BCE



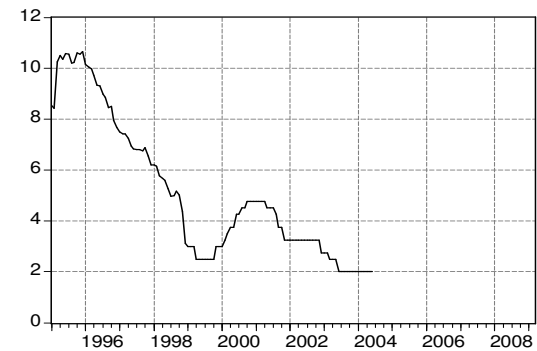
— TASSO OVERNIGHT



— TASSO INTERBANCARIO 1 MESE ITALIA



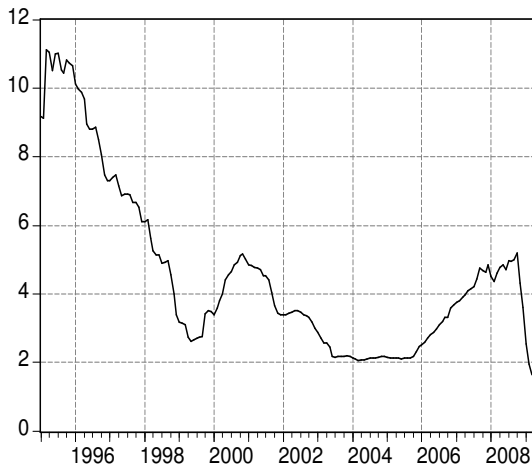
— INDICE COMIT



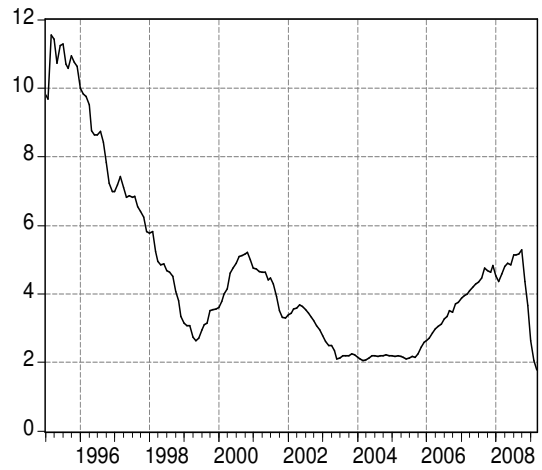
— TASSO MEDIO PONDERATO PCT

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

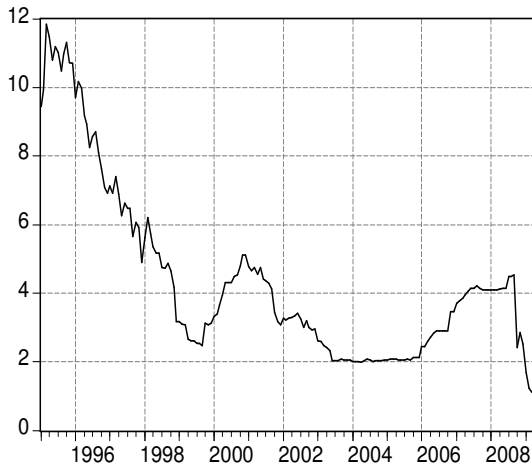
Dati mensili



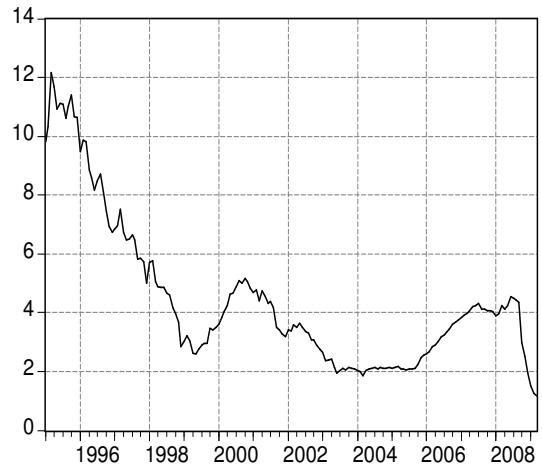
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI ITALIA (LIBOR)



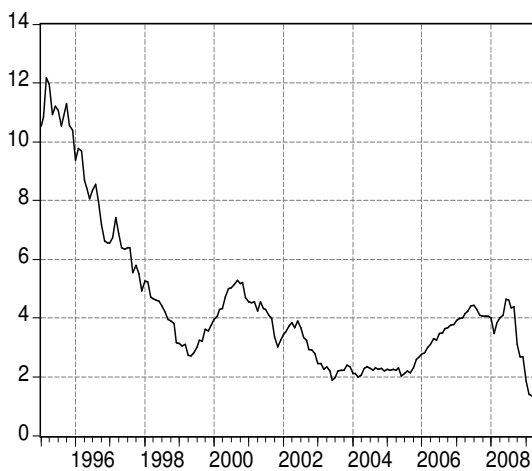
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI ITALIA



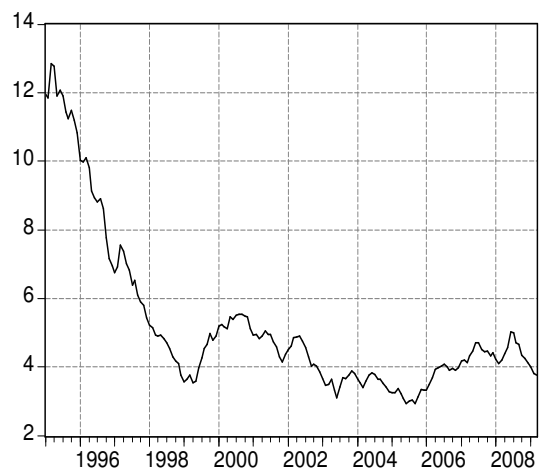
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO

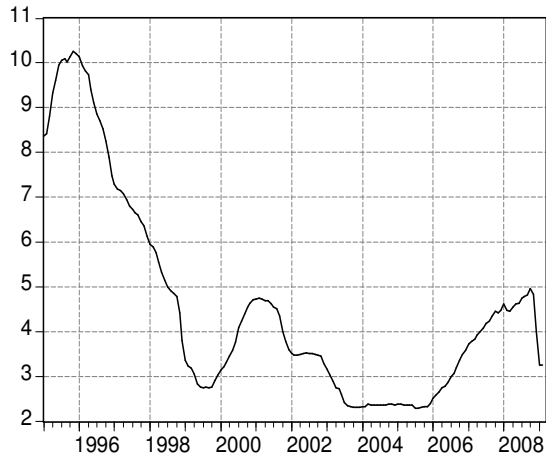


— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO

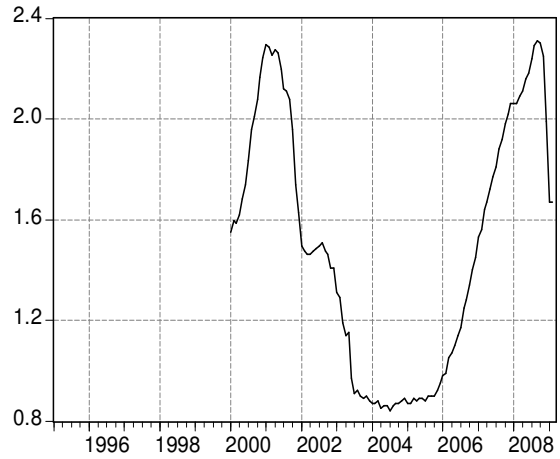


— RENDISTAT LORDO

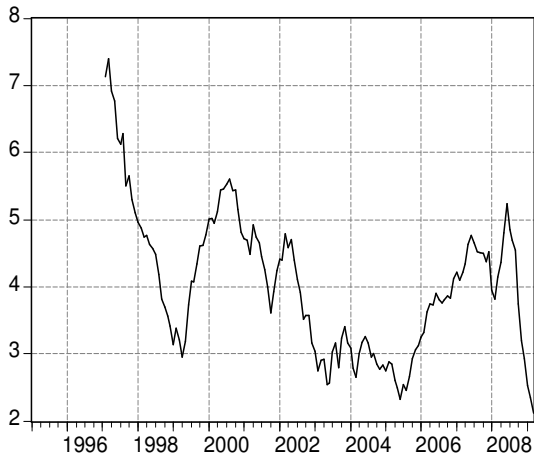
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



— 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)

