

# 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 30/06/2009

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 Giugno 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

L'economia mondiale appare in via di stabilizzazione: sebbene non si sia verificata una vera e propria inversione di tendenza, il ritmo di contrazione si è allentato o addirittura arrestato.

Negli Stati Uniti, accanto ad un mercato del lavoro e a consumi delle famiglie ancora molto deboli, si notano alcuni dati positivi provenienti dal lato dell'offerta: al recupero degli indici di fiducia si è infatti associata la timida ripresa degli ordini all'industria, anche al netto della componente volatile dei trasporti. Il dollaro, che nei primi tre mesi dell'anno aveva subito un apprezzamento perché considerato moneta rifugio nel mezzo della crisi di fiducia, è ora tornato ai livelli di inizio anno, dopo che le tensioni e l'effetto panico sembrano essere stati riassorbiti. L'andamento della divisa nei prossimi mesi dipenderà dall'evolvere della situazione macroeconomica che tenderà a favorire gli Stati Uniti, con tutta probabilità i primi ad intraprendere il sentiero di ripresa. Anche l'aumento dei tassi dei *bond* americani è indice di un ritorno alla normalità, segno che il mercato si attende una ripresa scontata ed imminente.

L'Europa sconta ancora uno o due trimestri di *lag* rispetto agli Stati Uniti, quindi nei prossimi mesi ci si devono attendere dati peggiori degli attuali. La stabilizzazione in atto rimane vulnerabile al deterioramento dell'economia reale e a fattori di tensione che possono determinare un peggioramento della fiducia. La Bce ha proseguito nel mese la politica di *credit easing*, allo scopo di raffreddare le tensioni sul mercato monetario e di rivitalizzare l'interbancario e i prestiti all'economia.

Il vero banco di prova per l'economia sarà il mese di settembre, quando sarà possibile quantificare l'impatto delle sofferenze aziendali sulle banche e si avrà la resa dei conti per la stretta creditizia. I principali istituti di ricerca prevedono che la recessione toccherà il fondo verso la seconda metà del 2009, (quando, anche solo per confronto statistico rispetto all'anno precedente, l'economia comincerà ad essere in recupero e solo per l'anno prossimo è da attendersi una ripresa, che sarà lenta e fragile.

### Usa: incoraggianti segnali di recupero nel settore edilizio

La seconda stima sull'andamento dell'economia americana nel I trimestre dell'anno ha rivisto al rialzo la prima rilasciata: il Pil è infatti diminuito di -5,5% su base congiunturale (-2,5% su base annua), rispetto al -5,7% precedente e atteso dagli analisti. Non si tratta però di un vero e proprio miglioramento, dal momento che la correzione è imputabile essenzialmente all'aumento del ritmo di contrazione delle importazioni (che entrano con segno negativo nella determinazione del prodotto), passate da -34,1% t/t (-16,5% a/a) a -36,4% t/t e -17,2% a/a. Anche tutte le altre componenti, ad eccezione dei consumi pubblici, hanno registrato un peggioramento. Solo i consumi privati e le esportazioni nette hanno contribuito positivamente al risultato economico, rispettivamente per +0,95% t/t e +2,39% t/t, mentre tutte le altre voci hanno sottratto risorse alla crescita: in particolare gli investimenti fissi hanno pesato per -5,99% t/t (risultato imputabile quasi essenzialmente al crollo degli investimenti non residenziali) e le scorte hanno sottratto risorse per -2,20% t/t. Critica continua a rimanere la situazione nel mercato del lavoro, anche se il ritmo di contrazione sembra essere rallentato rispetto ai mesi scorsi: il tasso di disoccupazione ha raggiunto in maggio quota 9,4%, dall'8,9% di aprile, al livello più alto dall'agosto 1983; i posti di lavoro persi nei settori non agricoli sono stati 345mila (156mila dei quali solo nel settore manifatturiero), dopo i 504mila persi nel mese precedente. Le ore settimanale lavorate sono scese a 33,1 dalle 33,2 di aprile e il salario medio orario è salito di +0,1 punti percentuali, a 18,54\$; complessivamente, il costo del lavoro unitario nel I trimestre dell'anno è aumentato di +3,0% t/t e +2,2% a/a, corretto al ribasso rispetto al dato preliminare.

Dal lato dell'offerta, prosegue anche in maggio la diminuzione della produzione industriale, scesa nel mese di -1,1% rispetto ad aprile e di -13,4% rispetto all'anno precedente, in linea con le attese degli analisti. Il tasso di utilizzo della capacità produttiva ha raggiunto il minimo dal 1967, anno di inizio della serie, scendendo a 68,3% dal 69% di aprile. Alcuni segnali positivi provengono però dagli ordini di beni durevoli, che hanno proseguito anche in maggio la ripresa, crescendo di +1,8% su base mensile; anche gli ordini all'industria riferiti al mese di aprile hanno segnato un recupero di +0,7% m/m (-23,1% a/a), dopo il -1,9% m/m di marzo. Pesantemente negative rimangono ancora le variazioni tendenziali. È proseguito anche in aprile il processo di decumulo delle scorte delle imprese (-1,1% m/m e -6,6% a/a). In recupero appaiono quasi tutti gli indici di fiducia: l'ISM manifatturiero è salito in maggio a 42,8 da 40,1, mentre quello dei servizi ha raggiunto quota 44,0 da 43,7 di aprile e l'indice elaborato dalla Fed di Philadelphia è balzato in giugno a -2,2 da -22,6 (previsione: -18,0).

Dal lato della domanda, nonostante il reddito personale sia aumentato di +1,6% m/m, contro una previsione di +0,2% m/m, grazie al pacchetto di stimolo fiscale, la spesa delle famiglie, valutata in termini reali, ha segnato un progresso di solo +0,2 punti percentuali su base mensile, dopo il -0,1% m/m di aprile: il risparmio infatti è tornato a salire a livelli che non si vedevano da 15 anni, per timori di licenziamento. Le vendite al

dettaglio hanno registrato in maggio una variazione di +0,5% m/m, che porta il tendenziale a -9,6%. L'indice di fiducia elaborato dall'università del Michigan è salito in giugno a 70,8 da 68,7 rivisto del mese precedente, mentre quello elaborato dal Conference Board segna in giugno una pesante ritirata a 49,3 da 54,8 del mese precedente, invitando quindi alla cautela: è ancora troppo presto per sostenere che la crisi sia ormai alle spalle. Anche il settore edilizio sembra aver intrapreso un timido recupero: la spesa per costruzioni è salita in aprile di +0,8% su base congiunturale e -10,7% a/a, nonostante le aspettative fossero di forte ribasso, le vendite di case esistenti sono cresciute di +2,4% m/m e l'avvio di nuovi cantieri ha registrato in maggio un incoraggiante +17,2% m/m, che porta il tendenziale a -45,2%, dopo il -54,2% del mese precedente. Soltanto la vendita di nuove case appare in ritirata nel mese di maggio: la variazione congiunturale è stata di -0,6% e quella tendenziale di -32,8%. La strada verso il pieno recupero del settore immobiliare rimane lunga e incerta: le perdite tendenziali sono ancora molto elevate. Un rilancio immobiliare potrebbe essere tenuto in ostaggio dalla paura di un aumento dei tassi di interesse applicati ai mutui. Sul fronte dei prezzi, mentre gli indici generali fanno segnare le maggiori diminuzioni annue dagli anni '50, gli indicatori *core* rimangono saldamente in terreno positivo, allontanando così lo spettro della deflazione: l'indice generale dei prezzi al consumo ha registrato in maggio una variazione congiunturale di -0,1%, che porta il tendenziale a -1,3%, il livello più basso dall'aprile 1950, mentre l'indice depurato delle componenti più volatili, diminuito su base mensile di -0,1%, rimane a +1,8% a/a. La stessa dinamica si osserva ai primi stadi della commercializzazione, dove l'indice generale dei prezzi alla produzione ha registrato un +0,2% m/m in maggio, che porta il tendenziale a -5,0%, il livello più basso dall'agosto 1949. L'indice *core*, invece, diminuito di -0,1% rispetto al mese di aprile, mantiene un tendenziale a +3,0%. In aumento congiunturale appaiono in maggio sia gli indici dei prezzi export (+0,6% m/m, -6,5% a/a), sia soprattutto i prezzi import (+1,3% m/m, -17,6% a/a), in seguito ai nuovi aumenti dei prezzi petroliferi sui mercati internazionali. Alla luce di questi dati, riteniamo che l'atteggiamento della Fed rimanga immutato nei prossimi mesi: i tassi di riferimento sui Fed Fund resteranno al livello attuale e proseguirà nel contempo l'attività di *quantitative easing* già intrapresa.

### **Giappone: positivi segnali di recupero dell'economia**

La seconda stima disponibile sull'andamento dell'economia giapponese nel primo trimestre del 2009 rivede leggermente al rialzo quella precedentemente rilasciata: il Pil ha subito nel periodo una contrazione di -3,8% su base trimestrale e -3,3% su base annua. Essa è il risultato della diminuzione di tutte le componenti: i consumi privati sono scesi di -1,1% t/t e -0,5% a/a, gli investimenti fissi sono diminuiti di -6,7% t/t (rispetto al -7,7% t/t precedentemente stimato) e -7,9% a/a, mentre la contrazione del commercio estero è a due cifre: le esportazioni sono scese di -26,0% su base trimestrale e -10,2% su base annua, mentre le importazioni hanno registrato un -15,0% t/t e -3,5% rispetto all'anno precedente.

Dal lato dell'offerta, si registra anche in aprile un robusto aumento della produzione industriale, cresciuta di +5,9% su base mensile (-30,7% il tendenziale, in linea con il dato preliminare). Il PMI manifatturiero è salito in maggio a 46,6 da 41,4 rivisto di aprile; anche il Coincident Index of Business Condition è balzato nel mese di aprile a 11,0 dopo essere rimasto a 0,0 per moltissimo tempo. L'unica nota negativa proviene dagli ordini di macchinari industriali, pesantemente diminuiti in aprile (-5,4% su base mensile e -32,8% su base annua, ben al di sotto delle attese degli analisti). Dal lato della domanda, si nota il recupero dei consumi delle famiglie in maggio (+0,6% a/a in termini nominali e +1,8% a/a in termini reali) e la crescita del reddito disponibile (+0,9% a/a in termini nominali, +2,1% in termini reali). L'indice di attività di terziario, aumentato in aprile di +2,2% m/m dopo il -4,0% m/m di marzo, indica una ripresa del settore. L'indice di fiducia dei consumatori appare in risalita nel mese di maggio a 35,7 da 32,4 di aprile. Prosegue invece anche in maggio la diminuzione sia delle vendite al dettaglio (-2,8% a/a) sia delle vendite dei grandi magazzini (-4,5% a/a). Il mercato del lavoro registra in aprile l'aumento della forza lavoro (salita a 66,89 milioni dai 65,80 del mese precedente) come conseguenza dell'aumento congiunto del numero di occupati e disoccupati; inoltre, il tasso di disoccupazione è salito nel mese al 5,2% dal 4,8% di aprile. La crisi sta provocando un calo generalizzato dei prezzi e la deflazione è già realtà: sia l'indice generale dei prezzi al consumo, sia quello *core*, depurato delle componenti più volatili rappresentate dai prodotti freschi, sono scesi in maggio di -0,2% su base mensile, portando il tendenziale a -1,1%. L'indice CPI Tokio, sceso in giugno di -0,4% m/m e -1,5% su base tendenziale, anticipa che nei prossimi mesi la contrazione dei prezzi potrebbe essere addirittura maggiore. La responsabilità di questa nuova ondata deflattiva risiede in parte nel calo dei prezzi energetici della seconda parte dell'anno scorso e in parte nella debolezza della domanda interna, che segnala le difficoltà di ripresa del Paese. Anche ai primi stadi della commercializzazione si registrano forti diminuzioni dei prezzi: l'indice dei prezzi alla produzione è infatti sceso in maggio di -0,4% m/m, portando il tendenziale a -5,4%.

**Europa: inflazione negativa in giugno per la prima volta dall'inizio della serie**

La seconda stima relativa all'andamento dell'economia conferma per il I trimestre dell'anno la contrazione maggiore dal 1995, anno d'inizio della serie: il Pil è sceso di -2,5% t/t e -4,8% su base annua, come conseguenza della forte diminuzione degli investimenti fissi (scesi di -4,2% t/t e -10,4% a/a) e delle esportazioni (-8,1% t/t, -15,5% a/a). A pesare maggiormente sul risultato economico sono infatti le esportazioni (-3,2% t/t, -6,6% a/a), il decumulo delle scorte (-1,0% t/t e -0,4% a/a) e la contrazione degli investimenti fissi (-0,9% t/t, -2,3% a/a). Il contributo positivo delle importazioni (+2,9% t/t, +4,8% a/a) è in realtà conseguenza della loro diminuzione in termini assoluti. Il tasso di disoccupazione ha raggiunto in aprile il massimo dal 1999, toccando quota 9,2%, segno che la recessione inizia a premere sul mercato del lavoro, pesando di conseguenza sui consumi e sulla futura ripresa, visto che anche le retribuzioni sono rimaste al palo.

Mentre nelle altre grandi economie l'offerta segna un parziale recupero rispetto ai mesi precedenti, i dati provenienti dalla zona Euro sono ancora negativi: la produzione industriale, scesa in aprile di -1,9% m/m, ha riportato il maggiore calo annuo da gennaio 1990, anno di inizio della serie (-21,6% a/a, dopo il -19,3% a/a di marzo). Anche gli ordini all'industria hanno registrato i cali maggiori dall'inizio della serie (1995), scendendo di -1,0% su base mensile e -35,5% su base annua. Segnali positivi provengono dall'aumento dell'indice PMI manifatturiero, passato da 40,7 rivisto a 42,4 in giugno, e dal recupero del Leading Indicator elaborato dall'OCSE, che per il mese di aprile segnala un +0,8% m/m e -6,3% a/a, in recupero dopo il -7,9% a/a del mese precedente. Anche l'ESI appare in aumento nel mese di giugno (da 70,2 rivisto a 73,3). Dal lato della domanda si osserva in aprile il primo aumento delle vendite al dettaglio da settembre 2008: sono cresciute di +0,2% m/m (-2,3% a/a). Sul fronte dei prezzi, l'indice generale de prezzi al consumo, salito di +0,1% m/m, ha raggiunto in maggio il livello più basso dall'inizio della serie, rimanendo invariato su base tendenziale e confermando così la stima *flash*. L'indice *core* invece, invariato su base mensile, ha portato il tendenziale a +1,5%, dopo il +1,8% di aprile, allontanando così per il momento i rischi di deflazione. La stima *flash* relativa al mese di giugno prevede un tasso di inflazione negativo per la prima volta dall'inizio della serie (1997): ci si attende infatti che esso scenda a -0,1% a/a, dopo essere rimasto invariato in maggio. Forte è la contrazione dell'indice dei prezzi alla produzione, che in maggio è sceso di -1,0% m/m e -4,6% a/a, facendo registrare il calo annuo maggiore dall'inizio della serie (1981).

Nelle scorse settimane la Bce ha dato avvio alla prima operazione di rifinanziamento a 12 mesi nella forma di pronti contro termine al tasso fisso dell'1% e con soddisfazione completa delle richieste, che ha avuto come prima ed immediata conseguenza la forte discesa di tutti i tassi d'interesse del mercato monetario, dall'EONIA *overnight*, crollato al livello minimo di 0,43%, all'Euribor. L'obiettivo è dare alle banche tutta la liquidità necessaria per aiutare a raffreddare le tensioni sul mercato monetario, esortare gli istituti a prestarsi denaro e garantire bassi tassi di interesse a famiglie e imprese per sostenere nuovi prestiti e nuovi investimenti. Sulla base dei dati economici a disposizione e delle operazioni monetarie condotte, riteniamo che la Bce decida di mantenere invariato il tasso di interesse di riferimento nelle prossime riunioni (Scen. B e C, prob. congiunta 90%). Non escludiamo però che la Banca Centrale possa intervenire a favore di un'ulteriore riduzione di 25 p.b. del tasso di riferimento se la situazione dovesse mostrarsi più grave del previsto (Scen. A, prob. 10%)

Non sono ancora disponibili i dati definitivi relativi all'andamento dell'economia della **Germania** nei primi tre mesi dell'anno: la prima stima segnalava la maggiore contrazione congiunturale dall'inizio della serie (1970), con la diminuzione di -3,8% t/t e -6,9% a/a del Pil, causata principalmente dal crollo degli investimenti fissi e delle esportazioni nette. Peggiora la condizione del mercato del lavoro in giugno: il numero dei disoccupati è infatti salito di +31mila unità, dopo i +7mila rivisti di maggio, sebbene le previsioni fossero maggiormente pessimiste (+50mila); il tasso di disoccupazione è salito all'8,3% dall'8,2% di maggio, finora tenuto a freno da numerosi ammortizzatori sociali.

Nessun segnale di recupero appare dal lato dell'offerta, stretto in una morsa sia all'interno che all'estero: la produzione industriale è scesa di -1,9% m/m e -26,7% su base annua in aprile, ben al di sotto delle aspettative degli analisti; anche gli ordini all'industria manifatturiera, invariati su base mensile, hanno registrato un crollo tendenziale di -37,1%. Solo gli indici di fiducia, volatili e incostanti, mostrano un certo miglioramento: lo Zew è balzato in giugno a 44,8 da 31,1, l'Ifo è salito a 85,9 da 84,3, mentre la stima *flash* vede il PMI manifatturiero in risalita a 40,5 da 39,6 rivisto di maggio. Proprio mentre gli indici di fiducia lanciano segnali di una certa stabilizzazione, i principali centri di ricerca tedeschi continuano ad essere pessimisti sul futuro della congiuntura, preoccupati dall'aumento della disoccupazione e da un indebitamento a livello mondiale che comporteranno un calo dei consumi. La domanda è tornata in aprile su un sentiero di crescita, con le vendite al dettaglio aumentate di +0,9% m/m (-0,4% a/a). Sul fronte dei prezzi prosegue la

moderazione in corso da mesi: sia l'indice nazionale dei prezzi al consumo sia quello armonizzato hanno registrato una variazione congiunturale di +0,4%, che porta i tendenziali rispettivamente a +0,1% e 0,0%. Più marcata è stata la moderazione ai primi stadi della commercializzazione, dove l'indice dei prezzi alla produzione, invariato su base mensile, ha registrato il maggior calo annuo dall'aprile 1987, scendendo di -3,6% rispetto a maggio 2008.

La stima definitiva relativa all'andamento dell'economia della **Francia** nel I trimestre dell'anno conferma i dati precedentemente rilasciati: il Pil è sceso nel periodo di -1,2% su base trimestrale e -3,2% a/a, in seguito alla forte diminuzione delle esportazioni e degli investimenti fissi. In realtà, a pesare maggiormente sul risultato economico è stata la diminuzione delle scorte (-0,7% t/t il loro contributo) e la contrazione della domanda domestica (-0,4% t/t). Bisogna però sottolineare che complessivamente la *performance* francese risulta migliore rispetto alla media europea e al risultato degli altri grandi Paesi. Il tasso di disoccupazione è apparso in aumento all'8,9% in aprile, dall'8,8% del mese precedente. Anche in aprile è proseguita la contrazione della produzione industriale, che ha fatto segnare una variazione di -1,4% su base mensile e -17,1% su base annua, nonostante gli analisti la attendessero a -0,4% m/m. Timidi segnali positivi provengono dagli ordini all'industria, cresciuti nel mese di aprile di +0,5% m/m, e dal recupero degli indici di fiducia in giugno: il PMI manifatturiero è salito a 45,5 da 43,3 rivisto e l'indice di fiducia delle imprese è passato a 75 da 73 rivisto di maggio. Dal lato della domanda si osserva la diminuzione dei consumi delle famiglie in maggio (-0,2% m/m, -1,6% a/a), mentre aumenta l'indice di fiducia dei consumatori in giugno, passando da -40 a -37 e battendo al rialzo le previsioni di mercato. Sul fronte dei prezzi prosegue la forte moderazione in corso dagli scorsi mesi: l'indice generale dei prezzi al consumo è sceso di -0,1% m/m, portando il tendenziale a -0,2%, ai minimi storici dal 1957 e l'indice calcolato sul paniere armonizzato, cresciuto di +0,3% m/m, si è attestato a -0,3% a/a. Ai primi stadi della commercializzazione il processo di disinflazione è ancora più marcato: l'indice dei prezzi alla produzione è sceso di -0,6% m/m e -5,5% su base annua.

#### **Italia: marcate moderazioni dei prezzi a tutti gli stadi della commercializzazione**

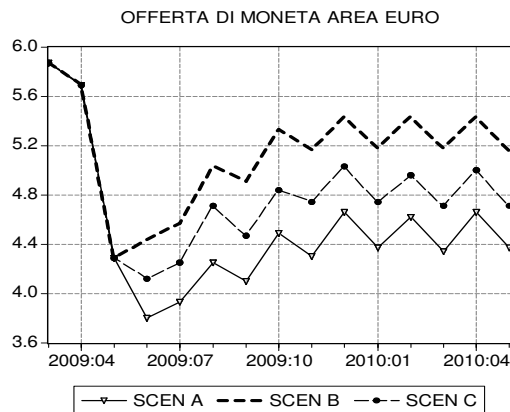
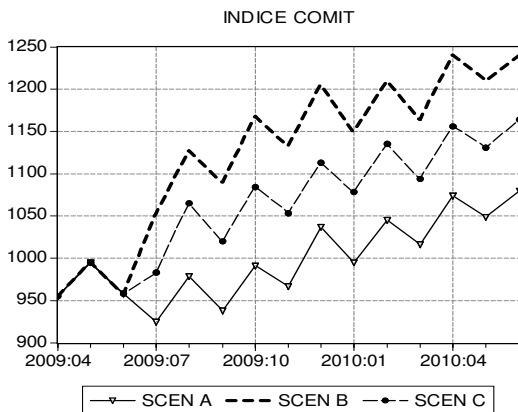
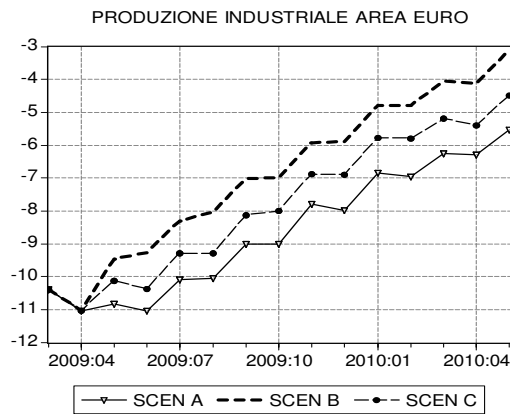
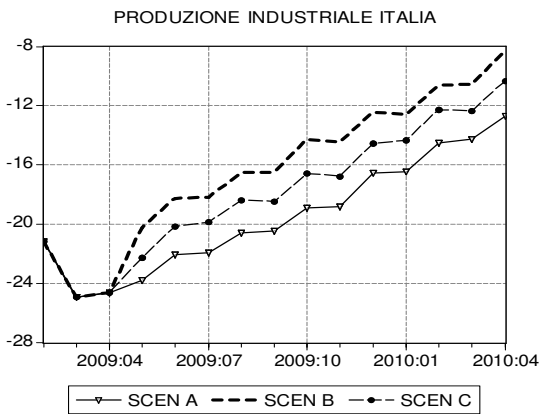
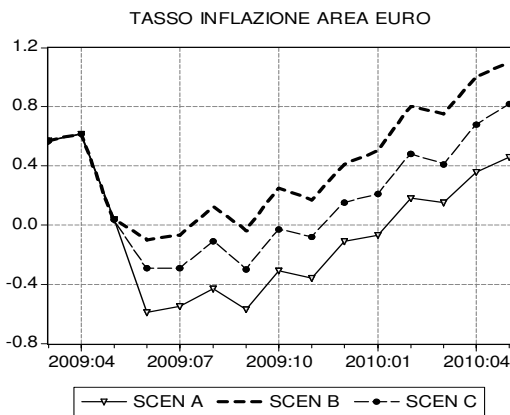
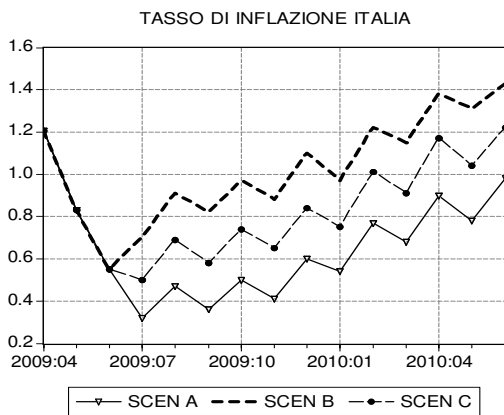
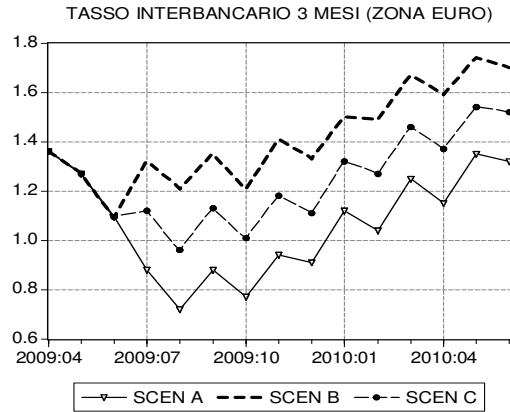
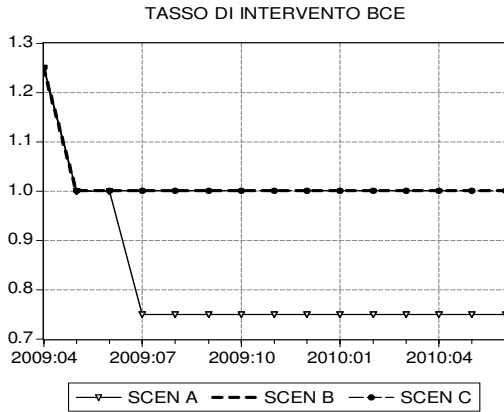
Il dato definitivo corregge al ribasso la stima preliminarmente rilasciata: il Pil è diminuito nel I trimestre di -2,6% su base congiunturale e -6,0% su base annua, facendo registrare il maggior calo dal 1980, contro il -2,4% t/t e -5,9% a/a precedentemente stimato. Per quanto riguarda il commercio con l'estero, nel mese di aprile si è verificata una diminuzione dell'attivo della bilancia commerciale nei confronti degli altri paesi UE, in seguito ad una contrazione delle esportazioni (-4,5% m/m) maggiore di quella dell'import (-4,2% m/m), mentre il saldo della bilancia commerciale con il resto del mondo è tornato in terreno positivo in maggio, a causa di un aumento delle esportazioni (+0,5% m/m) e della contestuale diminuzione dell'import (-3,2% m/m).

Non ancora positivi sono i segnali che provengono dal lato dell'offerta: la produzione industriale, pur essendo cresciuta di +1,1% in aprile rispetto al mese precedente, ha fatto registrare il maggior calo annuo dal 1980, anno di inizio della serie, scendendo di -24,2%. Il fatturato industriale, invariato in aprile su base mensile, è calato di -22,2% rispetto all'anno precedente, e gli ordini all'industria rimangono in affanno: sono infatti diminuiti di -3,7% su base congiunturale e -32,2% su base annua, ben al di sotto delle previsioni degli analisti. Solo gli indici di fiducia mostrano segni di recupero: il PMI manifatturiero è salito in maggio a 41,1 da 37,2 (previsione: 39,2), mentre quello dei servizi è passato da 42,0 a 43,1 (previsione: 43,0) e l'indice di fiducia delle imprese manifatturiere ha raggiunto quota 69,3 da 68,8 rivisto di maggio (previsione: 70,0). Solo l'indice di fiducia dei servizi appare in contrazione: esso è infatti diminuito a -12 da -6 rivisto del mese precedente. Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio per il mese di aprile sono diminuite di -0,4% m/m e -0,6% a/a, dopo il +0,2% m/m e -4,5% a/a, mentre la fiducia dei consumatori per il mese di giugno segna un ulteriore recupero: l'indice infatti da 104,9 del mese precedente ha raggiunto quota 105,4, il miglior risultato da dicembre 2007. Sul fronte dei prezzi, prosegue anche in maggio la forte moderazione in corso da mesi: l'indice dei prezzi al consumo è aumentato di +0,2% m/m, portando il tendenziale a +0,9%, il livello più basso dal 1969, e l'indicatore calcolato sul paniere armonizzato ha registrato una variazione di +0,6% m/m (+0,8% a/a). La stima *flash* per il mese di giugno prevede una variazione dei prezzi al consumo di +0,1% su base mensile e +0,5% su base annua, che rappresenterebbe, se confermata, il minor aumento da gennaio 1968. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione segnala una contrazione mensile di -0,2% e un calo annuo di -6,1%, il maggiore da gennaio 2006.

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

A (10%)	B (20%)	C (70%)
<p><b>Usa:</b> la crisi, scoppiata nel comparto finanziario, continua ad avere effetti negativi sull'economia reale, generando recessione, ulteriore peggioramento della situazione nel mercato del lavoro, diminuzione della produzione industriale e 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 dalla contrazione dei consumi. Anche le esportazioni rallentano a causa della crisi globale e i timidi segnali positivi registrati sono soltanto una pausa nel ritmo di contrazione. 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><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 luglio a favore di una nuova riduzione dei tassi di 25 p.b., per scuotere i mercati e combattere un'inflazione in continuo calo.</p>	<p><b>Usa:</b> i mercati finanziari stanno ora scontando una ripresa dell'economia nella seconda parte del 2009, convinti che la recessione abbia ormai raggiunto il suo punto più basso. Le turbolenze sui mercati finanziari si riassorbono progressivamente, grazie anche alle ingenti misure a sostegno della liquidità e del recupero del sistema bancario. I timidi segnali positivi provenienti dagli indici di fiducia e dal recupero degli ordini all'industria fanno presagire che 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 e neutralizzare l'aumento dei tassi a lungo, che potrebbe costituire un ostacolo alla ripresa.</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 rallenta il ritmo di contrazione, anche in seguito al robusto stimolo proveniente dalla politica monetaria espansiva e alle misure messe in atto a livello governativo nei singoli Paesi per contrastare la crisi. La Bce si affiderà alla politica di <i>credit easing</i> per sostenere la crescita economica, grazie anche al rientro dei rischi di deflazione.</p>	<p><b>Usa:</b> compaiono importanti segnali positivi, quali il recupero diffuso degli indici di fiducia e la ripresa degli ordini all'industria, che rafforzano l'idea di una stabilizzazione in corso. La situazione economica rimane però grave: a preoccupare principalmente sono i dati provenienti dal mercato del lavoro, in cui non sembra arrestarsi l'emorragia di disoccupati. 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 una severa recessione. Enormi sono le diminuzioni della produzione e degli ordini industriali, congiunte alla contrazione della domanda. Questo quadro, unito alla forte disinflazione, spinge la Bce a proseguire la sua politica monetaria espansiva a sostegno della crescita, nella forma di acquisti di obbligazioni garantite e raddoppio della durata delle operazioni di rifinanziamento a tasso fisso.</p>

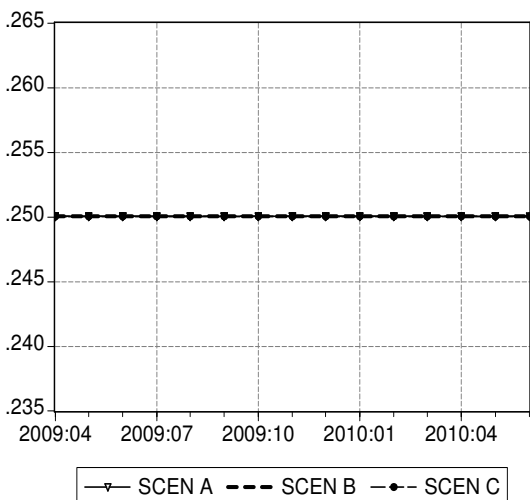
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE**  
*Dati mensili*



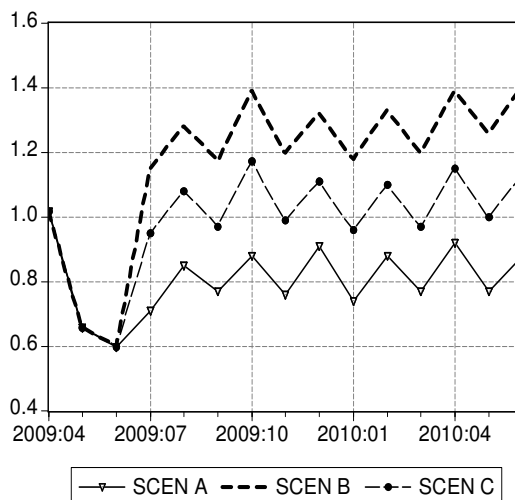


**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE**  
*Dati mensili*

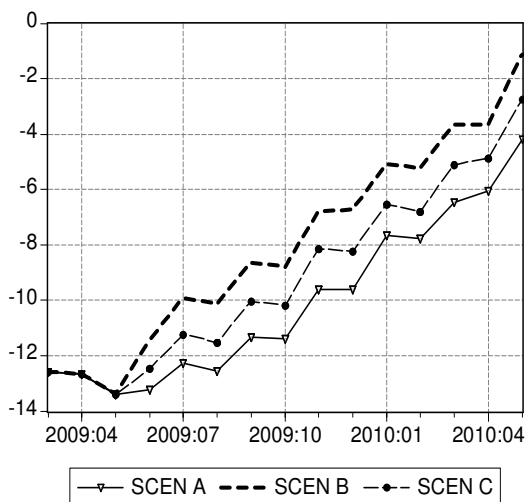
TASSO DI INTERVENTO FED



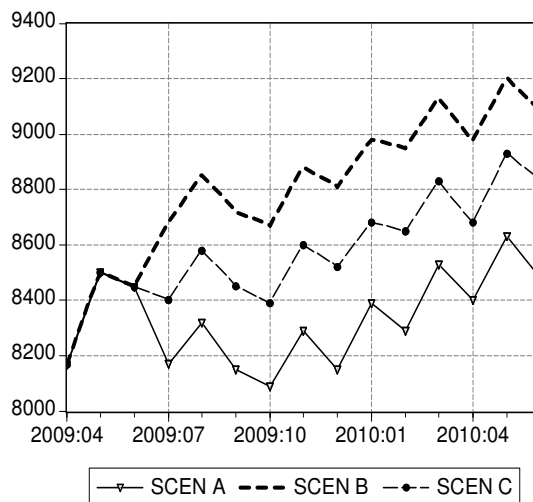
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



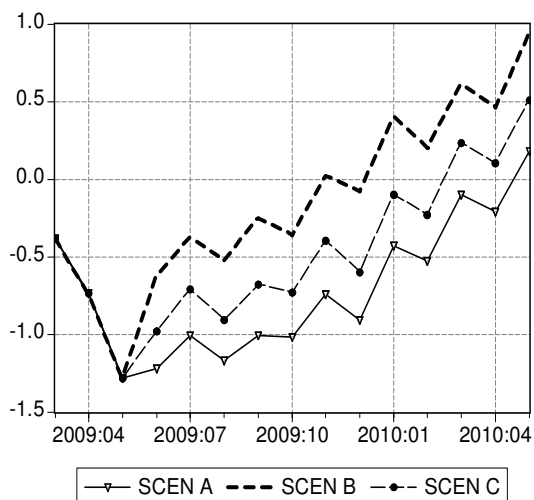
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



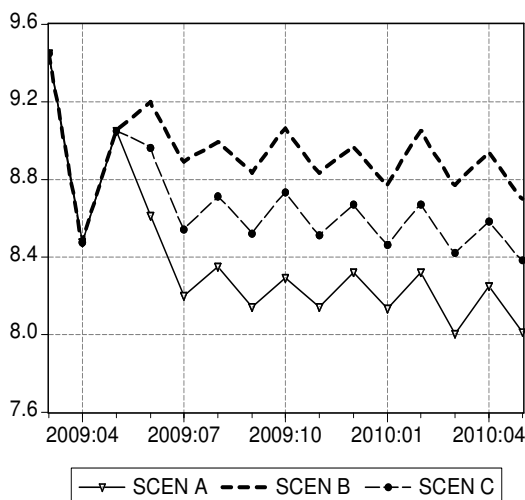
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

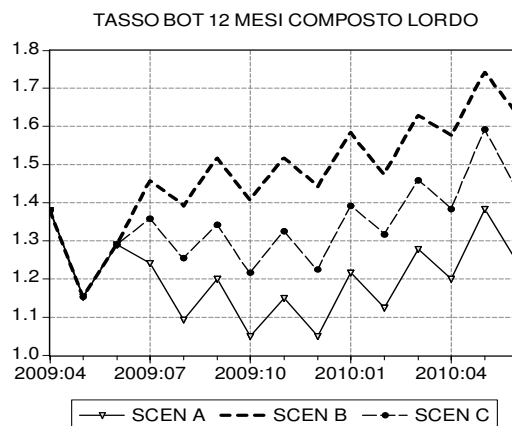
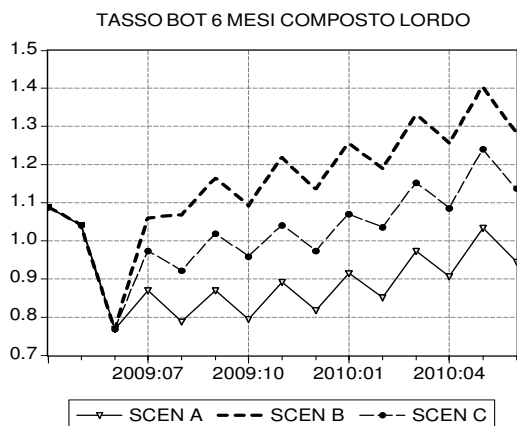
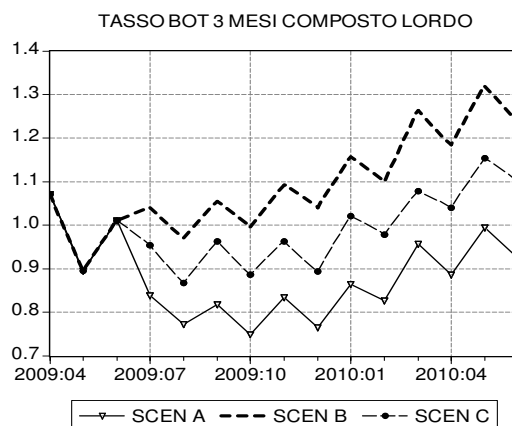
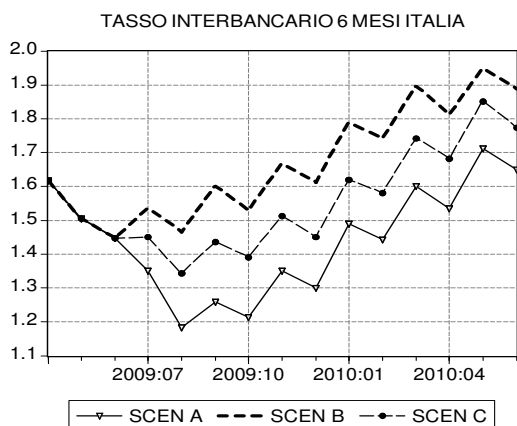
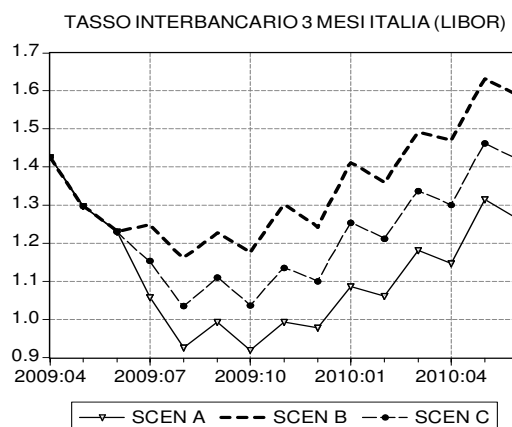
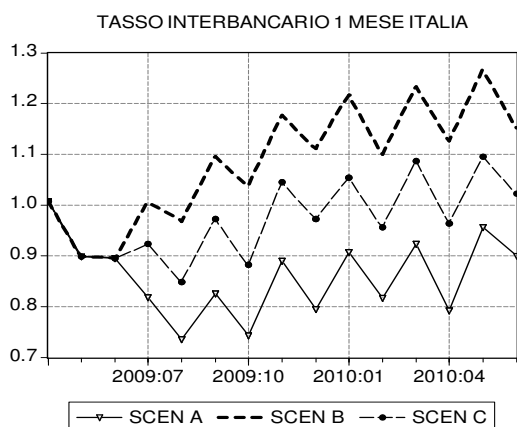
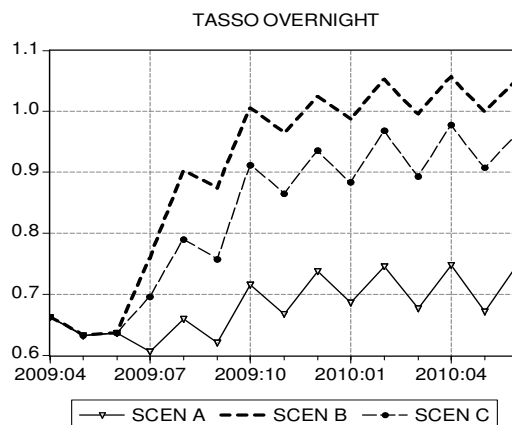
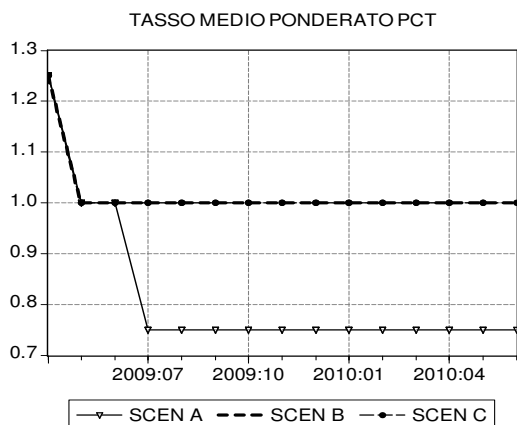
**Tassi interbancari:** prosegue anche in giugno la diminuzione dei tassi interbancari, dopo il picco raggiunto lo scorso autunno. La crisi che ha investito il sistema finanziario americano e che ha costretto lo Stato a correre ai ripari con interventi di salvataggio pubblico, sta avendo pesanti effetti 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 forte contrazione del Pil nel I trimestre dell'anno, seppure corretta leggermente al rialzo, e i dati pesantemente negativi provenienti dal mercato del lavoro. In Europa negativa rimane la situazione dal lato dell'offerta, accanto ad un mercato del lavoro in contrazione e ad un rapido rientro dell'inflazione. In questo fosco quadro, iniziano però a comparire alcuni timidi segnali positivi (dal balzo di tutti gli indici di fiducia all'aumento degli ordini all'industria in America), che potrebbero condurre ad una ripresa dell'attività verso la fine dell'orizzonte previsivo. Dato l'attuale scenario economico, è quindi verosimile attendersi che i tassi interbancari diminuiscano ulteriormente nei prossimi mesi, per poi riprendere un sentiero ascendente in seguito. In particolare se la dinamica economica negli Stati Uniti e nell'Area Euro mostrasse una certa tendenza alla stabilizzazione, (scenario C), i tassi interbancari dovrebbero attestarsi a +1,02% per la scadenza ad un mese, +1,42% per la scadenza a tre mesi e +1,77% per quella a sei mesi a giugno 2010. Qualora l'economia di Eurolandia consolidasse e rafforzasse nei prossimi mesi i timidi segnali positivi odierni (scenario B), i tre tassi interbancari considerati potrebbero raggiungere alla fine dell'orizzonte di previsione un valore di +1,15% (1 mese), +1,59% (3 mesi) e +1,89% (6 mesi). Nel caso in cui, invece, la crisi continuasse ad avere effetti pesantemente negativi anche in Europa, con ulteriore contrazione della domanda, sia interna che estera, e continua flessione della produzione industriale (scenario A), i diversi tassi interbancari si porterebbero rispettivamente a +0,90%, +1,26% e +1,65% alla fine dell'orizzonte di previsione.

**Struttura a termine:** nel mese di giugno 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* di leggera stabilizzazione, diverso 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 giugno 2010 quota +2,35% (3 anni), +3,04% (5 anni), +3,35% (7 anni) e +3,57% (10 anni). Qualora l'andamento economico europeo manifestasse una certa ripresa (scenario B), il recupero dei rendimenti sarebbe più marcato, attestandosi su valori di +2,46%, +3,15%, +3,43%, +3,67% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni al termine dell'orizzonte previsivo considerato. Se si verificasse, invece, un pesante rallentamento dell'economia (scenario A), i rendimenti scenderebbero, con il decennale a +3,46% a giugno 2010.

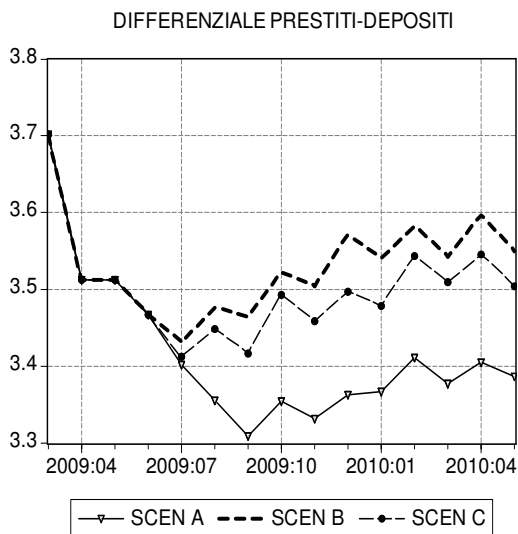
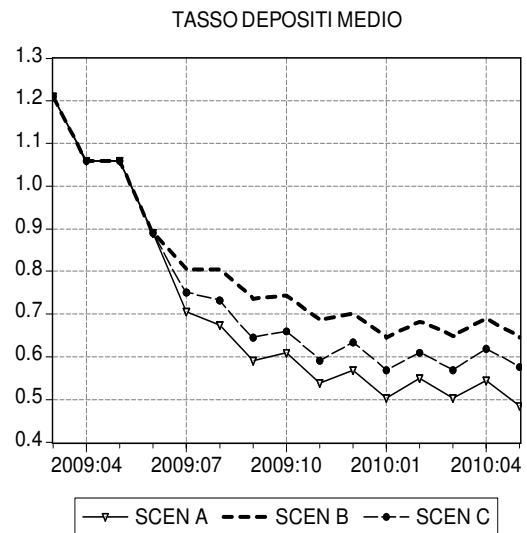
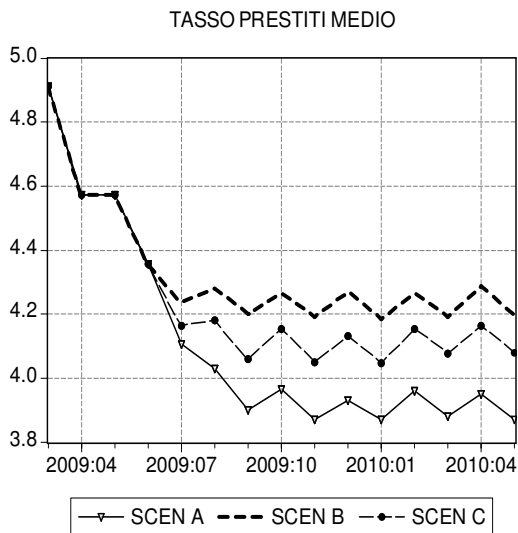
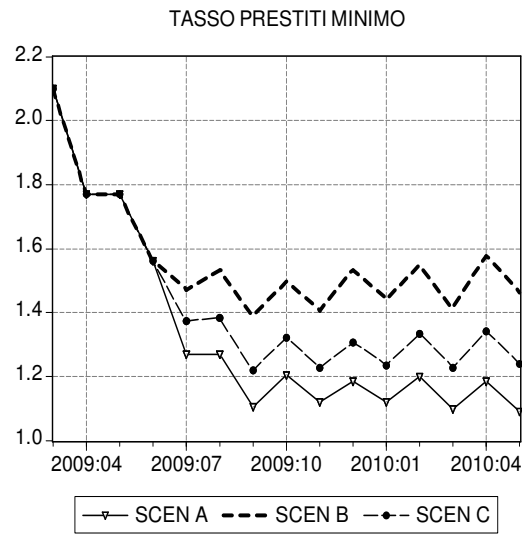
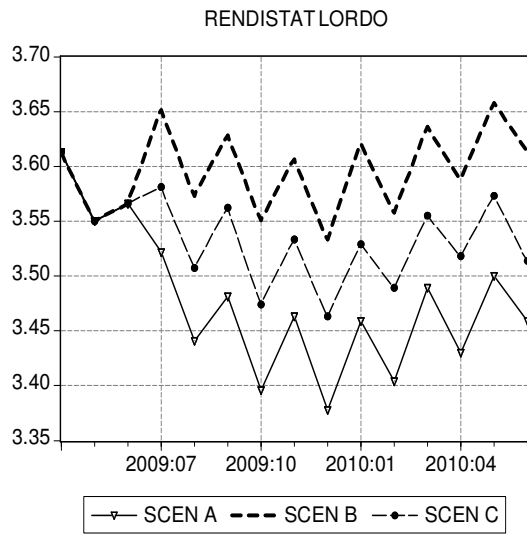
**Tassi bancari:** sia il tasso medio sui depositi che quello sui prestiti proseguono il loro *trend* decrescente. Nei prossimi mesi ci attendiamo che entrambi i tassi registrino una marcata tendenza alla diminuzione, di entità diversa a seconda dell'evoluzione dell'ambiente economico. Nel caso in cui la crescita del prodotto europeo si mantenesse su di un passo simile all'attuale (scenario C), ci aspettiamo che il tasso medio sui prestiti manifesti una tendenza al ribasso fino a quota +4,13%, mentre il tasso medio sui depositi si attesti intorno ad un valore di +0,62%. In uno scenario di ripresa economica (scenario B), l'andamento dei tassi registrerebbe diminuzioni leggermente più contenute, rispettivamente a quota +4,27% e +0,70% al termine dell'orizzonte di previsione. Se però la congiuntura risultasse fortemente penalizzata dall'andamento globale (scenario A), il tasso sui prestiti si fermerebbe a quota +3,94% e quello sui depositi di +0,55% a giugno 2010.

**Volumi bancari:** in base ai risultati delle simulazioni, la variazione tendenziale dei volumi seguirà un andamento crescente sia per i prestiti che per i depositi nel periodo considerato. Nel caso in cui l'espansione economica europea non si discostasse troppo dagli attuali ritmi di crescita (scenario C), il tasso di variazione tendenziale dei depositi toccherebbe un valore di +13,10% a giugno del prossimo anno, mentre la variazione tendenziale del volume dei prestiti nello stesso periodo dovrebbe essere di +9,00%.

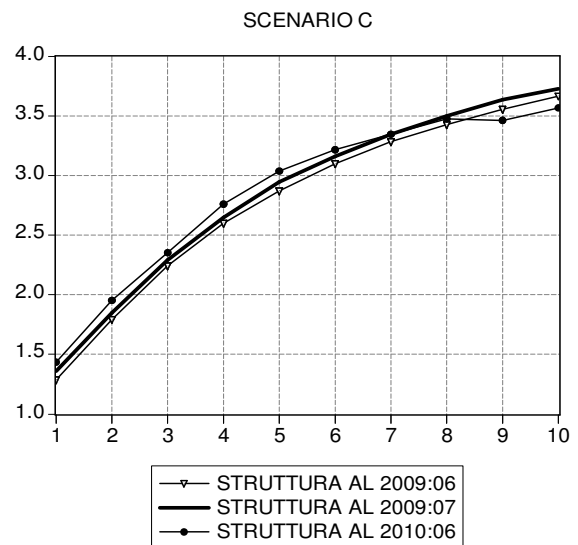
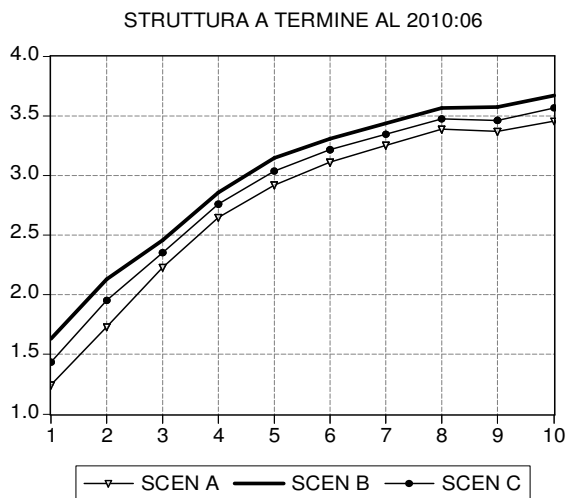
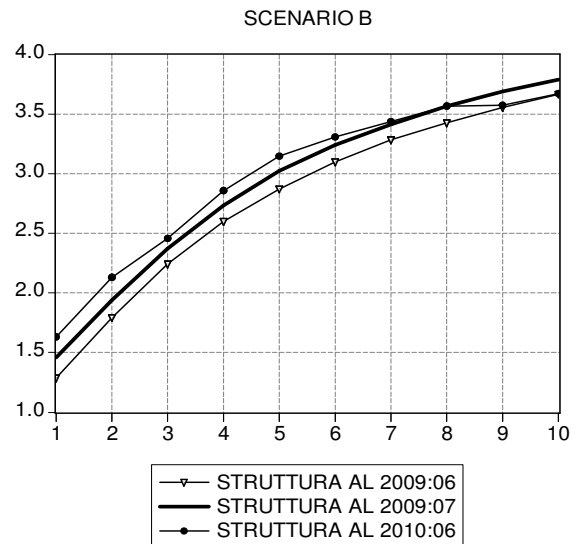
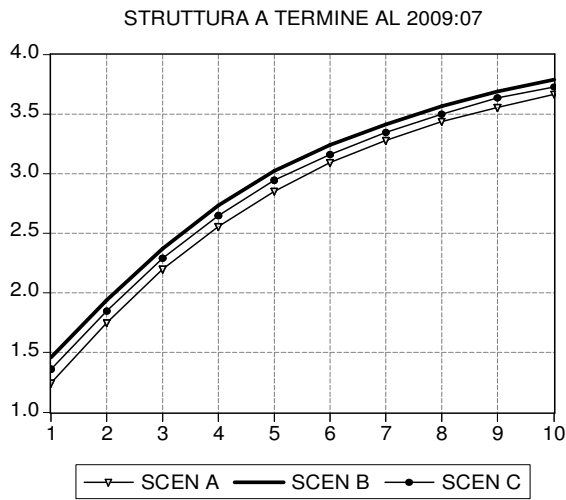
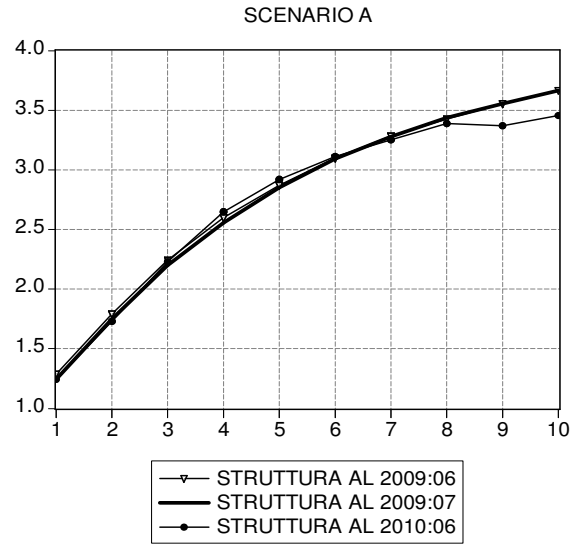
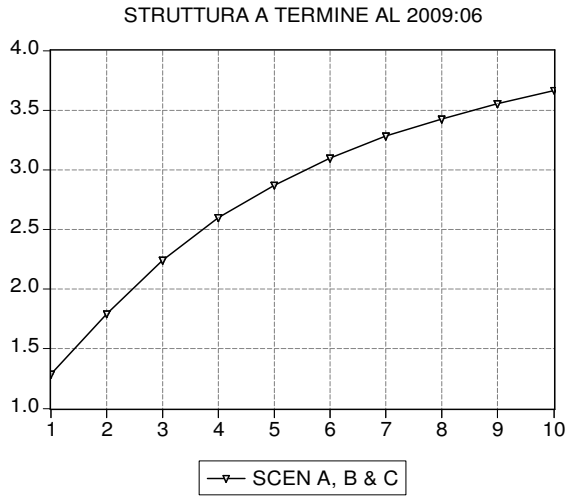
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**



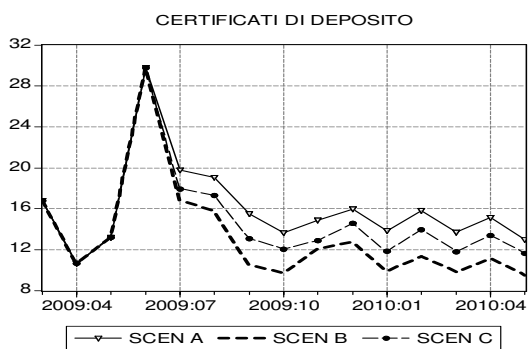
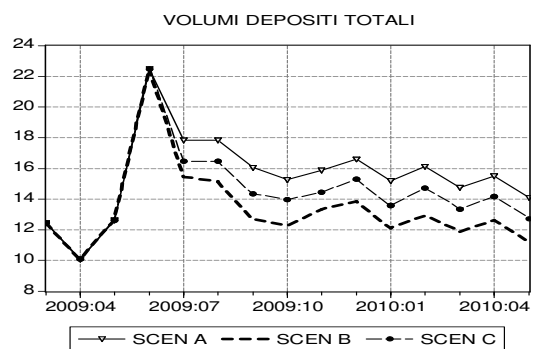
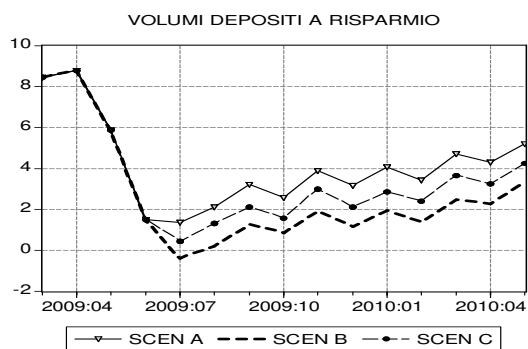
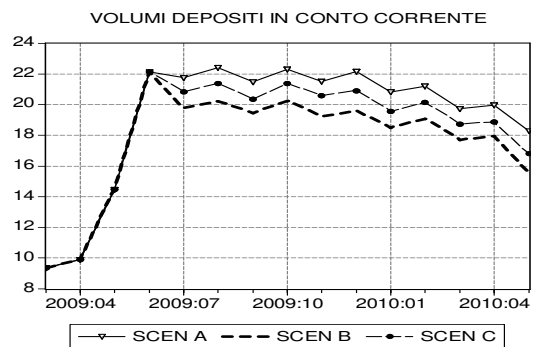
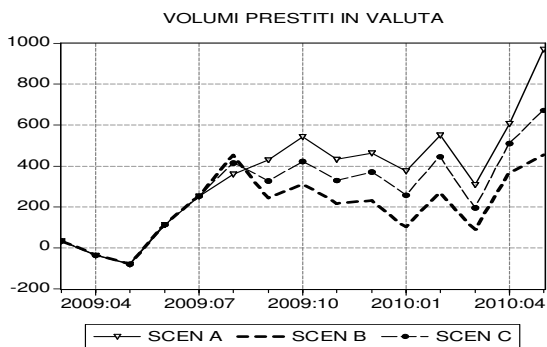
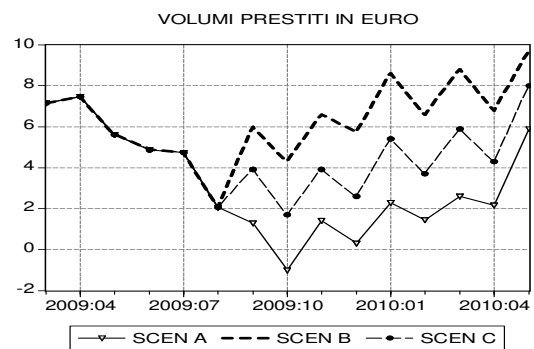
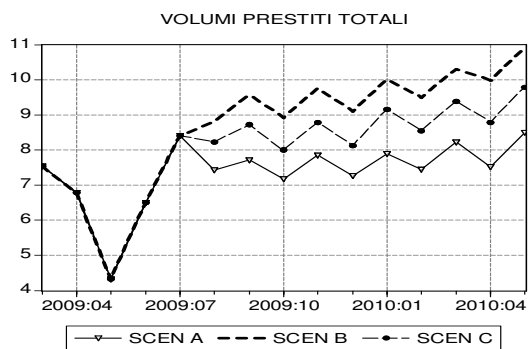
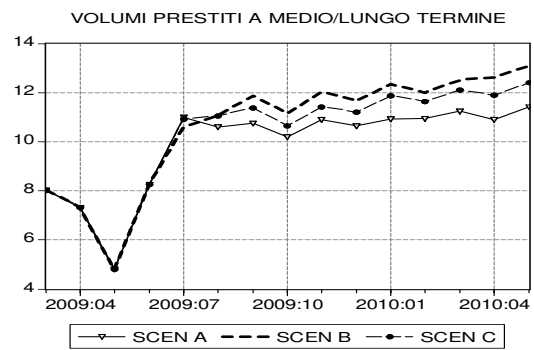
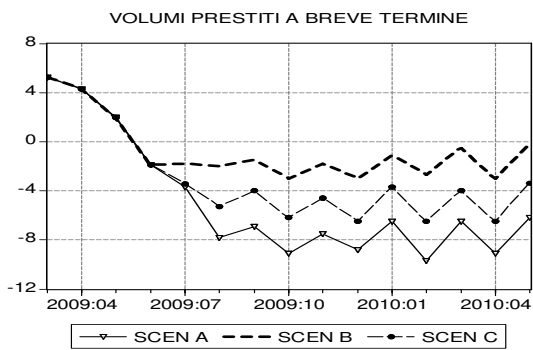
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**



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



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



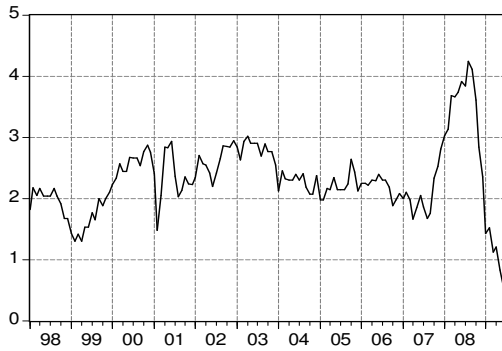
SCENARIO A	08 12	09 1	09 2	09 3	09 4	09 5	09 6	09 7	09 8	09 9	09 10	09 11	09 12	10 1	10 2	10 3	10 4	10 5	10 6
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	2.50	2.00	2.00	1.50	1.25	1.00	1.00	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Indice COMIT	943	896	782	793	955	995	958	925	979	938	991	967	1037	995	1045	1016	1074	1049	1080
Produzione Industriale	-12.8	-17.0	-21.2	-24.9	-24.7	-23.8	-22.1	-21.9	-20.6	-20.5	-18.9	-18.8	-16.5	-16.5	-14.5	-14.3	-12.7	-12.9	-11.9
Tasso di Inflazione (Arm.)	2.4	1.4	1.5	1.1	1.2	0.8	0.6	0.3	0.5	0.4	0.5	0.4	0.6	0.5	0.8	0.7	0.9	0.8	1.0
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	2.50	2.00	2.00	1.50	1.25	1.00	1.00	0.75	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	2.45	1.75	1.16	0.95	0.66	0.63	0.64	0.61	0.66	0.62	0.71	0.67	0.74	0.69	0.75	0.68	0.75	0.67	0.75
T. Interb. 1m lett.	3.18	2.23	1.62	1.28	1.01	0.90	0.89	0.82	0.74	0.83	0.74	0.89	0.79	0.91	0.82	0.92	0.79	0.96	0.90
T. Interb. 3m lett.	3.60	2.55	1.95	1.65	1.42	1.30	1.23	1.06	0.93	0.99	0.92	0.99	0.98	1.09	1.06	1.18	1.15	1.32	1.26
T. Interb. 6m lett.	3.66	2.63	2.04	1.80	1.62	1.50	1.45	1.35	1.18	1.26	1.21	1.35	1.30	1.49	1.44	1.60	1.54	1.71	1.65
T. Depositi medio	1.99	1.67	1.47	1.21	1.06	1.06	0.89	0.71	0.68	0.59	0.61	0.54	0.57	0.50	0.55	0.50	0.55	0.48	0.55
T. Prestiti medio	6.08	5.50	5.17	4.91	4.57	4.57	4.36	4.11	4.03	3.90	3.96	3.87	3.93	3.87	3.96	3.88	3.95	3.87	3.94
T.prest. medio - T.dep. medio	4.09	3.83	3.70	3.70	3.51	3.51	3.47	3.40	3.36	3.31	3.35	3.33	3.36	3.37	3.41	3.38	3.41	3.39	3.39
T. BOT comp. lordo 3m	2.52	1.69	1.23	1.10	1.07	0.90	1.01	0.84	0.77	0.82	0.75	0.83	0.77	0.86	0.83	0.96	0.89	0.99	0.93
T. BOT comp. lordo 6m	1.94	1.50	1.26	1.19	1.09	1.04	0.77	0.87	0.79	0.87	0.80	0.89	0.82	0.91	0.85	0.97	0.91	1.03	0.94
T. BOT comp. lordo 12m	2.67	1.87	1.39	1.33	1.38	1.15	1.29	1.24	1.09	1.20	1.05	1.15	1.05	1.22	1.13	1.28	1.20	1.38	1.24
Rendistat lordo	4.13	4.01	3.80	3.77	3.61	3.55	3.57	3.52	3.44	3.48	3.40	3.46	3.38	3.46	3.40	3.49	3.43	3.50	3.46
Rendistat netto	3.62	3.51	3.33	3.29	3.16	3.11	3.12	3.08	3.01	3.05	2.97	3.03	2.96	3.03	2.98	3.05	3.00	3.06	3.03
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	2.93	2.53	2.35	2.12	2.14	2.12	2.24	2.20	2.12	2.19	2.13	2.23	2.17	2.24	2.16	2.27	2.19	2.28	2.23
Rend. BTP a 5 anni	3.21	3.00	2.80	2.66	2.71	2.84	2.87	2.85	2.78	2.86	2.79	2.89	2.83	2.91	2.84	2.95	2.87	2.96	2.92
Rend. BTP a 7 anni	3.45	3.36	3.13	3.03	3.10	3.32	3.28	3.28	3.20	3.27	3.20	3.27	3.21	3.27	3.22	3.28	3.23	3.29	3.25
Rend. BTP a 10 anni	3.75	3.75	3.50	3.41	3.49	3.77	3.67	3.66	3.56	3.61	3.54	3.58	3.51	3.58	3.49	3.54	3.48	3.53	3.46
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2319.712	2334.887	2347.015	2344.412	2326.769	2319.214	2374.263	2421.606	2406.875	2442.108	2675.91	2531.64	2488.12	2519.34	2521.63	2537.36	2501.97	2516.35	2558.51
Prestiti in euro	2284.916	2299.864	2321.282	2301.220	2306.108	2312.960	2302.951	2304.077	2252.083	2261.999	2434.836	2344.31	2291.771	2352.76	2354.49	2361.05	2356.04	2449.42	2355.92
Prestiti in valuta	34.796	35.023	25.733	43.192	20.661	6.254	71.312	117.529	154.792	180.109	241.074	187.326	196.352	166.583	167.145	176.305	145.933	66.923	202.587
Prestiti a breve	403.026	405.970	399.089	396.949	393.010	382.566	378.188	376.076	355.540	363.281	355.584	357.950	367.560	379.582	360.377	371.147	357.246	358.847	350.958
Prestiti a m/l	1916.686	1928.917	1947.926	1947.463	1933.759	1936.648	1996.075	2045.530	2051.335	2078.827	2320.327	2173.691	2120.563	2139.761	2161.256	2166.210	2144.729	2157.500	2207.547
Depositi totali	1712.505	1713.023	1701.016	1712.873	1704.074	1810.797	1931.077	1851.586	1861.068	1872.129	2157.831	2008.357	1996.952	1973.231	1975.050	1965.693	1968.205	2065.938	2214.945
Depositi in c/c	682.986	676.883	674.989	683.259	701.848	737.388	785.405	763.559	745.300	769.904	795.657	797.332	834.268	817.878	818.087	817.929	841.867	872.256	929.448
Depositi a risparmio	243.719	249.199	250.777	252.680	253.529	246.199	236.030	235.944	239.701	242.393	242.192	246.795	251.421	259.341	259.379	264.556	264.431	259.001	246.604
Certif. deposito	785.800	786.941	775.250	776.934	748.697	827.211	909.642	852.082	876.067	859.831	1119.983	964.230	911.264	896.012	897.584	883.208	861.908	934.682	1038.893
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	7.37	9.07	8.06	7.54	6.79	4.32	6.50	8.41	7.43	7.72	7.17	7.86	7.26	7.90	7.44	8.23	7.53	8.50	7.76
Prestiti in euro	7.37	9.07	8.50	7.17	7.45	5.62	4.87	4.72	2.05	1.29	-1.00	1.40	0.30	2.30	1.43	2.60	2.17	5.90	2.30
Prestiti in valuta	7.37	9.07	-21.01	32.08	-36.78	-81.25	113.25	250.78	360.62	429.63	543.67	432.07	464.30	375.63	549.53	308.19	606.32	970.08	184.09
Prestiti a breve	8.32	7.73	5.36	5.25	4.31	1.96	-1.90	-3.70	-7.80	-6.90	-9.10	-7.50	-8.80	-6.50	-9.70	-6.50	-9.10	-6.20	-7.20
Prestiti a m/l	7.17	9.36	8.63	8.02	7.31	4.80	8.25	10.98	10.60	10.76	10.19	10.89	10.64	10.93	10.95	11.23	10.91	11.40	10.59
Depositi totali	13.00	14.38	12.14	12.46	10.07	12.63	22.48	17.83	17.83	16.05	15.25	15.87	16.61	15.19	16.11	14.76	15.50	14.09	14.70
Depositi in c/c	7.34	8.45	9.95	9.35	9.92	14.48	22.13	21.76	22.40	21.46	22.29	21.51	22.15	20.83	21.20	19.71	19.95	18.29	18.34
Depositi a risparmio	7.00	7.87	8.16	8.45	8.77	5.86	1.50	1.35	2.12	3.21	2.57	3.89	3.16	4.07	3.43	4.70	4.30	5.20	4.48
Certif. deposito	20.63	22.49	15.53	16.78	10.67	13.15	29.77	19.76	19.06	15.49	13.64	14.85	15.97	13.86	15.78	13.68	15.12	12.99	14.21

SCENARIO B	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	10 4	10 5	10 6
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	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	1.00	1.00
Indice COMIT	943	896	782	793	955	995	958	1053	1127	1090	1168	1133	1205	1150	1210	1164	1240	1210	1240
Produzione Industriale	-12.8	-17.0	-21.2	-24.9	-24.7	-20.2	-18.3	-18.2	-16.5	-16.5	-14.3	-14.5	-12.4	-12.6	-10.6	-10.6	-8.4	-8.9	-7.4
Tasso di Inflazione (Arm.)	2.4	1.4	1.5	1.1	1.2	0.8	0.6	0.7	0.9	0.8	1.0	0.9	1.1	1.0	1.2	1.2	1.4	1.3	1.4
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	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	1.00	1.00
T. Overnight media d/l	2.45	1.75	1.16	0.95	0.66	0.63	0.64	0.76	0.90	0.87	1.01	0.96	1.02	0.99	1.05	1.00	1.06	1.00	1.05
T. Interb. 1m lett.	3.18	2.23	1.62	1.28	1.01	0.90	0.89	1.01	0.97	1.10	1.04	1.18	1.11	1.22	1.10	1.23	1.13	1.27	1.15
T. Interb. 3m lett.	3.60	2.55	1.95	1.65	1.42	1.30	1.23	1.25	1.16	1.23	1.18	1.30	1.24	1.41	1.36	1.49	1.47	1.63	1.59
T. Interb. 6m lett.	3.66	2.63	2.04	1.80	1.62	1.50	1.45	1.54	1.47	1.60	1.53	1.67	1.61	1.79	1.74	1.90	1.81	1.95	1.89
T. Depositi medio	1.99	1.67	1.47	1.21	1.06	1.06	0.89	0.80	0.80	0.74	0.74	0.69	0.70	0.64	0.68	0.65	0.69	0.64	0.70
T. Prestiti medio	6.08	5.50	5.17	4.91	4.57	4.57	4.36	4.24	4.28	4.20	4.27	4.19	4.27	4.18	4.27	4.19	4.29	4.19	4.27
T.prest.medio - T.dep.medio	4.09	3.83	3.70	3.70	3.51	3.51	3.47	3.43	3.48	3.46	3.52	3.50	3.57	3.54	3.58	3.54	3.60	3.55	3.57
T. BOT comp. lordo 3m	2.52	1.69	1.23	1.10	1.07	0.90	1.01	1.04	0.97	1.06	0.99	1.09	1.04	1.16	1.10	1.26	1.19	1.32	1.24
T. BOT comp. lordo 6m	1.94	1.50	1.26	1.19	1.09	1.04	0.77	1.06	1.07	1.16	1.09	1.22	1.14	1.26	1.19	1.33	1.26	1.40	1.29
T. BOT comp. lordo 12m	2.67	1.87	1.39	1.33	1.38	1.15	1.29	1.46	1.39	1.52	1.41	1.52	1.44	1.58	1.48	1.63	1.58	1.74	1.63
Rendistat lordo	4.13	4.01	3.80	3.77	3.61	3.55	3.57	3.65	3.57	3.63	3.55	3.61	3.53	3.62	3.56	3.64	3.59	3.66	3.61
Rendistat netto	3.62	3.51	3.33	3.29	3.16	3.11	3.12	3.19	3.13	3.17	3.11	3.16	3.09	3.17	3.11	3.18	3.14	3.20	3.16
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	2.93	2.53	2.35	2.12	2.14	2.12	2.24	2.37	2.33	2.41	2.35	2.45	2.39	2.48	2.41	2.51	2.42	2.52	2.46
Rend. BTP a 5 anni	3.21	3.00	2.80	2.66	2.71	2.84	2.87	3.03	2.98	3.07	3.01	3.11	3.05	3.16	3.08	3.17	3.10	3.20	3.15
Rend. BTP a 7 anni	3.45	3.36	3.13	3.03	3.10	3.32	3.28	3.41	3.36	3.44	3.37	3.45	3.39	3.47	3.40	3.46	3.41	3.49	3.43
Rend. BTP a 10 anni	3.75	3.75	3.50	3.41	3.49	3.77	3.67	3.79	3.73	3.78	3.73	3.77	3.69	3.76	3.68	3.76	3.67	3.74	3.67
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2319.712	2334.887	2347.015	2344.412	2326.769	2319.214	2374.263	2421.606	2437.966	2483.822	2719.61	2576.00	2530.81	2568.38	2569.82	2585.89	2558.98	2572.01	2615.49
Prestiti in euro	2284.916	2299.864	2321.282	2301.220	2306.108	2312.960	2302.951	2304.077	2252.083	2367.067	2565.186	2464.54	2415.157	2497.65	2474.49	2503.73	2462.92	2537.32	2480.28
Prestiti in valuta	34.796	35.023	25.733	43.192	20.661	6.254	71.312	117.529	185.883	116.755	154.420	111.466	115.649	70.724	95.337	82.159	96.057	34.691	135.210
Prestiti a breve	403.026	405.970	399.089	396.949	393.010	382.566	378.188	383.496	377.906	384.352	379.446	380.007	390.936	401.504	388.314	394.964	381.220	381.801	375.258
Prestiti a m/l	1916.686	1928.917	1947.926	1947.463	1933.759	1936.648	1996.075	2038.110	2060.060	2099.470	2340.160	2195.995	2139.870	2166.871	2181.509	2190.922	2177.761	2190.207	2240.230
Depositi totali	1712.505	1713.023	1701.016	1712.873	1704.074	1810.797	1931.077	1814.029	1818.423	1817.602	2101.475	1964.678	1949.516	1920.641	1920.787	1916.191	1918.958	2012.520	2161.648
Depositi in c/c	682.986	676.883	674.989	683.259	701.848	737.388	785.405	751.017	731.904	757.227	782.319	782.174	816.852	802.039	803.709	804.264	827.830	852.420	911.463
Depositi a risparmio	243.719	249.199	230.777	252.680	253.529	246.199	236.030	231.917	235.217	237.813	238.130	242.044	246.546	254.028	254.162	258.946	259.233	254.422	242.308
Certif. deposito	785.800	786.941	775.250	776.934	748.697	827.211	909.642	831.095	851.301	822.562	1081.026	940.460	886.118	864.575	862.915	852.980	831.895	905.678	1007.877
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	7.37	9.07	8.06	7.54	6.79	4.32	6.50	8.41	8.82	9.56	8.92	9.75	9.10	10.00	9.49	10.30	9.98	10.90	10.16
Prestiti in euro	7.37	9.07	8.50	7.17	7.45	5.62	4.87	4.72	2.05	6.00	4.30	6.60	5.70	8.60	6.60	8.80	6.80	9.70	7.70
Prestiti in valuta	7.37	9.07	21.01	32.08	-36.78	-81.25	113.25	250.78	453.13	243.33	312.30	216.60	232.37	101.93	270.48	90.22	364.92	454.70	89.60
Prestiti a breve	8.32	7.73	5.36	5.25	-4.31	1.96	-1.90	-1.80	-2.00	-1.50	-3.00	-1.80	-3.00	-1.10	-2.70	-0.50	-3.00	-0.20	-0.77
Prestiti a m/l	7.17	9.36	8.63	8.02	7.31	4.80	8.25	10.58	11.07	11.86	11.13	12.03	11.64	12.34	11.99	12.50	12.62	13.09	12.23
Depositi totali	13.00	14.38	12.14	12.46	10.07	12.63	22.48	15.44	15.13	12.67	12.24	13.35	13.84	12.12	12.92	11.87	12.61	11.14	11.94
Depositi in c/c	7.34	8.45	9.95	9.35	9.92	14.48	22.13	19.76	20.20	19.46	20.24	19.20	19.60	18.49	19.07	17.71	17.95	15.60	16.05
Depositi a risparmio	7.00	7.87	8.16	8.45	8.77	5.86	1.50	-0.38	0.21	1.26	0.85	1.89	1.16	1.94	1.35	2.48	2.25	3.34	2.66
Certif. deposito	20.63	22.49	15.53	16.78	10.67	13.15	29.77	16.81	15.69	10.49	9.69	12.02	12.77	9.87	11.31	9.79	11.11	9.49	10.80

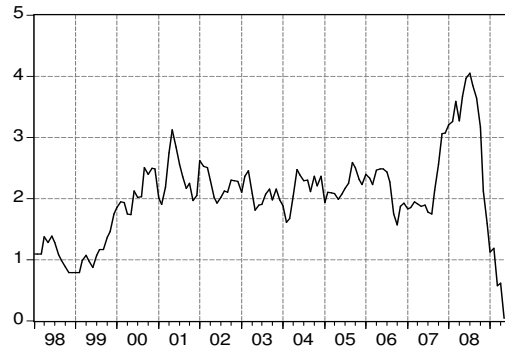


SCENARIO C	08 12	09 1	09 2	09 3	09 4	09 5	09 6	09 7	09 8	09 9	09 10	09 11	09 12	10 1	10 2	10 3	10 4	10 5	10 6
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	2.50	2.00	2.00	1.50	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Indice COMIT	943	896	782	793	955	995	958	983	1065	1020	1084	1053	1113	1078	1135	1094	1156	1131	1164
Produzione Industriale	-12.8	-17.0	-21.2	-24.9	-24.7	-22.3	-20.2	-19.9	-18.4	-18.5	-16.6	-16.8	-14.6	-14.3	-12.3	-12.4	-10.3	-10.8	-9.8
Tasso di Inflazione (Arm.)	2.4	1.4	1.5	1.1	1.2	0.8	0.6	0.5	0.7	0.6	0.7	0.6	0.8	0.8	1.0	0.9	1.2	1.0	1.2
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	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	1.00	1.00
T. Overnight media d/I	2.45	1.75	1.16	0.95	0.66	0.63	0.64	0.70	0.79	0.76	0.91	0.86	0.94	0.88	0.97	0.89	0.98	0.91	0.96
T. Interb. 1m lett.	3.18	2.23	1.62	1.28	1.01	0.90	0.89	0.92	0.85	0.97	0.88	1.05	0.97	1.05	0.96	1.09	0.96	1.10	1.02
T. Interb. 3m lett.	3.60	2.55	1.95	1.65	1.42	1.30	1.23	1.15	1.03	1.11	1.04	1.13	1.10	1.25	1.21	1.34	1.30	1.46	1.42
T. Interb. 6m lett.	3.66	2.63	2.04	1.80	1.62	1.50	1.45	1.45	1.34	1.44	1.39	1.51	1.45	1.62	1.58	1.74	1.68	1.85	1.77
T. Depositi medio	1.99	1.67	1.47	1.21	1.06	1.06	0.89	0.75	0.73	0.64	0.66	0.59	0.63	0.57	0.61	0.57	0.62	0.58	0.62
T. Prestiti medio	6.08	5.50	5.17	4.91	4.57	4.57	4.36	4.16	4.18	4.06	4.15	4.05	4.13	4.05	4.15	4.08	4.16	4.08	4.13
T.prest.medio - T.dep.medio	4.09	3.83	3.70	3.70	3.51	3.51	3.47	3.41	3.45	3.42	3.49	3.46	3.50	3.48	3.54	3.51	3.55	3.50	3.51
T. BOT comp. lordo 3m	2.52	1.69	1.23	1.10	1.07	0.90	1.01	0.95	0.87	0.96	0.89	0.96	0.89	1.02	0.98	1.08	1.04	1.15	1.10
T. BOT comp. lordo 6m	1.94	1.50	1.26	1.19	1.09	1.04	0.77	0.97	0.92	1.02	0.96	1.04	0.97	1.07	1.04	1.15	1.09	1.24	1.14
T. BOT comp. lordo 12m	2.67	1.87	1.39	1.33	1.38	1.15	1.29	1.36	1.25	1.34	1.22	1.33	1.23	1.39	1.32	1.46	1.38	1.59	1.43
Rendistat lordo	4.13	4.01	3.80	3.77	3.61	3.55	3.57	3.58	3.51	3.56	3.47	3.53	3.46	3.53	3.49	3.56	3.52	3.57	3.51
Rendistat netto	3.62	3.51	3.33	3.29	3.16	3.11	3.12	3.13	3.07	3.12	3.04	3.09	3.03	3.09	3.05	3.11	3.08	3.13	3.07
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	2.93	2.53	2.35	2.12	2.14	2.12	2.24	2.29	2.23	2.31	2.25	2.34	2.27	2.35	2.28	2.37	2.31	2.40	2.35
Rend. BTP a 5 anni	3.21	3.00	2.80	2.66	2.71	2.84	2.87	2.94	2.88	2.97	2.90	3.00	2.93	3.03	2.96	3.04	2.98	3.08	3.04
Rend. BTP a 7 anni	3.45	3.36	3.13	3.03	3.10	3.32	3.28	3.34	3.28	3.35	3.28	3.36	3.29	3.37	3.31	3.37	3.31	3.39	3.35
Rend. BTP a 10 anni	3.75	3.75	3.50	3.41	3.49	3.77	3.67	3.73	3.66	3.71	3.63	3.68	3.61	3.67	3.59	3.65	3.60	3.65	3.57
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2319.712	2334.887	2347.015	2344.412	2326.769	2319.214	2374.263	2421.606	2424.748	2465.005	2696.63	2553.23	2508.30	2548.89	2547.68	2564.32	2531.06	2546.27	2587.95
Prestiti in euro	2284.916	2299.864	2321.282	2301.220	2306.108	2312.960	2302.951	2304.077	2252.083	2320.172	2501.241	2402.11	2344.324	2424.06	2407.17	2436.99	2405.27	2498.00	2418.10
Prestiti in valuta	34.796	35.023	25.733	43.192	20.661	6.254	71.312	117.529	172.665	144.833	195.394	151.122	163.980	124.834	140.516	127.326	125.789	48.268	169.848
Prestiti a breve	403.026	405.970	399.089	396.949	393.010	382.566	378.188	377.017	365.180	374.597	366.928	369.172	376.830	390.949	373.148	381.071	367.464	369.559	360.791
Prestiti a m/l	1916.686	1928.917	1947.926	1947.463	1933.759	1936.648	1996.075	2044.589	2059.568	2090.408	2329.707	2184.063	2131.475	2157.941	2174.537	2183.247	2163.595	2176.706	2227.155
Depositi totali	1712.505	1713.023	1701.016	1712.873	1704.074	1810.797	1931.077	1830.372	1839.745	1844.381	2133.678	1983.744	1974.689	1945.823	1951.065	1941.542	1945.200	2041.311	2184.048
Depositi in c/c	682.986	676.883	674.989	683.259	701.848	737.388	785.405	757.727	739.028	762.805	789.671	791.361	825.594	809.281	810.999	811.233	834.357	861.269	918.924
Depositi a risparmio	243.719	249.199	250.777	252.680	253.529	246.199	236.030	233.826	237.776	239.833	239.830	244.633	248.886	256.287	256.771	261.928	261.769	256.662	244.244
Certif. deposito	785.800	786.941	775.250	776.934	748.697	827.211	909.642	838.818	862.941	841.743	1104.177	947.750	900.210	880.255	883.295	868.380	849.075	923.381	1020.880
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	7.37	9.07	8.06	7.54	6.79	4.32	6.50	8.41	8.23	8.73	8.00	8.78	8.13	9.17	8.55	9.38	8.78	9.79	9.00
Prestiti in euro	7.37	9.07	8.50	7.17	7.45	5.62	4.87	4.72	2.05	3.90	1.70	3.90	2.60	5.40	3.70	5.90	4.30	8.00	5.00
Prestiti in valuta	7.37	9.07	-21.01	32.08	-36.78	-81.25	113.25	250.78	413.80	325.90	421.70	329.23	371.27	256.43	446.05	194.79	508.82	671.80	138.18
Prestiti a breve	8.32	7.73	5.36	5.25	4.31	1.96	-1.90	-3.46	-5.30	-4.00	-6.20	-4.60	-6.50	-3.70	-6.50	-4.00	-6.50	-3.40	-4.60
Prestiti a m/l	7.17	9.36	8.63	8.02	7.31	4.80	8.25	10.93	11.04	11.38	10.64	11.42	11.21	11.87	11.63	12.11	11.89	12.40	11.58
Depositi totali	13.00	14.38	12.14	12.46	10.07	12.63	22.48	16.48	16.48	14.33	13.96	14.45	15.31	13.59	14.70	13.35	14.15	12.73	13.10
Depositi in c/c	7.34	8.45	9.95	9.35	9.92	14.48	22.13	20.83	21.37	20.34	21.37	20.60	20.88	19.56	20.15	18.73	18.88	16.80	17.00
Depositi a risparmio	7.00	7.87	8.16	8.45	8.77	5.86	1.50	0.44	1.30	2.12	1.57	2.98	2.12	2.84	2.39	3.66	3.25	4.25	3.48
Certif. deposito	20.63	22.49	15.53	16.78	10.67	13.15	29.77	17.89	17.28	13.06	12.04	12.89	14.56	11.86	13.94	11.77	13.41	11.63	12.23

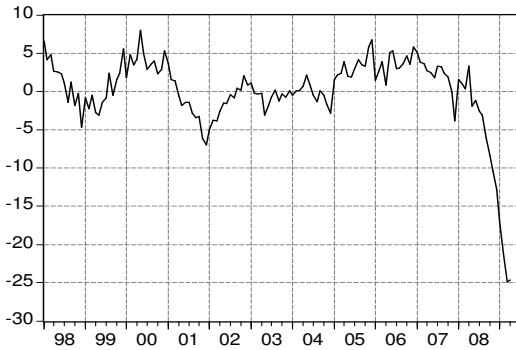
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



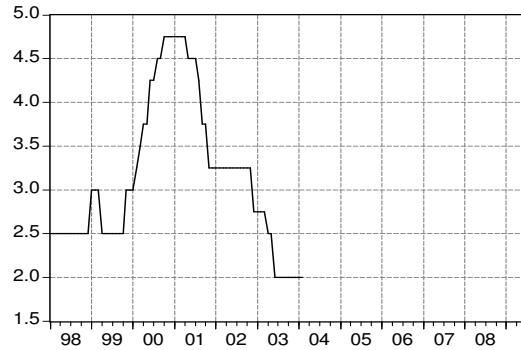
TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



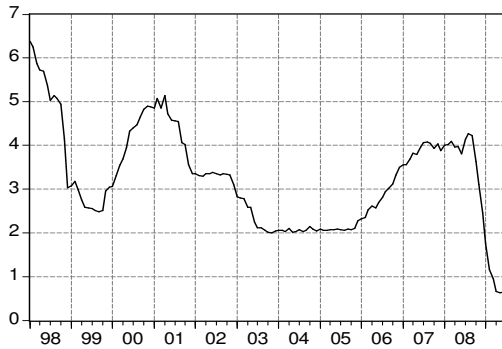
TASSO INFLAZIONE AREA EURO



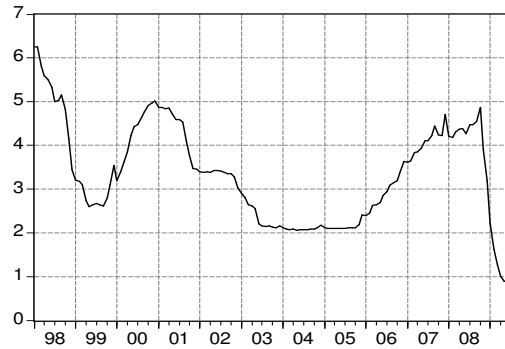
PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



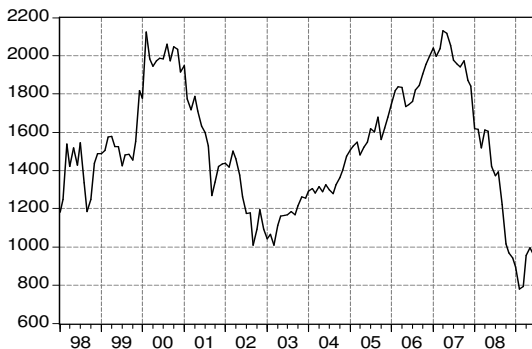
TASSO DI INTERVENTO BCE



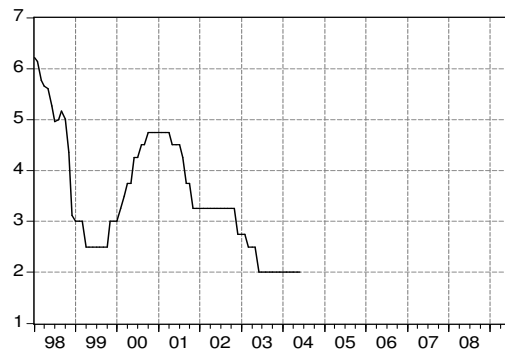
TASSO OVERNIGHT



TASSO INTERBANCARIO 1 MESE ITALIA

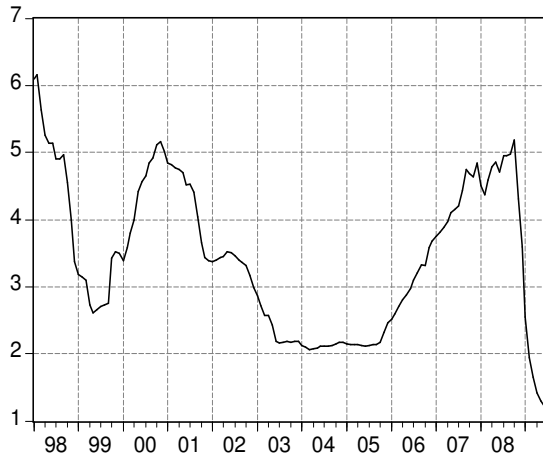


INDICE COMIT

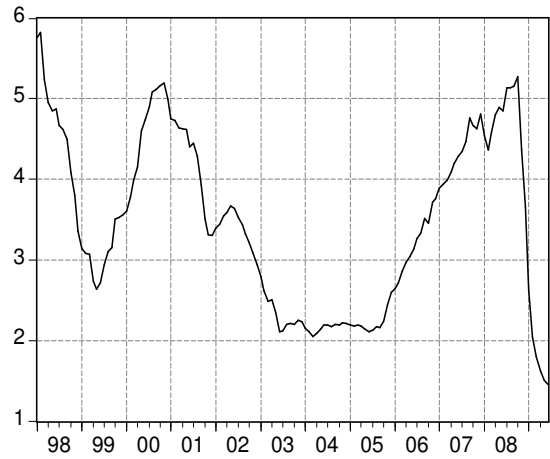


TASSO MEDIO PONDERATO PCT

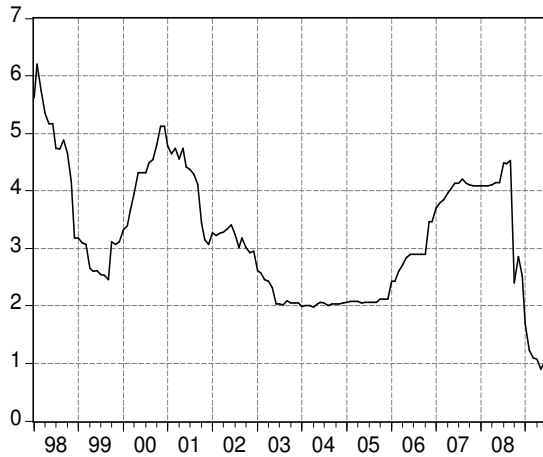
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



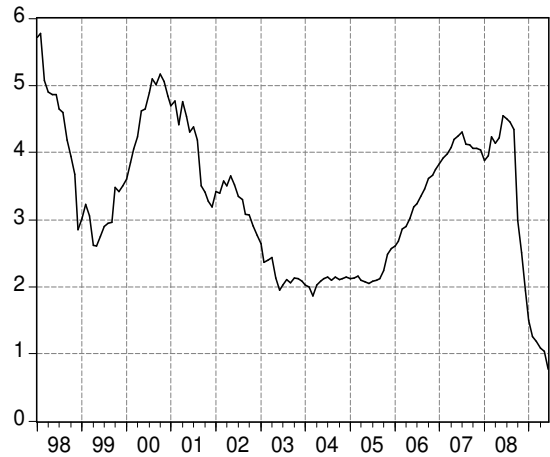
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI ITALIA (LIBOR)



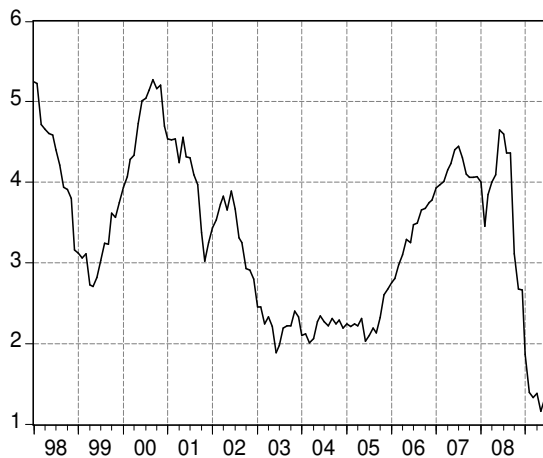
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI ITALIA



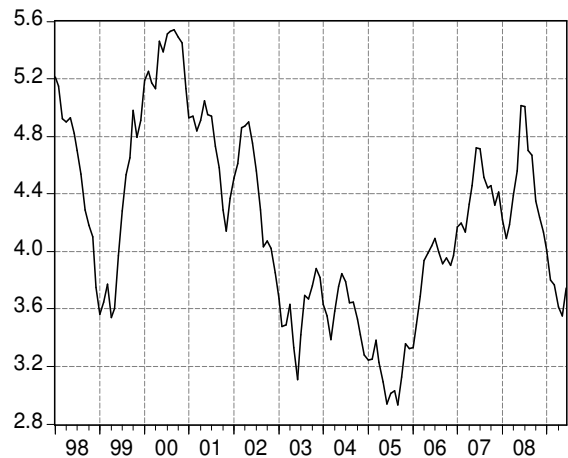
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO



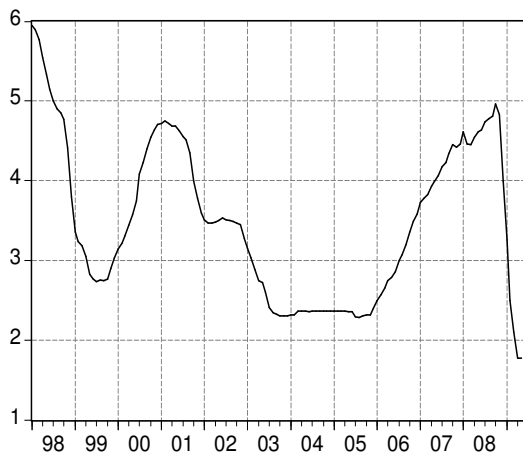
— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO



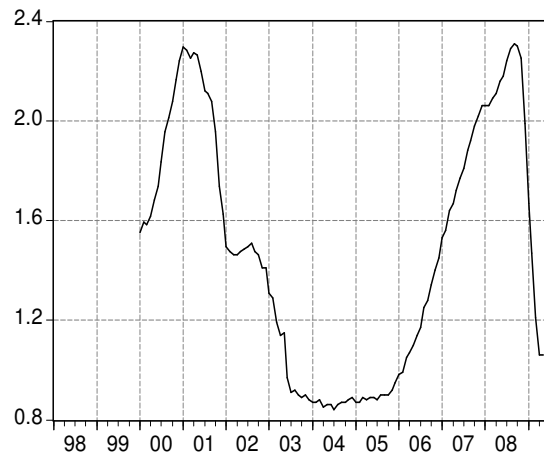
— RENDISTAT LORDO

**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**

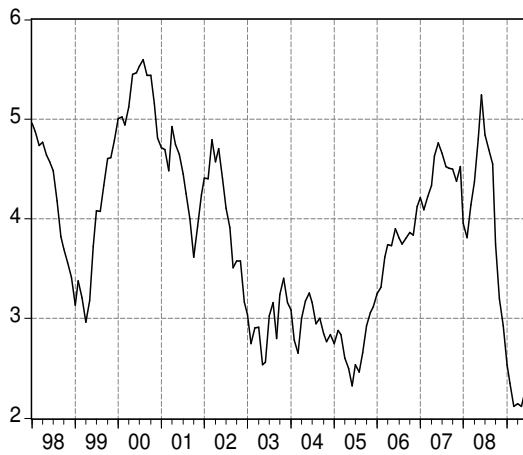
*Dati mensili*



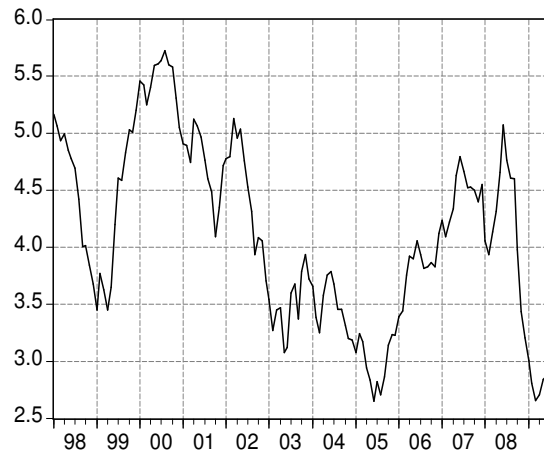
— TASSO PRESTITI MINIMO



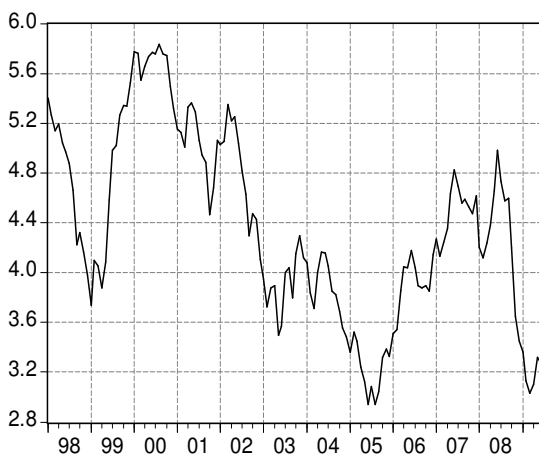
— TASSO DEPOSITI MEDIO



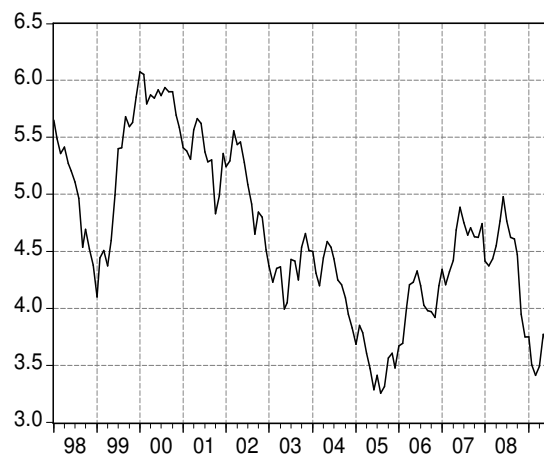
— RENDIMENTO A 3 ANNI



— RENDIMENTO A 5 ANNI



— RENDIMENTO A 7 ANNI



— RENDIMENTO A 10 ANNI

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

