

# MEFIM

## MODELLO ECONOMETRICO FINANZIARIO INTERNAZIONALE MENSILE

SCENARI MACROECONOMICI .....	3
DELINEAZIONE DEGLI SCENARI .....	7
COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO .....	10
GRAFICI SU VARIABILI ENDOGENE .....	11
TASSI .....	12
STRUTTURA A TERMINE .....	13
VOLUMI .....	14
TABELLE .....	15
SCENARIO A .....	15
SCENARIO B .....	16
SCENARIO C .....	17
STORICI .....	18

*Il Modello Econometrico Finanziario Internazionale Mensile (MEFIM) è un modello di tipo strutturale costituito da due blocchi: italiano e internazionale.*

*La parte italiana concerne le interrelazioni fra le variabili monetarie e finanziarie italiane di maggior interesse. Tali variabili, rilevate mensilmente, possono essere racchiuse in 4 blocchi:*

- 1) tassi interbancari: overnight, interbancario ad 1, 3 e 6 mesi ed il tasso di policy dei pronti contro termine;*
- 2) titoli di stato: i BOT nelle loro 3 scadenze, struttura a termine da 1 a 10 anni, il rendiob ed il rendistat;*
- 3) tassi bancari: attivi e passivi sia in termini marginali che medi;*
- 4) volumi bancari: impieghi e depositi sia a livello totale che in alcuni principali sotto categorie;*

*Le esogene sono: Tasso di Riferimento, indice COMIT, indice della produzione industriale, tasso di inflazione.*

*Il mercato internazionale comprende le strutture a termine da 1 a 10 anni per i principali Paesi industrializzati: USA, Germania, Giappone, Francia e Regno Unito.*

*Le esogene sono rappresentate dal tasso di intervento delle autorità monetarie, dal rendimento sugli eurodepositi a 3 mesi, dall'indice di borsa, dall'indice della produzione industriale, dall'indice dei prezzi al consumo e, per USA e Germania, quantità di moneta.*

*Il modello viene stimato con dati che vanno da Maggio del 1986 a Settembre 2009.*

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

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

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

## SCENARI MACROECONOMICI

Il commercio mondiale è tornato su un sentiero di espansione, in seguito al risveglio delle domande interne, e la crisi finanziaria, intesa come rischio di collasso di una grande istituzione, è quasi certamente alle spalle. Molti istituti hanno rivisto al rialzo le loro stime ma tutto ciò non è ancora sufficiente per ritirare gli stimoli e sospendere le misure straordinarie adottate nel corso dell'ultimo anno, né per adottare una *exit strategy*. Gli ultimi dati macroeconomici diffusi, con l'inaspettata diminuzione degli ordini di beni durevoli in America e la contrazione di alcuni indici di fiducia, appaiono più negativi rispetto al mese scorso: la situazione rimane critica e l'uscita dalla recessione irta di difficoltà. Tutto lascia presagire che la ripresa sarà molto lenta ed ineguale, a causa della natura temporanea di molti incentivi all'economia e del momento di forte incertezza. Si teme anche il manifestarsi delle conseguenze di lungo periodo della crisi su investimenti, finanze pubbliche ed occupazione. C'è inoltre il rischio che, proprio nel momento in cui si sta delineando una prospettiva di recupero dell'economia, venga a mancare alla ripresa il carburante del credito. È proprio l'enorme quantità di liquidità in circolo nel sistema, utilizzata dalle banche per fare profitti, invece che per concedere finanziamenti agli operatori economici, che potrebbe portare alla creazione di una nuova bolla speculativa sui mercati azionari. Continua la flessione del dollaro, che promette di perdere ancora terreno nell'immediato futuro a causa di tassi bassissimi della Fed, ma anche a causa della difficoltà degli Stati Uniti di attirare sufficienti risparmi dal resto del mondo, con possibili ripercussioni sulla ripresa di Eurolandia e Giappone.

### Usa: riviste al rialzo le stime sulla dinamica del Pil nel II trimestre

I dati definitivi relativi all'andamento dell'economia americana nel II trimestre dell'anno hanno leggermente corretto al rialzo le stime precedenti: il Pil ha subito una contrazione congiunturale di  $-0,7\%$  e tendenziale di  $-3,8\%$ , battendo al rialzo le aspettative degli analisti. Consumi pubblici ed esportazioni nette hanno contribuito positivamente al risultato economico (rispettivamente  $+1,33\%$  t/t e  $+1,65\%$  t/t), mentre tutte le altre componenti hanno sottratto crescita: si sottolinea in particolare il  $-1,68\%$  t/t degli investimenti fissi e il  $-0,62\%$  t/t dei consumi privati, segno che l'economia, sostenuta soltanto dal canale pubblico e dalla riduzione delle importazioni dovuta al calo della domanda privata, rimane estremamente debole. Per quanto riguarda il commercio internazionale, il deficit della bilancia commerciale statunitense ha sfiorato in luglio quota 32 miliardi di dollari, in forte espansione rispetto al mese precedente, a causa di un aumento delle importazioni più che doppio rispetto alla crescita dell'export (rispettivamente  $+4,60\%$  m/m e  $+2,15\%$  m/m), che riflette in buona parte l'aumento del prezzo del petrolio nel mese. Dal lato dell'offerta provengono buoni segnali: la produzione industriale è salita in agosto di  $+0,8\%$  su base mensile, al di sopra delle aspettative, portando il tendenziale a  $-10,7\%$ , mentre è stato rivisto il dato di luglio da  $+0,5\%$  m/m a  $+1,0\%$  m/m. Gli ordini all'industria hanno registrato un progresso nel mese di luglio ( $+1,3\%$  m/m,  $-23,0\%$  a/a) inferiore alle attese ed imputabile totalmente al settore dei trasporti: se depurati di questa componente, infatti gli ordini risultano in contrazione di  $-0,7\%$  m/m. Inaspettata è giunta la contrazione degli ordini di beni durevoli per il mese di agosto:  $-2,4\%$  su base mensile e  $-24,9\%$  rispetto all'anno precedente, dopo il  $+4,8\%$  m/m di luglio, mentre le previsioni li attendevano a  $+0,3\%$  m/m. Tale dinamica è da attribuire principalmente alle minori commesse dal settore aeronautico. Il tasso di utilizzo della capacità produttiva è salito in agosto a  $69,6\%$  da  $69,0\%$  rivisto del mese precedente. Gli indici di fiducia appaiono in forte recupero, in tutti i casi superiore alle attese degli analisti: l'ISM manifatturiero ha oltrepassato in agosto la soglia critica di 50, che in genere indica prospettive di ripresa nei mesi a venire, attestandosi a 52,9 da 48,9 di luglio, grazie al miglioramento delle aspettative sui nuovi ordini e sulla produzione, mentre quello non manifatturiero è salito a 48,4 da 46,4. L'indice di fiducia di Philadelphia è balzato in settembre a 14,1 da 4,2 di agosto, ai massimi da giugno 2007, mentre il NY Empire State si è attestato a quota 18,88 da 12,08 di agosto, ai massimi da novembre 2007. L'indice NAPM Chicago relativo al mese di settembre invece è tornato sotto quota 50, precisamente a 46,1, al di sotto delle attese, segno che le prospettive di ripresa per i prossimi mesi appaiono fosche. Dal lato della domanda si nota il recupero delle vendite dei grandi magazzini in luglio ( $+0,5\%$  m/m,  $-19,8\%$  a/a) e delle vendite al dettaglio nel mese di agosto ( $+2,7\%$  m/m,  $-5,3\%$  a/a), al di sopra delle attese ( $+2,0\%$  m/m), grazie agli incentivi governativi per l'acquisto di automobili. L'indice di fiducia dei consumatori elaborato dall'università del Michigan è salito in settembre a 73,5 da 65,7 (previsioni: 70,2), mentre quello elaborato dal Conference Board ha registrato nello stesso mese una flessione, scendendo da 54,5 rivisto a 53,1. Ancora critica rimane la situazione sul mercato del lavoro: il tasso di disoccupazione ha raggiunto in agosto il livello più alto da giugno 1983, arrivando al  $9,7\%$  da  $9,4\%$  del mese precedente. I posti di lavoro persi sono stati 216mila, 63mila dei quali nel settore manifatturiero, contro i 276mila totali persi a luglio. Invariate nel mese sono rimaste le ore settimanali lavorate (33,1) e anche il tasso di partecipazione ( $65,5\%$ ). Il costo del lavoro

unitario è sceso nel II trimestre dell'anno di -5,9% t/t e -1,2% a/a, mentre la produttività delle imprese ha registrato un grande balzo in avanti, il maggiore dal 2003: +6,6% su base trimestrale e +1,9% su base annua. Il settore edilizio mostra timidi segnali di ripresa: l'avvio di nuovi cantieri ha registrato in agosto una variazione mensile di +1,5% m/m, che porta il tendenziale a -29,6%, dopo il -37,7% del mese precedente. Le vendite di nuove case sono salite di +0,7% m/m (-3,4% a/a), mentre quelle di case esistenti hanno subito una contrazione di -2,7% m/m. Anche la spesa per costruzioni è scesa in luglio di -0,2% m/m e -10,5% a/a. Sul fronte dei prezzi si registrano variazioni congiunturali positive per tutti gli indici, dopo la battuta d'arresto dei mesi scorsi. L'indice dei prezzi al consumo è aumentato di +0,4% su base mensile, portando il tendenziale a -1,5%, contro il -2,1% di luglio. L'indice depurato delle componenti più volatili (alimentari e prodotti energetici) ha registrato una variazione di +0,1% m/m e +1,4% su base annua. La ripresa in atto ha mosso verso l'alto anche i prezzi alla produzione, cresciuti a passo veloce sulla scia dell'aumento dei prezzi della benzina e dell'energia. Ai primi stadi della commercializzazione infatti, le variazioni sono state di +1,7% su base mensile e -4,3% su base tendenziale, dopo il -6,8% a/a di luglio. L'indice *core* è salito di +0,2% m/m e +2,3% a/a, perché non investito dal nuovo aumento dei prezzi dei prodotti petroliferi. Anche i prezzi export ed import hanno registrato variazioni positive nel mese di agosto: i primi sono saliti di +0,7% m/m (-6,1% il tendenziale) e i secondi di +2,0% m/m (-15,0% a/a).

Alla luce di questi dati riteniamo che l'atteggiamento della Fed rimanga immutato nel prossimo futuro rispetto ai mesi scorsi: i tassi di riferimento sui Fed Fund resteranno al livello attuale e proseguirà nel contempo l'attività di *quantitative easing* già intrapresa.

### **Giappone: offerta bloccata in attesa di una stabilizzazione della domanda**

La seconda stima relativa all'andamento dell'economia giapponese nel II trimestre dell'anno rivede al ribasso i dati precedentemente rilasciati: la variazione del Pil si attesta ora sul +0,6% su base trimestrale e +2,3% su base annua. Il risultato positivo è da ascrivere alla ripresa del commercio internazionale, con la forte flessione dell'import e la contestuale crescita delle esportazioni. Sono tornati in terreno positivo i consumi privati (+0,7% t/t rivisto), mentre in affanno appaiono ancora gli investimenti fissi (-3,1% t/t rivisto). Dal lato dell'offerta provengono segnali contrastanti: mentre la produzione industriale ha registrato in agosto una variazione mensile di +1,8% (-18,7% a/a), gli ordini di macchinari industriali hanno subito una forte battuta d'arresto in luglio (-9,3% m/m, -34,8% a/a, dopo il +9,7% m/m di giugno), gettando fosche ombre sulla ripresa. Questi timori risultano confermati dal Coincident Index of business condition, che in luglio è sceso a 70,0 da 81,8 rivisto del mese precedente. Dal lato della domanda, si segnala soltanto il recupero dell'indice di fiducia dei consumatori, salito in agosto a 40,1 da 39,4, al di sotto comunque delle attese. Sul fronte dei prezzi si osserva il recupero dell'indice generale dei prezzi al consumo, che ha registrato un incremento di +0,3% su base mensile, mentre la variazione tendenziale è rimasta di -2,2%. Depurato delle componenti più volatili rappresentate dagli alimentari freschi, l'indice è rimasto invariato rispetto al mese di luglio ed ha subito una contrazione di -2,4% rispetto all'anno precedente. I dati preliminari relativi all'andamento dell'inflazione nel mese di settembre nell'area di Tokio segnalano una nuova moderazione mensile (l'indice è infatti rimasto invariato m/m, portando il tendenziale a -2,0%). Freddi rimangono i prezzi ai primi stadi della commercializzazione: l'indice dei prezzi alla produzione per il mese di agosto è infatti rimasto invariato rispetto a luglio, mentre il tendenziale è sceso di -8,5%.

### **Europa: in aumento gli indici di fiducia**

La seconda stima relativa all'andamento dell'economia europea nel II trimestre del 2009 segnala il persistere della recessione (-0,1% t/t la variazione congiunturale), sebbene il ritmo di contrazione sia nettamente diminuito rispetto ai tre mesi precedenti (-2,5% t/t). Ora il prodotto dell'area si attesta su valori 4,7 punti percentuali inferiori rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Il risultato si deve attribuire alla dinamica negativa delle scorte (-0,7% t/t e -0,9% a/a il loro contributo) e alla contrazione degli investimenti fissi (-0,3% t/t, -2,4% a/a), solo parzialmente controbilanciati dall'andamento delle esportazioni nette e dei consumi privati (+0,1% t/t, -0,5% a/a). Per quanto riguarda il commercio internazionale, nel mese di luglio si è registrato un forte aumento dell'attivo della bilancia commerciale, in seguito alla sostenuta crescita delle esportazioni (+4,1% m/m), segno di ripresa della domanda estera, e al contestuale calo delle importazioni (-0,3% m/m). Passando ad analizzare l'offerta, nel mese di luglio la produzione industriale è risultata in calo: -0,3% la variazione mensile, -15,9% quella annua, sostanzialmente in linea con le previsioni, mentre gli ordini all'industria hanno proseguito il loro sentiero di ripresa: +2,6% m/m, che porta il tendenziale a -24,3%, dopo il -25,7% del mese precedente. In risalita appaiono gli indici di fiducia nel mese di settembre: il PMI manifatturiero è salito a 49,0 da 48,2 rivisto, mentre quello dei servizi si è collocato a 50,6 da 49,9 di agosto, indicando una ripresa del settore. Infine l'ESI ha segnato un ulteriore recupero nel mese di settembre,

salendo da 80,8 rivisto a 82,8, battendo al rialzo le previsioni degli analisti (82,2). Segnali ampiamente positivi provengono pure dal Leading Indicator elaborato dall'OCSE, che per il mese di luglio indica un recupero di +1,9% m/m e +1,4% a/a, facendo ben sperare in una robusta ripresa nei prossimi tre-sei mesi. L'attività economica lancia alcuni segnali di stabilizzazione, a conferma del fatto che la netta contrazione dell'economia sembra essersi arrestata; la ripresa sarà però fiacca e graduale, a causa della debole domanda mondiale e dell'elevato grado di incertezza. Dal lato della domanda infatti permane la marcata debolezza dei consumi: le vendite al dettaglio hanno fatto segnare in luglio una contrazione congiunturale di -0,2% e tendenziale di -1,8%, dopo essere rimaste invariate nel mese di giugno. Tale risultato è da ascrivere in prevalenza alla dinamica negativa del mercato del lavoro: il tasso di disoccupazione è infatti ulteriormente aumentato nel mese di luglio, raggiungendo quota 9,5%, dal 9,4% del mese precedente, il livello più alto da maggio 1999, segno che il degrado del mercato del lavoro prosegue in modo generalizzato. Il costo del lavoro relativo al II trimestre dell'anno ha subito un aumento di +4,0%, dopo il +3,6% rivisto del periodo precedente. Ci si attende che nei prossimi mesi l'elevato tasso di disoccupazione, combinato ad un livello di inflazione molto basso, condurrà ad una moderazione salariale. Sul fronte dei prezzi, si notano leggeri aumenti congiunturali: gli indici dei prezzi al consumo nel mese di agosto sono cresciuti di +0,3% su base mensile, portando i tendenziali rispettivamente a -0,2% nel caso dell'indice generale e +1,3% per quanto riguarda l'indicatore *core*. Prosegue invece la forte disinflazione ai primi stadi della commercializzazione: l'indice dei prezzi alla produzione ha infatti registrato in luglio una diminuzione di -0,8% m/m e -8,5% a/a, che rappresenta il calo annuo maggiore dal 1982, anno di inizio della serie. La massa monetaria M3 ha registrato in agosto la variazione più bassa dall'introduzione della moneta unica: nel mese è cresciuta solo di +2,5% a/a, rispetto al +3,0% a/a del mese precedente e alle attese di +2,7% a/a, ben al di sotto dell'obiettivo definito dalla Bce di +4,5% a/a. Questo, congiunto con la brusca contrazione del volume dei prestiti concessi al settore privato, potrebbe mettere a serio rischio le condizioni operative delle imprese dell'area euro, ostacolando il ritorno alla crescita.

Alla luce di questi dati riteniamo che la Bce mantenga invariati i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale, ora giunti al livello minimo di 100 p.b. (Scen. A, B e C, prob. cumulata: 100%) e che verso la fine dell'orizzonte previsivo inizi la sua *exit strategy*, ritirando gradualmente l'enorme massa di liquidità che ha immesso nel mercato nei mesi scorsi attraverso politiche di mercato aperto, per evitare il costituirsi di una nuova bolla speculativa.

La **Germania** è stata, insieme alla Francia, una dei pochi Paesi appartenenti all'Area Euro a registrare un ritorno alla crescita nel II trimestre dell'anno: il Pil tedesco, trainato dalle esportazioni nette (+1,6% t/t il loro contributo) e dalla ripresa della domanda interna (+0,4% t/t), è cresciuto di +0,3% t/t, battendo al rialzo le aspettative. Prosegue anche nel mese di luglio il recupero del commercio internazionale, settore chiave dell'economia tedesca: si è ampliato nel mese l'attivo della bilancia commerciale, in seguito all'aumento congiunturale delle esportazioni (+2,3% m/m, -18,7% a/a) e all'invarianza dell'import (0,0% m/m, -22,3% a/a), sebbene le variazioni rimangano pesantemente negative se confrontate con l'anno precedente.

Dal lato dell'offerta, la produzione industriale ha subito una battuta d'arresto in luglio, diminuendo di -0,9% su base mensile e -17,0% a/a, dopo il +0,8% m/m di giugno e nonostante le previsioni di una ripresa sostenuta (+1,3% m/m). Buoni segnali per l'evoluzione dei prossimi mesi provengono dagli ordini all'industria manifatturiera, cresciuti di +3,5% m/m (-19,8% a/a), grazie in particolare alla crescita della componente domestica. In risalita, anche se più contenuta rispetto alle attese, appaiono tutti gli indici di fiducia: lo Zew ha raggiunto in settembre il livello più alto dall'aprile 2006, portandosi a quota 57,7 da 56,1 del mese precedente (previsioni: 59,5), mentre l'Ifo si è attestato a 91,3 da 90,5 (previsioni: 92,0). Questo significa che la ripresa è in atto, ma la prudenza è d'obbligo, dal momento che la situazione delle imprese rimane molto difficile. Inoltre c'è il rischio che, una volta esaurite le misure di stimolo fiscale, il settore delle esportazioni rimanga l'unico motore della crescita. L'indice PMI manifatturiero è salito a 49,6 da 49,2 di agosto, nonostante gli analisti avessero previsto un superamento del livello soglia di 50, mentre quello dei servizi ha subito una leggera contrazione a 52,2 da 53,8 rivisto del mese precedente. Le vendite al dettaglio hanno subito anche in giugno una contrazione di -0,2% m/m e -2,2% su base annua, indice della persistente debolezza della domanda interna. È rimasto invariato all'8,3% in agosto il tasso di disoccupazione, in linea con le previsioni, mentre il numero dei disoccupati è sceso di circa mille unità, per lo più come effetto di correzioni statistiche e delle metodologie impiegate per il calcolo. Tornano in terreno positivo le variazioni congiunturali dei prezzi: l'indice relativo ai prezzi al consumo nazionale è aumentato di +0,2% m/m, mantenendo invariato il tendenziale, mentre l'indice calcolato sulla base del paniere armonizzato è cresciuto di +0,8% m/m, portando l'inflazione a -0,1%. Ai primi stadi della catena distributiva, l'indice dei prezzi alla

produzione ha registrato in agosto un +0,5% su base mensile, che porta la variazione tendenziale a -6,9%, dopo il -7,8% del mese precedente.

La seconda stima relativa all'andamento del Pil della **Francia** nel II trimestre del 2009 ha confermato il dato preliminare di una ripresa dell'economia: esso è infatti cresciuto di +0,3% su base trimestrale (-2,8% a/a), grazie al recupero del commercio internazionale (+0,8% t/t è stato il contributo delle esportazioni nette) e alla tenuta dei consumi privati (+0,1% t/t il loro apporto). Dal lato dell'offerta si nota la crescita, seppur debole, della produzione industriale in luglio (+0,1% m/m, -13,0% a/a) e il robusto aumento degli ordini all'industria (+4,6% m/m, -21,1% a/a), importante segnale anticipatore della dinamica futura, nonostante la loro volatilità. Le attese positive per i prossimi mesi si manifestano anche nella crescita dell'indice di fiducia delle imprese (passato in settembre a 85,0 da 79,0 di luglio) e nella dinamica degli indici dei responsabili di acquisto, che hanno in entrambi i casi superato la soglia critica di 50: il PMI manifatturiero è infatti salito a 52,5 da 50,8, mentre quello dei servizi ha raggiunto quota 52,2 da 49,9 di agosto. Prosegue il momento di debolezza della domanda: i consumi delle famiglie hanno subito in agosto un'ulteriore contrazione di -1,0% m/m e -1,3% a/a, battendo al ribasso le aspettative degli analisti. Anche l'indice di fiducia dei consumatori ha fatto registrare solo un modesto recupero, passando da -37 di agosto a -36. Il mercato del lavoro francese appare fortemente investito dalle conseguenze della crisi: il tasso di disoccupazione ha raggiunto in luglio quota 9,8%, in aumento rispetto al 9,6% rivisto del mese precedente. Sul fronte dei prezzi si registra l'aumento degli indici di prezzo al consumo, sia nazionale che armonizzato, cresciuti rispettivamente di +0,5% e +0,6% su base mensile. Per entrambi la variazione tendenziale è stata di -0,2%.

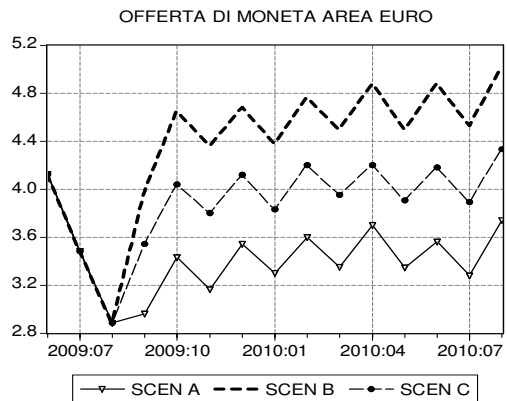
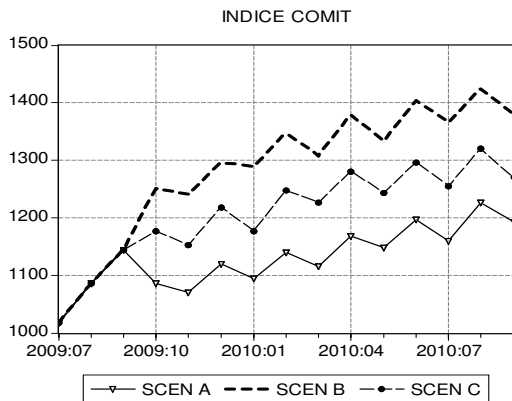
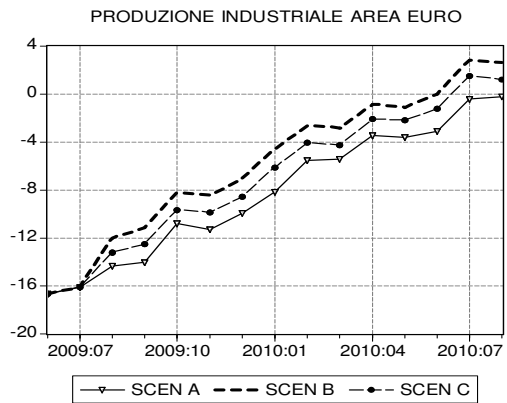
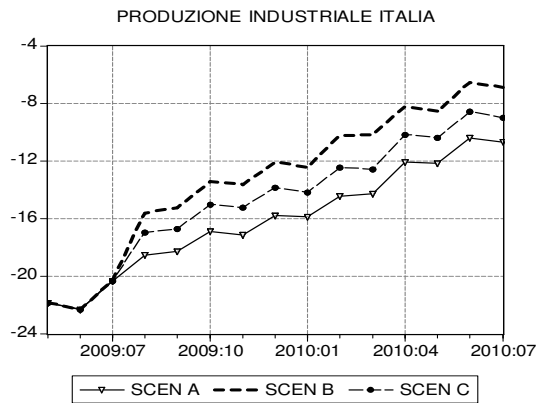
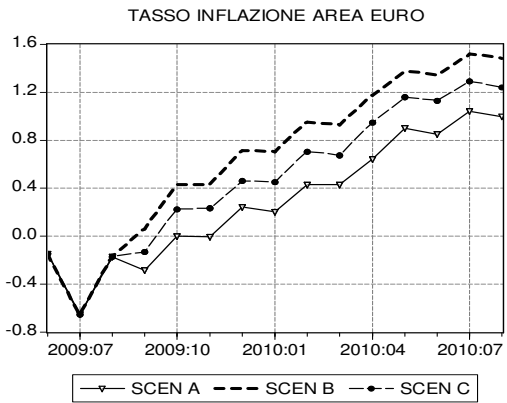
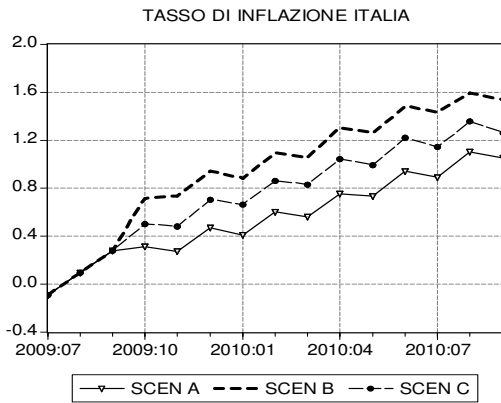
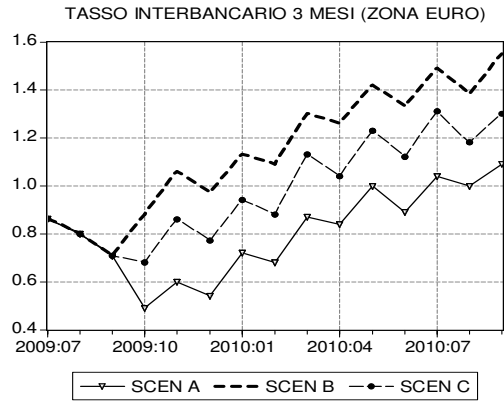
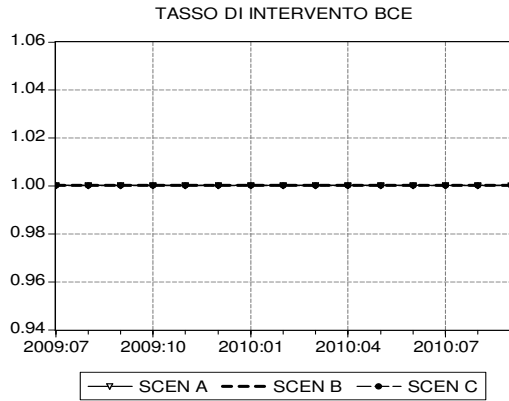
#### **Italia: secondo l'OCSE, il Paese europeo con le maggiori potenzialità di sviluppo insieme alla Francia**

Nel periodo aprile-giugno l'economia italiana ha subito una contrazione dell'attività di -0,5% su base trimestrale, inferiore al -2,7% t/t registrato nel trimestre precedente, ma che mantiene il tendenziale a -6,0%, il calo maggiore dal 1980. Il risultato è imputabile principalmente alla frenata degli investimenti fissi (-2,9% t/t, -15,4% a/a) e alla flessione delle esportazioni (-3,7% t/t, -23,9% a/a). La contrazione dell'attività è stata particolarmente profonda per l'Italia: sarà necessario molto tempo quindi per riportare il tasso di crescita potenziale ai livelli pre-crisi (4-5 anni circa, contro una media europea di 2 anni). Positivi sono i segnali che provengono dal commercio internazionale per il mese di luglio: il saldo della bilancia è risultato in attivo sia nei confronti dei paesi appartenenti all'Unione Europea, dove le esportazioni hanno registrato un progresso del +1,7% m/m e l'import è diminuito di -2,8% m/m, sia nei confronti dei Paesi extra-Ue, dove le esportazioni sono cresciute di +5,0 punti percentuali, mentre le importazioni hanno registrato una flessione di -2,9% m/m. Positivi sono i segnali che provengono dal lato dell'offerta per il mese di luglio: la produzione industriale è cresciuta di +1,0% m/m (-18,2% a/a), battendo al rialzo le aspettative degli analisti, gli ordini hanno fatto segnare un progresso mensile di +3,2% (-23,2% a/a) e il fatturato industriale è salito di +0,7% m/m (-21,7% a/a). L'inaspettato incremento della produzione a luglio si lega all'aumento di ordini e ricavi sotto la spinta delle vendite in Usa e Cina, segnali di ripresa e di ritrovata competitività del *made in Italy*. Gli ultimi aggiornamenti a disposizione segnalano una leggera contrazione degli indici di fiducia nel mese di settembre: quello relativo alle industrie manifatturiere è sceso a 74,0 da 74,4 rivisto (previsioni: 75,8), mentre quello delle imprese di servizi è diminuito a -6,0 da -5,0 rivisto di agosto. Anche il PMI manifatturiero appare in discesa: in agosto si è attestato a 44,2 da 45,4 di luglio, battendo al ribasso le previsioni. Il lato della domanda rimane debole: prosegue anche nel mese di luglio la contrazione delle vendite al dettaglio, scese di -0,4% su base mensile e -2,6% a/a, mentre l'indice di fiducia dei consumatori ha raggiunto in settembre il livello più alto da dicembre 2006, toccando quota 113,6 da 111,8 di agosto. Difficile rimane la situazione del mercato del lavoro, con il tasso di disoccupazione che ha toccato nel II trimestre il livello più alto degli ultimi tre anni, attestandosi a quota 7,4%, in aumento di +0,1 punti percentuali rispetto al periodo precedente e il numero di posti di lavoro persi è stato il maggiore dal 1994. È diminuita di -0,2% m/m l'occupazione nelle grandi imprese in giugno, mentre retribuzioni e costo del lavoro nelle grandi imprese hanno registrato una crescita nello stesso mese (+2,8% m/m le prime, +2,7% m/m il secondo). Torna moderatamente positiva la dinamica dei prezzi in agosto: l'indice generale dei prezzi al consumo è cresciuto di +0,3% m/m e +0,1% a/a, dopo essere rimasto invariato il mese precedente, mentre l'indice armonizzato ha visto un incremento mensile di +0,2%, che porta il tendenziale a +0,1%. La stima *flash* dell'inflazione nel mese di settembre prevede un'ulteriore contrazione mensile (-0,2%), che farebbe risalire a +0,2% il tendenziale. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione ha registrato un recupero mensile di +0,6%, (-6,7% a/a), battendo al rialzo le aspettative degli analisti.

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

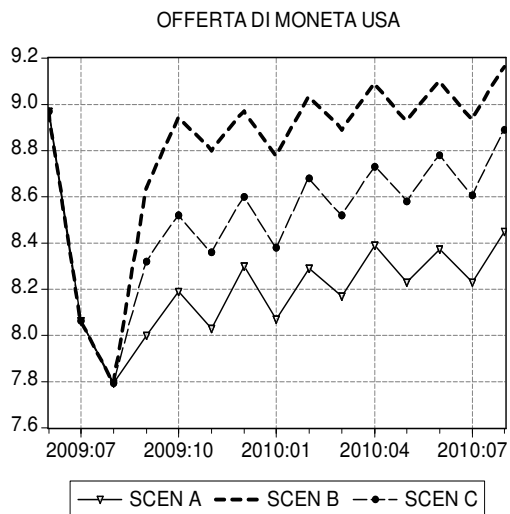
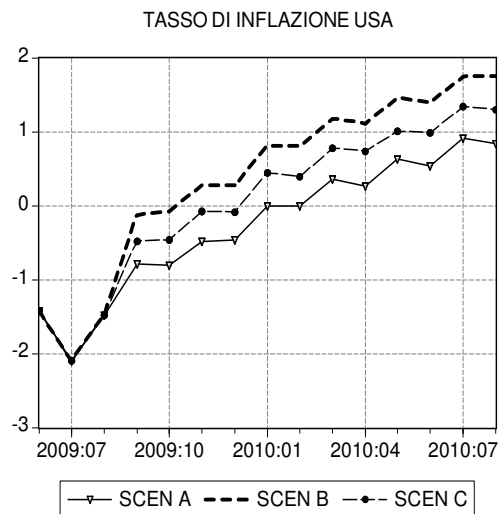
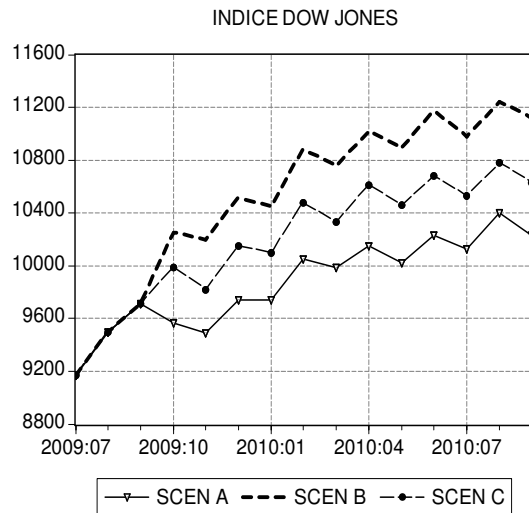
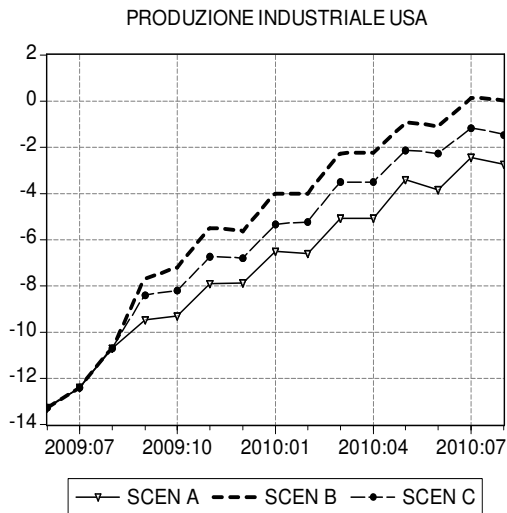
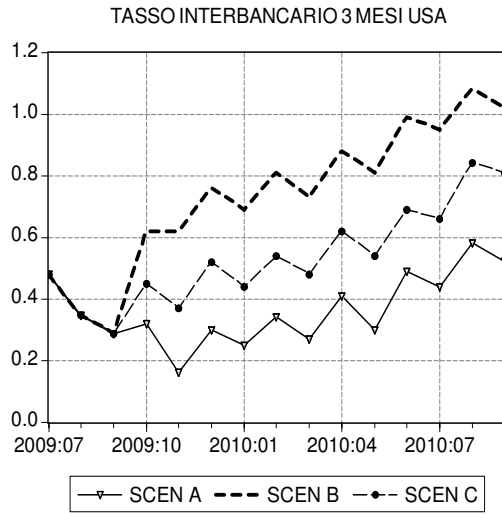
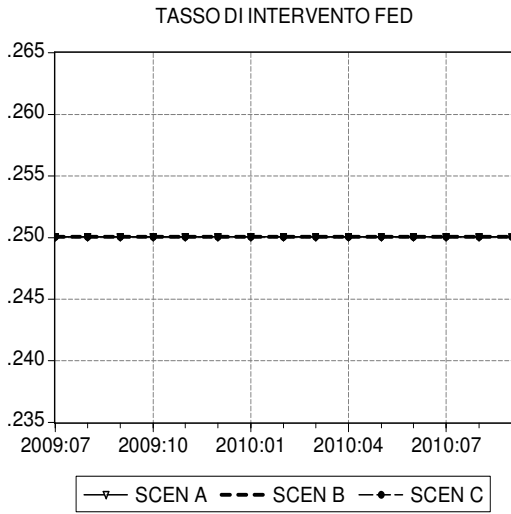
A (10%)	B (20%)	C (70%)
<p><b>Usa:</b> la crisi, scoppiata nel comparto finanziario, continua ad avere effetti negativi sull'economia reale, generando recessione, ulteriore peggioramento della situazione nel mercato del lavoro e marcata debolezza della domanda, che si protrarranno per buona parte dell'anno. 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 stentano a ripartire, 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> paradossalmente l'economia europea sembra soffrire maggiormente la congiuntura internazionale: la crisi americana ha trasmesso i suoi pesanti effetti anche al di qua dell'oceano, ma le politiche monetarie e fiscali approntate sono state deboli e meno articolate. 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 proseguire la politica di <i>credit easing</i>, per scuotere i mercati e combattere i rischi di una possibile deflazione.</p>	<p><b>Usa:</b> i mercati finanziari scontano un diffuso ottimismo, 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 al recupero del sistema bancario. I segnali positivi provenienti dagli indici di fiducia, dal recupero degli ordini all'industria, della produzione e dalla timida ripresa della domanda fanno presagire che l'inversione di tendenza sia da attendersi a breve. La Fed che, dopo il taglio di 75 p.b. effettuato a dicembre scorso, 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 degli ordini 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, grazie anche al rientro dei rischi di deflazione e alle previsioni di crescita, deciderà di approntare la sua <i>exit strategy</i>, attraverso un allentamento del <i>credit easing</i> e un graduale riassorbimento dell'enorme massa di liquidità immessa in circolo.</p>	<p><b>Usa:</b> compaiono importanti segnali positivi, quali la ripresa degli ordini all'industria e della produzione, 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 ancora 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 ha generato ripercussioni di rilievo anche nell'Eurozona, piombata in una severa recessione. Si rafforzano però importanti segnali di recupero della dinamica congiunturale, che fanno sperare in una ripresa dell'economia in tempi relativamente brevi. Permane però la grave situazione del mercato del lavoro e una forte disinflazione, come conseguenza della debolezza della domanda. La Bce deciderà di intervenire verso la fine dell'orizzonte previsivo per diminuire la liquidità in eccesso nel sistema, attraverso politiche di mercato aperto, allo scopo di evitare il costituirsi di una nuova bolla speculativa.</p>

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





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



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

**Tassi interbancari:** i tassi interbancari hanno subito un'ulteriore riduzione nel mese di settembre, dopo il picco raggiunto lo scorso autunno. La crisi scoppiata nel settore finanziario americano, poi velocemente diffusasi in tutto il resto del mondo, sembra iniziare a rallentare il ritmo di contrazione e il sistema finanziario sta riacquistando salute. Anche l'economia inizia a dare segnali di rallentamento del ritmo di caduta, ma ciò non significa che la ripresa sia imminente e tantomeno vigorosa.

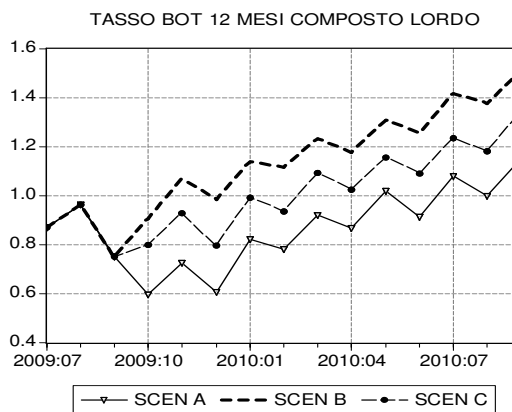
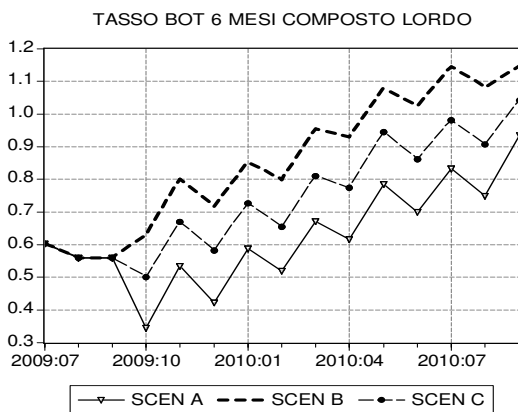
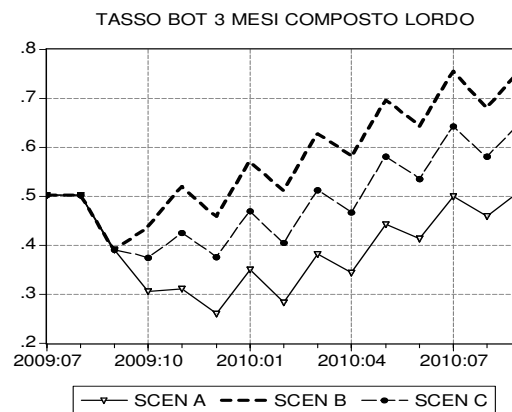
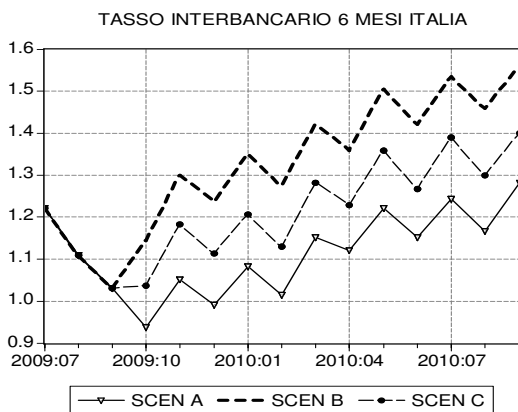
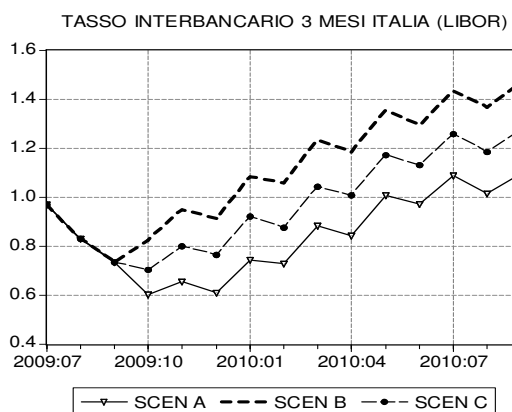
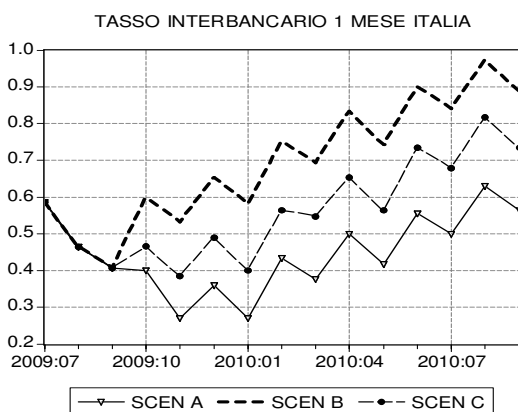
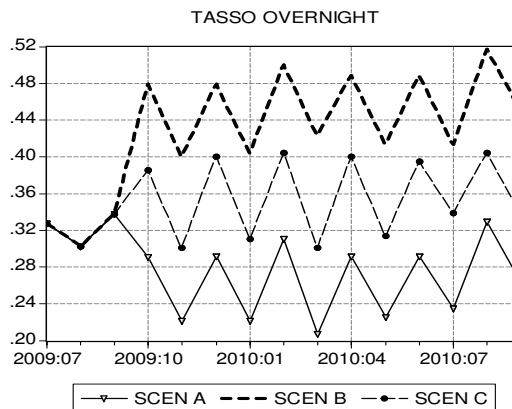
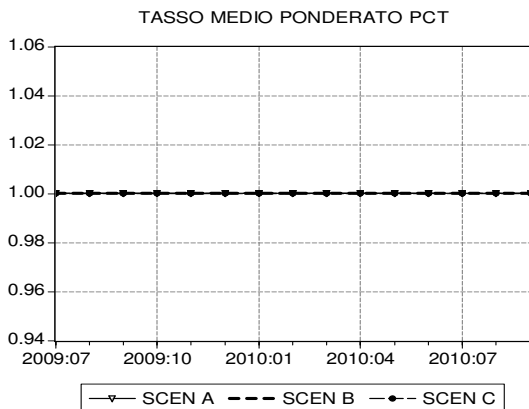
Sul fronte americano pesano la contrazione del Pil anche nel II trimestre dell'anno, seppure minore delle attese, e i dati fortemente negativi provenienti dal mercato del lavoro. In Europa debole rimane la situazione dal lato della domanda, accanto ad un mercato del lavoro in contrazione e ad un rapido rientro dell'inflazione. In questo fosco quadro, iniziano però a comparire alcuni importanti segnali positivi (dal balzo degli indici di fiducia all'aumento degli ordini all'industria e della produzione, al debole recupero della domanda), 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 riprendano un sentiero ascendente nei prossimi mesi, considerato anche il livello estremamente basso attualmente raggiunto. 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 +0,74% per la scadenza ad un mese, +1,28% per la scadenza a tre mesi e +1,40% per quella a sei mesi a settembre 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 +0,89% (1 mese), +1,47% (3 mesi) e +1,56% (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 +0,56%, +1,10% e +1,28% alla fine dell'orizzonte di previsione.

**Struttura a termine:** nel mese di settembre 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 crescita, 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 settembre 2010 quota +2,27% (3 anni), +2,93% (5 anni), +3,27% (7 anni) e +3,53% (10 anni). Qualora l'andamento economico europeo manifestasse una certa ripresa (scenario B), il recupero dei rendimenti sarebbe più marcato, attestandosi su valori di +2,39%, +3,04%, +3,35%, +3,67% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni al termine dell'orizzonte previsivo considerato. Se si verificasse, invece, un ulteriore rallentamento dell'economia (scenario A), l'aumento sarebbe meno accentuato, con il decennale a +3,44% a settembre 2010.

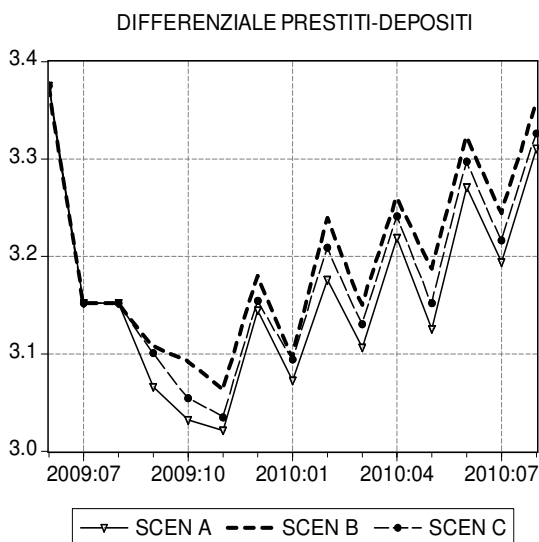
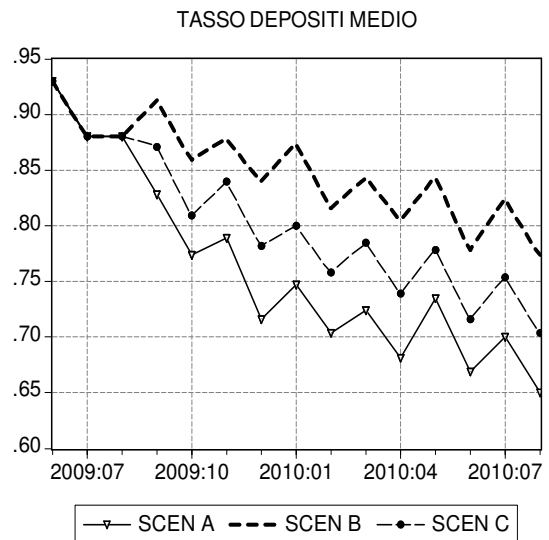
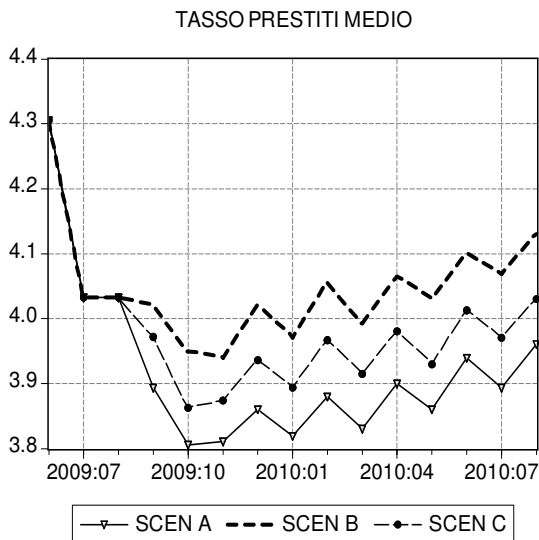
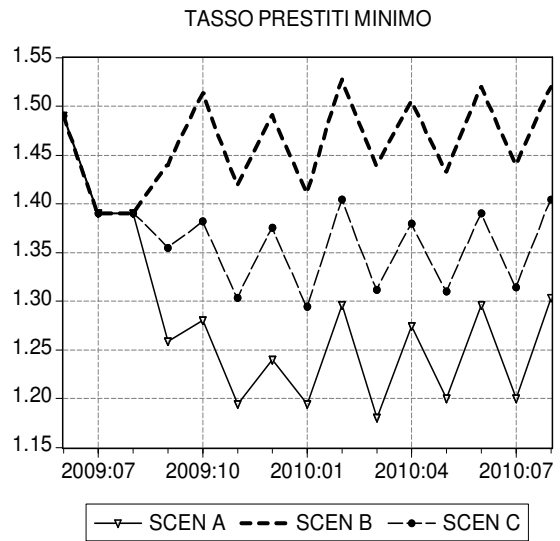
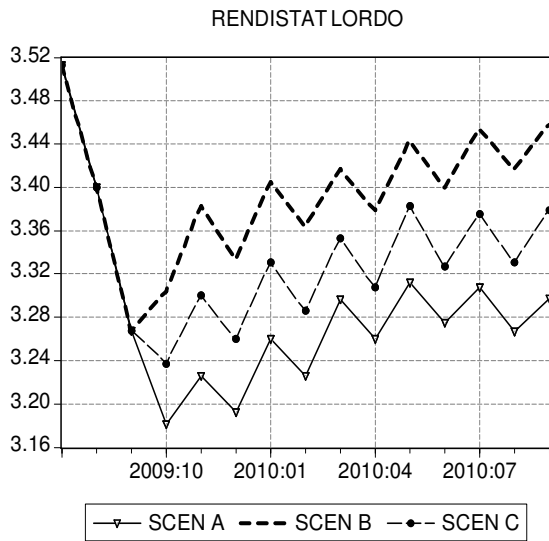
**Tassi bancari:** sia il tasso medio sui prestiti che quello sui depositi mostrano un *trend* decrescente. Nei prossimi mesi ci attendiamo che il primo manifesti una tendenza altalenante e che il secondo sia in diminuzione. Nel caso in cui la crescita del prodotto europeo si mantenesse su di un passo simile all'attuale (scenario C), ci aspettiamo che il tasso medio sui prestiti si attesti a +4,01%, mentre il tasso medio sui depositi scenda fino a +0,75%. In uno scenario di ripresa economica (scenario B), l'andamento dei tassi registrerebbe diminuzioni leggermente più contenute, rispettivamente a quota +4,10% e +0,82% 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 +3,93% e quello sui depositi di +0,70% a settembre 2010.

**Volumi bancari:** in base ai risultati delle simulazioni, la variazione tendenziale dei volumi seguirà un andamento decrescente sia per i prestiti che per i depositi nel periodo considerato, con un picco negativo in corrispondenza del mese di ottobre. 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 -0,35% a settembre del prossimo anno, mentre la variazione tendenziale del volume dei prestiti nello stesso periodo dovrebbe essere di +0,88%.

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

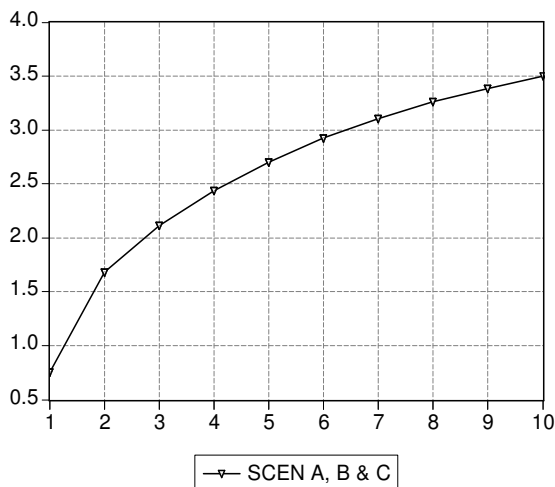


**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**

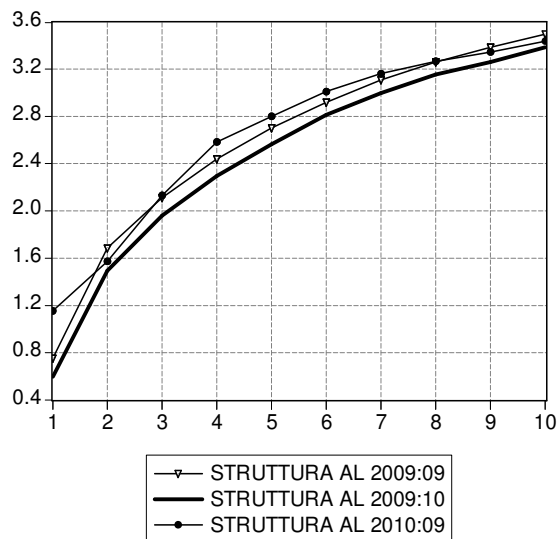


**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE  
STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili**

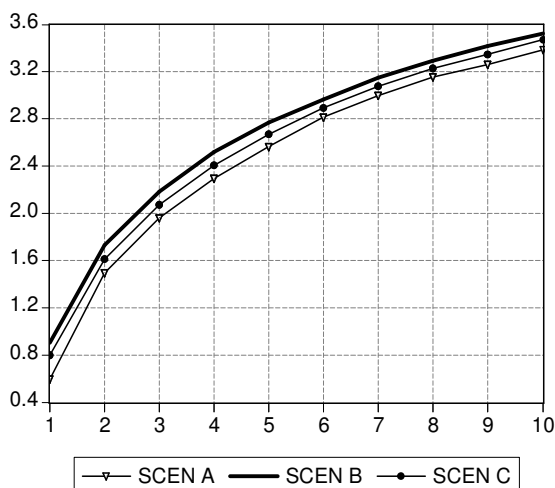
STRUTTURA A TERMINE AL 2009:09



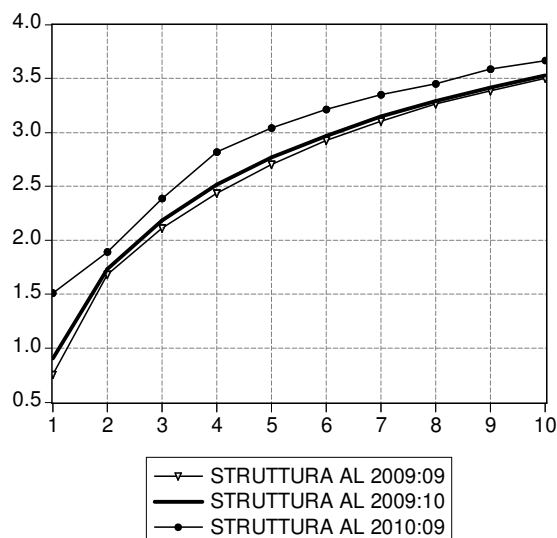
SCENARIO A



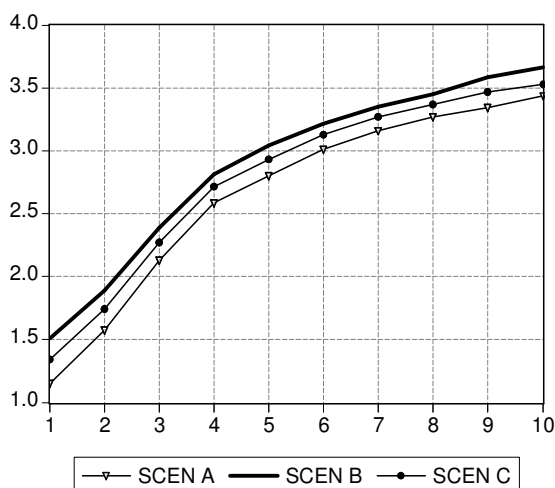
STRUTTURA A TERMINE AL 2009:10



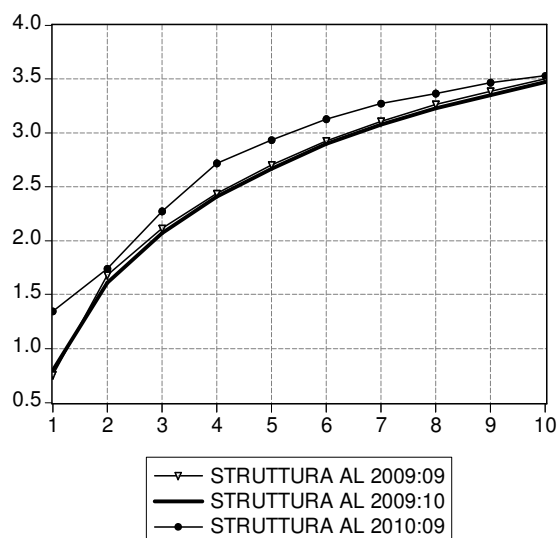
SCENARIO B



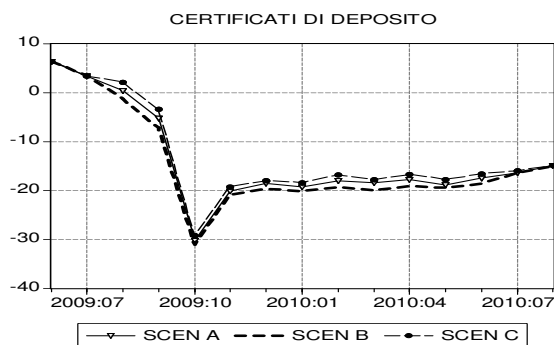
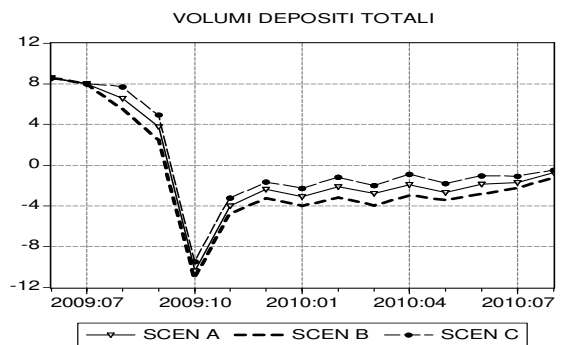
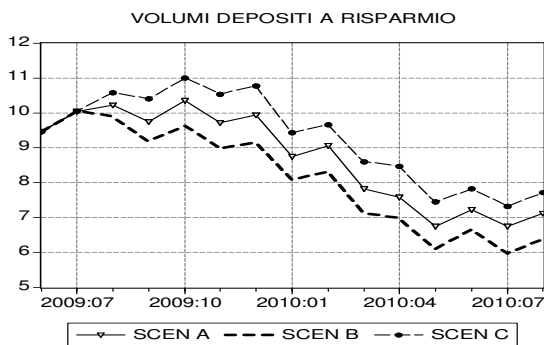
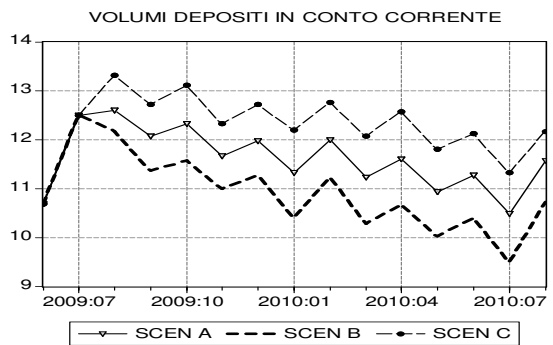
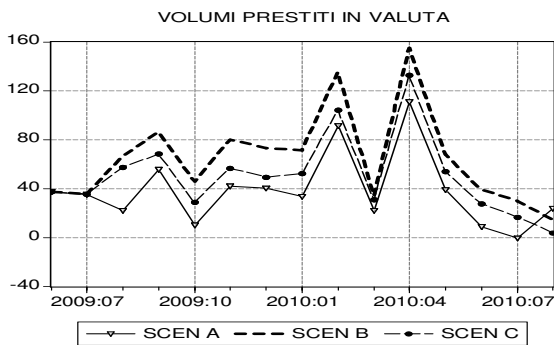
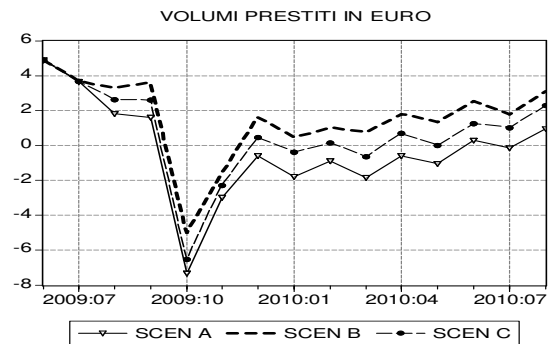
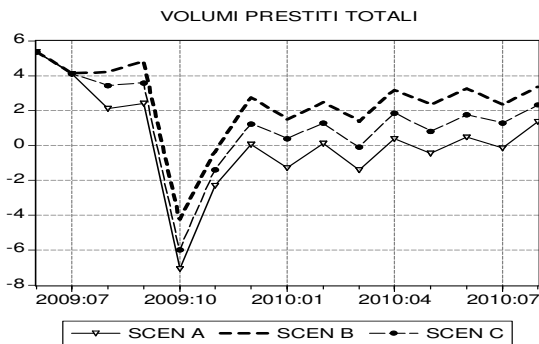
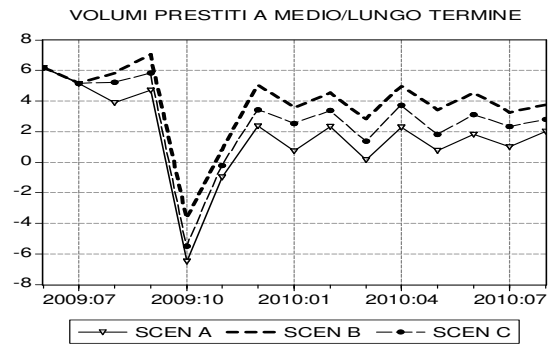
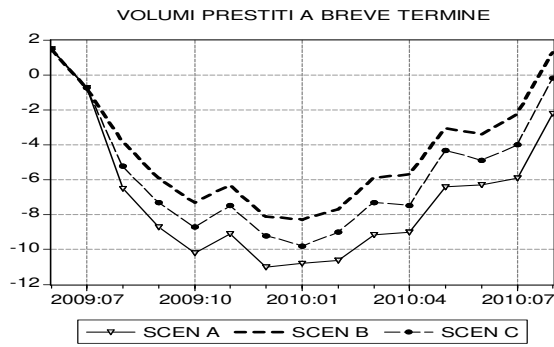
STRUTTURA A TERMINE AL 2010:09



SCENARIO C



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



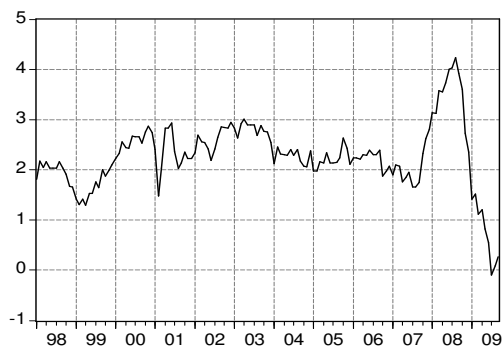
SCENARIO A	09 3	09 4	09 5	09 6	09 7	09 8	09 9	09 10	09 11	09 12	10 1	10 2	10 3	10 4	10 5	10 6	10 7	10 8	10 9
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	1.50	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Indice COMIT	793	955	995	958	1018	1086	1144	1086	1070	1120	1094	1140	1115	1168	1148	1197	1160	1226	1193
Produzione Industriale	-24.9	-24.5	-21.9	-22.3	-20.4	-18.5	-18.3	-16.9	-17.2	-15.8	-15.9	-14.4	-14.3	-12.1	-12.2	-10.4	-10.7	-9.1	-9.3
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.1	1.2	0.8	0.6	-0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	0.5	0.4	0.6	0.6	0.8	0.7	0.9	0.9	1.1	1.1
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	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	1.00	1.00	1.00
T. Overnight media d/1	0.95	0.66	0.63	0.64	0.33	0.30	0.34	0.29	0.22	0.29	0.22	0.31	0.21	0.29	0.23	0.29	0.24	0.33	0.26
T. Interb. 1m lett.	1.28	1.01	0.90	0.89	0.58	0.46	0.41	0.40	0.27	0.36	0.27	0.43	0.38	0.50	0.42	0.56	0.50	0.63	0.56
T. Interb. 3m lett.	1.65	1.42	1.30	1.23	0.97	0.83	0.73	0.60	0.65	0.61	0.74	0.73	0.88	0.84	1.01	0.97	1.09	1.01	1.10
T. Interb. 6m lett.	1.80	1.62	1.50	1.45	1.22	1.11	1.03	0.94	1.05	0.99	1.08	1.01	1.15	1.12	1.22	1.15	1.24	1.17	1.28
T. Depositi medio	1.21	1.06	1.00	0.93	0.88	0.88	0.83	0.77	0.79	0.72	0.75	0.70	0.72	0.68	0.74	0.67	0.70	0.65	0.70
T. Prestiti medio	4.91	4.57	4.45	4.31	4.03	4.03	3.89	3.81	3.81	3.86	3.82	3.88	3.83	3.90	3.86	3.94	3.89	3.96	3.93
T.prest. medio - T.dep. medio	3.70	3.51	3.45	3.38	3.15	3.15	3.07	3.03	3.02	3.14	3.07	3.18	3.11	3.22	3.13	3.27	3.19	3.31	3.23
T. BOT comp. lordo 3m	1.10	1.07	0.90	1.01	0.50	0.50	0.39	0.31	0.31	0.26	0.35	0.28	0.38	0.34	0.44	0.41	0.50	0.46	0.51
T. BOT comp. lordo 6m	1.19	1.09	1.04	0.77	0.60	0.56	0.56	0.35	0.54	0.42	0.59	0.52	0.67	0.62	0.78	0.70	0.83	0.75	0.94
T. BOT comp. lordo 12m	1.33	1.38	1.15	1.29	0.87	0.96	0.75	0.60	0.73	0.61	0.82	0.78	0.92	0.87	1.02	0.91	1.08	1.00	1.15
Rendistat lordo	3.77	3.61	3.55	3.75	3.51	3.40	3.27	3.18	3.23	3.19	3.26	3.23	3.30	3.26	3.31	3.28	3.31	3.27	3.30
Rendistat netto	3.29	3.16	3.11	3.28	3.07	2.98	2.86	2.78	2.82	2.79	2.85	2.82	2.88	2.85	2.90	2.87	2.89	2.86	2.88
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	2.12	2.14	2.12	2.24	2.16	2.18	2.11	1.96	2.05	1.97	2.06	1.98	2.09	2.01	2.10	2.03	2.13	2.04	2.13
Rend. BTP a 5 anni	2.66	2.71	2.84	2.87	2.77	2.76	2.70	2.56	2.66	2.59	2.69	2.62	2.73	2.67	2.75	2.69	2.79	2.71	2.80
Rend. BTP a 7 anni	3.03	3.10	3.32	3.28	3.17	3.14	3.11	3.00	3.07	3.01	3.08	3.03	3.11	3.06	3.13	3.08	3.15	3.09	3.16
Rend. BTP a 10 anni	3.41	3.49	3.77	3.67	3.57	3.50	3.50	3.39	3.44	3.38	3.45	3.37	3.46	3.37	3.46	3.37	3.47	3.37	3.44
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2344.412	2326.756	2331.620	2348.952	2324.857	2287.373	2320.969	2320.368	2293.479	2323.200	2305.23	2349.83	2311.36	2335.83	2321.36	2359.76	2321.14	2318.48	2320.97
Prestiti in euro	2301.220	2306.095	2296.482	2303.275	2280.491	2246.924	2268.811	2279.154	2243.051	2271.207	2258.466	2300.62	2258.647	2292.26	2272.60	2310.18	2277.07	2268.49	2277.89
Prestiti in valuta	43.192	20.661	35.138	45.677	44.366	40.449	52.157	41.213	50.428	51.993	46.768	49.210	52.708	43.572	48.762	49.573	44.066	49.987	43.082
Prestiti a breve	396.949	393.002	387.090	391.158	387.695	360.553	356.257	351.281	351.722	358.693	362.125	356.786	360.609	357.632	362.245	366.515	364.821	352.621	356.257
Prestiti a m/l	1947.463	1933.754	1944.530	1957.794	1937.162	1926.820	1964.712	1969.087	1941.757	1964.507	1943.109	1993.046	1950.747	1978.198	1959.117	1993.242	1956.316	1965.860	1964.712
Depositi totali	1712.873	1703.846	1703.637	1711.376	1697.271	1683.222	1673.381	1678.146	1663.953	1672.261	1659.748	1664.614	1665.598	1670.791	1657.639	1679.373	1667.908	1670.429	1660.664
Depositi in c/c	683.259	701.856	704.783	711.799	705.467	685.627	710.383	730.789	732.763	764.740	753.506	755.988	759.989	783.271	781.816	792.019	779.400	764.954	787.105
Depositi a risparmio	252.680	253.529	254.406	254.534	256.184	258.713	257.753	260.562	260.620	267.945	270.979	273.497	272.440	272.746	271.578	272.911	273.476	277.134	274.687
Certif. deposito	776.934	748.461	744.448	745.043	735.620	738.881	705.245	686.796	670.569	639.577	635.263	635.129	633.169	614.774	604.245	614.443	615.032	628.341	598.872
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	7.53	6.80	4.87	5.37	4.12	2.12	2.40	-7.07	-2.30	0.05	-1.27	0.12	-1.41	0.39	-0.44	0.46	-0.16	1.36	0.00
Prestiti in euro	7.17	7.45	4.87	4.89	3.65	1.82	1.60	-7.33	-2.98	-0.60	-1.80	-0.89	-1.85	-0.60	-1.04	0.30	-0.15	0.96	0.40
Prestiti in valuta	31.49	36.45	5.01	37.25	35.30	22.10	55.74	10.00	41.96	40.06	33.53	91.23	22.03	110.89	38.77	8.53	-0.67	23.58	-17.40
Prestiti a breve	5.25	4.30	3.17	1.47	-0.72	-6.50	-8.70	-10.20	-9.11	-11.00	-10.80	-10.60	-9.15	-9.00	-6.42	-6.30	-5.90	-2.20	0.00
Prestiti a m/l	8.01	7.32	5.22	6.18	5.14	3.91	4.71	-6.49	-0.96	2.37	0.74	2.32	0.17	2.30	0.75	1.81	0.99	2.03	0.00
Depositi totali	12.46	10.06	5.97	8.55	8.01	6.57	3.73	-10.37	-4.00	-2.35	-3.11	-2.14	-2.76	-1.94	-2.70	-1.87	-1.73	-0.76	-0.76
Depositi in c/c	9.35	9.92	9.42	10.69	12.50	12.60	12.07	12.32	11.67	11.97	11.32	12.00	11.23	11.60	10.93	11.27	10.48	11.57	10.80
Depositi a risparmio	8.45	8.77	9.39	9.46	10.04	10.22	9.75	10.35	9.71	9.94	8.74	9.06	7.82	7.58	6.75	7.22	6.75	7.12	6.57
Certif. deposito	16.78	10.63	1.83	6.29	3.39	0.42	-5.27	-30.31	-20.13	-18.61	-19.27	-18.07	-18.50	-17.86	-18.83	-17.53	-16.39	-14.96	-15.08

SCENARIO B	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	10 7	10 8	10 9	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	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	1.00	1.00	1.00	1.00
Indice COMIT	793	955	995	958	1018	1086	1144	1251	1240	1296	1288	1346	1308	1378	1333	1403	1366	1424	1378	1378
Produzione Industriale	-24.9	-24.5	-21.9	-22.3	-20.4	-15.6	-15.2	-13.4	-13.6	-12.1	-12.4	-10.3	-10.2	-8.2	-8.6	-6.5	-6.9	-5.1	-5.6	-5.6
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.1	1.2	0.8	0.6	-0.1	0.1	0.3	0.7	0.7	0.9	0.9	1.1	1.1	1.3	1.3	1.5	1.4	1.6	1.5	1.5
<b>ENDOGENE</b>																				
<b>TASSI</b>																				
T. P/T medio	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	1.00	1.00	1.00	1.00
T. Overnight media d/1	0.95	0.66	0.63	0.64	0.33	0.30	0.34	0.48	0.40	0.48	0.40	0.50	0.42	0.49	0.41	0.49	0.41	0.52	0.45	0.45
T. Interb. 1m lett.	1.28	1.01	0.90	0.89	0.58	0.46	0.41	0.60	0.53	0.65	0.58	0.75	0.69	0.83	0.74	0.90	0.84	0.97	0.89	0.89
T. Interb. 3m lett.	1.65	1.42	1.30	1.23	0.97	0.83	0.73	0.82	0.95	0.91	1.08	1.06	1.23	1.18	1.35	1.29	1.43	1.37	1.47	1.47
T. Interb. 6m lett.	1.80	1.62	1.50	1.45	1.22	1.11	1.03	1.14	1.30	1.24	1.35	1.28	1.42	1.36	1.51	1.42	1.54	1.46	1.56	1.56
T. Depositi medio	1.21	1.06	1.00	0.93	0.88	0.88	0.91	0.86	0.88	0.84	0.87	0.82	0.84	0.81	0.84	0.78	0.82	0.77	0.82	0.82
T. Prestiti medio	4.91	4.57	4.45	4.31	4.03	4.03	4.02	3.95	3.94	4.02	3.97	4.06	3.99	4.07	4.03	4.10	4.07	4.13	4.10	4.10
T.prest.medio - T.dep.medio	3.70	3.51	3.45	3.38	3.15	3.15	3.11	3.09	3.06	3.18	3.10	3.24	3.15	3.26	3.19	3.32	3.24	3.36	3.28	3.28
T. BOT comp. lordo 3m	1.10	1.07	0.90	1.01	0.50	0.50	0.39	0.44	0.52	0.46	0.57	0.51	0.63	0.58	0.70	0.64	0.75	0.68	0.76	0.76
T. BOT comp. lordo 6m	1.19	1.09	1.04	0.77	0.60	0.56	0.56	0.63	0.80	0.72	0.85	0.80	0.95	0.93	1.08	1.03	1.14	1.08	1.15	1.15
T. BOT comp. lordo 12m	1.33	1.38	1.15	1.29	0.87	0.96	0.75	0.91	1.07	0.98	1.14	1.11	1.23	1.18	1.31	1.25	1.42	1.38	1.51	1.51
Rendistat lordo	3.77	3.61	3.55	3.75	3.51	3.40	3.27	3.30	3.38	3.33	3.41	3.36	3.42	3.38	3.44	3.40	3.45	3.42	3.46	3.46
Rendistat netto	3.29	3.16	3.11	3.28	3.07	2.98	2.86	2.89	2.96	2.92	2.98	2.94	2.99	2.96	3.01	2.98	3.02	2.99	3.03	3.03
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	2.12	2.14	2.12	2.24	2.16	2.18	2.11	2.18	2.30	2.24	2.35	2.27	2.36	2.28	2.38	2.31	2.40	2.32	2.39	2.39
Rend. BTP a 5 anni	2.66	2.71	2.84	2.87	2.77	2.76	2.70	2.77	2.88	2.84	2.95	2.88	2.98	2.90	3.00	2.94	3.03	2.96	3.04	3.04
Rend. BTP a 7 anni	3.03	3.10	3.32	3.28	3.17	3.14	3.11	3.15	3.23	3.20	3.28	3.24	3.31	3.25	3.32	3.27	3.33	3.29	3.35	3.35
Rend. BTP a 10 anni	3.41	3.49	3.77	3.67	3.57	3.50	3.50	3.53	3.63	3.56	3.65	3.58	3.68	3.59	3.69	3.59	3.71	3.60	3.67	3.67
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2344.412	2326.756	2331.620	2348.952	2324.857	2333.738	2375.820	2391.030	2338.785	2385.663	2369.91	2404.99	2376.30	2400.28	2385.95	2424.82	2379.03	2412.15	2419.53	2419.53
Prestiti in euro	2301.220	2306.095	2296.482	2303.275	2280.491	2278.701	2313.473	2336.459	2274.956	2321.475	2309.983	2344.49	2318.249	2347.60	2327.03	2361.32	2321.54	2349.57	2361.36	2361.36
Prestiti in valuta	43.192	20.661	35.138	45.677	44.366	55.038	62.347	54.571	63.830	64.188	59.927	60.492	58.047	52.677	58.922	63.506	57.486	62.584	58.173	58.173
Prestiti a breve	396.949	393.002	387.090	391.158	387.695	370.965	367.183	362.625	362.593	370.381	372.274	368.359	373.529	370.601	375.166	377.859	379.166	375.787	375.628	375.628
Prestiti a m/1	1947.463	1933.754	1944.530	1957.794	1937.162	1962.774	2008.637	2028.405	1976.192	2015.282	1997.636	2036.628	2002.767	2029.680	2010.781	2046.965	1999.860	2036.365	2043.907	2043.907
Depositi totali	1712.873	1703.846	1703.637	1711.376	1697.271	1666.795	1653.377	1663.917	1650.607	1656.848	1644.502	1646.924	1645.386	1652.731	1644.691	1662.944	1658.573	1647.127	1628.246	1628.246
Depositi in c/c	683.259	701.856	704.783	711.799	705.467	683.009	705.946	725.909	728.367	759.959	747.279	750.790	753.498	776.814	775.473	785.826	772.416	756.296	774.352	774.352
Depositi a risparmio	252.680	253.529	254.406	254.534	256.184	257.940	256.461	258.838	258.863	266.019	269.359	271.642	270.671	271.225	269.950	271.486	271.478	274.397	271.593	271.593
Certif. deposito	776.934	748.461	744.448	745.043	735.620	725.846	690.970	679.170	663.377	630.870	627.864	624.492	621.217	604.691	599.268	605.632	614.679	616.435	582.301	582.301
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																				
Prestiti totali	7.53	6.80	4.87	5.37	-4.12	4.19	4.82	-4.24	-0.37	2.74	1.50	2.47	1.36	3.16	2.33	3.23	2.33	3.36	1.84	1.84
Prestiti in euro	7.17	7.45	4.87	4.89	-3.65	3.26	3.60	-5.00	-1.60	1.60	0.44	1.00	0.74	1.80	1.33	2.52	1.80	3.11	2.07	2.07
Prestiti in valuta	31.49	-36.45	5.01	37.25	35.30	66.14	86.17	45.65	79.68	72.91	71.11	135.07	34.39	154.96	67.69	39.03	29.57	13.71	-6.69	-6.69
Prestiti a breve	5.25	4.30	3.17	1.47	-0.72	-3.80	-5.90	-7.30	-6.30	-8.10	-8.30	-7.70	-5.90	-5.70	-3.08	-3.40	-2.20	1.30	2.30	2.30
Prestiti a m/1	8.01	7.32	5.22	6.18	5.14	5.85	7.05	-3.67	0.80	5.02	3.56	4.55	2.84	4.96	3.41	4.55	3.24	3.75	1.76	1.76
Depositi totali	12.46	10.06	5.97	8.55	8.01	5.53	2.49	-11.13	-4.77	-3.25	-4.00	-3.18	-3.94	-3.00	-3.46	-2.83	-2.28	-1.18	-1.52	-1.52
Depositi in c/c	9.35	9.92	9.42	10.69	12.50	12.17	11.37	11.57	11.00	11.27	10.40	11.23	10.28	10.68	10.03	10.40	9.49	10.73	9.69	9.69
Depositi a risparmio	8.45	8.77	9.39	9.46	10.04	9.89	9.20	9.62	8.97	9.15	8.09	8.32	7.12	6.98	6.11	6.66	5.97	6.38	5.90	5.90
Certif. deposito	16.78	10.63	1.83	6.29	3.39	-1.36	-7.19	-31.09	-20.98	-19.72	-20.21	-19.45	-20.04	-19.21	-19.50	-18.71	-16.44	-15.07	-15.73	-15.73

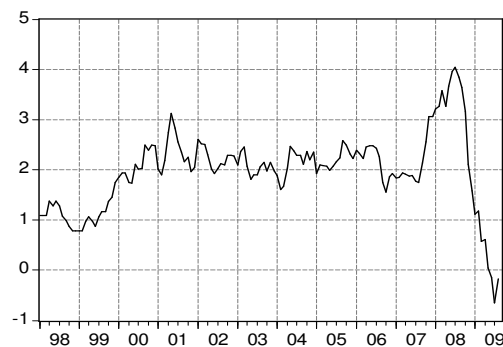


SCENARIO C	09 3	09 4	09 5	09 6	09 7	09 8	09 9	09 10	09 11	09 12	10 1	10 2	10 3	10 4	10 5	10 6	10 7	10 8	10 9
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	1.50	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Indice COMIT	793	955	995	958	1018	1086	1144	1177	1152	1218	1177	1247	1226	1280	1243	1296	1255	1320	1271
Produzione Industriale	-24.9	-24.5	-21.9	-23.3	-20.4	-17.0	-16.7	-15.0	-15.3	-13.9	-14.2	-12.5	-12.6	-10.2	-10.4	-8.6	-9.0	-7.3	-7.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.1	1.2	0.8	0.6	-0.1	0.1	0.3	0.5	0.5	0.7	0.7	0.9	0.8	1.0	1.0	1.2	1.1	1.4	1.3
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	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	1.00	1.00	1.00
T. Overnight media d/l	0.95	0.66	0.63	0.64	0.33	0.30	0.34	0.39	0.30	0.40	0.31	0.40	0.30	0.40	0.31	0.39	0.34	0.40	0.34
T. Interb. 1m lett.	1.28	1.01	0.90	0.89	0.58	0.46	0.43	0.47	0.38	0.49	0.40	0.56	0.55	0.65	0.56	0.74	0.68	0.82	0.74
T. Interb. 3m lett.	1.65	1.42	1.30	1.23	0.97	0.83	0.73	0.70	0.80	0.76	0.92	0.87	1.04	1.01	1.17	1.13	1.26	1.18	1.28
T. Interb. 6m lett.	1.80	1.62	1.50	1.45	1.22	1.11	1.03	1.04	1.18	1.11	1.21	1.13	1.28	1.23	1.36	1.27	1.39	1.30	1.40
T. Depositi medio	1.21	1.06	1.00	0.93	0.88	0.88	0.87	0.81	0.84	0.78	0.80	0.76	0.79	0.74	0.78	0.72	0.75	0.70	0.75
T. Prestiti medio	4.91	4.57	4.43	4.31	4.03	4.03	3.97	3.86	3.87	3.94	3.89	3.97	3.92	3.98	3.93	4.01	3.97	4.03	4.01
T.prest.medio - T.dep.medio	3.70	3.51	3.43	3.38	3.15	3.15	3.10	3.05	3.03	3.15	3.09	3.21	3.13	3.24	3.15	3.30	3.22	3.33	3.26
T. BOT comp. lordo 3m	1.10	1.07	0.90	1.01	0.50	0.50	0.39	0.37	0.42	0.38	0.47	0.41	0.51	0.47	0.58	0.54	0.64	0.58	0.65
T. BOT comp. lordo 6m	1.19	1.09	1.04	0.77	0.60	0.56	0.56	0.50	0.67	0.58	0.73	0.65	0.81	0.77	0.94	0.86	0.98	0.91	1.04
T. BOT comp. lordo 12m	1.33	1.38	1.15	1.29	0.87	0.96	0.75	0.80	0.93	0.80	0.99	0.94	1.09	1.02	1.16	1.09	1.23	1.18	1.34
Rendistat lordo	3.77	3.61	3.53	3.73	3.51	3.40	3.27	3.24	3.30	3.26	3.33	3.29	3.35	3.31	3.38	3.33	3.38	3.33	3.38
Rendistat netto	3.29	3.16	3.11	3.28	3.07	2.98	2.86	2.83	2.89	2.85	2.91	2.88	2.93	2.89	2.96	2.91	2.95	2.91	2.96
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	2.12	2.14	2.12	2.24	2.16	2.18	2.11	2.07	2.17	2.10	2.21	2.13	2.23	2.16	2.26	2.17	2.26	2.19	2.27
Rend. BTP a 5 anni	2.66	2.71	2.84	2.87	2.77	2.76	2.70	2.67	2.77	2.72	2.82	2.76	2.86	2.79	2.89	2.82	2.91	2.84	2.93
Rend. BTP a 7 anni	3.03	3.10	3.32	3.28	3.17	3.14	3.11	3.08	3.15	3.11	3.18	3.13	3.21	3.16	3.23	3.18	3.24	3.19	3.27
Rend. BTP a 10 anni	3.41	3.49	3.77	3.67	3.57	3.50	3.50	3.47	3.53	3.47	3.56	3.48	3.57	3.48	3.58	3.48	3.58	3.48	3.53
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2344.412	2326.756	2331.620	2348.952	2324.857	2316.715	2347.488	2347.085	2314.372	2350.368	2343.99	2377.29	2342.30	2369.57	2350.51	2390.53	2354.85	2370.69	2368.15
Prestiti in euro	2301.220	2306.095	2296.482	2303.275	2280.491	2264.578	2291.142	2298.830	2258.772	2294.970	2290.664	2324.76	2285.802	2321.55	2296.48	2332.30	2303.30	2316.66	2318.64
Prestiti in valuta	43.192	20.661	35.138	45.677	44.366	52.138	56.346	48.255	55.599	55.398	53.329	52.528	56.500	48.022	54.024	58.233	51.551	54.032	49.510
Prestiti a breve	396.949	393.002	387.090	391.158	387.695	365.474	361.720	357.148	357.950	365.948	366.185	363.171	367.972	363.527	370.277	371.991	372.187	364.743	366.422
Prestiti a m/l	1947.463	1933.754	1944.530	1957.794	1937.162	1951.242	1985.768	1989.936	1956.422	1984.420	1977.808	2014.121	1974.330	2006.041	1980.229	2018.537	1982.660	2005.952	2001.723
Depositi totali	1712.873	1703.846	1703.637	1711.376	1697.271	1700.596	1692.417	1694.997	1676.953	1684.077	1673.966	1680.944	1678.616	1688.511	1672.972	1693.578	1678.431	1692.433	1686.494
Depositi in c/c	683.259	701.856	704.783	711.799	705.467	689.950	714.504	735.929	737.029	769.862	759.463	761.118	765.728	790.079	787.947	798.069	785.326	773.917	795.957
Depositi a risparmio	252.680	253.529	254.406	253.534	256.184	259.558	259.279	262.097	262.592	269.968	272.698	275.002	274.410	274.978	273.359	274.439	274.911	279.596	278.103
Certif. deposito	776.934	748.461	744.448	745.043	735.620	751.087	718.634	696.972	677.332	644.248	641.805	644.824	638.477	623.455	611.665	621.070	618.194	638.919	612.434
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	7.53	6.80	4.87	5.37	4.12	3.43	3.57	-6.00	-1.41	1.22	0.39	1.29	-0.09	1.84	0.81	1.77	1.29	2.33	0.88
Prestiti in euro	7.17	7.45	4.87	4.89	3.65	2.62	2.60	-6.53	-2.30	0.44	-0.40	0.15	-0.67	0.67	0.00	1.26	1.00	2.30	1.20
Prestiti in valuta	31.49	-36.45	5.01	37.25	35.30	57.39	68.25	28.79	56.51	49.23	52.27	104.12	30.81	132.43	53.75	27.49	16.20	3.63	-12.13
Prestiti a breve	5.25	4.30	3.17	1.47	-0.72	-5.22	-7.30	-8.70	-7.50	-9.20	-9.80	-9.00	-7.30	-7.50	-4.34	-4.90	-4.00	-0.20	1.30
Prestiti a m/l	8.01	7.32	5.22	6.18	5.14	5.23	5.83	-5.50	-0.21	3.41	2.53	3.40	1.38	3.74	1.84	3.10	2.35	2.80	0.80
Depositi totali	12.46	10.06	5.97	8.55	8.01	7.67	4.91	-9.47	-3.25	-1.66	-2.28	-1.18	-2.00	-0.90	-1.80	-1.04	-1.11	-0.48	-0.35
Depositi in c/c	9.35	9.92	9.42	10.69	12.50	13.31	12.72	13.11	12.32	12.72	12.20	12.76	12.07	12.57	11.80	12.12	11.32	12.17	11.40
Depositi a risparmio	8.45	8.77	9.39	9.46	10.04	10.58	10.40	11.00	10.54	10.77	9.43	9.66	8.60	8.46	7.45	7.82	7.31	7.72	7.26
Certif. deposito	16.78	10.63	1.83	6.29	3.39	2.07	-3.47	-29.28	-19.32	-18.01	-18.44	-16.82	-17.82	-16.70	-17.84	-16.64	-15.96	-14.93	-14.78

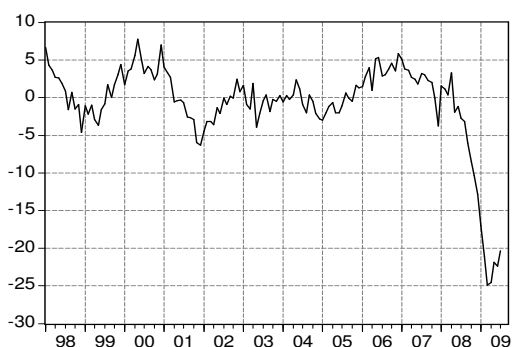
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



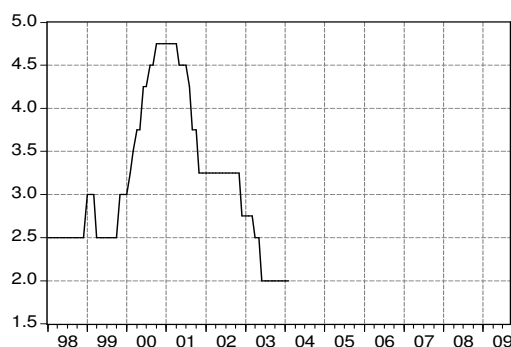
— TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



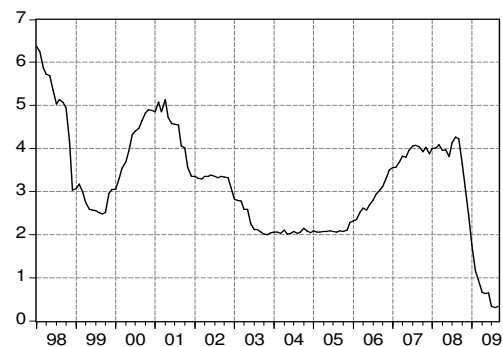
— TASSO INFLAZIONE AREA EURO



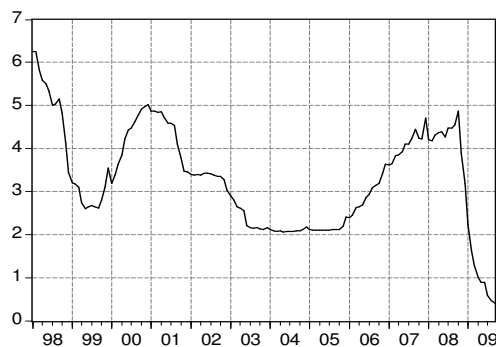
— PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



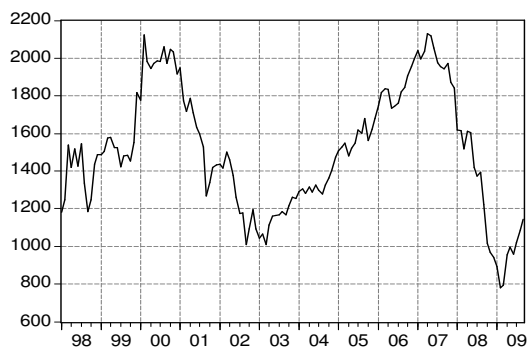
— TASSO DI INTERVENTO BCE



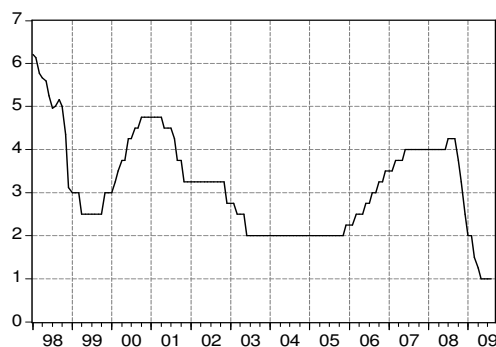
— TASSO OVERNIGHT



— TASSO INTERBANCARIO 1 MESE ITALIA



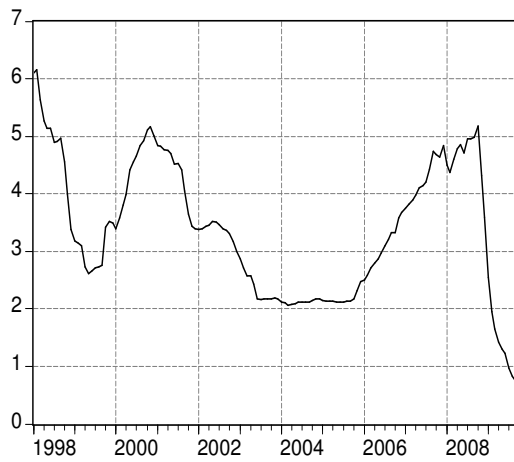
— INDICE COMIT



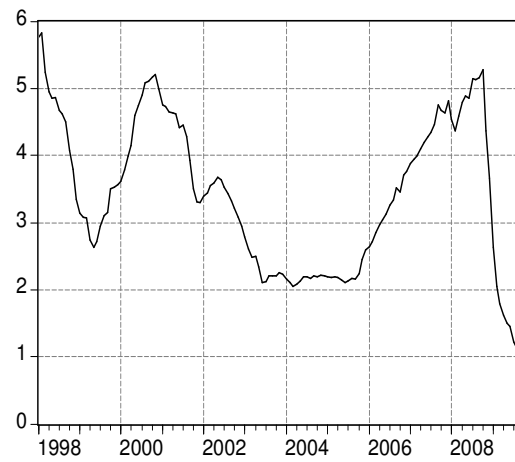
— TASSO MEDIO PONDERATO PCT

**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**

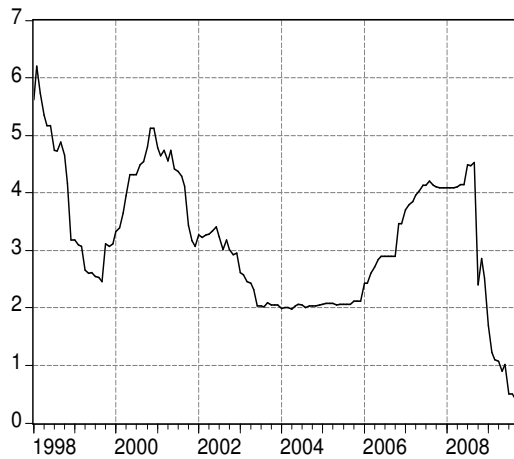
*Dati mensili*



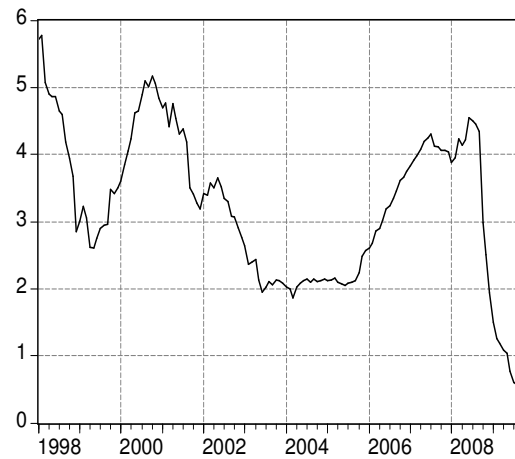
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI ITALIA (LIBOR)



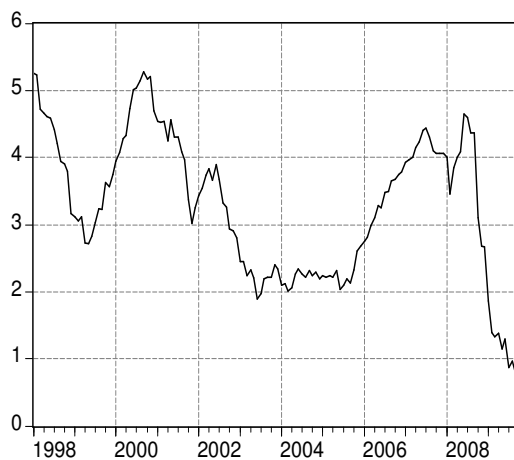
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI ITALIA



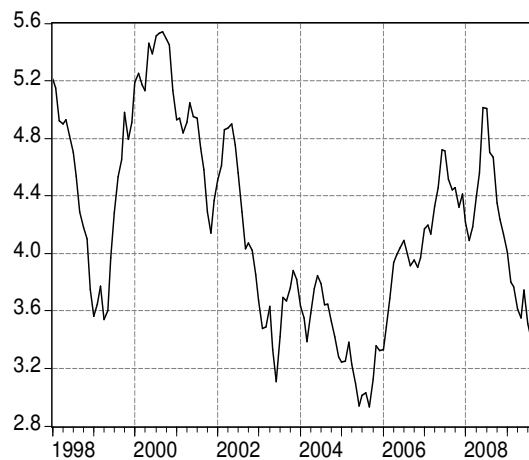
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO

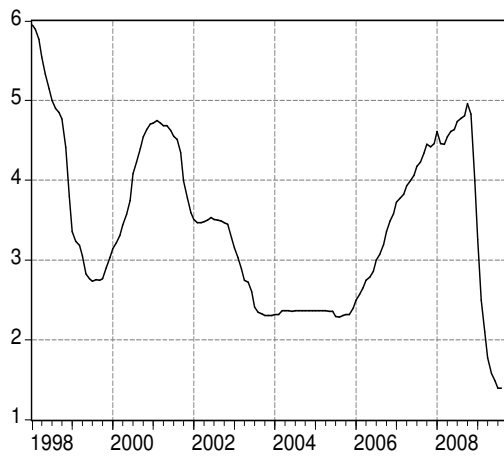


— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO

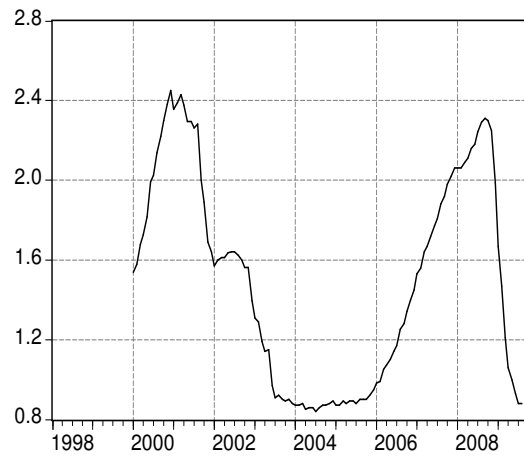


— RENDISTAT LORDO

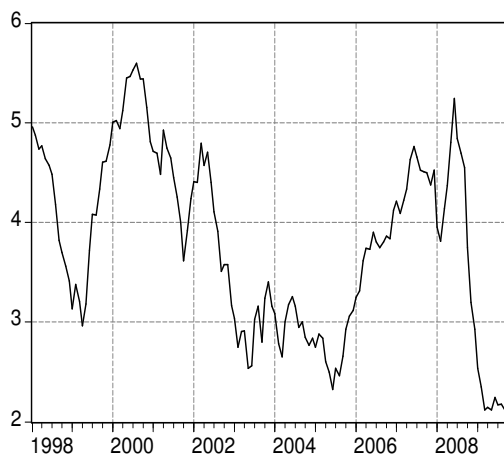
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



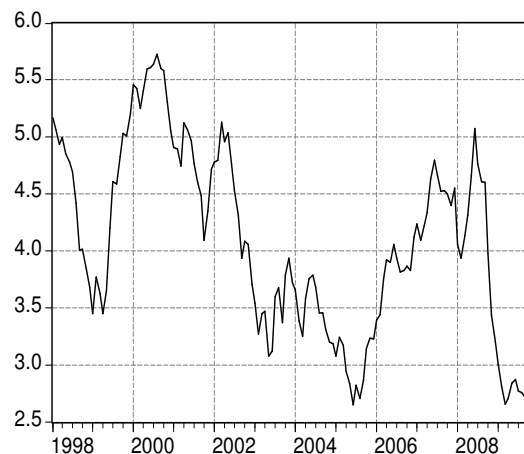
— TASSO PRESTITI MINIMO



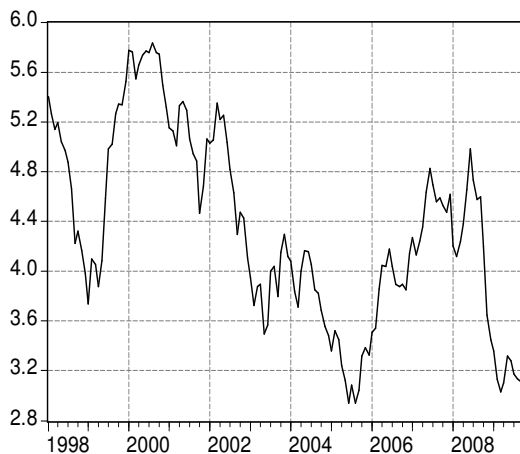
— TASSO DEPOSITI MEDIO



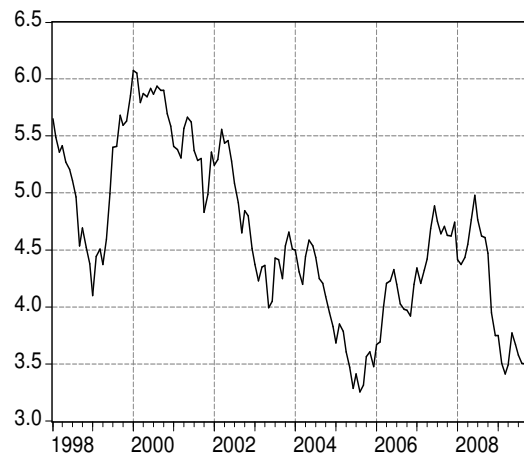
— RENDIMENTO A 3 ANNI



— RENDIMENTO A 5 ANNI



— RENDIMENTO A 7 ANNI



— RENDIMENTO A 10 ANNI

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

