

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 Novembre 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

L'avvio dell'ultima parte dell'anno ha portato segnali di conferma della svolta maturata in estate, quando tutte le maggiori economie hanno registrato corposi aumenti del Pil. L'attività economica è cresciuta quasi ovunque, muovendo da Oriente verso Occidente. Il quadro complessivo mostra una domanda globale in ripresa, dipendente però da massicce politiche economiche di emergenza. L'interrogativo fondamentale rimane quello della sostenibilità della ripresa, una volta esaurite tutte le misure di stimolo in corso. Numerose rimangono infatti le incognite per il futuro: l'enorme debolezza del mercato del lavoro, la ristrutturazione delle imprese, la diminuzione del Pil potenziale, i nodi della finanza non ancora sciolti, le condizioni del credito restrittive e in via di peggioramento, che aumentano la probabilità di un andamento economico a W, non ancora scongiurato; accanto a ciò la persistente debolezza del dollaro, associata ai nuovi record del prezzo dell'oro e agli ennesimi incrementi dei prezzi delle materie prime, la cui valutazione è espressa in dollari. Infine, ultima in ordine di apparizione, lo sgonfiamento della bolla di Dubai World, il fondo facente capo all'omonimo emirato, che potrebbe aumentare le probabilità di una ricaduta dell'economia e che ha generato forte nervosismo sui mercati per timori di contagio, con correzioni in tutti i settori, non solo in quello bancario, più direttamente coinvolto nella vicenda e più a rischio per la pregressa debolezza.

Usa: il recupero dell'offerta procede ad un ritmo debole

La seconda stima sull'andamento dell'economia americana nel III trimestre dell'anno corregge al ribasso la prima rilasciata: il Pil è infatti cresciuto di +2,8% su base trimestrale (-2,5% a/a), contro il +3,5% t/t e -2,3% a/a precedentemente stimato. Sono stati rivisti al ribasso i consumi privati (+2,9% t/t, -0,1% a/a), gli investimenti fissi (+0,3% t/t, -19,2% a/a) e le esportazioni nette. Passando ad analizzare i contributi, si nota che la quasi totalità della crescita economica dipende dall'apporto positivo dei consumi privati e pubblici (rispettivamente +2,07% t/t e +0,63% t/t). A tal proposito si osserva come, rispetto agli scorsi trimestri, sia notevolmente aumentato il peso della componente privata rispetto alla spesa pubblica. Positivo, anche se minimo, è stato il contributo degli investimenti fissi (+0,04% t/t, grazie principalmente alla componente residenziale). Infine l'apporto positivo delle scorte (+0,87% t/t, segnale di una ricostituzione del magazzino in corso) è stato quasi interamente annullato dal peso delle esportazioni nette (-0,83% t/t), in seguito ad un aumento delle importazioni maggiore di quello dell'export. Per quanto riguarda il commercio con l'estero, in settembre è aumentato il deficit della bilancia commerciale americana, a causa di un forte aumento delle importazioni (+5,67% m/m), non completamente bilanciato dalla ripresa delle esportazioni (+2,81% m/m).

I dati provenienti dal lato dell'offerta segnalano una ripresa estremamente debole: la produzione industriale americana è salita solo di +0,1% m/m in ottobre, battendo al ribasso le attese e portando il tendenziale a -7,1%. L'inaspettata battuta d'arresto degli ordini di beni durevoli registrata in ottobre (-0,6% m/m, -23,0% a/a, dopo il +2,0% m/m rivisto di settembre) getta una fosca luce sulle potenzialità di recupero dell'offerta nei prossimi mesi. Depurato della componente dei trasporti, questo dato risulta ancor più negativo: -1,3% m/m. Prosegue anche in settembre, sebbene ad un ritmo inferiore al mese precedente, la diminuzione delle scorte delle imprese (-0,4% m/m, -13,4% a/a). Ha ripreso a salire in ottobre il tasso di utilizzo della capacità produttiva, arrivato al 70,7% dal 70,5% del mese precedente, in linea con le attese. Dagli indici di fiducia provengono segnali incoraggianti: l'ISM manifatturiero ha raggiunto in ottobre il massimo da aprile 2006, giungendo a quota 55,7 da 52,6 del mese precedente, l'indice di fiducia di Philadelphia è salito in novembre a 16,7 da 11,5 e l'NAPM Chicago segnala per il mese di novembre un ulteriore aumento a 56,1 da 54,2 del mese precedente. Il lato della domanda sembra rispondere positivamente alle misure di stimolo messe in atto: la spesa delle famiglie è salita in ottobre di +0,4% m/m in termini reali, dopo il -0,7% m/m di settembre, e il reddito personale valutato in termini reali è cresciuto di +0,2% m/m. Le vendite al dettaglio, trainate dal settore auto, hanno registrato un progresso di +1,4% su base mensile, al di sopra delle attese, che porta il tendenziale a -1,7% a/a, e le vendite dei grandi magazzini sono aumentate in settembre di +0,7% m/m (-15,2% a/a). L'indice di fiducia elaborato dal Conference Board segnala in novembre un modesto recupero da 48,7 rivisto a 49,5, mentre quello calcolato dall'Università del Michigan è diminuito nel mese a 67,4 da 70,6. Permangono forti criticità nel mercato del lavoro: il tasso di disoccupazione ha oltrepassato in ottobre la soglia critica del 10%, attestandosi al 10,2% dal 9,8% di settembre, al livello più alto dall'aprile 1983. E' proseguita per il 22esimo mese consecutivo la diminuzione dell'occupazione nei settori non agricoli, sebbene ad un passo inferiore agli scorsi mesi (190mila posti di lavoro in meno, contro i 219mila persi in settembre). Circa un terzo di questi sono stati persi nel settore manifatturiero (-61mila in ottobre, contro i -51mila rivisti del mese precedente). Sostanzialmente invariate nel mese sono rimaste le ore lavorate (33,0 a settimana), i salari medi orari e il tasso di partecipazione (attualmente al 65,1%). È proseguita anche nel terzo trimestre

dell'anno la diminuzione del costo del lavoro unitario (-5,2% t/t, -3,6% a/a), parallela al forte aumento della produttività delle imprese (+9,5% t/t, +4,3% a/a), ai massimi da sei anni, segno che le aziende stanno riuscendo a far salire l'output senza assumere. Non ancora superata appare la crisi del settore edilizio: l'avvio di nuovi cantieri ha subito infatti una forte battuta d'arresto in ottobre (-10,6% m/m, -30,7% a/a, mentre gli analisti attendevano un +1,7% m/m), imputabile alla grande quantità di invenduto presente sul mercato. Ciò è testimoniato anche dalle vendite di case esistenti, cresciute in ottobre di +10,1% m/m e +23,5% a/a, al livello più alto da febbraio 2007. Anche la vendita di nuove case ha registrato un progresso nel mese, crescendo di +6,2% m/m e +5,1% su base annua, sebbene il dato risulti gonfiato dagli sgravi fiscali per l'acquisto della prima casa. La spesa per costruzioni relativa a settembre ha registrato un +0,8% m/m e -13,0% a/a.

Infine nel mese di ottobre tornano a registrare deboli variazioni positive gli indici di prezzo, battendo leggermente al rialzo le aspettative: quello generale relativo ai prezzi al consumo è salito di +0,3% m/m, portando il tendenziale a -0,2% a/a, dopo il -1,3% a/a di settembre, mentre quello depurato delle componenti più volatili è cresciuto di +0,2% su base mensile e +1,7% su base annua. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione ha registrato una variazione di +0,3% m/m, che fa risalire il tendenziale a -1,9%, dopo il -4,8% di settembre. L'indice *core* invece, diminuito di -0,6% m/m, si è attestato a +0,7% a/a rispetto ad ottobre 2008. Variazioni congiunturali positive si osservano anche negli indici dei prezzi alle importazioni (+0,7% m/m, -5,7% a/a) e alle esportazioni (+0,3% m/m, -3,4% a/a).

Alla luce di questi dati e delle dichiarazioni rilasciate da alcuni membri della Fed, riteniamo che l'attuale livello dei tassi verrà mantenuto invariato per parecchio tempo ancora, per non danneggiare i timidi segnali di ripresa che si intravedono. Riteniamo inoltre che le misure di *quantitative easing* inizieranno ad essere ridotte a partire dalla seconda metà del 2010 (Scen. B e C, prob. cumulata 80%) e che solo in uno scenario fortemente ottimistico, cui assegniamo bassa probabilità di verificarsi, la Fed decida di intervenire a favore di un modesto aumento dei tassi, verso la fine dell'orizzonte previsivo (Scen. B, prob. 10%). Nel caso in cui invece la situazione si mostrasse più critica del previsto con doppio tonfo dell'economia, le misure di *quantitative easing*, unico strumento ancora a disposizione, rimarrebbero in essere per tutto il periodo (Scen. A, prob. 20%).

Giappone: dinamismo dell'offerta, supportata dal canale estero

Il dato relativo all'andamento del Pil nel III trimestre dell'anno sottolinea una buona ripresa dell'economia giapponese in seguito alla crisi: il Pil è cresciuto di +1,2% su base trimestrale e +4,8% su base annua, dopo il +0,7% t/t e +2,3% a/a fatto registrare nel periodo precedente. Il Giappone, Paese con una forte vocazione alle esportazioni, si sta avvantaggiando in questo momento della ripresa dei commerci internazionali e del recupero in atto a livello globale: le esportazioni sono infatti aumentate nel periodo di +6,4% t/t e +28,0% a/a, dopo un analogo +6,4% t/t nel II trimestre. Anche importazioni e consumi privati hanno registrato variazioni positive nel periodo (rispettivamente +3,4% t/t e +0,7% t/t), mentre gli investimenti fissi risultano ancora in diminuzione (-0,3% t/t, -1,3% a/a). Positivi sono i dati che provengono dal lato dell'offerta: la produzione industriale è cresciuta in ottobre di +0,5% su base mensile (-15,1% a/a), dopo il +2,1% m/m di settembre. Enorme è stato il balzo degli ordini di macchinari industriali in settembre: essi sono aumentati di +10,5% m/m, portando il tendenziale a -22,0%. In recupero appare il Coincident Index of Business Condition, salito a 95,0 da 90 di agosto, mentre l'indice di attività del terziario è diminuito in settembre di -0,5% rispetto al mese precedente. Il lato della domanda mostra segnali di estrema debolezza: i consumi delle famiglie sono scesi in ottobre di -2,3% a/a se valutati in termini nominali (+0,6% a/a è stata la loro variazione in termini reali) e il reddito disponibile ha registrato una diminuzione di -4,7% a/a (che diventa -1,9% a/a se valutata in termini reali). Anche le vendite hanno subito in ottobre pesanti ridimensionamenti: quelle dei grandi magazzini sono precipitate di -6,4% a/a e quelle al dettaglio hanno registrato un -0,9% a/a. L'indice di fiducia dei consumatori in ottobre è rimasto invariato rispetto al mese precedente a quota 40,5. I dati provenienti dal mercato del lavoro segnalano per il mese di ottobre un'ulteriore contrazione della forza lavoro, degli occupati ma anche del numero di disoccupati. Il tasso di disoccupazione è sceso infatti al 5,1% dal 5,3% del mese precedente, mentre gli analisti lo attendevano al 5,4%. Sul fronte dei prezzi permane un quadro deflazionistico: l'indice dei prezzi al consumo ha registrato in ottobre una variazione congiunturale di -0,4%, che porta il tendenziale al -2,5%, dopo il -2,2% a/a del mese precedente, mentre l'indice *core*, diminuito di -0,1% m/m, si attesta a -2,2% a/a. La stima *flash* relativa all'inflazione di novembre per l'area di Tokyo segnala una diminuzione di -0,2% m/m e -2,2% a/a. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione è sceso in ottobre di -0,7% m/m e -6,7% su base tendenziale, in risalita dal -8,0% a/a di settembre. Le principali criticità per questo Paese riguardano la montante deflazione e il rischio di esaurimento della spinta propulsiva proveniente dagli incentivi ai consumi.

Area Euro: uscita tecnica dalla recessione

La stima preliminare relativa all'andamento dell'economia nel III trimestre dell'anno segnala una ripresa dell'attività, nell'ordine di +0,4% t/t (-4,1% a/a), leggermente al di sotto delle previsioni degli analisti. Non si conosce ancora il dettaglio delle componenti, tuttavia si ritiene che, a fronte di un contributo positivo del commercio estero e delle scorte, la domanda interna e i consumi siano rimasti fiacchi. Nel mese di settembre è notevolmente aumentato l'attivo della bilancia commerciale, a causa di un forte aumento delle esportazioni (+5,5% m/m), maggiore della ripresa dell'import (+1,1% m/m).

I dati relativi all'offerta scontano un mese di ritardo rispetto agli Stati Uniti: si riferiscono a settembre, mese di ripresa dell'attività dopo la pausa estiva, quindi sono poco indicativi. Comunque, la produzione industriale è salita nel mese di +0,3% m/m (-12,9% a/a), dopo il +1,2% m/m e -15,1% a/a rivisti di agosto, e gli ordini all'industria hanno registrato un aumento di +1,5% su base mensile, che porta il tendenziale a -16,5% da -23,2% a/a di agosto. Tutti gli indici di fiducia dal lato dell'offerta appaiono in aumento: il PMI manifatturiero è salito in novembre da 50,7 a 51,0, il massimo degli ultimi 20 mesi, quello relativo ai servizi ha invece toccato il massimo degli ultimi due anni, giungendo a quota 53,2 da 52,6 di ottobre. L'ESI è cresciuto a 88,8 da 86,1 del mese precedente e i Leading Indicators elaborati dall'Ocse indicano per il mese di settembre una ripresa sostenuta: +1,4% m/m e +6,3% a/a. Prosegue la debolezza della domanda, segnalata dalla nuova diminuzione delle vendite al dettaglio, scese in settembre di -0,7% m/m e -3,6% a/a, oltre le previsioni.

Sul fronte dei prezzi non si scorgono almeno per il momento rischi di deflazione: l'indice dei prezzi al consumo ha registrato in ottobre un progresso di +0,2% m/m, che porta il tendenziale a -0,1%, dopo il -0,3% a/a di settembre, mentre l'indice *core*, cresciuto di +0,3% su base congiunturale, permane in terreno positivo a +1,2% a/a, al di sopra delle attese. La stima *flash* relativa all'inflazione nel mese di novembre segnala un robusto recupero, da -0,1% a/a a +0,6% a/a (attese: +0,4% a/a). Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione ha subito una nuova battuta d'arresto in settembre, scendendo di -0,4% m/m e -7,7% a/a, in linea con le previsioni. Il tasso annuo di crescita di M3 ha fatto segnare in ottobre la variazione più bassa dall'introduzione della moneta unica: +0,3% a/a, dopo il +1,8% a/a, quindi ben al di sotto del +4,5% a/a, l'obiettivo fissato dalla Bce per garantire la stabilità dei prezzi.

Alla luce di questi dati e delle dichiarazioni rilasciate da alcuni membri della Bce, riteniamo che essa inizi gradualmente a drenare l'enorme quantità di liquidità in circolo nel sistema, non prima della seconda metà del 2010 (Scen. B e C, prob. cumulata 80%), eventualmente giungendo ad un modesto aumento dei tassi verso la fine dell'orizzonte previsivo, anche in risposta ad un'analoga mossa della Fed: assegniamo comunque a quest'evento una bassa probabilità di verificarsi (Scen. B, prob. 10%). Anche in Europa, nel caso si verificasse un andamento a W dell'economia, le misure di *credit easing* in corso rimarrebbero in essere per tutto il periodo considerato (Scen. A, prob. 20%).

L'economia della **Germania** ha registrato un buon progresso nel III trimestre, che ha fatto risalire il Pil di +0,7 punti percentuali rispetto al trimestre precedente (-4,7% è stata la variazione annua). Il risultato è imputabile principalmente all'accumulo delle scorte (il cui contributo è stato di +1,5% t/t e -0,9% a/a) e alla debole crescita degli investimenti fissi (+0,2% t/t, -1,3% a/a). Hanno invece sottratto risorse i consumi privati e le esportazioni nette (il cui peso è stato in entrambi i casi di -0,5% t/t). L'economia tedesca sembra ora accelerare, grazie alla ripresa globale che sta spingendo le imprese a ricostituire le scorte. È sceso in settembre l'attivo della bilancia commerciale, in seguito ad un aumento delle importazioni (+5,8% m/m, -16,3% a/a) maggiore della crescita dell'export (+3,8% m/m, -18,8% a/a).

Positivi sono i segnali che provengono dal lato dell'offerta per il mese di settembre: la produzione industriale, trainata dagli ordini dall'estero, è salita di +2,7% m/m (-12,9% a/a), ben oltre le previsioni, e gli ordini all'industria, indice di un ulteriore potenziale incremento dell'attività economica, sono cresciuti di +0,9% m/m (-13,1% a/a). Anche gli indici di fiducia lanciano segnali di recupero, battendo al rialzo le attese di mercato: l'Ifo relativo al mese di novembre ha raggiunto quota 93,9 da 92,0 rivisto di ottobre, il PMI manifatturiero è salito a 52,0 da 51,0 e quello dei servizi si è attestato a 51,5 da 50,7 rivisto di ottobre. La fiducia delle imprese è tornata ormai ai livelli precenti il fallimento di Lehman Brothers, grazie alla ripresa dei commerci internazionali e ai molti piani di stimolo varati nel mondo. Rimane comunque il rischio di un nuovo rallentamento per probabilità di crisi del credito.

Sul fronte dei prezzi prosegue la moderazione congiunturale in atto da mesi: l'indice dei prezzi al consumo ha registrato in novembre una diminuzione di -0,2% m/m, che porta il tendenziale a +0,3% a/a, mentre l'indice armonizzato, sceso di -0,1% m/m, è risalito di +0,4% rispetto allo scorso anno. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione, rimasto invariato in ottobre su base mensile, è diminuito di -7,6% a/a.

Anche in **Francia** il III trimestre dell'anno si è chiuso con una crescita dell'attività: il Pil è infatti aumentato di +0,3% su base congiunturale (-2,4% la variazione rispetto all'anno precedente), dopo il +0,3% t/t e -2,8% a/a del periodo aprile-giugno. Il risultato è imputabile principalmente all'apporto delle esportazioni nette (+0,4% t/t, dovuto ad un forte aumento delle esportazioni), mentre investimenti fissi e scorte hanno sottratto risorse. Invariati rispetto al periodo precedente sono stati i consumi privati.

I dati provenienti dal lato dell'offerta e relativi al mese di settembre non sono lusinghieri: la produzione industriale è scesa di -1,5% m/m e -11,0% su base annua, dopo il +2,8% m/m di agosto, e gli ordini all'industria hanno subito una contrazione di -1,8% m/m e -15,3% a/a, dopo il +2,4% m/m di agosto. L'indice di fiducia delle imprese è rimasto invariato in novembre a quota 89,0 (attese: 91,0). L'indice PMI manifatturiero ha leggermente corretto al ribasso, scendendo a 54,2 da 55,6 di ottobre (previsioni: 55,0) e quello dei servizi è invece salito a 60,4 da 57,7 (attese: 57,7). A differenza degli altri Paesi monitorati, la domanda interna francese mostra una buona tenuta: le vendite al dettaglio sono aumentate in agosto di +0,8% su base mensile e +0,5% su base annua, i consumi delle famiglie hanno registrato un +1,1% m/m e +3,5% a/a, al di sopra delle previsioni degli esperti, e l'indice di fiducia dei consumatori è risalito in novembre a -30,0 da -34,0 rivisto di ottobre.

Sul fronte dei prezzi si osservano in ottobre modesti aumenti congiunturali degli indici dei prezzi al consumo calcolati sul paniere nazionale e armonizzato (cresciuti entrambi di +0,1% m/m), ma i tendenziali rimangono ancora in terreno negativo (-0,2% a/a per entrambi). Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione per il mese di ottobre, cresciuto di +0,7% su base mensile, ha portato il tendenziale a -6,0% rispetto all'anno precedente.

Italia: nel III trimestre recupero del Pil superiore alla media europea

Si dispone soltanto del dato aggregato relativo all'andamento dell'economia nel III trimestre, che segnala una ripresa congiunturale di +0,6% t/t, maggiore della media europea e sostanzialmente in linea con le attese, che fa risalire il tendenziale a -4,6%, dopo il -5,9% a/a del periodo precedente. Dietro il recupero, il primo dopo cinque trimestri consecutivi di contrazione, potrebbe esserci soprattutto una ricostituzione delle scorte delle imprese. Quindi, sebbene l'Italia mostri in questo momento la *performance* migliore nel contesto europeo grazie alla forte componente export e alla tradizione manifatturiera, la dinamica si colloca in uno scenario di forte incertezza. Per quanto riguarda il commercio con l'estero, in settembre aumenta il passivo della bilancia commerciale nei confronti degli altri Paesi europei, in seguito all'aumento delle importazioni (+1,3% m/m) e alla contestuale diminuzione dell'export (-0,6% m/m). In novembre anche il saldo con i Paesi extraeuropei è scivolato in terreno negativo, a causa della forte contrazione delle esportazioni (-9,1% m/m). Dal lato dell'offerta si osserva nel mese di settembre la frenata della produzione industriale, tornata ai livelli di luglio (-5,3% m/m e -15,7% a/a, ben al di sotto delle attese). Tale dato, che rappresenta il maggior calo mensile dall'inizio della serie, deve essere letto come una correzione dopo l'inattesa crescita, oltretutto rivista al ribasso, registrata nel mese di agosto (+5,8% m/m). La dinamica del III trimestre rimane comunque positiva. Il fatturato industriale ha registrato nel mese di ripresa dell'attività dopo la pausa estiva un progresso di +2,3% m/m (-17,4% a/a) e gli ordini all'industria sono cresciuti di +5,2% m/m (-20,4% a/a), dopo il -8,6% m/m di agosto. Tutti gli indici di fiducia sono risultati in aumento: il PMI manifatturiero è salito in ottobre a 49,2 da 47,6 (attese: 48,3), quello dei servizi è balzato a 52,2 da 48,5 del mese precedente (attese: 49,1), superando così la soglia critica tra contrazione ed espansione, l'indice di fiducia delle imprese manifatturiere è giunto in novembre a 78,8 da 77,4 e quello dei servizi è risalito a -2,0 da -7,0 di ottobre.

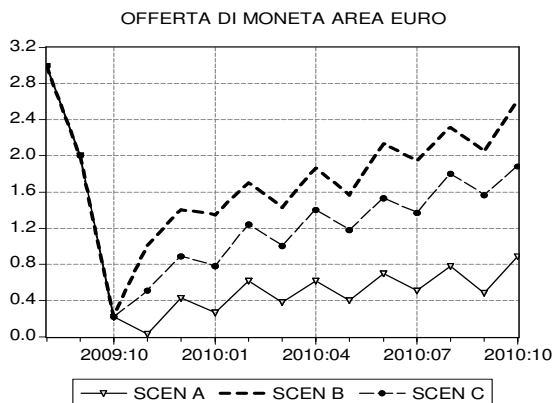
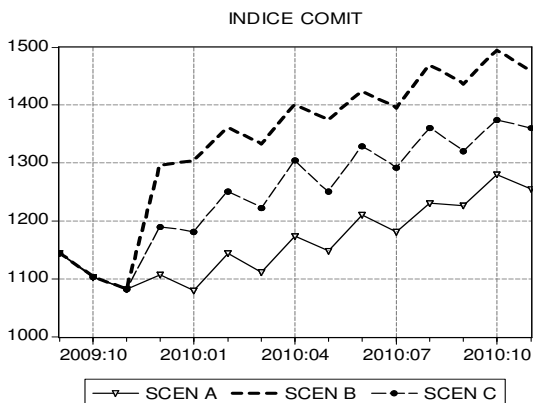
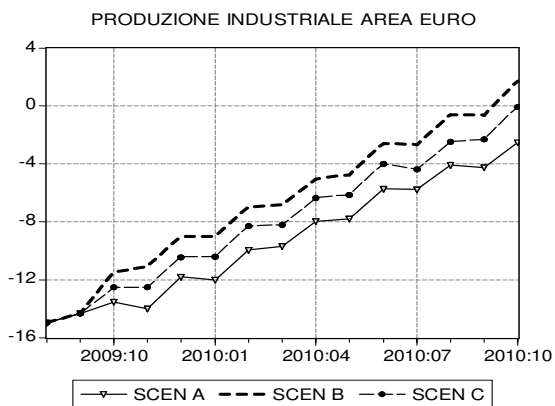
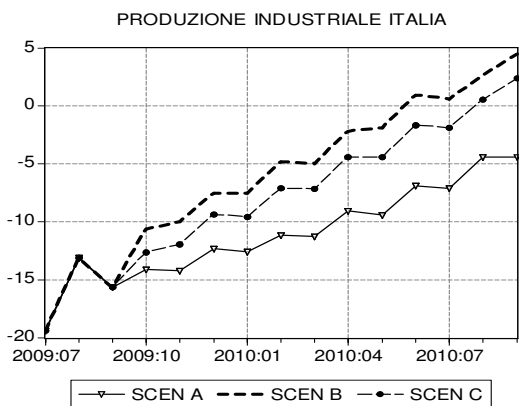
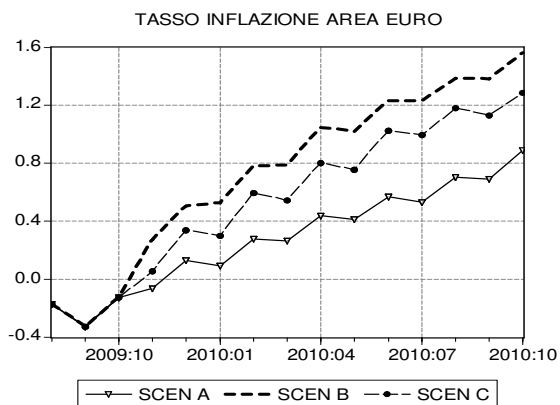
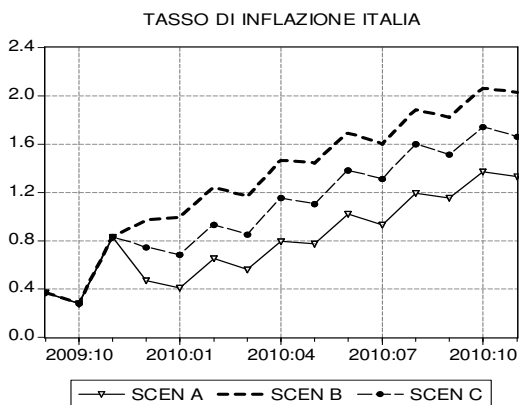
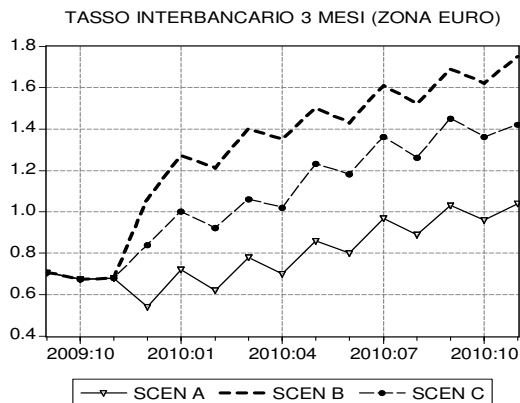
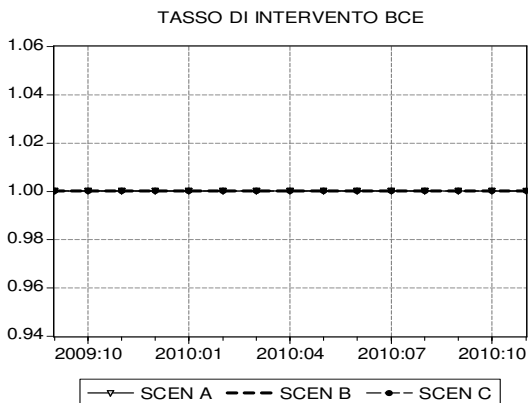
Dal lato della domanda deboli rimangono anche in settembre le vendite al dettaglio (-0,1% m/m, -1,6% a/a), mentre l'indice di fiducia dei consumatori appare in aumento nel mese di novembre: ha toccato quota 112,8 da 111,7 di ottobre. Per quanto riguarda il mercato del lavoro, nel mese di settembre si è verificata una diminuzione dell'occupazione nelle grandi imprese (-0,1% m/m, -2,0% a/a) e la contrazione congiunturale delle retribuzioni contrattuali e del costo del lavoro medio (-0,7% m/m in entrambi i casi). Confrontate però con i valori dello scorso anno, le variazioni di questi ultimi due indicatori appaiono ampiamente positive (+2,6% a/a) e superiori all'aumento dell'inflazione nello stesso periodo.

Sul fronte dei prezzi si osserva un leggero aumento congiunturale: l'indice dei prezzi al consumo è cresciuto in ottobre di +0,1% m/m e +0,3% a/a, in linea con le previsioni, mentre l'indice calcolato sul paniere armonizzato ha registrato un aumento di +0,4% m/m e +0,3% a/a. La stima *flash* relativa all'inflazione nel mese di novembre segnala un'ulteriore modesta crescita congiunturale (+0,1% m/m), che porta il tendenziale a +0,7% a/a. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione relativo al mese di ottobre, rimasto invariato su base mensile, ha subito una contrazione di -5,3% rispetto all'anno precedente.

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

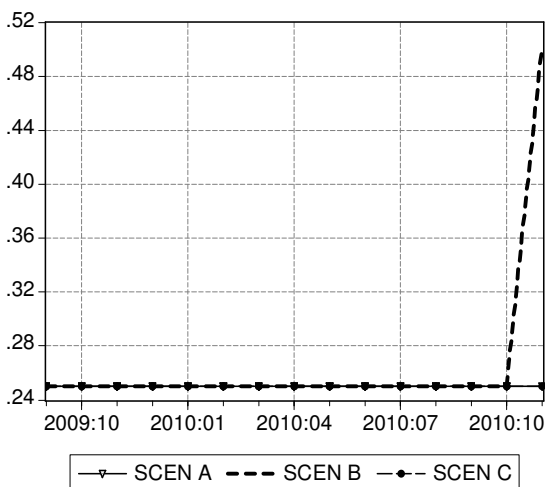
A (20%)	B (10%)	C (70%)
<p>Usa: la crisi, scoppiata nel comparto finanziario, continua ad avere effetti negativi sull'economia reale, generando persistente debolezza dell'offerta, ulteriore peggioramento della situazione nel mercato del lavoro, diminuzione della domanda e rischio deflazione, che si protrarranno ben oltre l'inizio del nuovo anno. I segnali positivi apparsi negli ultimi mesi, risultato del massiccio stimolo fiscale e monetario messo in atto dalle autorità americane, rappresentano solo una pausa nel ritmo di contrazione. Una volta esauriti tali effetti, l'economia rischia di piombare in una recessione a W. La <i>Federal Reserve</i>, non disponendo di alcun margine di manovra sui tassi, deciderà di proseguire il massiccio allentamento quantitativo, volto ad aumentare la quantità di moneta circolante, come segnale forte per il rilancio dell'economia.</p> <p>Area Euro: 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, unico strumento a sua disposizione per arginare il rischio di un doppio tonfo dell'economia.</p>	<p>Usa: i segnali positivi provenienti dall'andamento del Pil nel III trimestre dell'anno, che segnalano il buon apporto dei consumi privati e degli investimenti residenziali, uniti all'aumento degli indici di fiducia dell'offerta, alla tenuta dei consumi e al recupero del settore edilizio fanno intravedere la possibilità di una buona ripresa nei prossimi mesi.</p> <p>La Fed decide pertanto di allentare il <i>quantitative easing</i> e di iniziare ad approntare entro la fine del primo semestre del prossimo anno una strategia di uscita attraverso la vendita di Titoli. Supportata dal robusto recupero economico, opererà inoltre a favore di un cauto rialzo del tasso di riferimento non prima di novembre 2010, vista la politica monetaria fortemente espansiva fin qui condotta ed il livello estremamente basso dei tassi.</p> <p>Area Euro: l'economia europea è tornata a crescere nel III trimestre dell'anno. Importanti segnali di recupero provengono dalla crescita degli ordini e degli indici di fiducia, 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.</p> <p>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 graduale riassorbimento dell'enorme massa di liquidità immessa in circolo e un modesto rialzo del tasso di rifinanziamento principale a fine 2010, in risposta all'analoga mossa della Fed.</p>	<p>Usa: compaiono importanti segnali positivi, quali l'aumento del Pil nel III trimestre dell'anno, la tenuta dei consumi e la ricostituzione delle scorte di magazzino, che rafforzano l'idea di una stabilizzazione in corso. La fiducia si trasmette lentamente dal lato dell'offerta a quello della domanda e il mercato del lavoro rallenta il ritmo di contrazione. Lo scenario rimane comunque estremamente incerto e soggetto a molteplici rischi. La Fed, in uno scenario di ripresa debole, decide di intraprendere una <i>exit strategy</i> a partire dalla seconda metà del 2010, lasciando che i programmi di acquisto di Titoli giungano a scadenza naturale, e drenando gradualmente parte della liquidità in eccesso.</p> <p>Area Euro: la crisi finanziaria che ha investito gli Stati Uniti ha generato ripercussioni di rilievo anche nell'Eurozona. Si rafforzano però segnali di recupero della dinamica congiunturale, tra cui il ritorno del Pil in terreno positivo nel III trimestre e la crescita dell'offerta, che fanno sperare in una ripresa dell'economia nei prossimi mesi. Permane però la grave situazione del mercato del lavoro, associata ad una persistente debolezza della domanda.</p> <p>La conclusione delle misure di <i>credit easing</i>, che giungeranno a scadenza naturale nel periodo e il graduale riassorbimento della liquidità in eccesso nel sistema, cui la Bce darà avvio nella seconda metà del 2010, permetterà un ritorno alla normalità sui mercati monetari e finanziari.</p>

CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili

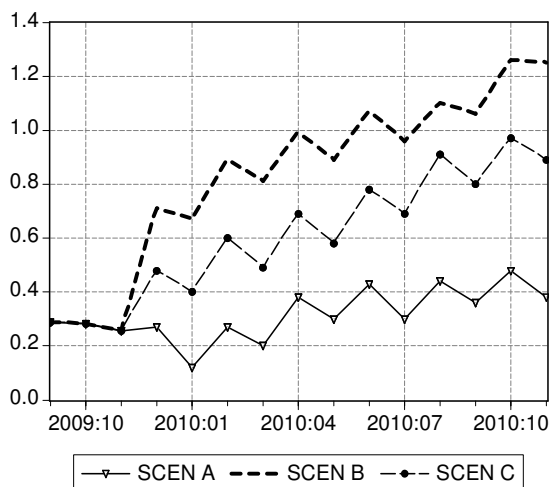


CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE
Dati mensili

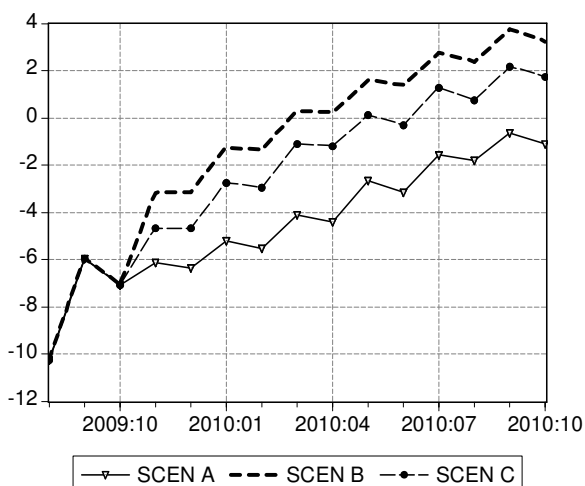
TASSO DI INTERVENTO FED



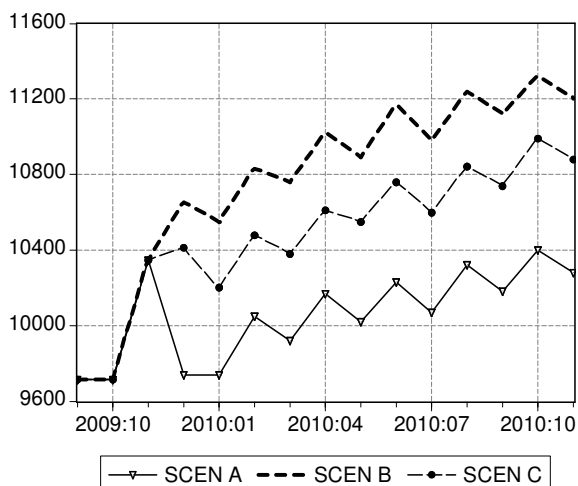
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



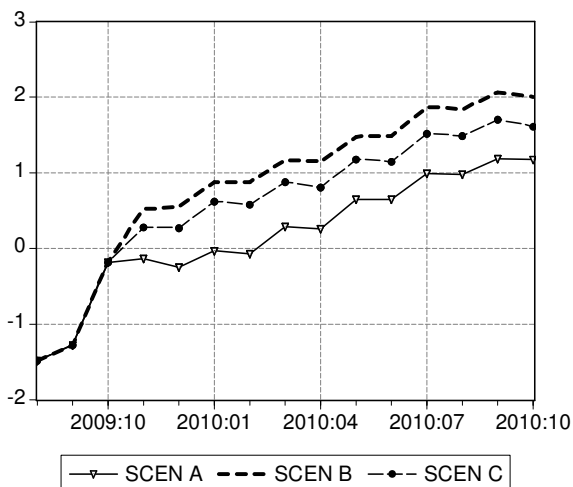
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



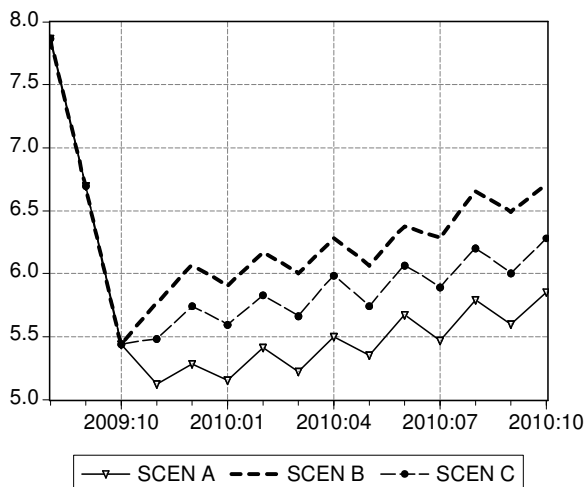
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

Tassi interbancari: i tassi interbancari hanno subito un'ulteriore lieve diminuzione nel mese di ottobre, dopo il picco raggiunto lo scorso anno. 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 reale inizia a dare segnali di stabilizzazione, ma ciò non significa che la ripresa sarà vigorosa.

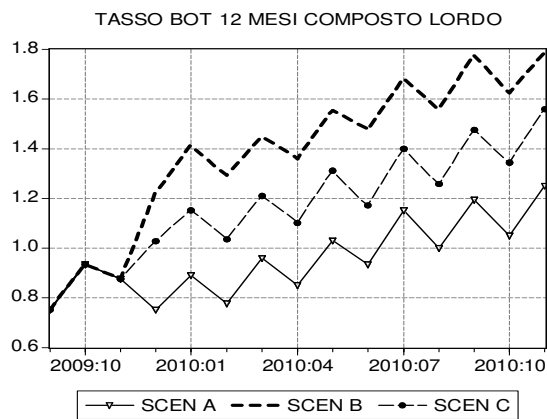
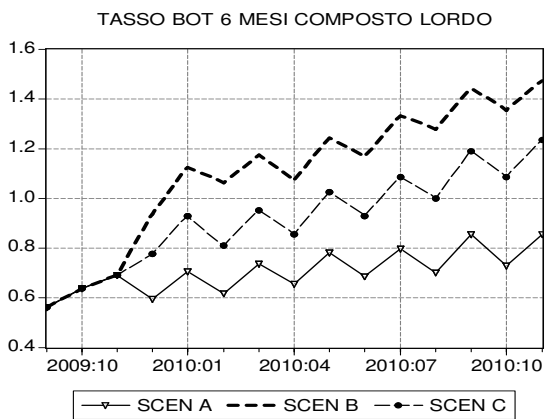
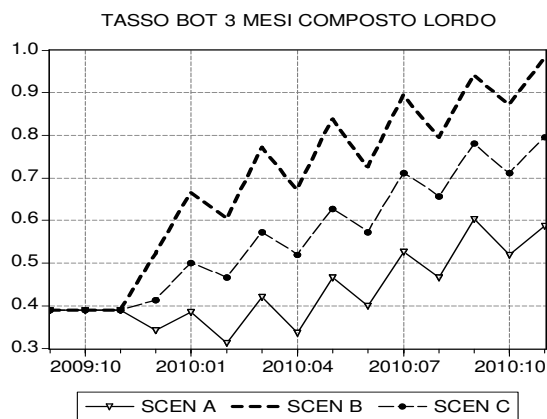
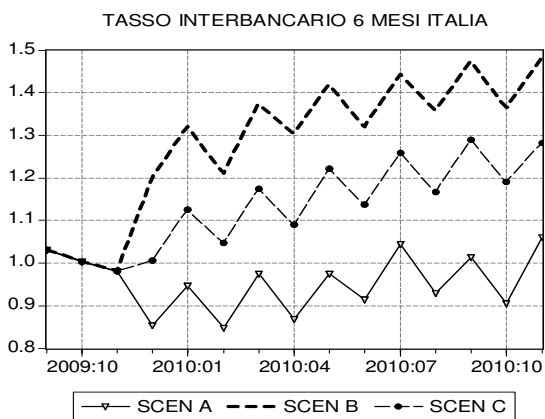
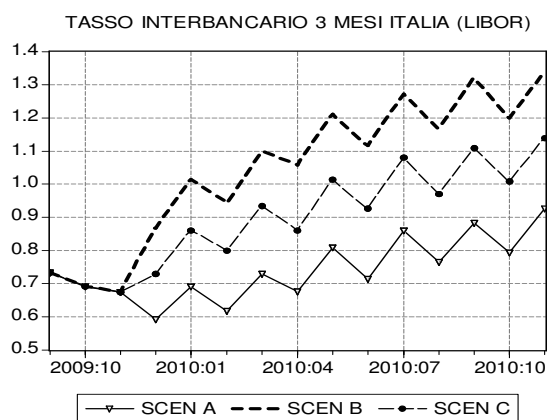
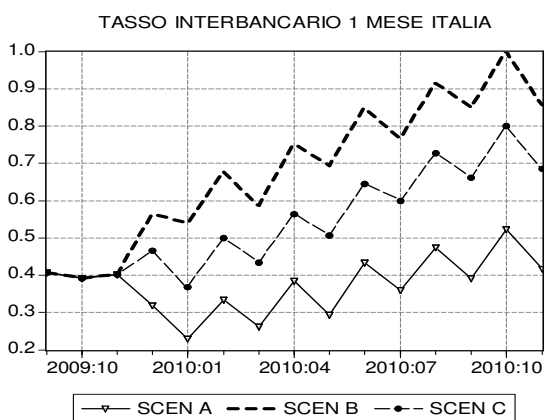
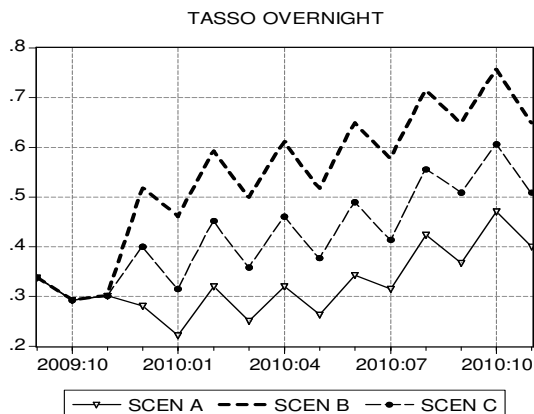
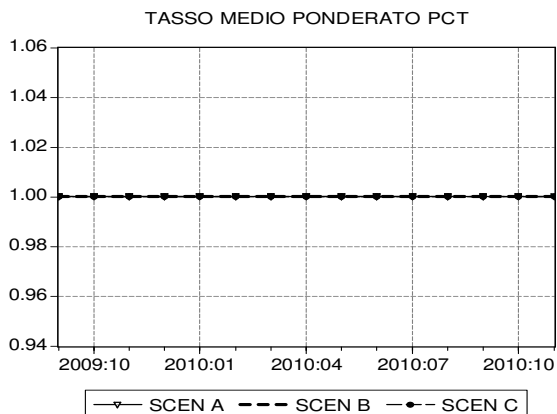
Sul fronte americano si segnala nel periodo luglio-settembre il primo aumento del Pil dal II trimestre 2008, imputabile al recupero della domanda privata e alla ricostituzione delle scorte di magazzino. Segnali moderatamente positivi, frutto essenzialmente delle massicce misure di stimolo messe in campo negli scorsi mesi, provengono anche dal lato della domanda e dal settore immobiliare. Anche in Europa compaiono alcuni importanti segnali di recupero: il Pil è tornato a crescere nel III trimestre dell'anno e tutti gli indici di fiducia appaiono in risalita. Rimangono comunque alcuni elementi di forte criticità, tra i quali il continuo peggioramento delle condizioni del mercato del lavoro, la debolezza della domanda e la fiacca ripresa della produzione, che potrebbero costituire un serio ostacolo alla ripresa. Dato l'attuale scenario economico, è quindi verosimile attendersi che i tassi interbancari, pur rimanendo su livelli bassi, intraprendano un sentiero moderatamente 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 ripresa (scenario C), i tassi interbancari dovrebbero attestarsi a +0,69% per la scadenza ad un mese, +1,14% per la scadenza a tre mesi e +1,28% per quella a sei mesi a novembre 2010. Qualora l'economia di Eurolandia rafforzasse ed espandesse 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 +0,86% (1 mese), +1,34% (3 mesi) e +1,48% (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 dell'occupazione (scenario A), i diversi tassi interbancari si porterebbero rispettivamente a +0,42%, +0,93% e +1,06% alla fine dell'orizzonte di previsione.

Struttura a termine: nel mese di novembre 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 novembre 2010 quota +2,43% (3 anni), +3,03% (5 anni), +3,36% (7 anni) e +3,67% (10 anni). Qualora l'andamento economico europeo manifestasse una ripresa sostenuta (scenario B), la crescita dei rendimenti sarebbe più marcata, attestandosi su valori di +2,62%, +3,19%, +3,49%, +3,80% 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 +3,55% a novembre 2010.

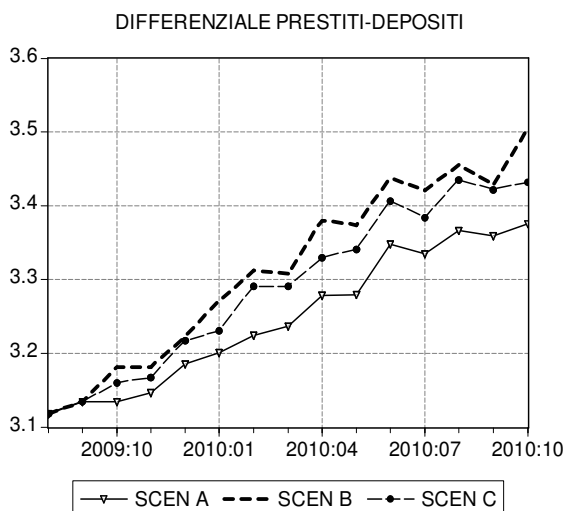
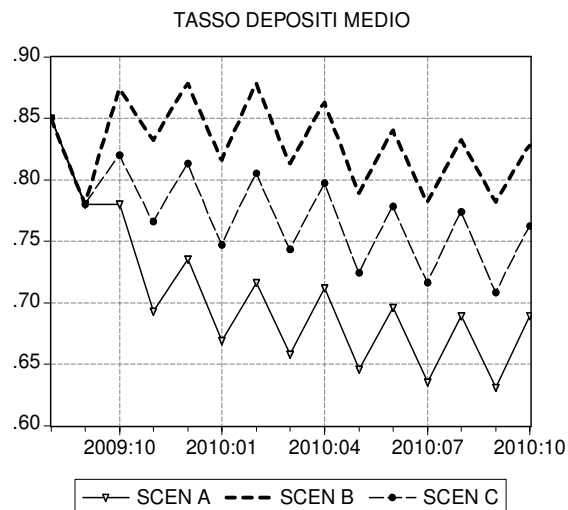
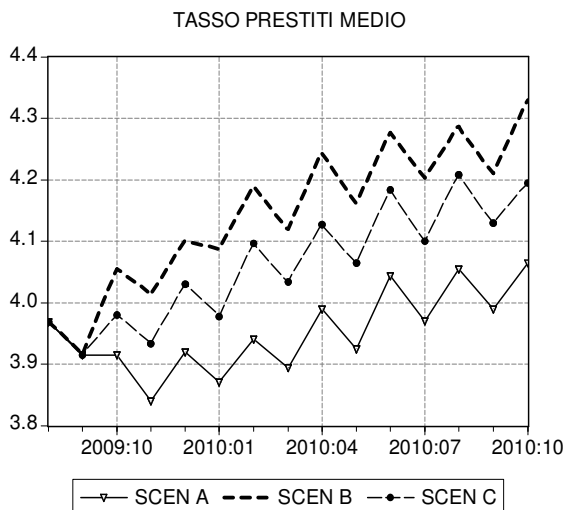
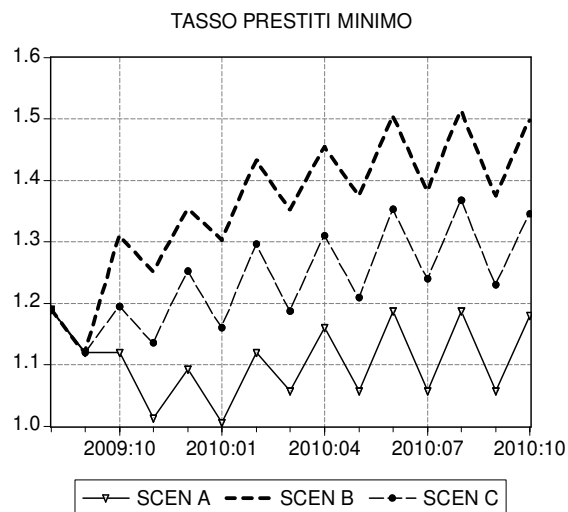
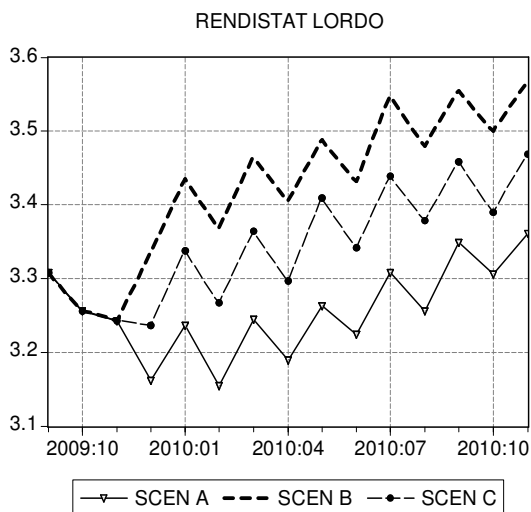
Tassi bancari: sia il tasso medio sui prestiti che quello sui depositi mostrano un *trend* decrescente. Nei prossimi mesi ci attendiamo che il primo manifesti una tendenza ascendente e che il secondo sia in diminuzione. Nel caso in cui la crescita del prodotto europeo si mantenesse su di un passo simile all'attuale (scenario C), ci aspettiamo che il tasso medio sui prestiti si attesti a +4,13%, mentre il tasso medio sui depositi scenda fino a +0,69%. In uno scenario di ripresa economica (scenario B), l'andamento dei tassi si attesterebbe rispettivamente a quota +4,23% e +0,77% 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 +4,02% e quello sui depositi di +0,64% a novembre 2010.

Volumi bancari: in base ai risultati delle simulazioni, la variazione tendenziale dei volumi seguirà un andamento decrescente per i depositi nel periodo considerato e di leggero recupero per i prestiti, dopo il picco negativo in corrispondenza del mese di ottobre 2009. 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 -0,30% a novembre del prossimo anno, mentre la variazione tendenziale del volume dei prestiti nello stesso periodo dovrebbe essere di +2,05%.

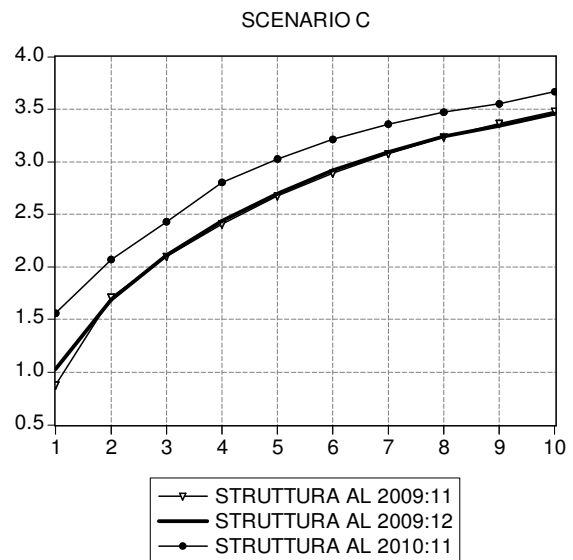
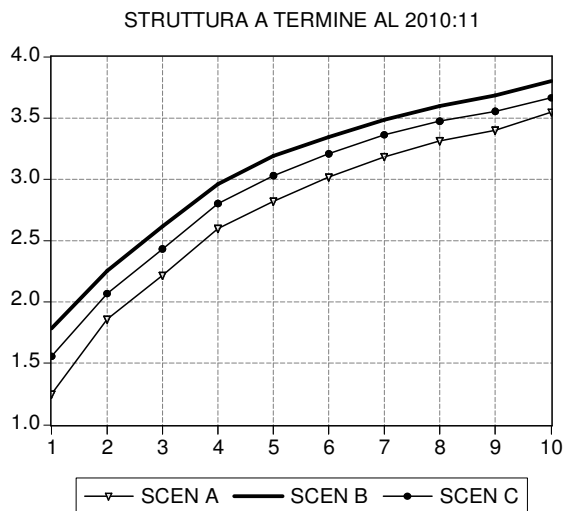
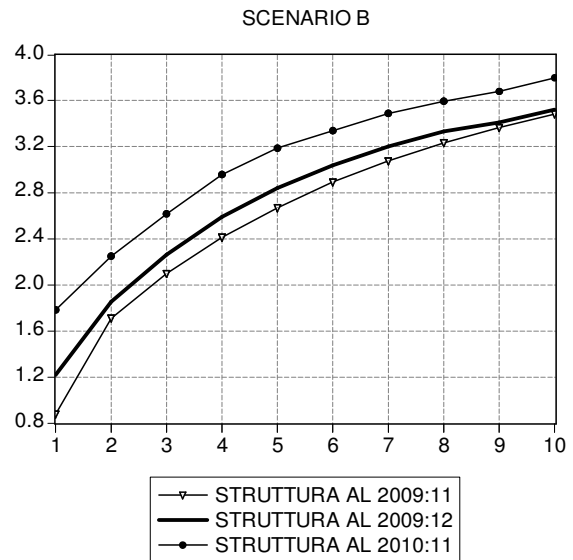
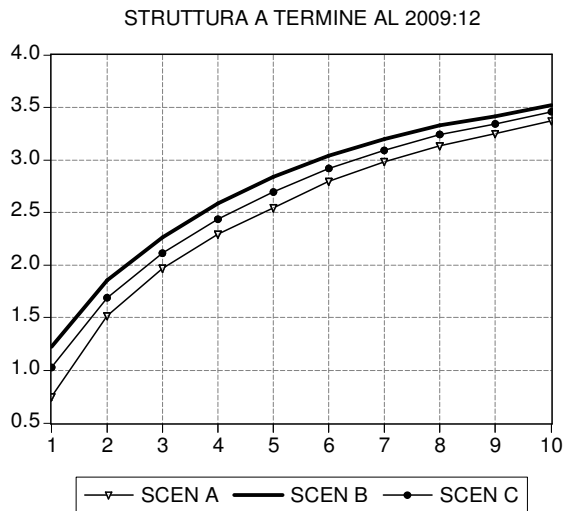
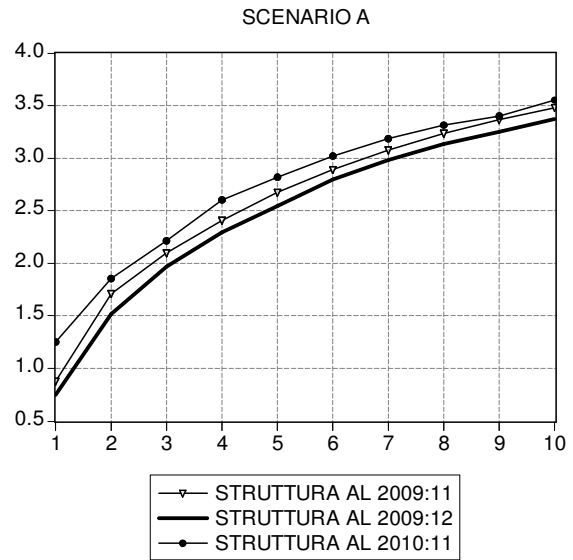
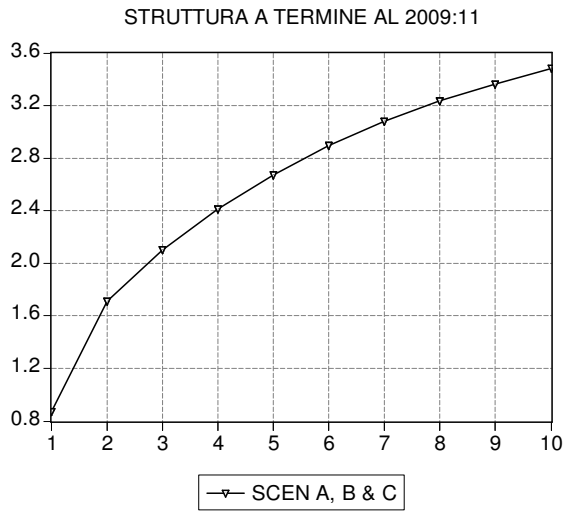
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



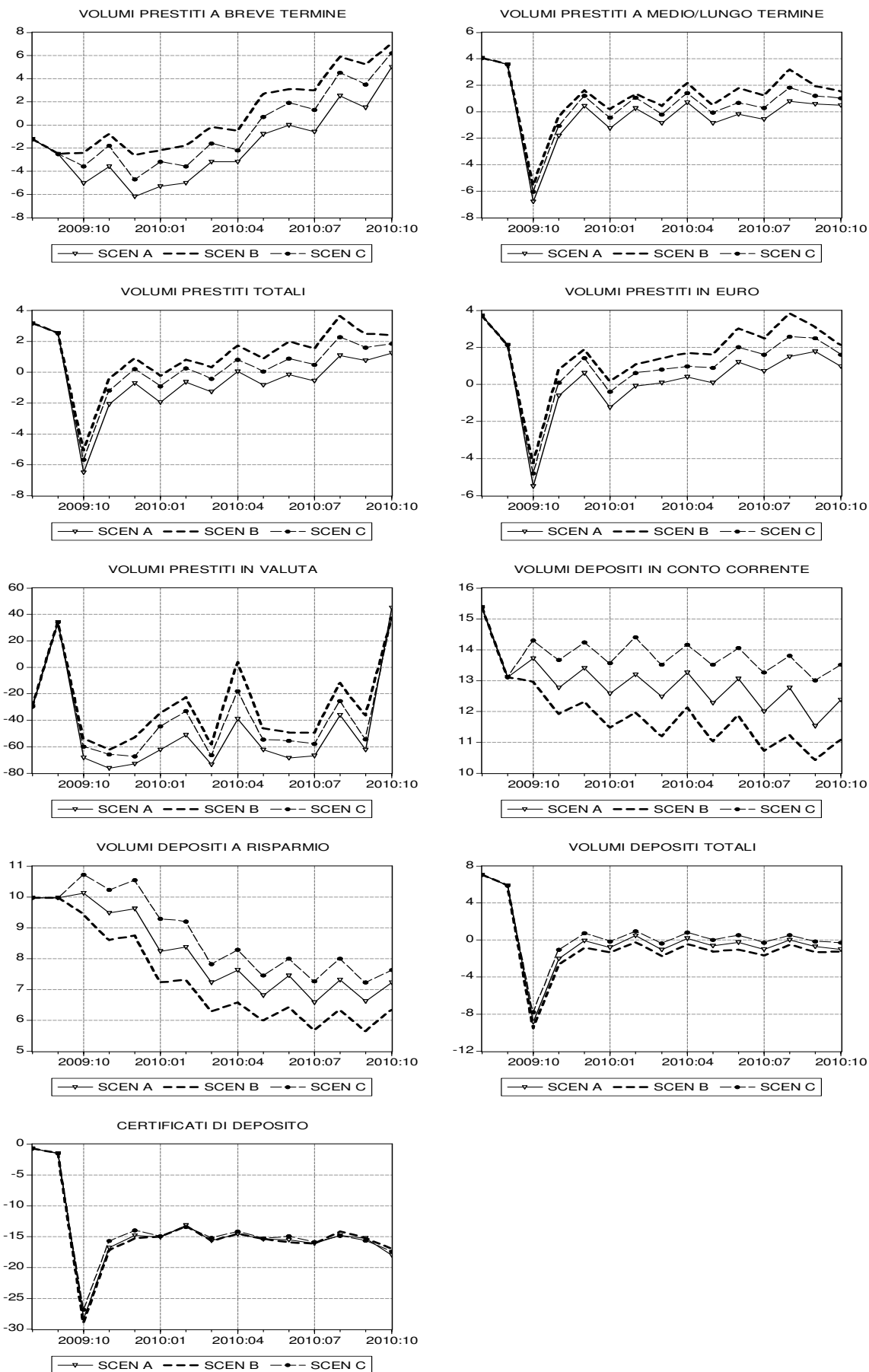
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE
TASSI - Dati mensili



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



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



SCENARIO A	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	10 10	10 11	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	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	1.00	1.00
Indice COMIT	995	958	1018	1086	1144	1102	1081	1107	1080	1144	1111	1173	1148	1210	1181	1230	1226	1280	1255	1255
Produzione Industriale	-21.9	-22.2	-19.4	-13.1	-15.6	-14.1	-14.2	-12.3	-12.6	-11.2	-11.3	-9.1	-9.4	-6.9	-7.1	-4.4	-4.4	-2.8	-2.5	-2.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.8	0.6	-0.1	0.1	0.4	0.3	0.8	0.5	0.4	0.6	0.6	0.8	0.8	1.0	0.9	1.2	1.2	1.4	1.4	1.3
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	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	1.00	1.00
T. Overnight media d/l	0.63	0.64	0.33	0.30	0.34	0.29	0.30	0.28	0.22	0.32	0.25	0.32	0.26	0.34	0.31	0.42	0.37	0.47	0.40	0.40
T. Interb. 1m lett.	0.90	0.89	0.58	0.46	0.41	0.39	0.40	0.32	0.23	0.34	0.26	0.38	0.29	0.43	0.36	0.47	0.39	0.52	0.42	0.42
T. Interb. 3m lett.	1.30	1.23	0.97	0.83	0.73	0.69	0.67	0.59	0.69	0.62	0.73	0.68	0.81	0.71	0.86	0.76	0.88	0.79	0.93	0.93
T. Interb. 6m lett.	1.50	1.45	1.22	1.11	1.03	1.00	0.98	0.85	0.95	0.85	0.98	0.87	0.98	0.91	1.04	0.93	1.01	0.91	1.06	1.06
T. Depositi medio	1.00	0.93	0.88	0.85	0.78	0.78	0.69	0.74	0.67	0.72	0.66	0.71	0.65	0.70	0.64	0.69	0.63	0.69	0.64	0.64
T. Prestiti medio	4.45	4.31	4.03	3.97	3.91	3.91	3.84	3.92	3.87	3.94	3.89	3.99	3.93	4.04	3.97	4.06	3.99	4.07	4.02	4.02
T.prest. medio - T.dep. medio	3.45	3.38	3.15	3.12	3.13	3.13	3.15	3.19	3.20	3.22	3.24	3.28	3.28	3.35	3.34	3.37	3.36	3.38	3.39	3.39
T. BOT comp. lordo 3m	0.90	1.01	0.50	0.50	0.39	0.39	0.39	0.34	0.38	0.31	0.42	0.34	0.47	0.40	0.53	0.47	0.60	0.52	0.59	0.59
T. BOT comp. lordo 6m	1.04	0.77	0.60	0.56	0.56	0.64	0.69	0.59	0.71	0.62	0.74	0.65	0.78	0.68	0.80	0.70	0.85	0.73	0.85	0.85
T. BOT comp. lordo 12m	1.15	1.29	0.87	0.96	0.75	0.93	0.87	0.75	0.89	0.78	0.96	0.85	1.03	0.93	1.15	1.00	1.19	1.05	1.25	1.25
Rendistat lordo	3.55	3.75	3.51	3.40	3.31	3.26	3.24	3.16	3.24	3.16	3.25	3.19	3.26	3.22	3.31	3.26	3.35	3.31	3.36	3.36
Rendistat netto	3.11	3.28	3.07	2.98	2.89	2.85	2.84	2.77	2.83	2.76	2.84	2.79	2.86	2.82	2.89	2.85	2.93	2.89	2.94	2.94
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	2.12	2.24	2.16	2.18	2.11	2.20	2.10	1.97	2.06	1.96	2.07	2.03	2.13	2.04	2.16	2.09	2.19	2.12	2.22	2.22
Rend. BTP a 5 anni	2.84	2.87	2.77	2.76	2.70	2.75	2.67	2.55	2.64	2.56	2.68	2.63	2.73	2.66	2.77	2.70	2.81	2.73	2.82	2.82
Rend. BTP a 7 anni	3.32	3.28	3.17	3.14	3.11	3.15	3.08	2.98	3.05	2.99	3.08	3.03	3.12	3.07	3.15	3.09	3.18	3.12	3.18	3.18
Rend. BTP a 10 anni	3.77	3.67	3.57	3.50	3.50	3.54	3.48	3.37	3.44	3.37	3.46	3.38	3.48	3.43	3.53	3.45	3.56	3.47	3.55	3.55
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2331.620	2348.952	2324.818	2310.369	2323.858	2334.101	2298.174	2305.553	2289.123	2331.760	2314.64	2327.92	2311.80	2345.19	2311.33	2335.32	2341.05	2362.58	2324.60	2324.60
Prestiti in euro	2296.482	2303.275	2280.453	2284.045	2286.280	2321.381	2287.264	2294.322	2278.826	2319.193	2303.291	2315.32	2298.549	2330.91	2296.64	2318.53	2326.98	2344.13	2307.62	2307.62
Prestiti in valuta	35.138	45.677	44.365	26.324	37.578	12.720	10.910	11.230	10.297	12.567	11.347	12.600	13.253	14.280	14.690	16.787	14.079	18.446	16.982	16.982
Prestiti a breve	387.090	391.158	387.692	380.845	380.392	371.458	373.041	378.050	384.454	379.135	384.247	380.426	384.011	391.158	385.366	390.366	386.098	390.031	385.352	385.352
Prestiti a m/l	1944.530	1957.794	1937.126	1929.524	1943.466	1962.642	1925.133	1927.503	1904.670	1952.625	1930.391	1947.493	1927.791	1954.036	1925.968	1944.955	1954.957	1972.546	1939.251	1939.251
Depositi totali	1703.637	1711.376	1697.254	1690.871	1708.002	1706.418	1698.619	1710.964	1699.661	1708.841	1694.717	1706.913	1692.734	1707.440	1680.281	1690.871	1695.875	1689.354	1689.956	1689.956
Depositi in c/c	704.783	711.799	705.485	702.497	716.997	739.833	739.916	774.506	761.967	764.088	768.461	794.922	791.260	804.760	790.143	792.136	799.595	831.350	821.898	821.898
Depositi a risparmio	254.406	254.534	256.184	258.121	258.266	260.019	260.074	267.165	269.708	271.767	270.923	272.873	271.706	273.497	273.015	276.990	275.363	278.792	276.433	276.433
Certif. deposito	744.448	745.043	735.585	730.253	732.739	706.567	698.629	669.292	667.986	672.986	655.332	639.118	629.768	629.183	617.123	621.746	620.917	579.212	591.624	591.624
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																				
Prestiti totali	4.87	5.37	4.11	3.15	2.53	-6.52	-2.10	-0.71	-1.96	-0.65	-1.27	0.05	-0.85	-0.16	-0.58	1.08	0.74	1.22	1.15	1.15
Prestiti in euro	5.16	4.71	3.33	3.71	2.13	-5.51	-0.62	0.62	-1.24	-0.09	0.09	0.40	0.09	1.20	0.71	1.51	1.78	0.98	0.89	0.89
Prestiti in valuta	-11.14	54.04	70.18	-29.74	34.29	-68.32	-76.25	-73.17	-62.49	-51.16	-73.73	-39.02	-62.28	-68.74	-66.89	-36.23	-62.53	45.02	55.66	55.66
Prestiti a breve	3.17	1.47	-0.73	-1.24	-2.51	-5.04	-3.60	-6.20	-5.30	-5.00	-3.20	-3.20	-0.80	0.00	-0.60	2.50	1.50	5.00	3.30	3.30
Prestiti a m/l	5.22	6.18	5.14	4.06	3.58	-6.79	-1.80	0.44	-1.26	0.24	-0.88	0.71	-0.86	-0.19	-0.58	0.80	0.59	0.50	0.73	0.73
Depositi totali	5.97	8.55	8.01	7.05	5.88	-8.86	-2.00	-0.09	-0.78	0.46	-1.06	0.18	-0.64	-0.23	-1.00	0.00	-0.71	-1.00	-0.51	-0.51
Depositi in c/c	9.42	10.69	12.50	15.37	13.11	13.71	12.76	13.40	12.57	13.20	12.47	13.26	12.27	13.06	12.00	12.76	11.52	12.37	11.08	11.08
Depositi a risparmio	9.39	9.46	10.04	9.97	9.97	10.12	9.48	9.62	8.23	8.37	7.22	7.63	6.80	7.45	6.57	7.31	6.62	7.22	6.29	6.29
Certif. deposito	1.83	6.29	3.39	-0.76	-1.58	-28.31	-16.78	-14.83	-15.12	-13.19	-15.65	-14.61	-15.40	-15.55	-16.10	-14.86	-15.26	-18.02	-15.32	-15.32

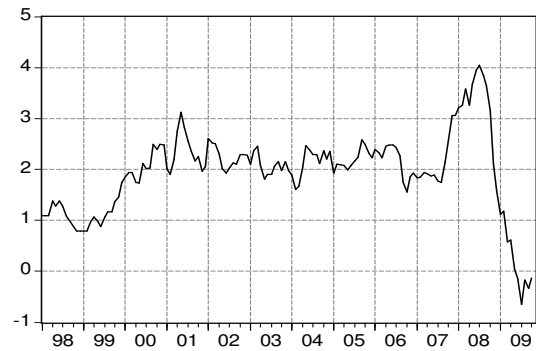
SCENARIO B	09 5	09 6	09 7	09 8	09 9	09 10	09 11	09 12	10 1	10 2	10 3	10 4	10 5	10 6	10 7	10 8	10 9	10 10	10 11	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Indice COMIT	995	958	1018	1086	1144	1102	1081	1296	1304	1360	1333	1400	1374	1424	1395	1469	1436	1494	1457	1457
Produzione Industriale	-21.9	-22.2	-19.4	-13.1	-15.6	-10.6	-10.0	-7.5	-7.5	-4.9	-5.0	-2.2	-1.9	0.9	0.6	2.7	4.5	4.4	5.5	5.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.8	0.6	-0.1	0.1	0.4	0.3	0.8	1.0	1.0	1.2	1.2	1.5	1.4	1.7	1.6	1.9	1.8	2.1	2.0	2.0
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	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	1.00	1.00
T. Overnight media d/I	0.63	0.64	0.33	0.30	0.34	0.29	0.30	0.52	0.46	0.59	0.50	0.61	0.52	0.65	0.58	0.71	0.65	0.76	0.65	0.65
T. Interb. 1m lett.	0.90	0.89	0.58	0.46	0.41	0.39	0.40	0.56	0.54	0.68	0.59	0.75	0.69	0.85	0.77	0.92	0.85	1.00	0.86	0.86
T. Interb. 3m lett.	1.30	1.23	0.97	0.83	0.73	0.69	0.67	0.87	1.01	0.94	1.10	1.06	1.21	1.12	1.27	1.17	1.32	1.20	1.34	1.34
T. Interb. 6m lett.	1.50	1.45	1.22	1.11	1.03	1.00	0.98	1.20	1.32	1.21	1.37	1.31	1.42	1.32	1.44	1.36	1.47	1.37	1.48	1.48
T. Depositi medio	1.00	0.93	0.88	0.85	0.78	0.87	0.83	0.88	0.82	0.88	0.81	0.86	0.79	0.84	0.78	0.83	0.78	0.83	0.77	0.77
T. Prestiti medio	4.45	4.31	4.03	3.97	3.91	4.06	4.01	4.10	4.09	4.19	4.12	4.24	4.16	4.28	4.20	4.29	4.21	4.33	4.23	4.23
T.prest.medio - T.dep.medio	3.45	3.38	3.15	3.12	3.13	3.18	3.18	3.22	3.27	3.31	3.31	3.38	3.37	3.44	3.42	3.46	3.43	3.50	3.46	3.46
T. BOT comp. lordo 3m	0.90	1.01	0.50	0.50	0.39	0.39	0.39	0.52	0.67	0.60	0.77	0.67	0.84	0.73	0.89	0.80	0.94	0.87	0.98	0.98
T. BOT comp. lordo 6m	1.04	0.77	0.60	0.56	0.56	0.64	0.69	0.94	1.12	1.06	1.17	1.07	1.24	1.17	1.33	1.28	1.44	1.35	1.47	1.47
T. BOT comp. lordo 12m	1.15	1.29	0.87	0.96	0.75	0.93	0.87	1.22	1.41	1.29	1.45	1.36	1.55	1.48	1.68	1.56	1.78	1.63	1.78	1.78
Rendistat lordo	3.55	3.75	3.51	3.40	3.31	3.26	3.24	3.33	3.44	3.37	3.47	3.41	3.49	3.43	3.55	3.48	3.56	3.50	3.57	3.57
Rendistat netto	3.11	3.28	3.07	2.98	2.89	2.85	2.84	2.92	3.01	2.95	3.03	2.98	3.05	3.00	3.10	3.05	3.11	3.06	3.12	3.12
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	2.12	2.24	2.16	2.18	2.11	2.20	2.10	2.26	2.40	2.34	2.46	2.39	2.50	2.44	2.57	2.49	2.60	2.53	2.62	2.62
Rend. BTP a 5 anni	2.84	2.87	2.77	2.76	2.70	2.75	2.67	2.84	2.98	2.92	3.03	2.98	3.10	3.01	3.14	3.06	3.17	3.09	3.19	3.19
Rend. BTP a 7 anni	3.32	3.28	3.17	3.14	3.11	3.15	3.08	3.20	3.31	3.27	3.36	3.31	3.42	3.34	3.44	3.38	3.47	3.41	3.49	3.49
Rend. BTP a 10 anni	3.77	3.67	3.57	3.50	3.50	3.54	3.48	3.52	3.65	3.58	3.71	3.60	3.71	3.65	3.76	3.69	3.78	3.70	3.80	3.80
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2331.620	2348.952	2324.818	2310.369	2323.858	2370.306	2337.142	2342.473	2329.517	2366.026	2351.91	2366.54	2352.14	2395.93	2359.69	2394.47	2381.26	2427.19	2397.91	2397.91
Prestiti in euro	2296.482	2303.275	2280.453	2284.045	2286.280	2351.844	2319.946	2322.825	2311.592	2346.119	2333.897	2345.07	2333.226	2372.83	2337.24	2371.30	2357.38	2401.94	2375.62	2375.62
Prestiti in valuta	35.138	45.677	44.365	26.324	37.578	18.461	17.196	19.649	17.925	19.907	18.017	21.475	18.913	23.098	22.454	23.171	23.874	25.254	22.283	22.283
Prestiti a breve	387.090	391.158	387.692	380.845	380.392	381.793	383.877	392.548	397.039	391.905	396.155	390.963	397.541	403.284	399.323	403.332	400.172	408.518	406.142	406.142
Prestiti a m/l	1944.530	1957.794	1937.126	1929.524	1943.466	1988.513	1953.265	1949.925	1932.478	1974.121	1955.759	1975.581	1954.597	1992.647	1960.368	1991.134	1981.085	2018.675	1991.766	1991.766
Depositi totali	1703.637	1711.376	1697.254	1690.871	1708.002	1693.499	1687.352	1697.949	1690.240	1697.104	1682.898	1696.349	1682.001	1693.235	1668.740	1682.248	1685.286	1671.992	1673.010	1673.010
Depositi in c/c	704.783	711.799	705.485	702.497	716.997	734.953	734.404	767.130	754.521	755.785	759.784	786.921	782.521	796.290	781.184	781.387	791.780	816.386	807.330	807.330
Depositi a risparmio	254.406	254.534	256.184	258.121	258.266	258.390	257.984	265.020	267.191	269.109	268.574	270.186	269.670	270.901	270.715	274.486	272.858	274.771	272.199	272.199
Certif. deposito	744.448	745.043	735.585	730.253	732.739	700.157	694.965	665.798	668.527	672.210	654.540	639.242	629.810	626.045	616.842	626.374	620.648	580.835	593.481	593.481
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																				
Prestiti totali	4.87	5.37	4.11	3.15	2.53	-5.07	-0.44	0.88	-0.23	0.81	0.32	1.71	0.88	2.00	1.50	3.64	2.47	2.40	2.60	2.60
Prestiti in euro	5.16	4.71	3.33	3.71	2.13	-4.27	0.80	1.87	0.18	1.07	1.42	1.69	1.60	3.02	2.49	3.82	3.11	2.13	2.40	2.40
Prestiti in valuta	-11.14	54.04	70.18	-29.74	34.29	-54.02	-62.57	-53.05	-34.70	-22.64	-58.29	3.94	-46.18	-49.43	-49.39	-11.98	-36.47	36.80	29.58	29.58
Prestiti a breve	3.17	1.47	-0.73	-1.24	-2.51	-2.40	-0.80	-2.60	-2.20	-1.80	-0.20	-0.52	2.70	3.10	3.00	5.90	5.20	7.00	5.80	5.80
Prestiti a m/l	5.22	6.18	5.14	4.06	3.58	-5.57	-0.37	1.61	0.18	1.34	0.43	2.16	0.52	1.78	1.20	3.19	1.94	1.52	1.97	1.97
Depositi totali	5.97	8.55	8.01	7.05	5.88	-9.55	-2.65	-0.85	-1.33	-0.23	-1.75	-0.44	-1.27	-1.06	-1.68	-0.51	-1.33	-1.27	-0.85	-0.85
Depositi in c/c	9.42	10.69	12.50	15.37	13.11	12.96	11.92	12.32	11.47	11.97	11.20	12.12	11.03	11.87	10.73	11.23	10.43	11.08	9.93	9.93
Depositi a risparmio	9.39	9.46	10.04	9.97	9.97	9.43	8.60	8.74	7.22	7.31	6.29	6.57	6.00	6.43	5.67	6.34	5.65	6.34	5.51	5.51
Certif. deposito	1.83	6.29	3.39	-0.76	-1.58	-28.96	-17.22	-15.27	-15.05	-13.29	-15.75	-14.59	-15.40	-15.97	-16.14	-14.23	-15.30	-17.04	-14.60	-14.60

SCENARIO C	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	10 10	10 11	
ESOGENE																				
Tasso di intervento	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	1.00	1.00
Indice COMIT	995	958	1018	1086	1144	1102	1081	1189	1181	1251	1222	1304	1251	1329	1292	1360	1320	1374	1360	
Produzione Industriale	-21.9	-22.2	-19.4	-13.1	-15.6	-12.7	-12.0	-9.3	-9.6	-7.1	-7.2	-4.4	-4.4	-1.7	-1.9	0.6	2.4	2.1	3.2	
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.8	0.6	0.1	0.1	0.4	0.3	0.8	0.7	0.7	0.9	0.8	1.2	1.1	1.4	1.3	1.6	1.5	1.7	1.7	
ENDOGENE																				
TASSI																				
T. P/T medio	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	1.00	1.00
T. Overnight media d/1	0.63	0.64	0.53	0.30	0.34	0.29	0.30	0.40	0.31	0.45	0.36	0.46	0.38	0.49	0.41	0.55	0.51	0.61	0.51	
T. Interb. 1m lett.	0.90	0.89	0.58	0.46	0.41	0.39	0.40	0.47	0.37	0.50	0.43	0.56	0.51	0.65	0.60	0.73	0.66	0.80	0.69	
T. Interb. 3m lett.	1.30	1.23	0.97	0.81	0.73	0.69	0.67	0.73	0.86	0.80	0.93	0.86	1.01	0.93	1.08	0.97	1.11	1.01	1.14	
T. Interb. 6m lett.	1.30	1.45	1.22	1.11	1.03	1.00	0.98	1.01	1.13	1.05	1.18	1.09	1.22	1.14	1.26	1.17	1.29	1.19	1.28	
T. Depositi medio	1.00	0.93	0.88	0.85	0.78	0.82	0.77	0.81	0.75	0.81	0.74	0.80	0.72	0.78	0.72	0.77	0.71	0.76	0.69	
T. Prestiti medio	4.45	4.31	4.03	3.97	3.91	3.98	3.93	4.03	3.98	4.10	4.03	4.13	4.07	4.18	4.10	4.21	4.13	4.19	4.13	
T.prest.medio - T.dep.medio	3.45	3.38	3.15	3.12	3.13	3.16	3.17	3.22	3.23	3.29	3.29	3.33	3.34	3.41	3.38	3.43	3.42	3.43	3.44	
T. BOT comp. lordo 3m	0.90	1.01	0.50	0.50	0.39	0.39	0.39	0.41	0.50	0.47	0.57	0.52	0.63	0.57	0.71	0.66	0.78	0.71	0.80	
T. BOT comp. lordo 6m	1.04	0.77	0.60	0.56	0.56	0.64	0.69	0.78	0.93	0.81	0.95	0.85	1.03	0.93	1.09	1.00	1.19	1.09	1.23	
T. BOT comp. lordo 12m	1.15	1.29	0.87	0.96	0.75	0.93	0.87	1.03	1.15	1.04	1.21	1.10	1.31	1.17	1.40	1.26	1.48	1.34	1.56	
Rendistat lordo	3.55	3.75	3.51	3.40	3.31	3.26	3.24	3.24	3.34	3.27	3.36	3.30	3.41	3.34	3.44	3.38	3.46	3.39	3.47	
Rendistat netto	3.11	3.28	3.07	2.98	2.89	2.85	2.84	2.83	2.92	2.86	2.94	2.88	2.98	2.92	3.01	2.96	3.03	2.97	3.04	
STRUTTURA A TERMINE																				
Rend. BTP a 3 anni	2.12	2.24	2.16	2.18	2.11	2.20	2.10	2.12	2.25	2.18	2.29	2.21	2.32	2.25	2.37	2.29	2.42	2.33	2.43	
Rend. BTP a 5 anni	2.84	2.87	2.77	2.76	2.70	2.75	2.67	2.70	2.82	2.76	2.88	2.81	2.93	2.85	2.97	2.88	3.01	2.93	3.03	
Rend. BTP a 7 anni	3.32	3.28	3.17	3.14	3.11	3.15	3.08	3.09	3.19	3.14	3.23	3.18	3.28	3.21	3.32	3.24	3.34	3.27	3.36	
Rend. BTP a 10 anni	3.77	3.67	3.57	3.50	3.50	3.54	3.48	3.46	3.57	3.48	3.59	3.51	3.61	3.54	3.66	3.58	3.68	3.60	3.67	
VOLUMI (LIVELLI in mld)																				
Prestiti totali	2331.620	2348.952	2324.818	2318.369	2323.858	2354.825	2319.301	2326.219	2313.406	2352.883	2334.10	2345.60	2332.79	2369.62	2335.51	2362.58	2360.34	2398.15	2366.85	
Prestiti in euro	2296.482	2303.275	2280.453	2284.045	2286.280	2338.824	2303.605	2312.564	2298.209	2335.674	2319.630	2328.69	2316.921	2349.34	2316.94	2342.97	2343.21	2376.24	2346.68	
Prestiti in valuta	35.138	45.677	44.365	26.324	37.578	16.001	15.696	13.655	15.197	17.209	14.467	16.908	15.865	20.283	18.572	19.610	17.135	21.909	20.164	
Prestiti a breve	387.090	391.158	387.692	380.845	380.392	377.099	380.007	384.084	392.979	384.722	390.590	384.356	389.800	398.590	392.732	397.983	393.706	400.479	396.347	
Prestiti a m/1	1944.530	1957.794	1937.126	1929.524	1943.466	1977.726	1939.294	1942.135	1920.427	1968.161	1943.506	1961.247	1942.987	1971.033	1942.780	1964.600	1966.637	1997.675	1970.500	
Depositi totali	1703.637	1711.376	1697.254	1690.871	1708.002	1725.890	1714.912	1725.177	1710.282	1717.006	1706.535	1717.647	1703.637	1720.446	1692.162	1699.833	1705.269	1720.713	1709.767	
Depositi in c/c	704.783	711.799	705.483	703.497	716.997	743.639	745.821	780.245	768.699	772.187	775.567	801.239	799.999	811.878	799.032	799.442	810.207	844.104	836.812	
Depositi a risparmio	254.406	254.534	256.184	258.121	258.266	261.436	261.832	269.407	272.350	273.848	272.440	274.521	273.359	274.897	274.783	278.771	276.913	281.383	279.872	
Certif. deposito	744.448	745.043	735.585	730.253	732.739	720.816	707.258	675.526	669.233	670.970	658.529	641.887	630.279	633.672	618.347	621.620	618.150	595.225	593.083	
VOLUMI (VAR. % ANNUA)																				
Prestiti totali	4.87	5.37	4.11	3.15	2.53	-5.69	-1.20	0.18	-0.92	0.25	-0.44	0.81	0.05	0.88	0.46	2.26	1.57	1.84	2.05	
Prestiti in euro	5.16	4.71	3.33	3.71	2.13	-4.80	0.09	1.42	-0.40	0.62	0.80	0.98	0.89	2.00	1.60	2.58	2.49	1.60	1.87	
Prestiti in valuta	-11.14	54.04	70.18	-29.74	-34.29	-60.15	-65.83	-67.37	-44.63	-33.13	-66.51	-18.16	-54.85	-55.60	-58.14	-25.51	-54.40	36.92	28.47	
Prestiti a breve	3.17	1.47	-0.73	-1.24	-2.51	-3.60	-1.80	-4.70	-3.20	-3.60	-1.60	-2.20	0.70	1.90	1.30	4.50	3.50	6.20	4.30	
Prestiti a m/1	5.22	6.18	5.14	4.06	3.58	-6.08	-1.08	1.20	-0.44	1.04	-0.20	1.42	-0.08	0.68	0.29	1.82	1.19	1.01	1.61	
Depositi totali	5.97	8.55	8.01	7.05	5.88	-7.82	-1.06	0.74	-0.16	0.94	-0.37	0.81	0.00	0.53	-0.30	0.53	-0.16	-0.30	-0.30	
Depositi in c/c	9.42	10.69	12.50	15.37	13.11	14.29	13.66	14.24	13.56	14.40	13.51	14.16	13.51	14.06	13.26	13.80	13.00	13.51	12.20	
Depositi a risparmio	9.39	9.46	10.04	9.97	9.97	10.72	10.22	10.54	9.29	9.20	7.82	8.28	7.45	8.00	7.26	8.00	7.22	7.63	6.89	
Certif. deposito	1.83	6.29	3.39	-0.76	-1.58	-26.86	-15.76	-14.03	-14.96	-13.45	-15.24	-14.24	-15.34	-14.95	-15.94	-14.88	-15.64	-17.42	-16.14	

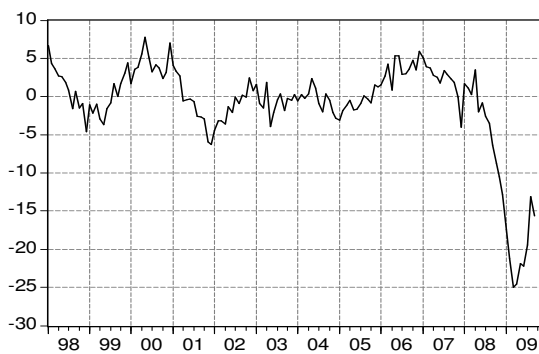
TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili



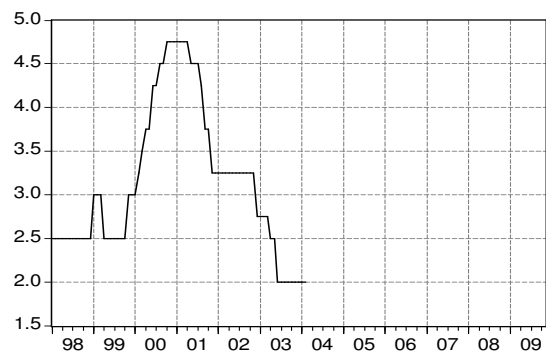
— TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



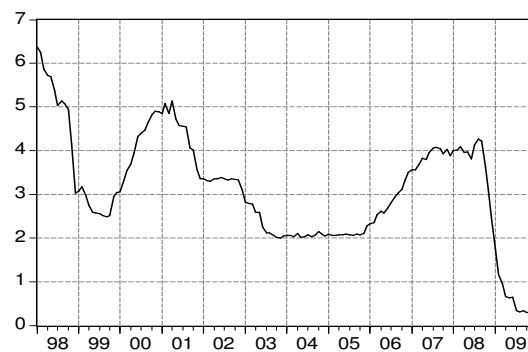
— TASSO INFLAZIONE AREA EURO



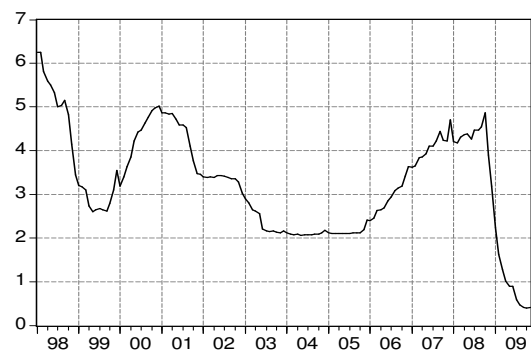
— PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



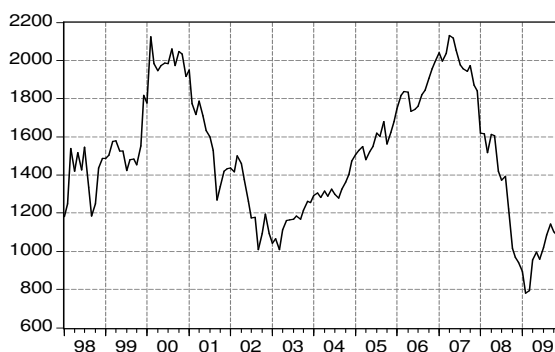
— TASSO DI INTERVENTO BCE



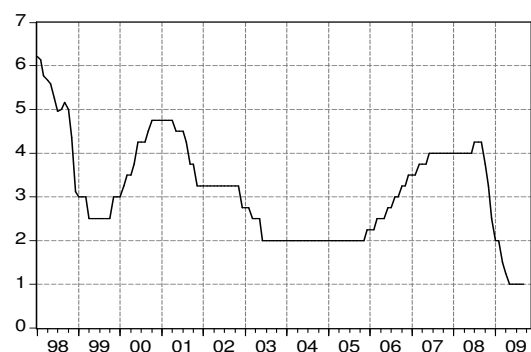
— TASSO OVERNIGHT



— TASSO INTERBANCARIO 1 MESE ITALIA



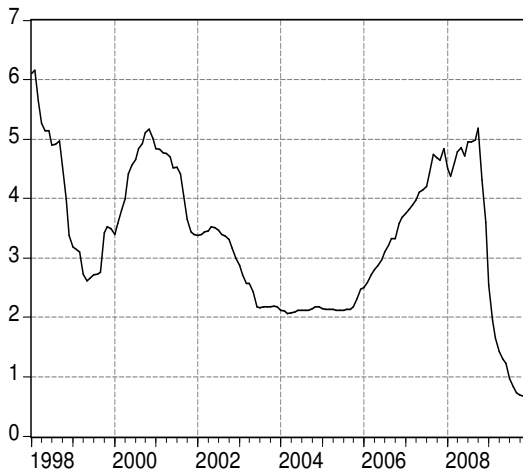
— INDICE COMIT



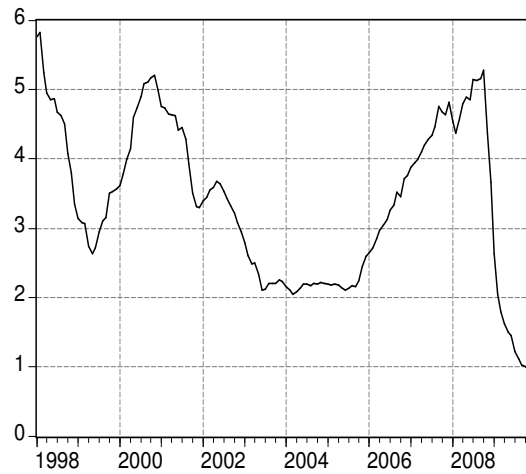
— TASSO MEDIO PONDERATO PCT

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

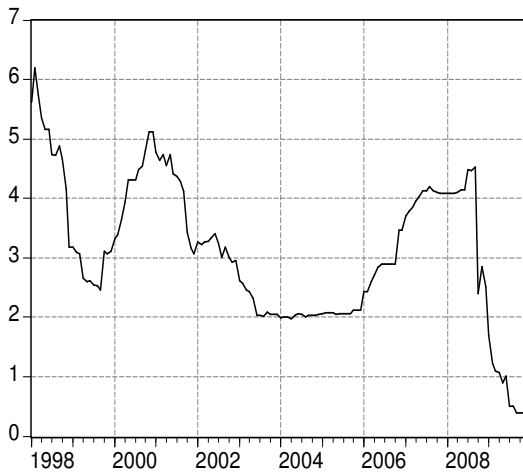
Dati mensili



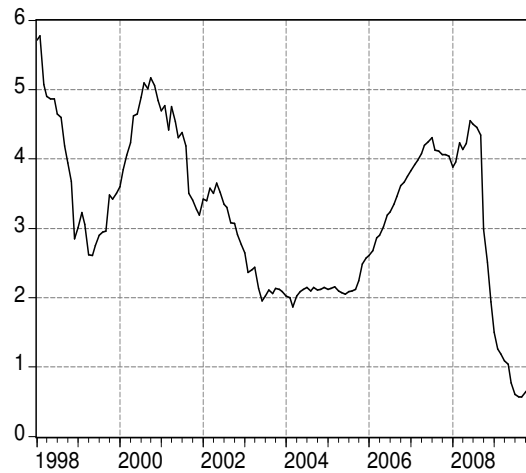
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI ITALIA (LIBOR)



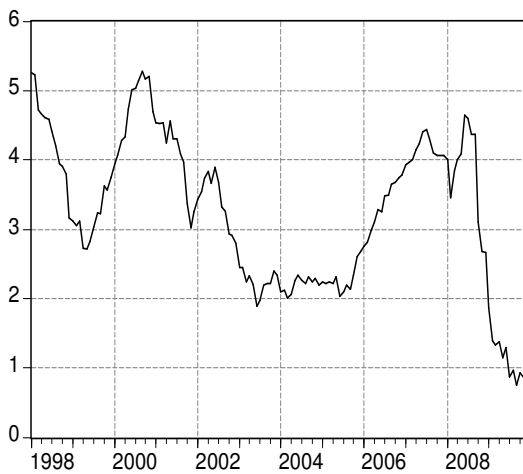
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI ITALIA



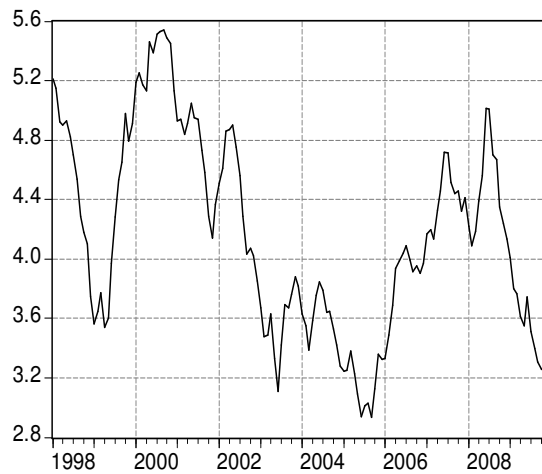
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



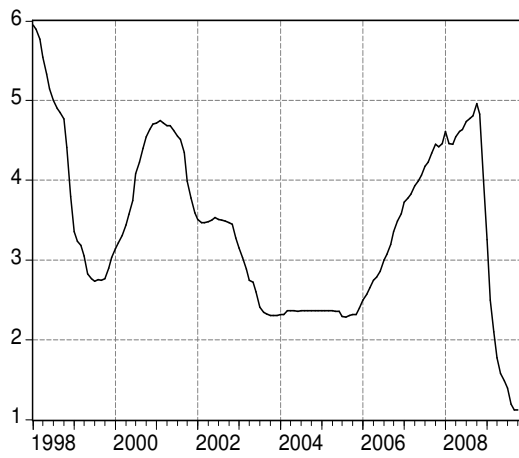
— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO



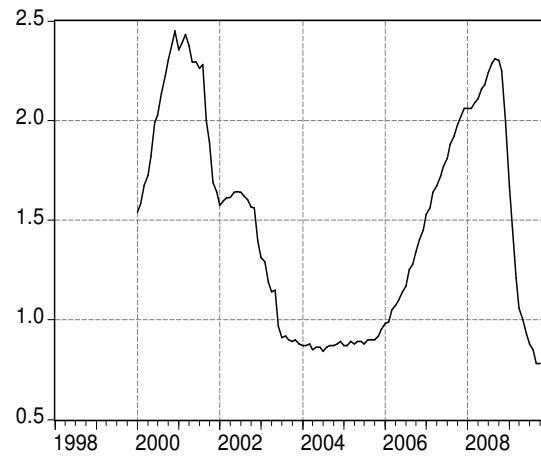
— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO



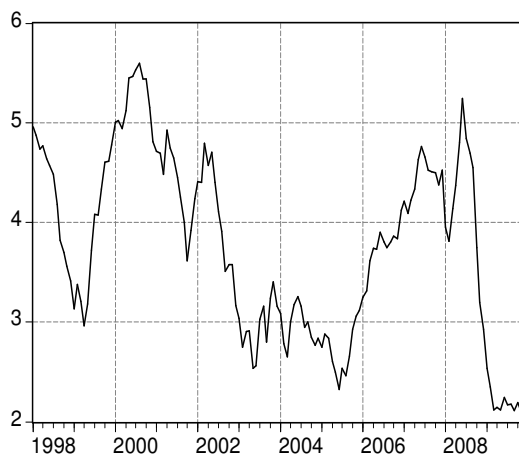
— RENDISTAT LORDO

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI
Dati mensili

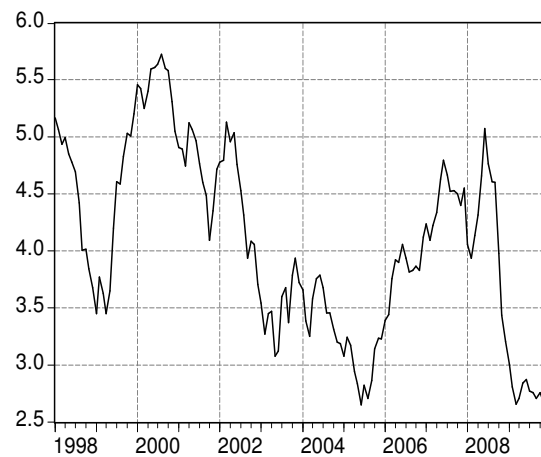
— TASSO PRESTITI MINIMO



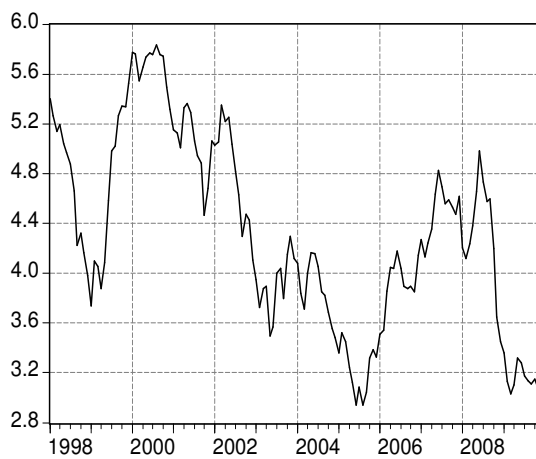
— TASSO DEPOSITI MEDIO



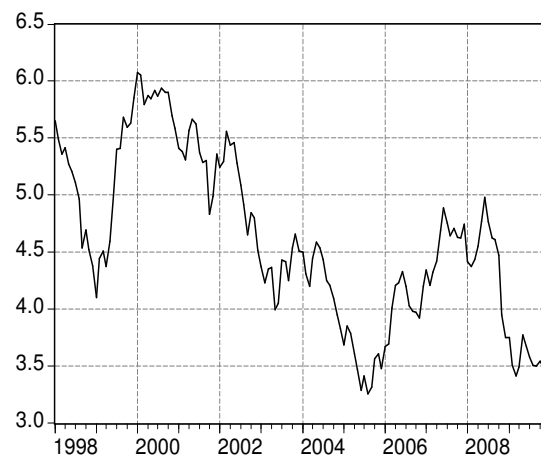
— RENDIMENTO A 3 ANNI



— RENDIMENTO A 5 ANNI



— RENDIMENTO A 7 ANNI



— RENDIMENTO A 10 ANNI

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

