



# 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 ad Agosto 2010.*

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

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

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

**SCENARI MACROECONOMICI**

L'Europa sembra disallinearsi economicamente dagli Stati Uniti, che nel II trimestre ha superato il ritmo di crescita di questi ultimi.

Il Giappone ha dovuto per la prima volta, cedere il secondo posto in termini di Pil, alla sua rivale, al gigante cinese, che sta sfruttando i tassi d'interesse storicamente bassi per diversificare il proprio portafoglio di titoli, acquistando in modo aggressivo titoli del Tesoro giapponesi. Il Giappone ha dovuto subire dall'inizio dell'anno un apprezzamento della valuta di quasi di 20% nei confronti dell'euro ed è preoccupato per un peggioramento delle esportazioni. La Banca Centrale nipponica interviene con manovre espansionistiche, e nuove manovre fiscali per fermare la corsa verso lo Yen.

L'area euro sta tuttora risentendo positivamente della valuta debole. La Germania, grazie ai risultati delle esportazioni, ha rilevato nel II trimestre la maggiore crescita dalla riunificazione, contribuendo per circa un terzo alla crescita dell'area. Buoni risultati provengono anche dalla Francia ed in parte dell'Italia, mentre si allarga il divario dai Pigs. Resta alta la preoccupazione proveniente dal mercato del lavoro e la BCE ritiene che non possa ancora essere attuato il processo di "exit strategy".

Negli USA rimane alto il timore del double dip, la valuta penalizza le esportazioni e resta altissimo il tasso di disoccupazione (con ca. 14,5 milioni di persone in cerca di lavoro) ed i nuovi dati provenienti dal mercato immobiliare destano preoccupazione. La Fed continua a rinviare l'exit strategy e reinveste le mortgage backed Securities in scadenza in titoli del Tesoro a lungo termine. Resta pronta ad intervenire con nuovi strumenti di politica monetaria espansiva in caso di necessità. Il tasso d'interesse principale fermo tra lo 0 ed il 0,25% sta destando fonte di disaccordo all'interno della Fed.

**Usa: la politica monetaria è inefficiente per promuovere una crescita più veloce**

La nuova stima relativa all'andamento dell'economia nel secondo trimestre del 2010 ha corretto al ribasso la precedente: secondo i dati più recenti, il Pil è cresciuto nel periodo di +0,6% t/t e +1,6% a/a, contro il +2,4% t/t e +3,2% a/a precedentemente stimati ed il +3,7% t/t +2,4% a/a nel I trimestre. Il dato è dovuto ad un aumento dei consumi, degli investimenti fissi (+19,5% t/t e +5,2% a/a, contro il +3,3% t/t e -2,0% a/a del trimestre precedente), non residenziali (+17,6% t/t e +5,3% a/a) e residenziali (+27,2% t/t e +5,2% a/a), malgrado un aumento maggiore delle importazioni (+32,4% t/t e +17,2% a/a) rispetto alle esportazioni (+9,1% t/t e +14,1% a/a). Le forze che guidano tradizionalmente la ripresa americana sono i consumi privati che hanno contribuito per +1,38% t/t al risultato economico (dal +1,33% t/t del I trimestre), principalmente grazie al recupero dei consumi di beni durevoli. Meno rilevante è stato l'apporto delle scorte (+0,63% t/t), ridimensionato rispetto al periodo precedente (+2,64% t/t). Hanno contribuito in misura modesta alla crescita anche i consumi pubblici (+0,86% t/t). Al contrario, le esportazioni nette hanno sottratto risorse alla crescita, per -3,37% t/t, contro un -0,31% del trimestre precedente. In giugno il *deficit* della bilancia commerciale è leggermente peggiorato, a causa dell'apprezzamento del dollaro sui mercati valutari. La dinamica è il risultato di una decrescita di -1,31% m/m delle esportazioni e di +3,00% m/m per le importazioni, dopo rispettivamente un +2,47% e +2,81% m/m nel mese precedente. La frenata dell'export preoccupa perché sembra il sintomo di una diminuzione della domanda generata dalle economie europee, alle prese con la crisi del debito e il calo della moneta unica. Poco positivi sono i segnali che provengono dal lato dell'offerta: la produzione industriale è cresciuta in luglio di +1,0% m/m e +7,7% a/a, al di sopra delle attese degli analisti (+0,5% m/m) e gli ordini all'industria riferiti a giugno sono diminuiti di -1,2% m/m e +14,6% a/a, dopo il dato di maggio (-1,8% m/m e +15,3% a/a). Le scorte delle imprese sono risultate in crescita anche in giugno (+0,3% m/m e +0,2% a/a), seppure ad un ritmo inferiore ai mesi precedenti, segno di una ripresa della domanda interna. Il tasso di utilizzo della capacità produttiva in luglio è salito a 74,8% da giugno (che è superiore a quanto atteso dagli analisti). Aumentano le preoccupazioni di alcune zone d'ombra, come la ripresa lenta degli ordini di beni durevoli nel mese di luglio (+0,3% su base congiunturale, dopo il -0,1% m/m di giugno), ben al di sotto delle previsioni degli analisti (+3,0% m/m) e non solo dipendente dalla dinamica volatile dei trasporti: privati di questa componente, gli ordini hanno registrato un calo di -3,8% m/m. In generale rallentamento sono stati gli indici di fiducia delle imprese: l'ISM manifatturiero è sceso in giugno a 55,5 da 56,2, quello non manifatturiero è aumentato a quota 54,3 da 53,8 e l'indice di fiducia di Philadelphia ha raggiunto in luglio il livello più basso degli ultimi tre mesi, collocandosi in zona negativa a -7,7 da +5,1 del mese precedente.

I dati che provengono dal lato della domanda rispecchiano il periodo poco dinamico: la spesa delle famiglie, valutata in termini reali, è aumentata in luglio di +0,2% m/m, come atteso, il reddito personale è salito di +0,2% m/m in termini reali e le vendite dei grandi magazzini in giugno hanno registrato un dato negativo di -0,6% mensile e annuo positivo di 9,2%. L'indice di fiducia dell'Università del Michigan è salito in agosto a

68,9 da 67,8 del mese precedente, mentre l'indice elaborato dal Conference Board è salito in agosto a 53,5 (da 51,0 in luglio) oltre le attese degli analisti di 50,9.

I dati provenienti dal mercato del lavoro per il mese di luglio sono inferiori alle attese degli analisti e dipendenti per lo più dalla riduzione delle persone in cerca di lavoro: nel mese sono stati persi 131mila nuovi posti di lavoro (contro i 221mila rivisti in giugno). Il settore privato ha registrato un progresso di +71mila nuove unità, segno che la contrazione è da imputarsi completamente al settore pubblico. L'occupazione nel settore manifatturiero è salita di 36mila unità, dopo i +13mila rivisti del mese precedente, ma il tasso di disoccupazione di luglio è rimasto fermo a 9,5%. Sia il numero di ore lavorate che i salari medi orari sono rimasti quasi fermi rispettivamente a 33,6 da 33,4 e 18,53\$ da 18,49\$, mentre il tasso di partecipazione ha registrato una lieve contrazione, attestandosi al 64,6% dal 64,7% di giugno. Il settore edilizio ha continuato in luglio la sua discesa: soltanto l'avvio di nuovi cantieri ha fatto segnare una variazione mensile di +1,7%, maggiore di ciò che si attendevano gli analisti (+0,2% m/m), ma la vendita di case esistenti è precipitata di -27,2% m/m, dopo il -7,1% m/m di giugno. Quella di nuove case è tornato negativo a -12,4% mensile e -32,4% rispetto all'anno precedente. Sul fronte dei prezzi si osservano aumenti congiunturali di quasi tutti gli indici *headline*, mentre le variazioni degli indici *core* sono rimaste in terreno positivo: l'indice dei prezzi al consumo, salito in luglio di +0,3% m/m, ha portato il tendenziale a +1,2% dal +1,1% a/a del mese precedente, mentre quello depurato delle componenti alimentari ed energetiche, è cresciuto di +0,1% m/m e +0,9% a/a. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione, salito di +0,2% m/m, ha portato il tendenziale a +4,2%, mentre quello *core* ha registrato una variazione mensile di +0,3% e annua di +2,2%.

Alla luce di questi dati riteniamo che la Fed decida di mantenere una posizione attendista, rinviando l'aumento dei tassi alla riunione di giugno 2011 (Scen. C, Prob. 70%), mossa eventualmente preceduta da una analoga in aprile (Scen. B, Prob. 10%) nel caso in cui l'economia mostrasse una ripresa autonoma, al di là degli stimoli fiscali e monetari finora concessi. Al contrario la Fed sarebbe pronta ad intervenire con nuovi strumenti espansivi oltre che acquistando titoli sul mercato o immettendo liquidità nel sistema nel caso in cui si dovesse verificare un improvviso indebolimento dell'economia o se i mercati dovessero dare nuovi segnali di nervosismo soprattutto sul fronte del credito (Scen. A, prob. 20%).

### **Giappone: dati export penalizzati dalla rincorsa dei mercati all'acquisto dello Yen**

E' proseguito anche nel secondo trimestre del 2010 il recupero dell'economia, anche se ad un ritmo più lento: il Pil è cresciuto di +0,1% t/t e +2,0% a/a, grazie al progresso delle esportazioni (+5,9% t/t e +30,0% a/a), meno a causa dei consumi privati (0,0% t/t e +1,8% a/a) e degli investimenti fissi (-0,6% t/t, -2,3% a/a). I dati relativi al commercio internazionale segnalano per il mese di luglio tassi di variazione ampiamente positivi (anche se inferiori rispetto a giugno) per esportazioni ed importazioni rispetto all'anno precedente: le prime sono cresciute di +23,5%, le seconde di +15,7%. Dal lato dell'offerta si segnala ancor più per il mese di luglio un leggero recupero della produzione industriale (+0,3% m/m, +14,8% a/a), dopo il -1,1% m/m e +17,3% a/a di giugno, dovuto principalmente agli ordini di macchinari industriali che sono saliti di +6,1% su base mensile (+3,9% su base tendenziale), dopo il -13,3% m/m e +8,3% a/a di maggio. Il Coincident Index of Business Condition è precipitato in giugno a quota 55,0 da 90,0 e l'indice di attività del terziario ha registrato nello stesso mese una variazione congiunturale negativa di -0,1%, dopo il -0,9% m/m di maggio.

Migliora di poco in luglio, rispetto al mese precedente, la situazione della domanda: sono cresciuti i consumi delle famiglie (+0,1% a/a da -0,3% a/a) e le vendite al dettaglio (+3,9% a/a da 3,3% a/a), mentre peggiora il reddito disponibile (-1,3% a/a da +4,8% a/a) valutati in termini nominali. Le vendite dei grandi magazzini sono scese, anche se meno rispetto a giugno: di -0,9% a/a dopo il -2,4% a/a di giugno. Le vendite al dettaglio hanno registrato il settimo incremento consecutivo, crescendo di +3,9% a/a dopo il +3,3% a/a di giugno, e l'indice di fiducia dei consumatori è sceso nel mese a 43,3 da 43,5. I dati relativi al mercato del lavoro in luglio segnalano pressoché la medesima situazione di giugno con un aumento della forza lavoro che si accompagna alla diminuzione del numero di occupati e anche di disoccupati. Il tasso di disoccupazione è sceso nel mese, attestandosi al 5,2% dal 5,3% di giugno.

Sul fronte dei prezzi si osservano variazioni congiunturali negative: sia l'indice *headline* dei prezzi al consumo che l'indice *core* registrano rispettivamente -0,5% m/m e -0,3% m/m in luglio rispetto al dato invariato a giugno, portando il tendenziale del primo a -0,9% dal -0,7% a/a del mese precedente, e l'indice *core* a -1,1% a/a da -1,0% a/a a giugno. La stima preliminare relativa all'inflazione nell'area di Tokyo è salita per agosto di +0,4% m/m rispetto a -0,6% m/m per luglio, portando il tendenziale a -1,0% in miglioramento dal -1,2% a/a di luglio. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione è sceso di -0,1% sia su base mensile che su base annua.

### Europa: scenario in recupero rispetto agli USA, trascinata dai risultati positivi della Germania

Dopo l'ultima revisione, il Pil dell'Area Euro è risultato in crescita nel secondo trimestre del 2010 di +1,0% su base trimestrale e +1,7% rispetto all'anno precedente. Non sono ancora disponibili i dati delle componenti del Pil del II trimestre. Nel primo trimestre le esportazioni registrano +2,1% t/t, +5,7% a/a, mentre consumi privati e investimenti fissi hanno subito una diminuzione (rispettivamente per -0,1% t/t e -1,2% t/t). Anche l'aumento delle importazioni (+3,8% t/t e +4,9% a/a) ha inciso negativamente sul risultato economico. Passando ad analizzare i contributi, si osserva infatti che esportazioni e scorte sono responsabili della crescita (rispettivamente per +0,8% t/t e +1,0% t/t), mentre tutte le altre componenti hanno pesato negativamente sul risultato economico: i consumi privati per -0,1% t/t, gli investimenti fissi per -0,2% t/t e -1,0% a/a e le importazioni per -1,3% t/t e -1,7% a/a. La crescita rimane quindi fragile perché aggrappata alle scorte e non alla domanda interna. I dati relativi al commercio con l'estero per il mese di giugno sono tutt'ora positivi: il deficit della bilancia commerciale è diminuito, come effetto di un aumento delle esportazioni maggiore della crescita dell'import (rispettivamente per +5,2% m/m e +4,3% m/m). Dal lato dell'offerta provengono segnali misti per il mese di giugno: la produzione industriale è scesa di -0,1% m/m (risultato peggiore delle attese degli analisti del +0,6% m/m e +9,1% a/a), e gli ordini all'industria hanno registrato un progresso di +2,5% su base congiunturale e addirittura di +22,6% su base annua. Il Leading Indicator elaborato dall'OCSE è stato confermato in crescita anche per il mese di giugno (+0,1% m/m, +8,3% a/a). Gli indici di fiducia riferiti al mese di agosto sono stati leggermente negativi: il PMI manifatturiero è sceso a 55,0 da 56,7 di luglio (atteso: 56,2) e quello relativo ai servizi è sceso a 55,6 da 55,8 (atteso: 55,5). L'ESI è aumentato in luglio a 101,8 da 101,1 del mese precedente.

Migliorano in giugno anche i dati riferiti alla domanda: le vendite al dettaglio m/m sono rimaste invariate e hanno registrato variazioni positive di +0,4% a/a (rivisti i dati di maggio a +0,4% m/m e +0,6% a/a). Il tasso di disoccupazione rimane alto ma stazionario a quota 10,0%, come atteso. Il dato è scoraggiante perché significa che i deboli segnali di recupero registrati non si traducono ancora in creazione di nuovi posti di lavoro. Sul fronte dei prezzi non si osservano variazioni congiunturali in giugno per gli indici dei prezzi al consumo. Su base annua invece l'*headline* ha registrato un progresso di +1,7%, e quello *core* di +1,0% a/a. La stima *flash* relativa al mese di agosto segnala un'inflazione all'1,6% contro il +1,7% a/a di luglio come il +1,6% a/a atteso dai mercati. L'indice dei prezzi alla produzione è salito di +0,3% m/m e +3,0% a/a in giugno dal +3,1% a/a del mese precedente. E' rimasto in terreno positivo anche nel mese di luglio il tasso annuo di variazione di M3 (+0,2% a/a), inferiore alle attese degli analisti di +0,3% a/a.

Alla luce di questi dati e delle ultime misure di *credit easing* introdotte dalla Bce, riteniamo comunque che non ci si debba attendere alcun intervento sui tassi di riferimento nell'orizzonte temporale considerato (Scen. A, B e C, prob. cumulata 100%). Infatti anche nel caso in cui l'economia dovesse mostrare una ripresa robusta ben oltre i livelli attuali, la Bce utilizzerebbe questo vantaggio per iniziare a rientrare dalle ingenti misure di stimolo quantitativo ancora in essere. (Scen. B, prob. 10%)

L'economia della **Germania** segnala nel secondo trimestre dell'anno la maggior crescita dalla riunificazione ad un ritmo di +2,2% su base congiunturale e +3,7% rispetto al corrispondente periodo dell'anno scorso, grazie principalmente ai contributi degli investimenti fissi e delle esportazioni nette (entrambi +0,8% t/t e rispettivamente +1,2% a/a e +1,4% a/a). In giugno la bilancia commerciale è aumentata di +12,3 mld € rispetto a maggio, dipendente da un aumento delle importazioni (+1,9% m/m, +31,7% a/a rispetto +13,7% m/m, +34,2% a/a in maggio) e dell'espansione dell'export (+3,8% m/m, +28,5% a/a rispetto a +7,9% m/m, +28,8% a/a in maggio). Sia positivi che negativi sono i dati che provengono dal lato dell'offerta per il mese di giugno: la produzione industriale è scesa di -0,5% m/m e aumentata di +19,5% a/a (+3,3% m/m e +13,5% su base annua in maggio), al di sopra del -0,7% m/m atteso dagli analisti, e gli ordini all'industria manifatturiera, trainati dall'export e della debolezza dell'euro, hanno registrato un +3,2% m/m e +28,4% a/a dopo il dato di -0,1% m/m e +25,1% a/a di maggio, superiore al +1,5% m/m atteso. Gli indici di fiducia scontano i dati troppo positivi di crescita, anche se il PMI manifatturiero è sceso a 58,2 da 61,2 e quello afferente al settore dei servizi è salito a quota 58,5. Preoccupa l'ulteriore peggioramento dello Zew, precipitato a 14,0 da 21,2 di luglio, sotto le attese di 20,6 e sotto la media storica di 27,4. Preoccupa gli investitori il timore di un impatto negativo del piano di risanamento dei conti pubblici sulla crescita. Peggiora la domanda interna: le vendite al dettaglio valutate in termini nominali hanno registrato in luglio una riduzione di -0,5% m/m e +5,3% a/a, in peggioramento rispetto al +1,3% m/m (+1,4 a/a) del mese precedente. La Germania vede ridursi il numero dei senza lavoro, grazie alla ripresa delle commesse estere (-17mila unità in agosto dopo il -21 in luglio) e il tasso di disoccupazione si è attestato a 7,6% come nel mese precedente. Invariati i nuovi dati relativi all'inflazione di agosto, dell'indice nazionale dei prezzi al consumo, fermo a 0,0% m/m (+1,0% a/a) come atteso, come anche l'indice calcolato sul paniere armonizzato è rimasto

invariato rispetto al mese di luglio, portando il tendenziale a +0,9%. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione ha fatto segnare in giugno una variazione congiunturale di +0,5% e tendenziale di +3,7%.

L'economia della **Francia** è cresciuta nel II trimestre dell'anno di +0,6% t/t (più del +0,4% t/t previsto) e +1,7% a/a, dopo il +0,2% t/t (+1,2% a/a) del periodo precedente. Il risultato positivo è da imputare al recupero delle esportazioni (+2,7% t/t) e degli investimenti fissi (+0,8% t/t), ad importazioni in crescita di +4,2% t/t e consumi privati in leggero aumento (+0,4% t/t) rispetto al dato invariato del periodo precedente. Analizzando i contributi alla crescita si osserva infatti che l'apporto positivo proviene dalla domanda interna e dalle scorte rispettivamente per +0,5% t/t e +0,6% t/t (rispetto a -0,1% e -0,2% del periodo precedente). Anche i dati relativi al commercio con l'estero per il mese di giugno segnalano una diminuzione del deficit della bilancia, a causa di un incremento delle esportazioni (+9,75% m/m) maggiore di quello dell'import (+4,68% m/m). Dal lato dell'offerta si nota nel mese di giugno una diminuzione della produzione industriale superiore alle aspettative degli analisti che era di -0,2% m/m (-1,6% m/m, +4,8% a/a, dopo il +1,9% m/m e +8,5% a/a di maggio), mentre gli ordini all'industria hanno fatto segnare un incremento di +3,1% m/m rispetto a maggio (+13,3% a/a). Gli indici di fiducia PMI relativi al mese di luglio sono in parte migliorati rispetto al mese precedente: il PMI manifatturiero è salito a 54,7 da 53,9 di luglio (previsioni: 53,1), l'indice PMI dei servizi è sceso a 59,9 da 61,1 (previsto a 60,5) e l'indice di fiducia delle imprese è balzato in avanti a 98,0 da 96,0 (previsto 94,0). Dal lato della domanda si osserva la diminuzione delle vendite al dettaglio per il mese di giugno (-1,3% m/m, -0,2% a/a), una diminuzione dei consumi delle famiglie in giugno, dato inferiore alle attese (+0,5% m/m e +0,5% a/a) e l'indice di fiducia dei consumatori in luglio è rimasto fermo a -39,0 rispetto a giugno. Sul fronte inflazionistico, il dato congiunturale dell'indice nazionale armonizzato dei prezzi al consumo è sceso in luglio di -0,3% m/m e quello tendenziale è aumentato di +1,9% e l'indice dei prezzi al consumo ha registrato -0,3% m/m e 1,7% a/a. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione congiunturale è rimasto invariato in giugno ed è aumentato del +3,5% a/a.

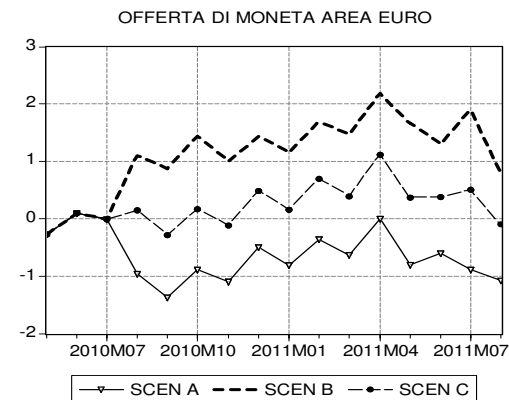
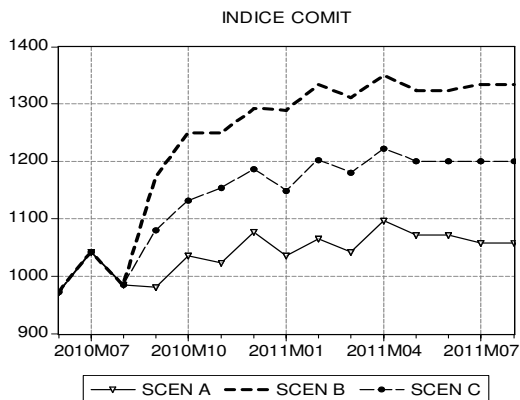
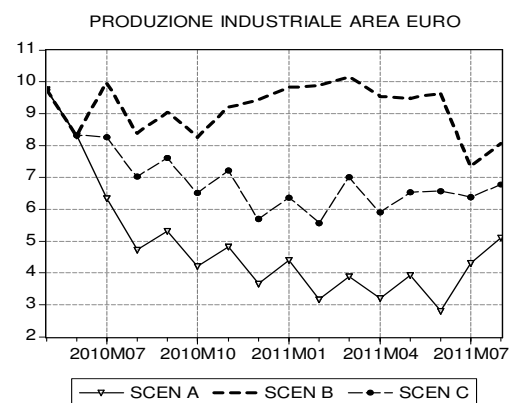
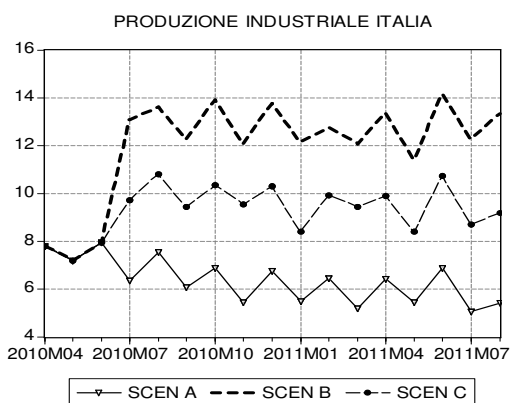
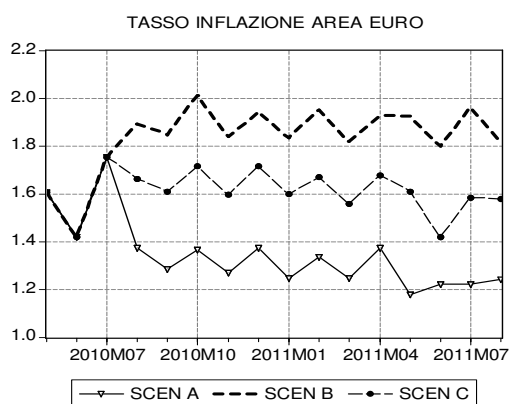
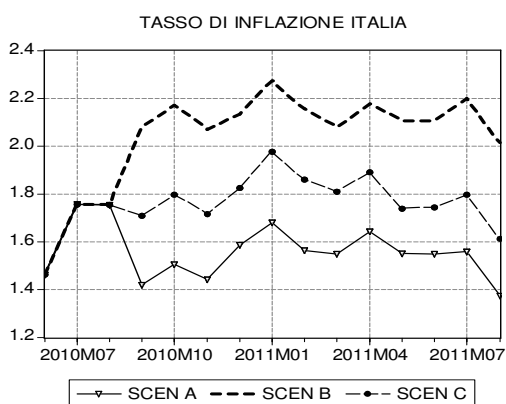
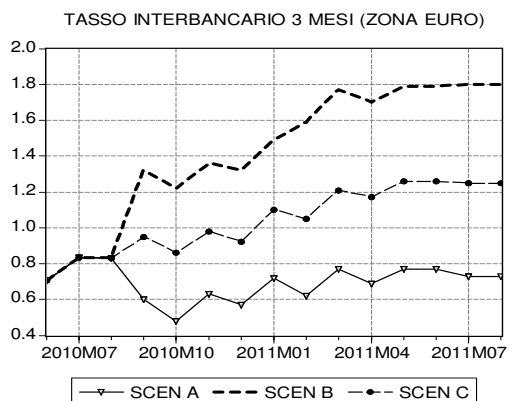
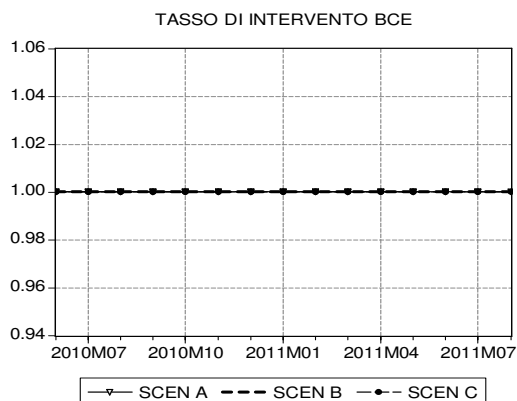
### **Italia: recupero a rilento rispetto alla Germania e la Francia**

La nuova stima relativa all'andamento dell'economia nel secondo trimestre del 2010 ha leggermente corretto al rialzo la precedente: secondo i dati più recenti, il Pil è cresciuto nel periodo di +0,4% t/t e +1,1% a/a, contro il +0,4% t/t e +0,5% a/a del trimestre precedente. I dati della scomposizione del Pil non sono ancora disponibili. Il risultato del I trimestre è da ascrivere al robusto recupero delle esportazioni (+5,3% t/t e +5,0% a/a) e alla ripresa degli investimenti fissi (+0,6% t/t, -1,2% a/a). I consumi privati sono invece rimasti invariati su base congiunturale e le importazioni sono cresciute di +3,3% t/t e +4,5% a/a. Per quanto riguarda il commercio con l'estero, è aumentato in giugno il *deficit* della bilancia commerciale nei confronti degli altri Paesi Ue ed è diminuito quello verso i paesi extra Ue per il mese di giugno, a causa di un aumento delle importazioni (+2,9% m/m) minore di quello dell'export (+9,2% m/m). Positivi ed incoraggianti per il futuro sono i dati che provengono dal lato dell'offerta per il mese di giugno: la produzione industriale è salita nel mese di +0,6% m/m e +8,2% a/a, rispetto a +1,0% m/m e +7,3% a/a del mese precedente. In maggio il fatturato industriale ha registrato un progresso di +0,8% m/m e +8,9% a/a e gli ordini un aumento di +3,2% m/m e addirittura di +26,6% a/a dopo il risultato già buono di +20,6% a/a di aprile. In aumento è stato in luglio il PMI manifatturiero (salito a 54,4 da 54,3) ma non quello dei servizi (che ha toccato quota 49,6 da 51,5 di giugno), positivo l'indice di fiducia delle imprese manifatturiere elaborato dall'Isae atteso a 96,1 e salito in agosto a 100,5 da 98,3. Contrastanti sono ancora i dati che provengono dal lato della domanda: le vendite al dettaglio sono aumentate in luglio di +0,3% su base mensile e +0,5% su base annua, ma l'indice di fiducia dei consumatori è tornato a collocarsi in agosto a quota 104,1, dopo aver raggiunto quota 105,5 nel mese scorso. Per quanto riguarda il mercato del lavoro nel mese di giugno, il tasso di disoccupazione è sceso a 8,4%, rispetto all'8,8% atteso e 8,5% del mese precedente. E' rimasto invariato il dato congiunturale del numero degli occupati (-0,4% quello tendenziale) ed è diminuito quello delle persone in cerca di occupazione (-1,1% m/m ma +8,0% a/a) rispetto a maggio (0,0% m/m e +20,2% a/a). Gli ultimi dati sono ancora quelli di maggio: le retribuzioni e il costo del lavoro nelle grandi imprese sono aumentati entrambi di +0,7% su base mensile ma -0,9% a/a. Passando ai prezzi, si registrano in luglio modesti aumenti dell'indice nazionale dei prezzi al consumo (+0,4% m/m e +1,7% a/a), e l'indice calcolato sul paniere armonizzato registra -0,9% m/m e +1,8% a/a. La stima *flash* relativa all'inflazione nel mese di agosto segnala prezzi in aumento (+0,2% m/m e +1,6% a/a) rispetto al mese precedente. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione è cresciuto in giugno di +0,2% m/m e +3,4% a/a.

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

A (20%)	B (10%)	C (70%)
<p><b>Usa:</b> l'economia, ancora sostenuta dalle politiche monetarie approntate lo scorso anno, appare in lento recupero, ma molti rimangono ancora gli elementi di fragilità. C'è il forte rischio che tale processo si arresti quando i costi sostenuti per far fronte alla crisi, di cui finora si è fatto carico lo Stato, verranno scaricati sui contribuenti e una volta esaurite le misure di sostegno. La situazione del mercato del lavoro, nonostante alcuni miglioramenti temporanei, rimane difficile e agirà da freno al recupero della domanda. Preoccupano inoltre le tensioni sui mercati finanziari originate dalla crisi debitoria europea, che rischiano di intaccare anche il ciclo americano. La <i>Federal Reserve</i>, non disponendo di alcun margine di manovra sui tassi, deciderà di prolungare le misure di <i>quantitative easing</i> in essere, allo scopo di aumentare la quantità di moneta circolante e di stimolare il rilancio dell'economia.</p> <p><b>Area Euro:</b> le turbolenze finanziarie spingono tutti i Paesi dell'Area a varare severe manovre correttive per il rientro dei bilanci pubblici, che renderanno molto difficoltosa la ripresa. L'economia reale europea soffre inoltre di un minore dinamismo e di maggiori vincoli fiscali e monetari rispetto a quella americana. I consumi e gli investimenti rimangono ancora molto deboli, seriamente minacciati dalla restrizione delle condizioni di accesso al credito per imprese e famiglie. La BCE decide di proseguire la politica di <i>credit easing</i>, unico strumento a sua disposizione per arginare le tensioni finanziarie e ripristinare il funzionamento di mercati diventati illiquidi.</p>	<p><b>Usa:</b> i segnali incoraggianti provenienti dall'andamento del Pil nel II trimestre dell'anno, che mostrano il buon apporto dei consumi privati, degli investimenti e dei beni durevoli, unito alla tenuta dei consumi e al recupero dell'offerta (anche se lento) al di là degli incentivi, fanno intravedere la possibilità di una buona ripresa nei prossimi mesi. La Fed decide pertanto di iniziare ad approntare una strategia di uscita attraverso la vendita di Titoli. Supportata dal buon recupero economico e dall'inversione di tendenza nel mercato del lavoro, opererà inoltre a favore di un rialzo del tasso di riferimento non prima di aprile 2011.</p> <p><b>Area Euro:</b> grazie al massiccio intervento congiunto di Commissione Europea, FMI, Bce e singoli Stati, le tensioni sui mercati finanziari si assorbono progressivamente. L'economia, che si avvantaggia della ripresa dei commerci internazionali, intraprende una dinamica di espansione, favorita anche dal recupero del mercato del lavoro e del credito. Importanti segnali provengono pure dal lato dell'offerta e dagli indici di fiducia. La Bce, grazie anche al progressivo aumento dell'inflazione 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.</p>	<p><b>Usa:</b> compaiono importanti segnali positivi, quali l'aumento del Pil nel II trimestre dell'anno, la ripresa dei consumi e degli investimenti, 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 appare in via di graduale recupero. Lo scenario rimane comunque incerto e soggetto a molteplici rischi, il primo dei quali è rappresentato dal mercato del lavoro e da quello del mercato immobiliare, dalle turbolenze finanziarie originate dai timori sulla solvibilità dei bilanci pubblici europei e dalla debolezza dell'Euro. La Fed decide di intraprendere una <i>exit strategy</i> lasciando che i programmi di acquisto di Titoli giungano a scadenza naturale ed intervenendo con un rialzo dei tassi di riferimento di 25 p.b. nella riunione di giugno 2011.</p> <p><b>Area Euro:</b> l'uscita dalla recessione appare lenta e priva di slancio. La crescita è sostenuta quasi esclusivamente dal dinamismo del canale estero, mentre languono investimenti fissi e consumi privati. Permane la difficile situazione del mercato del lavoro, associata ad una persistente debolezza della domanda. Il quadro è aggravato dalle politiche fiscali restrittive che si sono rese necessarie dopo le ultime turbolenze finanziarie e che costituiranno un vincolo alla ripresa. Solo nel momento in cui la situazione sui mercati finanziari mostrerà una certa tendenza alla stabilizzazione, la Bce deciderà di concludere le misure di <i>credit easing</i> in essere e di intraprendere un graduale riassorbimento della liquidità in eccesso nel sistema.</p>

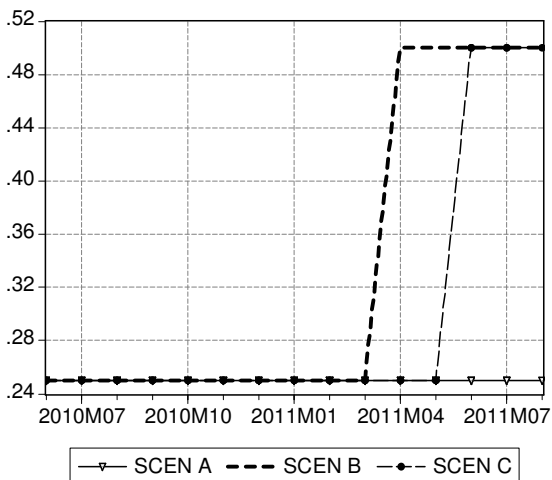
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE**  
*Dati mensili*



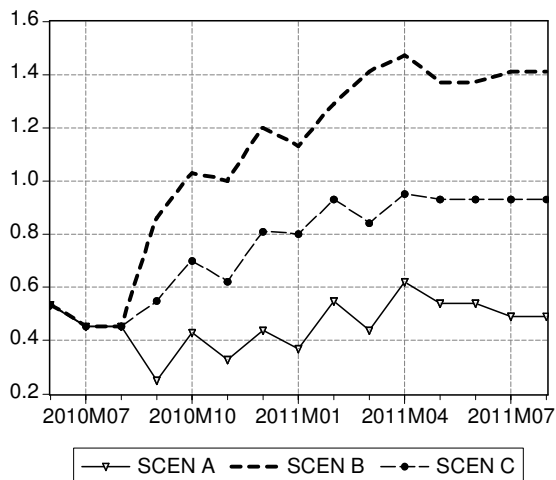


**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE**  
*Dati mensili*

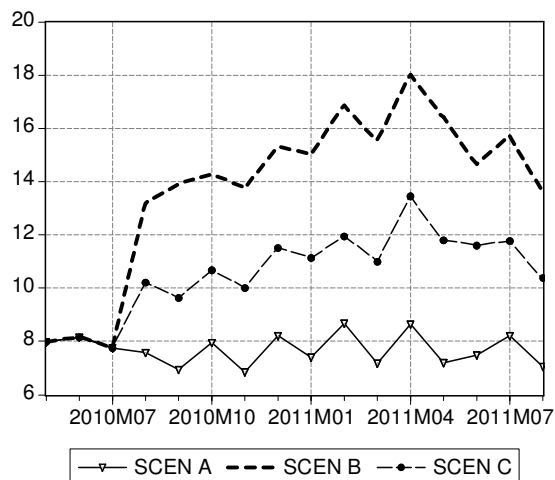
TASSO DI INTERVENTO FED



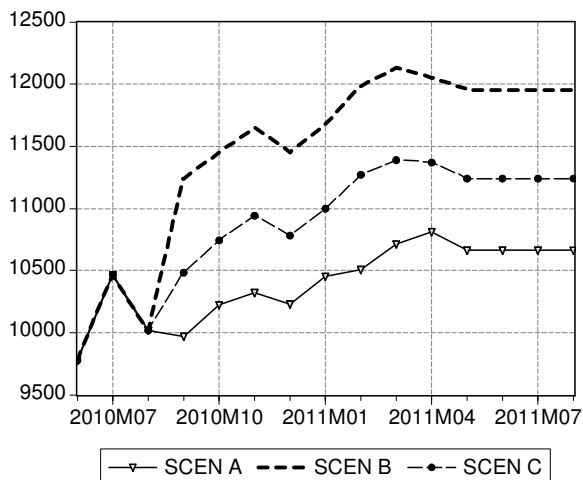
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



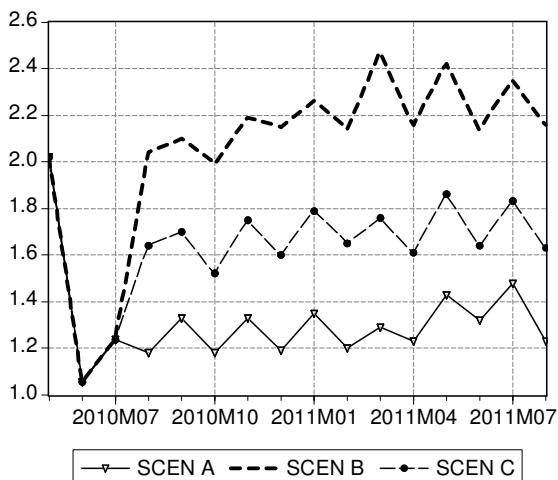
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



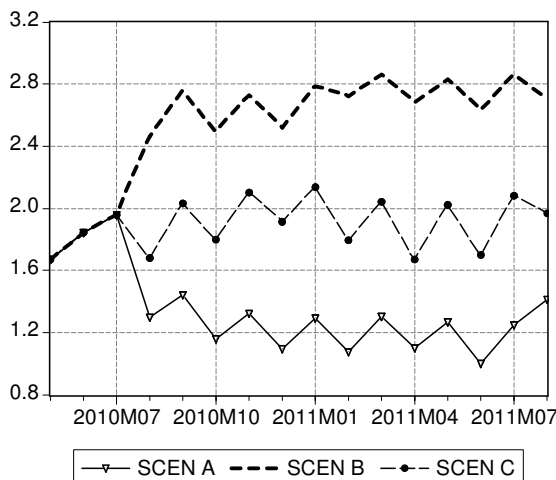
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

**Tassi interbancari:** nel mese di agosto i tassi interbancari sono risultati in aumento, come conseguenza delle nuove tensioni esplose sui mercati finanziari. L'economia reale invia segnali di stabilizzazione, sebbene la dinamica appaia moderata e assai incerta. Su entrambe le sponde dell'Atlantico, la maggiore preoccupazione proviene ora dagli enormi debiti pubblici e dai timori sulla loro sostenibilità futura, in particolare per la zona Euro.

Sul fronte americano si segnala un nuovo aumento del Pil nel II trimestre dell'anno, imputabile alla robusta espansione della domanda privata, alla ripresa degli investimenti produttivi e alla ricostituzione delle scorte di magazzino. Segnali positivi provengono pure dal lato dell'offerta.

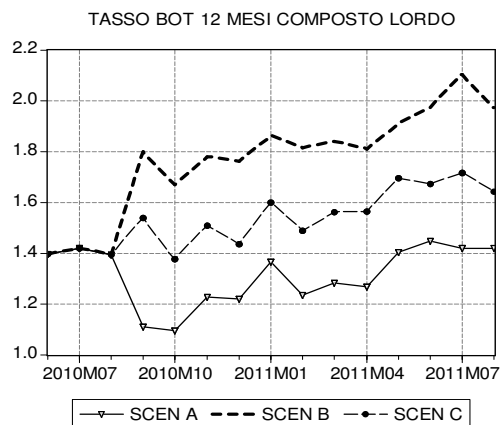
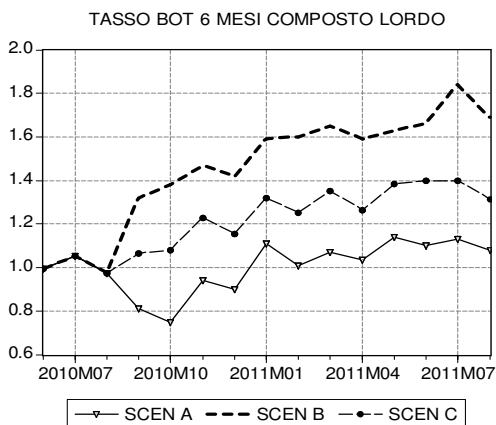
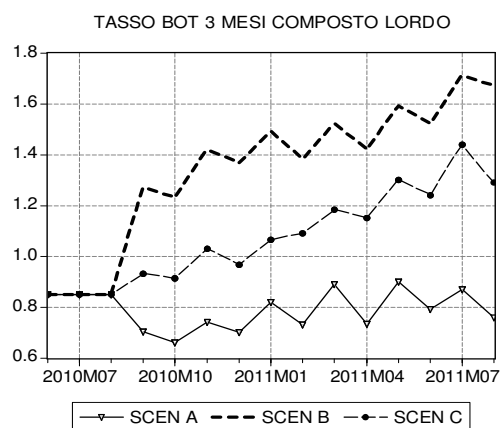
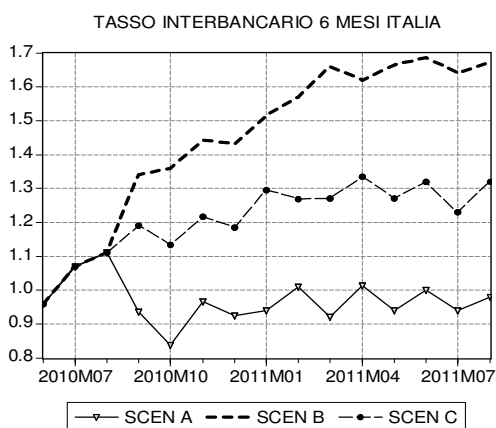
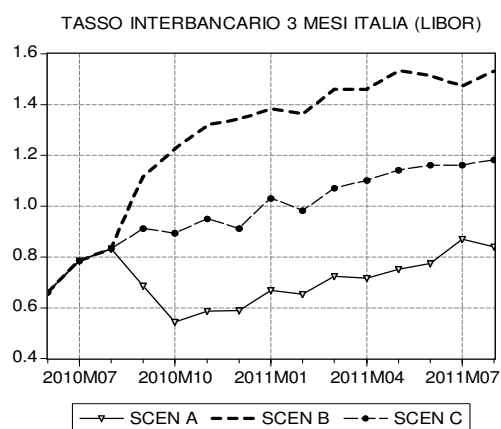
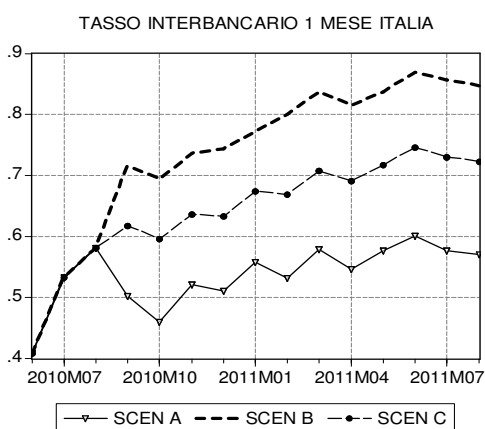
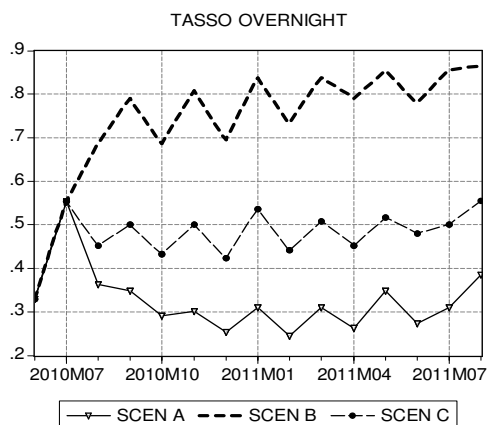
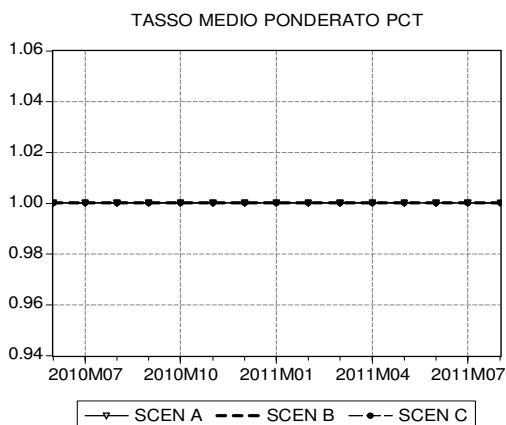
In Europa è proseguita, ad un ritmo nettamente superiore a quello americano, l'uscita dalla recessione nel II trimestre dell'anno, grazie alla ripresa delle esportazioni. Rimangono comunque alcuni elementi di forte criticità, tra i quali le restrizioni imposte dalle severe politiche fiscali per il rientro dal debito pubblico, le difficili condizioni del mercato del lavoro e la debolezza della domanda, che potrebbero costituire un serio ostacolo alla ripresa. Dato l'attuale scenario economico, è quindi verosimile attendersi che i tassi interbancari intraprendano un sentiero debolmente 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 debole tendenza alla ripresa (scenario C), i tassi interbancari dovrebbero attestarsi a +0,72% per la scadenza ad un mese, +1,18% per la scadenza a tre mesi e +1,32% per quella a sei mesi ad agosto 2011. 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 +0,85% (1 mese), +1,53% (3 mesi) e +1,67% (6 mesi). Nel caso in cui, invece, la crisi continuasse ad avere effetti pesantemente negativi, con instabilità finanziaria, ulteriore contrazione della domanda sia interna che estera e continua flessione dell'occupazione (scenario A), i diversi tassi interbancari si porterebbero rispettivamente a +0,57%, +0,84% e +0,98% alla fine dell'orizzonte di previsione.

**Struttura a termine:** nel mese di agosto si sono verificate sensibili movimentazioni per i tassi della struttura a termine sulle varie scadenze. Nei prossimi mesi è probabile che i vari 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 ad agosto 2011 quota +1,31% (3 anni), +1,48% (5 anni), +1,83% (7 anni) e +2,22% (10 anni). Qualora l'andamento economico europeo manifestasse una buona ripresa (scenario B), la crescita dei rendimenti sarebbe più marcata, attestandosi su valori di +1,45%, +1,65%, +2,02%, +2,42% 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), il decennale non supererebbe il +2,10% a luglio 2011.

**Tassi bancari:** il tasso medio sui prestiti mostra un *trend* decrescente, mentre quello sui depositi è rimasto invariato. Nei prossimi mesi ci attendiamo che entrambi manifestino una certa tendenza al recupero. 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 aumenti fino a +3,99%, mentre il tasso medio sui depositi si attesti a +0,58% alla fine dell'orizzonte previsivo. In uno scenario di ripresa economica sostenuta (scenario B), l'andamento dei due tassi raggiungerebbe rispettivamente quota +4,12% e +0,67% 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 +3,79% e quello sui depositi scenderebbe a +0,51% ad agosto 2011.

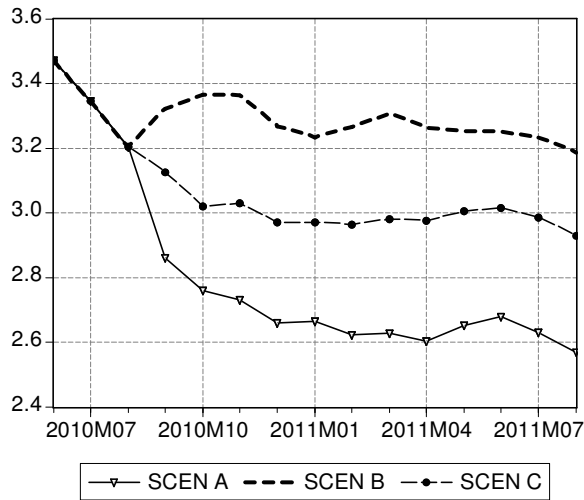
**Volumi bancari:** in base ai risultati delle simulazioni, la variazione tendenziale dei volumi seguirà un andamento crescente per i prestiti e discendente per i depositi nel periodo considerato. Nel caso in cui l'espansione economica europea non si discostasse troppo dagli attuali ritmi di crescita (scenario C), il tasso di variazione tendenziale dei depositi toccherebbe un valore di +13,00% ad agosto del prossimo anno, mentre la variazione tendenziale del volume dei prestiti nello stesso periodo dovrebbe essere di +6,50%.

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

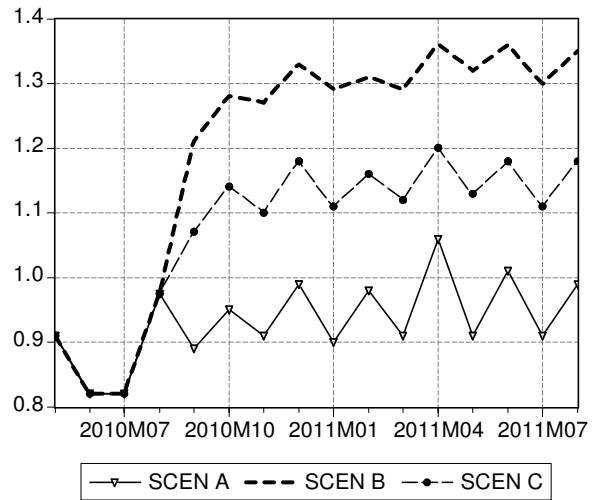


**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**

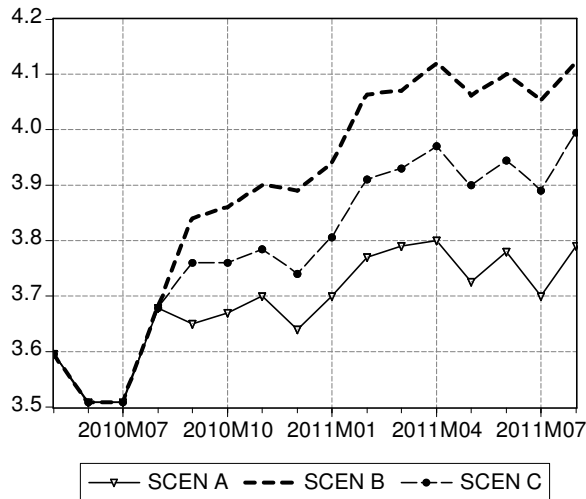
RENDISTAT LORDO



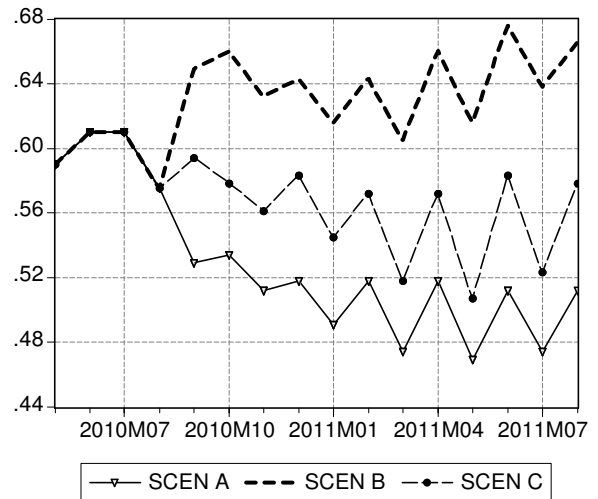
TASSO PRESTITI MINIMO



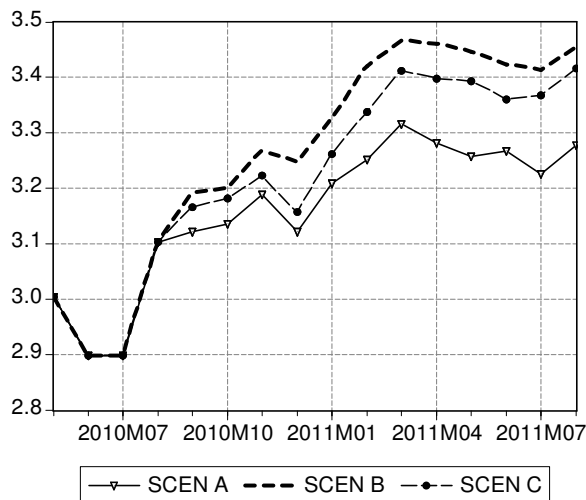
TASSO PRESTITI MEDIO



TASSO DEPOSITI MEDIO

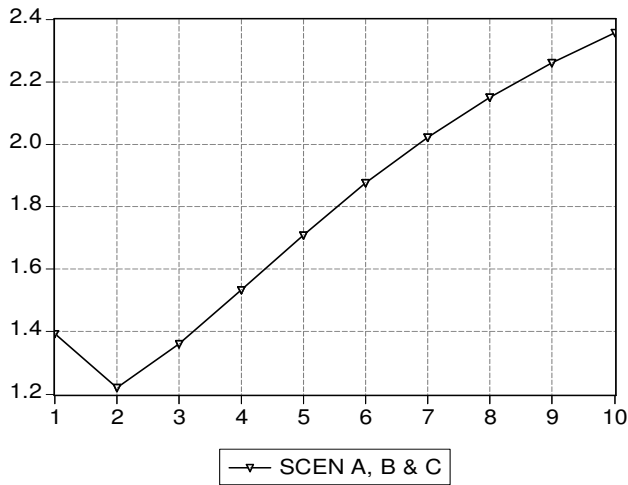


DIFFERENZIALE PRESTITI-DEPOSITI

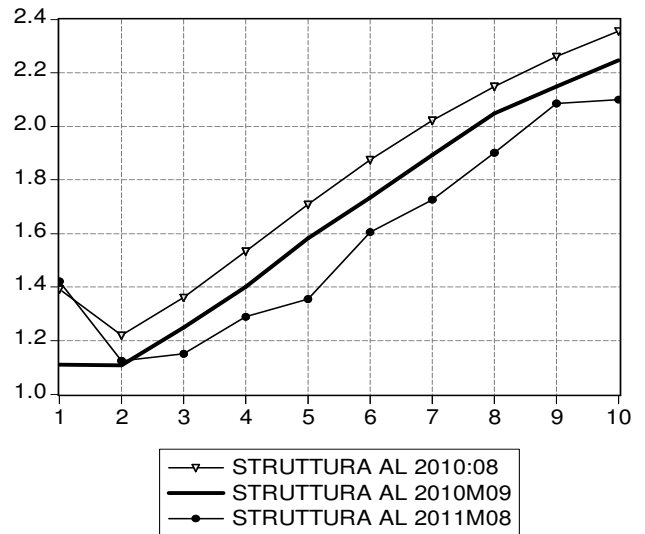


**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili**

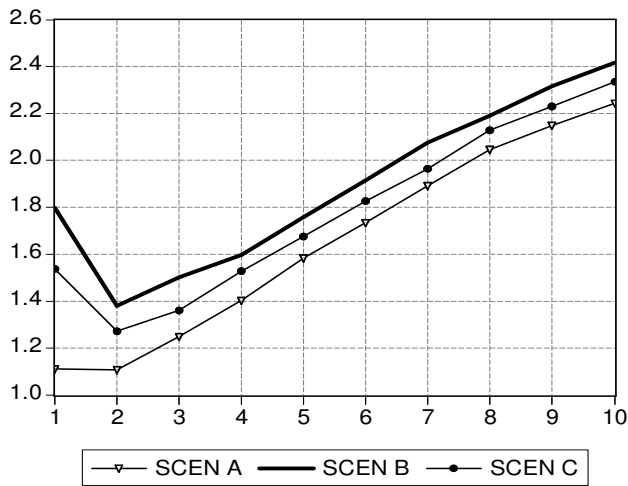
STRUTTURA A TERMINE AL 2010:08



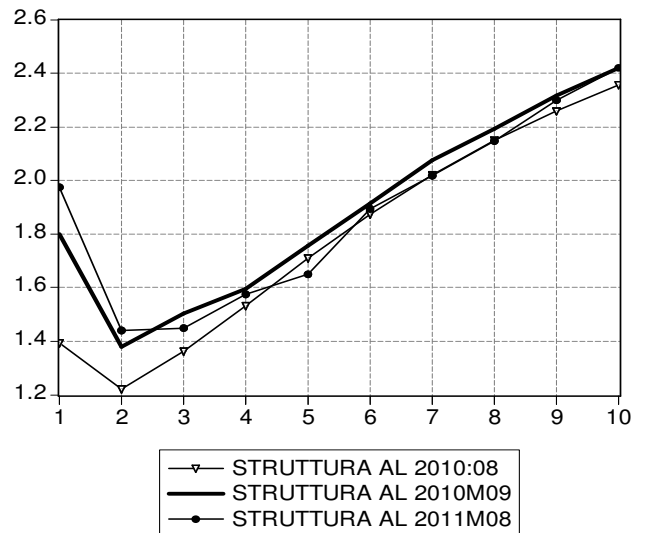
SCENARIO A



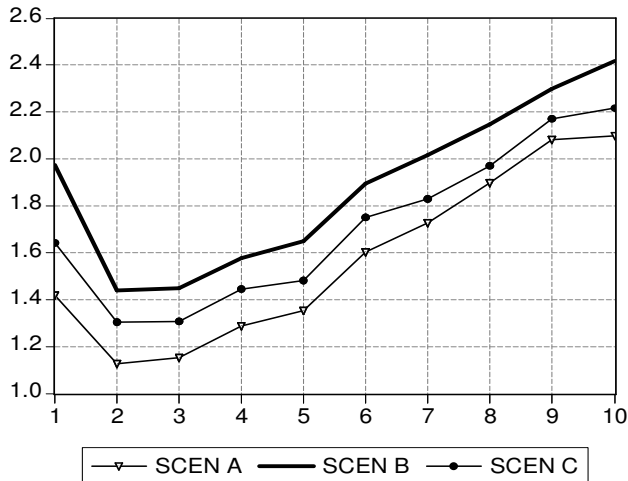
STRUTTURA A TERMINE AL 2010M09



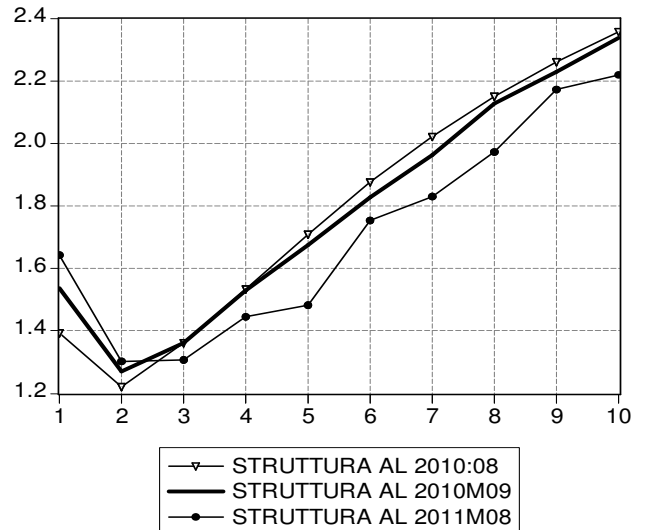
SCENARIO B



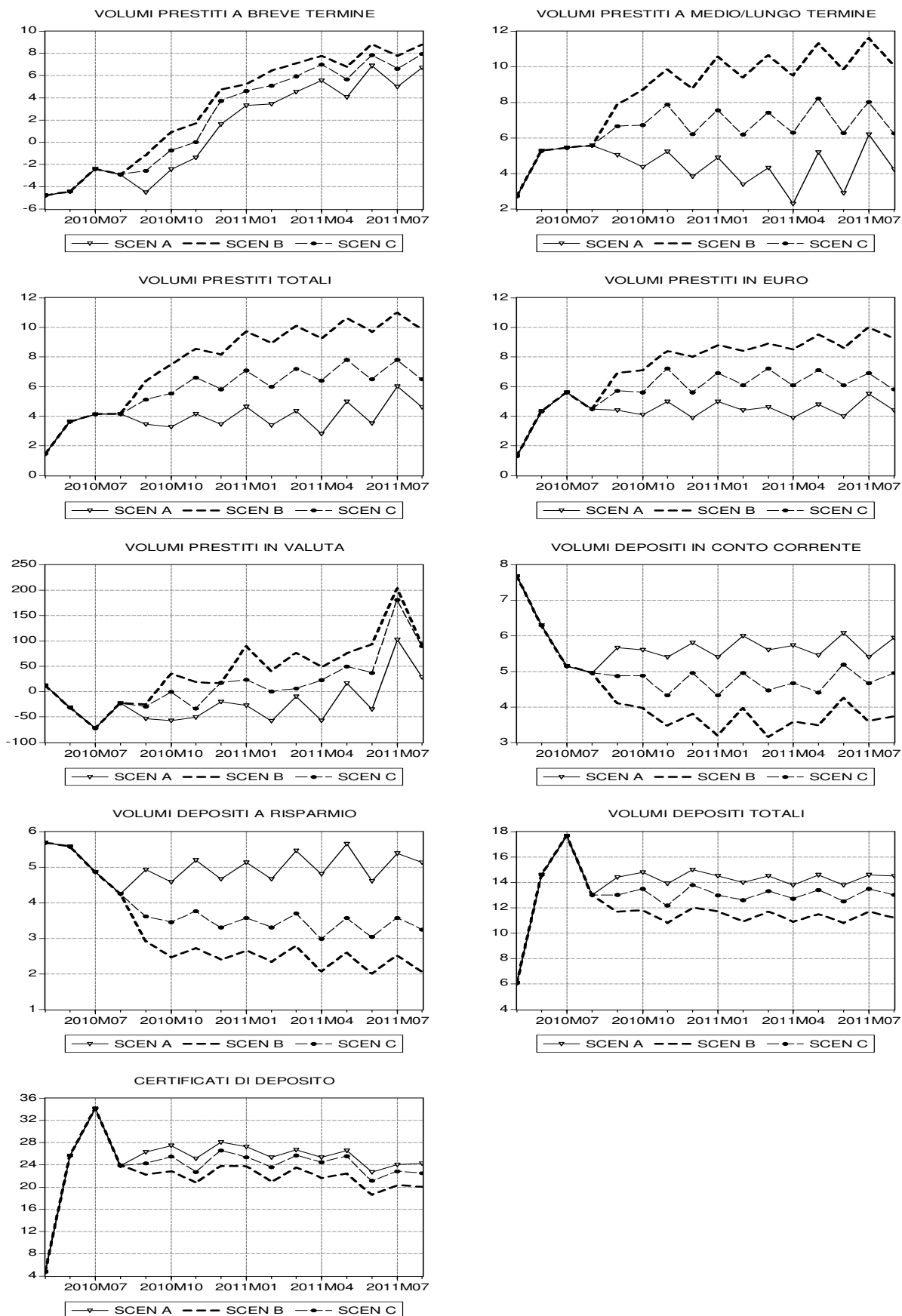
STRUTTURA A TERMINE AL 2011M08



SCENARIO C



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



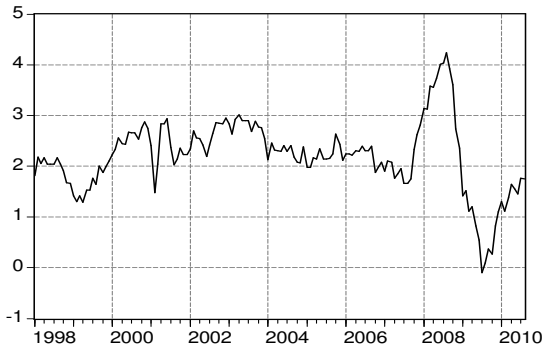
SCENARIO A	10 2	10 3	10 4	10 5	10 6	10 7	10 8	10 9	10 10	10 11	10 12	11 1	11 2	11 3	11 4	11 5	11 6	11 7	11 8
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Indice COMIT	1048	1138	1090	987	972	1042	985	981	1036	1023	1077	1036	1065	1042	1097	1071	1071	1058	1058
Produzione Industriale	2.9	7.2	7.8	7.2	7.9	6.3	7.5	6.1	6.9	5.4	6.8	5.5	6.5	5.2	6.4	5.4	6.9	5.1	5.4
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.1	1.4	1.6	1.6	1.5	1.8	1.8	1.4	1.5	1.4	1.6	1.7	1.6	1.5	1.6	1.6	1.5	1.6	1.4
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
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
T. Overnight media d/l	0.28	0.29	0.30	0.30	0.33	0.55	0.36	0.35	0.29	0.30	0.25	0.31	0.24	0.31	0.26	0.35	0.27	0.31	0.38
T. Interb. 1m lett.	0.39	0.37	0.37	0.39	0.41	0.53	0.58	0.50	0.46	0.52	0.51	0.56	0.53	0.58	0.55	0.58	0.60	0.58	0.57
T. Interb. 3m lett.	0.60	0.59	0.59	0.63	0.66	0.78	0.83	0.69	0.54	0.59	0.59	0.67	0.65	0.72	0.72	0.75	0.77	0.87	0.84
T. Interb. 6m lett.	0.92	0.90	0.89	0.93	0.96	1.07	1.11	0.94	0.84	0.97	0.92	0.94	1.01	0.92	1.01	0.94	1.00	0.94	0.98
T. Depositi medio	0.63	0.63	0.61	0.59	0.61	0.61	0.58	0.53	0.53	0.51	0.52	0.49	0.52	0.47	0.52	0.47	0.51	0.47	0.51
T. Prestiti medio	3.68	3.65	3.63	3.59	3.51	3.51	3.68	3.65	3.67	3.70	3.64	3.70	3.77	3.79	3.80	3.73	3.78	3.70	3.79
T.prest. medio - T.dep. medio	3.05	3.02	3.02	3.00	2.90	2.90	3.10	3.12	3.14	3.19	3.12	3.21	3.25	3.32	3.28	3.26	3.27	3.23	3.28
T. BOT comp. lordo 3m	0.37	0.37	0.41	0.41	0.85	0.85	0.85	0.70	0.66	0.74	0.70	0.82	0.73	0.89	0.73	0.90	0.79	0.87	0.76
T. BOT comp. lordo 6m	0.66	0.57	0.83	1.35	1.00	1.05	0.97	0.81	0.75	0.94	0.90	1.11	1.01	1.07	1.04	1.14	1.10	1.13	1.08
T. BOT comp. lordo 12m	1.00	0.91	0.95	1.46	1.40	1.42	1.39	1.11	1.10	1.23	1.22	1.37	1.23	1.28	1.27	1.40	1.45	1.42	1.42
Rendistat lordo	3.27	3.14	3.17	3.33	3.47	3.35	3.20	2.86	2.76	2.73	2.66	2.66	2.62	2.63	2.60	2.65	2.68	2.63	2.57
Rendistat netto	2.86	2.75	2.78	2.91	3.04	2.93	2.80	2.50	2.42	2.39	2.33	2.33	2.30	2.30	2.28	2.32	2.34	2.30	2.25
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	1.82	1.81	1.72	1.57	1.56	1.64	1.36	1.25	1.21	1.24	1.18	1.18	1.14	1.16	1.15	1.18	1.16	1.12	1.15
Rend. BTP a 5 anni	2.45	2.41	2.31	2.11	2.07	2.13	1.71	1.58	1.54	1.58	1.50	1.51	1.44	1.47	1.42	1.43	1.37	1.37	1.35
Rend. BTP a 7 anni	2.92	2.88	2.77	2.54	2.50	2.55	2.02	1.89	1.86	1.90	1.82	1.84	1.76	1.80	1.76	1.80	1.73	1.79	1.73
Rend. BTP a 10 anni	3.39	3.35	3.24	2.97	2.94	2.99	2.36	2.24	2.14	2.19	2.13	2.21	2.14	2.16	2.12	2.19	2.07	2.14	2.10
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2355.439	2352.633	2356.441	2365.798	2434.553	2420.664	2406.453	2404.179	2404.000	2459.880	2457.77	2467.38	2435.05	2454.97	2422.19	2484.09	2519.76	2565.90	2517.15
Prestiti in euro	2316.695	2310.479	2313.476	2326.411	2403.047	2408.130	2386.249	2386.562	2390.745	2442.287	2423.343	2448.07	2418.629	2416.76	2403.70	2438.08	2499.17	2540.58	2491.24
Prestiti in valuta	38.744	42.154	42.965	39.387	31.506	12.534	20.204	17.618	13.255	17.593	34.430	19.309	16.424	38.212	18.484	46.010	20.594	25.327	25.906
Prestiti a breve	374.040	369.882	366.174	368.606	373.692	378.354	369.724	363.046	360.884	374.327	377.946	387.127	386.960	386.667	386.574	383.580	399.389	397.241	394.517
Prestiti a m/l	1981.399	1982.751	1990.267	1997.192	2060.861	2042.310	2036.729	2041.133	2043.116	2085.553	2079.828	2080.255	2048.093	2068.305	2035.612	2100.508	2120.373	2168.663	2122.633
Depositi totali	1762.812	1756.608	1770.714	1807.259	1960.981	1996.898	1910.905	1953.968	1984.256	1984.981	2039.113	2024.862	2009.606	2011.316	2015.073	2071.119	2231.596	2288.445	2187.986
Depositi in c/c	746.359	745.862	759.729	758.885	756.601	741.770	737.281	757.579	770.415	770.326	808.083	802.138	791.141	787.630	803.261	800.244	802.602	781.825	781.075
Depositi a risparmio	267.986	269.006	269.135	268.882	268.730	268.651	269.100	270.999	270.565	273.434	276.005	281.422	280.501	283.694	282.053	284.074	281.118	283.131	282.904
Certif. deposito	748.467	741.740	741.850	779.492	935.650	986.477	904.525	925.390	943.276	941.221	955.024	941.301	937.964	939.992	929.758	986.801	1147.876	1223.488	1124.007
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	0.36	0.35	1.28	1.47	3.64	4.12	4.16	3.47	3.28	4.16	3.47	4.64	3.38	4.35	2.79	5.00	3.50	6.00	4.60
Prestiti in euro	0.20	0.40	0.32	1.30	4.33	5.60	4.47	4.40	4.10	5.00	3.90	5.00	4.40	4.60	3.90	4.80	4.00	5.50	4.40
Prestiti in valuta	50.56	2.40	107.95	12.09	31.02	-71.75	-23.25	-53.11	-57.34	-50.65	-19.87	-27.06	-57.61	-9.35	-56.98	16.81	-34.64	102.06	28.22
Prestiti a breve	6.28	6.82	6.83	4.77	4.47	-2.41	-2.92	-4.53	-2.43	-1.40	1.60	3.32	3.45	4.54	5.57	4.06	6.88	4.99	6.71
Prestiti a m/l	1.72	1.81	2.92	2.71	5.26	5.43	5.56	5.04	4.36	5.22	3.82	4.89	3.37	4.31	2.28	5.17	2.89	6.19	4.22
Depositi totali	3.63	2.55	3.92	6.08	14.59	17.65	13.01	14.40	14.80	13.90	15.00	14.50	14.00	14.50	13.80	14.60	13.80	14.60	14.50
Depositi in c/c	10.57	9.16	8.25	7.68	6.29	5.14	4.95	5.66	5.60	5.40	5.80	5.40	6.00	5.60	5.73	5.45	6.08	5.40	5.94
Depositi a risparmio	6.86	6.46	6.16	5.69	5.58	4.87	4.25	4.93	4.58	5.20	4.67	5.13	4.67	5.46	4.80	5.65	4.61	5.39	5.13
Certif. deposito	-3.45	-4.53	-0.88	4.71	25.58	34.11	23.86	26.29	27.44	25.17	28.08	27.25	25.32	26.73	25.33	26.60	22.68	24.03	24.26

SCENARIO B	10 2	10 3	10 4	10 5	10 6	10 7	10 8	10 9	10 10	10 11	10 12	11 1	11 2	11 3	11 4	11 5	11 6	11 7	11 8
<b>ESOGENE</b>																			
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
Indice COMIT	1048	1138	1090	987	972	1042	985	1173	1250	1250	1292	1289	1334	1311	1350	1324	1324	1334	1334
Produzione Industriale	7.9	7.2	7.3	7.2	7.9	13.1	13.6	12.3	13.9	12.1	13.8	12.1	12.7	12.1	13.4	11.4	14.2	12.3	13.3
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.1	1.4	1.6	1.6	1.5	1.8	1.8	2.1	2.2	2.1	2.1	2.3	2.2	2.1	2.2	2.1	2.1	2.2	2.0
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
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
T. Overnight media d/I	0.28	0.29	0.30	0.30	0.33	0.55	0.69	0.79	0.69	0.81	0.70	0.84	0.73	0.84	0.79	0.86	0.78	0.86	0.86
T. Interb. 1m lett.	0.39	0.37	0.37	0.39	0.41	0.53	0.58	0.72	0.69	0.74	0.74	0.77	0.80	0.84	0.82	0.84	0.87	0.86	0.85
T. Interb. 3m lett.	0.60	0.59	0.59	0.63	0.66	0.78	0.83	1.11	1.23	1.32	1.34	1.38	1.36	1.46	1.46	1.53	1.51	1.47	1.53
T. Interb. 6m lett.	0.92	0.90	0.89	0.93	0.96	1.07	1.11	1.34	1.36	1.44	1.43	1.52	1.57	1.66	1.62	1.67	1.69	1.64	1.67
T. Depositi medio	0.63	0.63	0.61	0.59	0.61	0.61	0.58	0.65	0.66	0.63	0.64	0.62	0.64	0.61	0.66	0.62	0.68	0.64	0.67
T. Prestiti medio	3.68	3.65	3.63	3.59	3.51	3.51	3.68	3.84	3.86	3.90	3.89	3.94	4.06	4.07	4.12	4.06	4.10	4.05	4.12
T.prest.medio - T.dep.medio	3.05	3.02	3.02	3.00	2.90	2.90	3.10	3.19	3.20	3.27	3.25	3.32	3.42	3.47	3.46	3.45	3.42	3.41	3.46
T. BOT comp. lordo 3m	0.37	0.37	0.41	0.41	0.85	0.85	0.85	1.27	1.23	1.42	1.36	1.49	1.38	1.52	1.42	1.59	1.52	1.71	1.67
T. BOT comp. lordo 6m	0.66	0.57	0.83	1.35	1.00	1.05	0.97	1.32	1.38	1.47	1.42	1.59	1.60	1.65	1.59	1.63	1.66	1.84	1.69
T. BOT comp. lordo 12m	1.00	0.91	0.95	1.46	1.40	1.42	1.39	1.80	1.67	1.78	1.76	1.86	1.82	1.84	1.81	1.91	1.97	2.10	1.97
Rendistat lordo	3.27	3.14	3.17	3.33	3.47	3.35	3.20	3.32	3.37	3.36	3.27	3.23	3.26	3.31	3.26	3.25	3.25	3.23	3.19
Rendistat netto	2.86	2.75	2.78	2.91	3.04	2.93	2.80	2.91	2.94	2.94	2.86	2.83	2.86	2.89	2.86	2.85	2.85	2.83	2.79
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	1.82	1.81	1.72	1.57	1.56	1.64	1.36	1.50	1.43	1.49	1.46	1.48	1.46	1.49	1.44	1.46	1.44	1.46	1.45
Rend. BTP a 5 anni	2.45	2.41	2.31	2.11	2.07	2.13	1.73	1.76	1.73	1.77	1.71	1.73	1.68	1.69	1.64	1.69	1.62	1.68	1.65
Rend. BTP a 7 anni	2.92	2.88	2.77	2.54	2.50	2.55	2.02	2.08	2.06	2.09	2.05	2.08	2.02	2.08	2.02	2.08	2.03	2.06	2.02
Rend. BTP a 10 anni	3.39	3.35	3.24	2.97	2.94	2.99	2.36	2.42	2.38	2.43	2.42	2.46	2.39	2.44	2.37	2.44	2.38	2.44	2.42
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2355.439	2352.633	2356.441	2365.798	2434.553	2420.664	2406.453	2471.757	2501.529	2563.320	2568.94	2586.93	2565.78	2590.25	2573.70	2616.57	2670.70	2686.94	2644.69
Prestiti in euro	2316.695	2310.479	2313.476	2326.411	2403.047	2408.130	2386.249	2443.711	2459.643	2521.370	2518.971	2536.67	2511.297	2516.11	2510.12	2547.42	2609.71	2648.94	2605.78
Prestiti in valuta	38.744	42.154	42.965	39.387	31.506	12.534	20.204	28.046	41.886	41.949	49.969	50.262	54.483	74.138	63.583	69.153	60.996	37.994	38.908
Prestiti a breve	374.040	369.882	366.174	368.606	373.692	378.354	369.724	375.840	373.193	386.096	389.588	394.202	398.077	396.149	394.564	393.475	406.546	407.708	402.291
Prestiti a m/l	1981.399	1982.751	1990.267	1997.192	2060.861	2042.310	2036.729	2095.917	2128.336	2177.224	2179.352	2192.730	2167.703	2194.100	2179.141	2223.097	2264.159	2279.229	2242.401
Prestiti totali	1762.812	1756.608	1770.714	1807.259	1960.981	1996.898	1910.905	1907.852	1932.403	1930.956	1985.919	1975.345	1954.959	1962.131	1963.722	2015.094	2172.767	2230.535	2124.926
Depositi in c/c	746.359	745.862	759.729	788.885	786.601	741.770	737.281	746.394	758.451	756.221	792.808	785.395	775.915	769.381	786.916	785.218	788.757	768.473	764.751
Depositi a risparmio	267.986	269.006	269.135	268.882	268.730	268.651	269.100	265.782	265.077	266.988	269.993	274.784	274.230	276.484	274.706	275.846	274.105	275.421	274.670
Certif. deposito	748.467	741.740	741.850	749.492	935.650	986.477	904.525	895.676	908.875	907.747	923.118	915.166	904.814	916.265	902.100	954.029	1109.906	1186.641	1085.505
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	0.36	0.35	1.28	1.47	3.64	4.12	4.16	6.38	7.47	8.54	8.15	9.71	8.93	10.10	9.22	10.60	9.70	11.00	9.90
Prestiti in euro	0.20	0.40	0.32	1.30	4.33	5.60	4.47	6.90	7.10	8.40	8.00	8.80	8.40	8.90	8.50	9.50	8.60	10.00	9.20
Prestiti in valuta	50.56	2.40	107.95	12.08	11.02	-71.75	-23.25	-25.36	34.82	17.67	16.29	89.85	40.62	75.87	47.99	75.57	93.60	203.13	92.58
Prestiti a breve	-6.28	-6.82	-6.83	-4.77	-4.47	-2.41	-2.92	-1.17	0.90	1.70	4.73	5.21	6.43	7.10	7.75	6.75	8.79	7.76	8.81
Prestiti a m/l	1.72	1.81	2.92	2.71	5.26	5.43	5.56	7.86	8.71	9.85	8.79	10.56	9.40	10.66	9.49	11.31	9.86	11.60	10.10
Depositi totali	7.63	2.55	3.92	6.08	14.59	17.65	13.01	11.70	11.80	10.80	12.00	11.70	10.90	11.70	10.90	11.50	10.80	11.70	11.20
Depositi in c/c	10.57	9.16	8.25	7.68	6.29	5.14	4.95	4.10	3.96	3.47	3.80	3.20	3.96	3.15	3.58	3.47	4.25	3.60	3.73
Depositi a risparmio	6.86	6.46	6.16	5.69	5.58	4.87	4.25	2.91	2.46	2.72	2.39	2.65	2.33	2.78	2.07	2.59	2.00	2.52	2.07
Certif. deposito	-3.45	-4.53	-0.88	-4.71	25.58	34.11	23.86	22.23	22.79	20.72	23.80	23.72	20.89	23.53	21.60	22.39	18.62	20.29	20.01

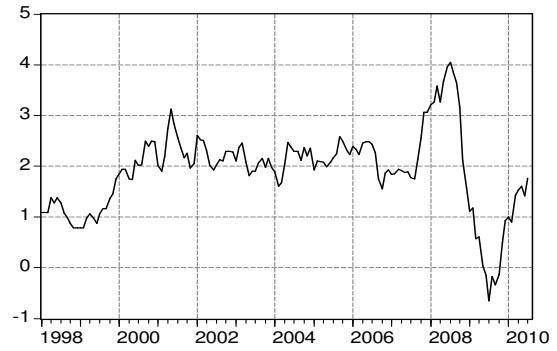


SCENARIO C	10 2	10 3	10 4	10 5	10 6	10 7	10 8	10 9	10 10	10 11	10 12	11 1	11 2	11 3	11 4	11 5	11 6	11 7	11 8
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Indice COMIT	1048	1138	1090	987	972	1042	985	1080	1132	1154	1186	1148	1202	1180	1222	1200	1200	1200	1200
Produzione Industriale	2.9	7.2	7.8	7.2	7.9	9.7	10.8	9.4	10.3	9.5	10.3	8.4	9.9	9.4	9.9	8.4	10.7	8.7	9.2
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.1	1.4	1.6	1.6	1.5	1.8	1.8	1.7	1.8	1.7	1.8	2.0	1.9	1.8	1.9	1.7	1.7	1.8	1.6
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
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
T. Overnight media d/l	0.28	0.29	0.30	0.30	0.33	0.55	0.45	0.50	0.43	0.50	0.42	0.54	0.44	0.51	0.45	0.52	0.48	0.50	0.55
T. Interb. 1m lett.	0.39	0.37	0.37	0.39	0.41	0.53	0.58	0.62	0.60	0.64	0.63	0.67	0.67	0.71	0.69	0.72	0.75	0.73	0.72
T. Interb. 3m lett.	0.60	0.59	0.59	0.63	0.66	0.78	0.83	0.91	0.89	0.95	0.91	1.03	0.98	1.07	1.10	1.14	1.16	1.16	1.18
T. Interb. 6m lett.	0.92	0.90	0.89	0.93	0.96	1.07	1.11	1.19	1.13	1.22	1.19	1.29	1.27	1.27	1.33	1.27	1.32	1.23	1.32
T. Depositi medio	0.63	0.63	0.61	0.59	0.61	0.61	0.58	0.59	0.58	0.56	0.58	0.55	0.57	0.52	0.57	0.51	0.58	0.52	0.58
T. Prestiti medio	3.68	3.65	3.63	3.59	3.51	3.51	3.68	3.76	3.76	3.78	3.74	3.81	3.91	3.93	3.97	3.90	3.94	3.89	3.99
T.prest.medio - T.dep.medio	3.05	3.02	3.02	3.00	2.90	2.90	3.10	3.17	3.18	3.22	3.16	3.26	3.34	3.41	3.40	3.39	3.36	3.37	3.42
T. BOT comp. lordo 3m	0.37	0.37	0.41	0.41	0.85	0.85	0.85	0.93	0.91	1.03	0.97	1.06	1.09	1.18	1.15	1.30	1.24	1.44	1.29
T. BOT comp. lordo 6m	0.66	0.57	0.83	1.35	1.00	1.05	0.97	1.06	1.08	1.23	1.15	1.32	1.25	1.35	1.26	1.38	1.40	1.40	1.31
T. BOT comp. lordo 12m	1.00	0.91	0.95	1.46	1.40	1.42	1.39	1.54	1.38	1.51	1.43	1.60	1.49	1.56	1.56	1.70	1.67	1.72	1.64
Rendistat lordo	3.27	3.14	3.17	3.33	3.47	3.35	3.30	3.12	3.02	3.03	2.97	2.97	2.96	2.98	2.98	3.01	3.01	2.98	2.93
Rendistat netto	2.86	2.75	2.78	2.91	3.04	2.93	2.80	2.73	2.64	2.65	2.60	2.60	2.59	2.61	2.60	2.63	2.64	2.61	2.56
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	1.82	1.81	1.72	1.87	1.56	1.64	1.36	1.36	1.31	1.36	1.32	1.34	1.32	1.34	1.28	1.31	1.29	1.31	1.31
Rend. BTP a 5 anni	2.45	2.41	2.31	2.11	2.07	2.13	1.71	1.68	1.63	1.69	1.60	1.64	1.57	1.59	1.53	1.55	1.47	1.50	1.48
Rend. BTP a 7 anni	2.92	2.88	2.77	2.54	2.50	2.55	2.02	1.96	1.96	1.99	1.92	1.95	1.85	1.91	1.88	1.91	1.84	1.88	1.83
Rend. BTP a 10 anni	3.39	3.35	3.24	2.97	2.94	2.99	2.36	2.34	2.26	2.30	2.22	2.31	2.24	2.28	2.22	2.31	2.17	2.28	2.22
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2355.439	2352.633	2356.441	2365.798	2434.553	2420.664	2406.453	2442.750	2456.139	2517.268	2513.36	2524.92	2496.77	2521.55	2507.25	2550.33	2592.80	2609.48	2562.87
Prestiti in euro	2316.695	2310.479	2313.476	2326.411	2403.047	2408.130	2386.249	2416.279	2425.194	2493.459	2462.994	2492.37	2458.013	2476.83	2454.60	2491.59	2549.63	2574.29	2524.65
Prestiti in valuta	38.744	42.154	42.965	39.387	31.506	12.534	20.204	26.471	30.945	23.809	50.363	32.546	38.752	44.719	52.655	58.745	43.166	35.185	38.221
Prestiti a breve	374.040	369.882	366.174	368.606	373.692	378.354	369.724	370.449	367.096	379.642	385.800	391.902	393.019	391.801	391.729	389.463	402.936	403.411	399.019
Prestiti a m/l	1981.399	1982.751	1990.267	1997.192	2060.861	2042.310	2036.729	2072.302	2089.043	2137.626	2127.557	2133.015	2103.746	2129.751	2115.524	2160.867	2189.863	2206.064	2163.854
Depositi totali	1762.812	1756.608	1770.714	1807.259	1960.981	1996.898	1910.905	1930.202	1961.705	1954.808	2017.836	1998.231	1984.926	1990.237	1995.595	2049.432	2206.104	2266.479	2159.323
Depositi in c/c	746.359	745.862	759.729	758.885	756.601	741.770	737.281	751.924	765.165	762.433	801.591	793.919	783.304	779.127	795.208	792.276	795.845	776.410	773.776
Depositi a risparmio	267.986	269.006	269.135	268.882	268.730	268.651	269.100	267.588	267.638	269.691	272.393	277.247	276.830	278.959	277.155	278.481	276.899	278.242	277.818
Certif. deposito	748.467	741.740	741.850	739.492	935.650	986.477	904.525	910.691	928.903	922.684	943.851	927.065	924.793	932.150	923.231	978.675	1133.359	1211.827	1107.728
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	0.36	0.35	1.28	1.47	3.64	4.12	4.16	5.13	5.52	6.59	5.81	7.08	6.00	7.18	6.40	7.80	6.50	7.80	6.50
Prestiti in euro	0.20	0.40	0.32	1.30	3.33	5.60	4.47	5.70	5.60	7.20	5.60	6.90	6.10	7.20	6.10	7.10	6.10	6.90	5.80
Prestiti in valuta	50.56	2.40	107.95	13.99	11.02	-71.75	-23.25	-29.55	-0.39	-33.21	17.21	22.93	0.02	6.08	22.55	49.15	37.01	180.72	89.18
Prestiti a breve	6.28	6.82	6.83	4.77	4.47	-2.41	-2.92	-2.59	-0.75	0.00	3.71	4.59	5.07	5.93	6.98	5.66	7.83	6.62	7.92
Prestiti a m/l	1.72	1.81	2.92	2.71	5.26	5.43	5.56	6.64	6.70	7.85	6.20	7.55	6.17	7.41	6.29	8.20	6.26	8.02	6.24
Depositi totali	3.63	2.55	3.92	6.98	14.59	17.65	13.01	13.01	13.50	12.17	13.80	12.99	12.60	13.30	12.70	13.40	12.50	13.50	13.00
Depositi in c/c	10.57	9.16	8.25	7.88	6.29	5.14	4.95	4.87	4.88	4.32	4.95	4.32	4.95	4.46	4.67	4.40	5.19	4.67	4.95
Depositi a risparmio	6.86	6.46	6.16	5.69	5.58	4.87	4.25	3.61	3.45	3.76	3.30	3.57	3.30	3.70	2.98	3.57	3.04	3.57	3.24
Certif. deposito	3.45	4.53	0.88	4.71	25.58	34.11	23.86	24.28	25.50	22.70	26.58	25.33	23.56	25.67	24.45	25.55	21.13	22.84	22.47

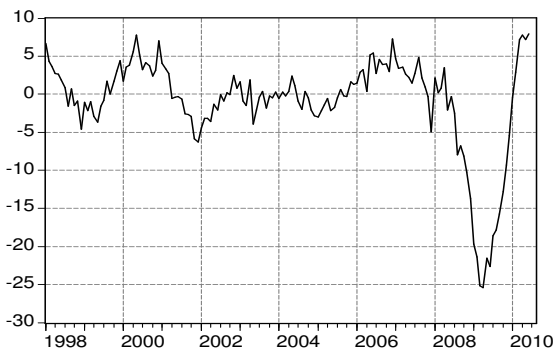
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



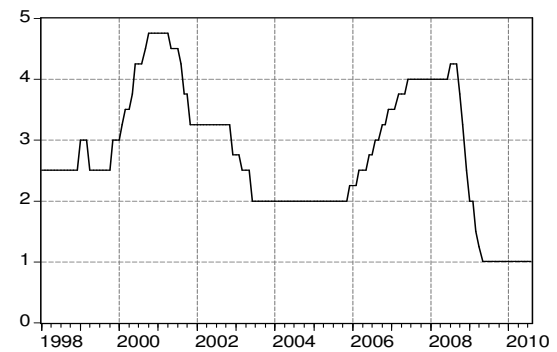
— TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



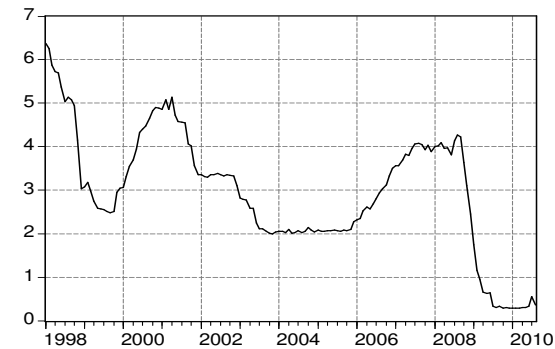
— TASSO INFLAZIONE AREA EURO



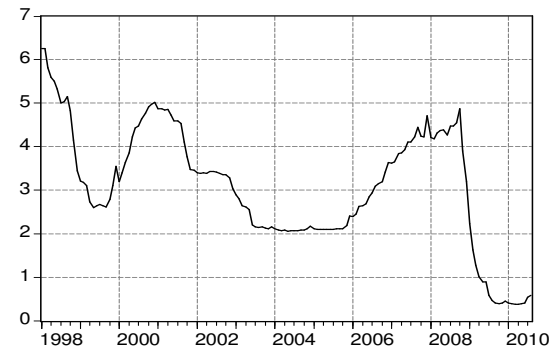
— PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



— TASSO DI INTERVENTO BCE



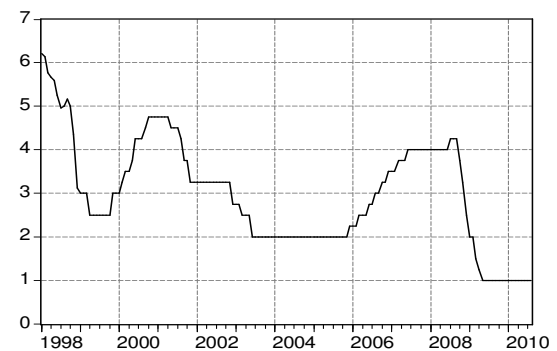
— TASSO OVERNIGHT



— TASSO INTERBANCARIO 1 MESE ITALIA

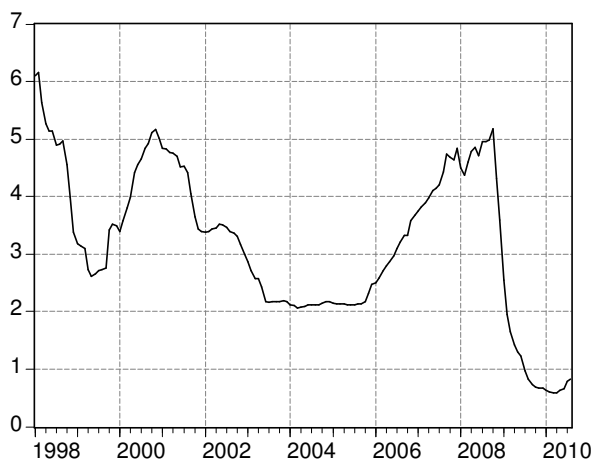


— INDICE COMIT

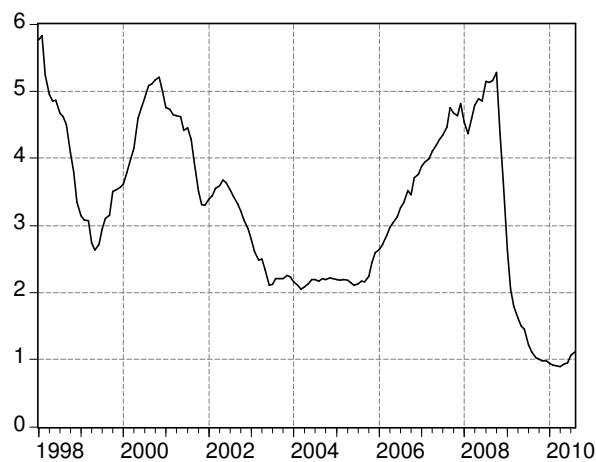


— TASSO MEDIO PONDERATO PCT

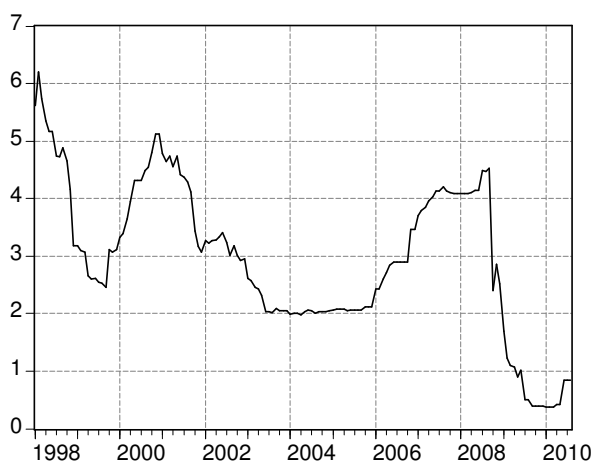
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



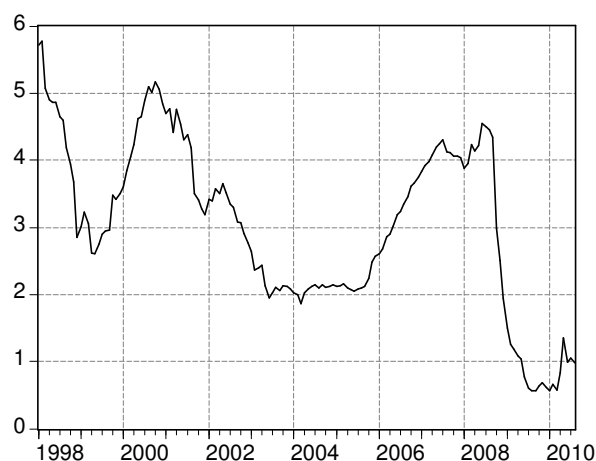
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI ITALIA (LIBOR)



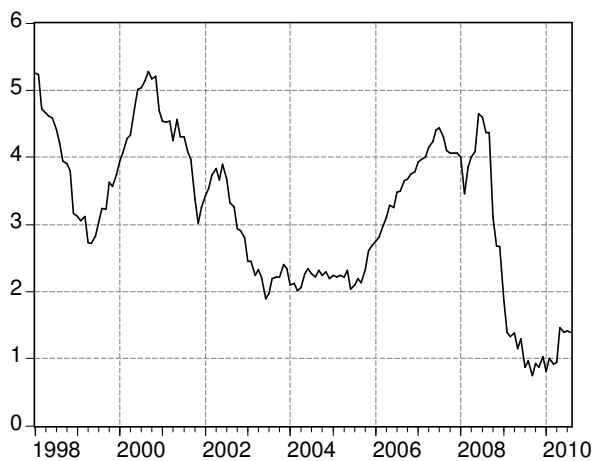
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI ITALIA



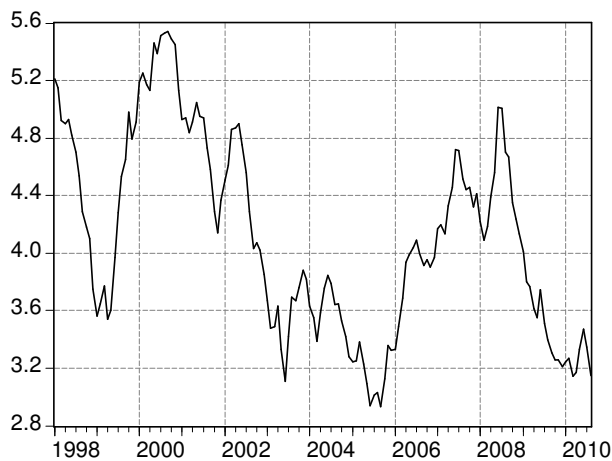
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



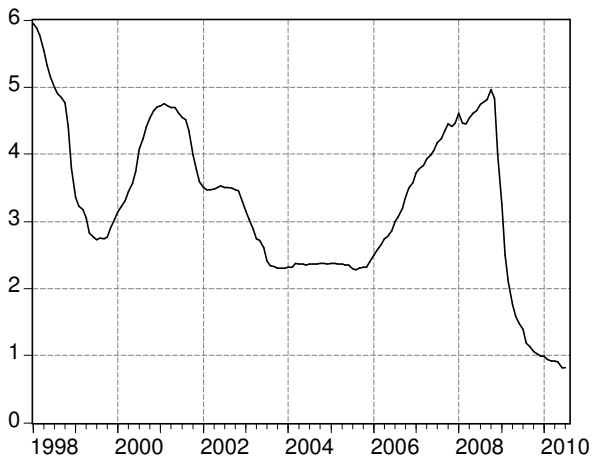
— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO



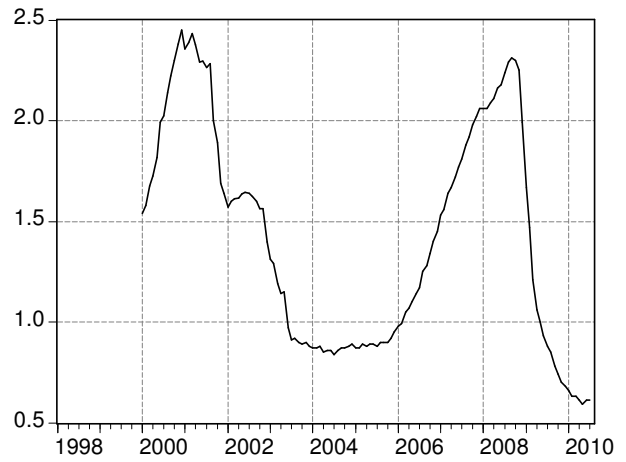
— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO



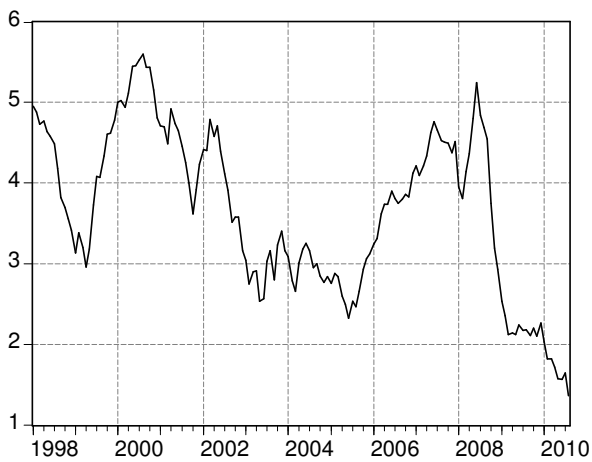
— RENDISTAT LORDO

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

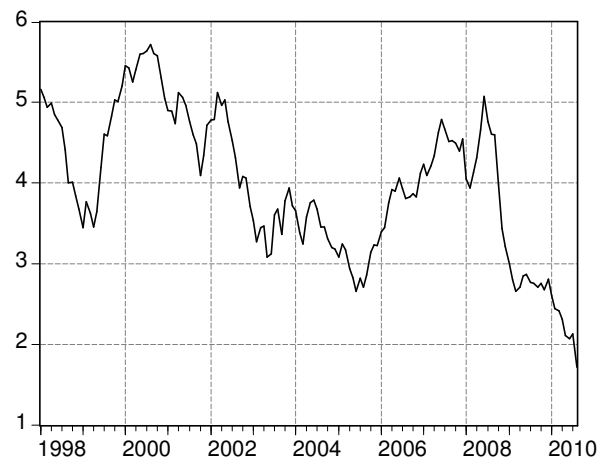
— TASSO PRESTITI MINIMO



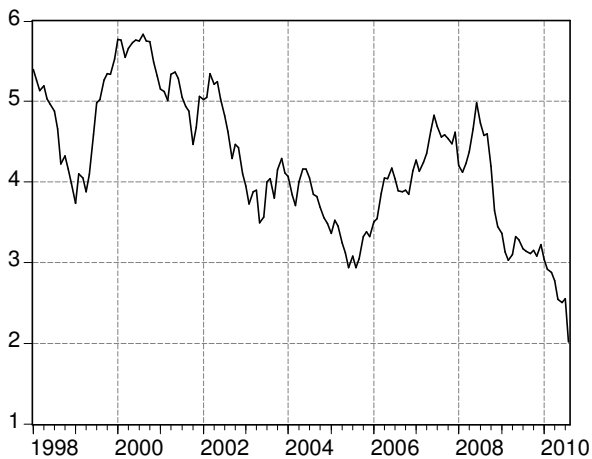
— TASSO DEPOSITI MEDIO



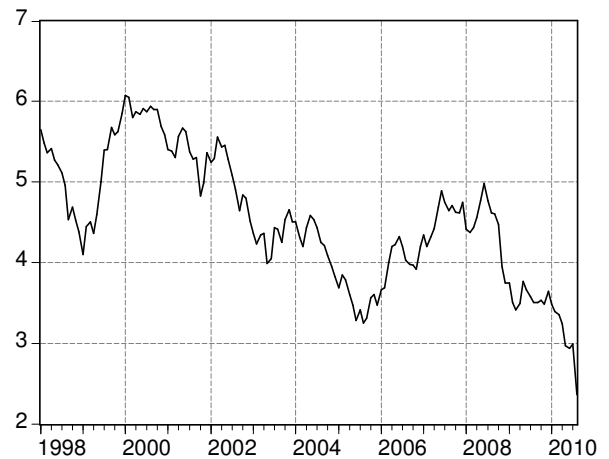
— RENDIMENTO A 3 ANNI



— RENDIMENTO A 5 ANNI



— RENDIMENTO A 7 ANNI



— RENDIMENTO A 10 ANNI

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

