



# 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 Gennaio 2011.*

*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

Nel quarto trimestre dell'anno si osservano per gli Stati Uniti dati in netto miglioramento. Le autorità continuano a insistere sul problema del mercato del lavoro che non appare ancora risolto. A fronte dei risultati ottenuti nell'ultimo mese che sono attribuibili anche alla politica monetaria attuata, la Fed intende continuare con il QE anche nel primo trimestre del 2011. La domanda privata e l'offerta sono in ripresa, ben sostenute da un decumulo delle scorte. Rimangono attuali i rischi di un eccessivo indebolimento del dollaro e di bolle speculative dovute all'accentuarsi del rincaro delle materie prime. Forti segnali d'inflazione provenienti dal mercato delle *commodity*, combinati con una crescita moderata, fanno tornare le preoccupazioni di un nuovo periodo di stagflazione, già presente in Gran Bretagna. L'Area Euro chiude l'anno con dati tuttora incoraggianti malgrado la volatilità che affligge il mercato dei titoli obbligazionari, dovuta a preoccupazioni sul fronte dei debiti sovrani. La BCE prende atto dell'inflazione che supera il target del 2% ma rimane cauta sulla possibilità di attuare una *exit strategy* a causa dei problemi di crescita e di solidità dei conti pubblici nazionali.

**Usa: quasi tutti i dati in netto miglioramento, sia quelli provenienti dall'offerta sia dalla domanda, in ripresa anche il mercato del lavoro e quello edilizio**

La prima stima relativa all'andamento dell'economia nel quarto trimestre del 2010 mostra un ottimo miglioramento rispetto alla stima precedente: secondo i dati più recenti, il Pil è cresciuto nel periodo del +3,2% t/t e +2,8% a/a (rivisto da +3,5% t/t), contro il +2,6% t/t e +3,2% a/a nel III trimestre. Il dato è dovuto in gran parte ad un aumento dei consumi privati (+4,4% t/t e +2,7% a/a), agli investimenti fissi (+4,2% t/t e +6,8% a/a, contro il +1,5% t/t e +5,3% a/a del trimestre precedente) non residenziali del +4,4% t/t e del +9,8% a/a (gli investimenti residenziali segnalano +3,4% t/t e -4,6% a/a) ed un calo delle importazioni (-13,6% t/t e +10,6% a/a) rispetto alle esportazioni (+8,5% t/t e +8,9% a/a). Le forze che guidano tradizionalmente la ripresa americana sono i consumi privati che hanno contribuito per +3,2% t/t al risultato economico (dal +1,67% t/t del III trimestre). In forte calo è stato l'apporto delle scorte (-3,7% t/t) rispetto al periodo precedente (+1,61% t/t). Hanno contribuito negativamente alla crescita i consumi pubblici (-0,11% t/t). Al contrario, le esportazioni nette hanno contribuito alla crescita per +3,44% t/t contro un -1,70% del trimestre precedente. In novembre il *deficit* della bilancia commerciale è migliorato. La dinamica è il risultato di una crescita di +0,78% m/m delle esportazioni ed una crescita delle importazioni di +0,57% m/m, dopo rispettivamente un +2,96% e -0,78% m/m nel mese precedente. Positivi sono i segnali che provengono dal lato dell'offerta: la produzione industriale ha rilevato in dicembre +0,8% m/m e +5,9% a/a, superiore al +0,5% m/m atteso degli analisti, e gli ordini all'industria riferiti a novembre hanno segnalato +0,7% m/m e +12,3% a/a, dopo il dato di ottobre (-0,7% m/m e +12,5% a/a). Le scorte delle imprese sono risultate in leggera crescita in novembre (+0,2% m/m e +6,8% a/a), ad un ritmo tendenziale inferiore ai mesi precedenti, segno di fiducia verso il futuro. Il tasso di utilizzo della capacità produttiva in dicembre è aumentato al 76,0% da novembre (75,6% atteso dagli analisti). In calo il dato tendenziale degli ordini di beni durevoli nel mese di dicembre (-2,5% m/m e +13,6% a/a, dopo il -0,1% m/m e +10,7% a/a di novembre), al di sotto delle previsioni degli analisti (+1,5% m/m), tuttavia dipendente dalla dinamica volatile dei trasporti: privati di questa componente, gli ordini hanno registrato un aumento congiunturale di +0,5% m/m. In miglioramento gli indici di fiducia delle imprese: l'ISM manifatturiero è salito a dicembre a 57,0 da 56,6, quello non manifatturiero è salito a quota 57,1 da 55,0 e l'indice di fiducia di Philadelphia in gennaio è sceso a +19,3 rispetto al livello di +20,8 del mese precedente. I dati che provengono dal lato della domanda rispecchiano il periodo natalizio: la spesa delle famiglie, valutata in termini reali, è aumentata in dicembre di +0,4% m/m, il reddito personale è salito di +0,1% m/m in termini reali e le vendite dei grandi magazzini in novembre hanno registrato un dato positivo di +1,9% mensile e annuo di +12,2%. L'indice di fiducia dell'Università del Michigan è sceso in gennaio a 74,2 da 74,5 del mese precedente, e l'indice elaborato dal Conference Board è salito in gennaio a 60,6 (da 53,3 in dicembre), al di sopra delle attese degli analisti di 54,3. I dati provenienti dal mercato del lavoro per il mese di dicembre non sono in miglioramento e solo in parte inferiori alle attese degli analisti: nel mese il settore privato ha registrato un progresso di +113mila nuove unità, e complessivamente sono stati recuperati 103mila posti di lavoro (contro i 160mila attesi), segno che il settore privato cresce più di quello pubblico. L'occupazione nel settore manifatturiero è aumentata di 10mila unità, dopo i -13mila del mese precedente ed il tasso di disoccupazione di dicembre è sceso a 9,4% da 9,8% del mese precedente. Il numero di ore lavorate settimanali a dicembre è rimasto quasi fermo a 33,6, i salari medi orari a 19,21\$ ed il tasso di partecipazione al 64,3%. Il settore edilizio in dicembre ha sorpreso gli analisti: l'avvio di nuovi cantieri ha fatto segnare una variazione mensile di -4,3% rispetto ad un -0,9% atteso, in peggioramento rispetto al +3,8% m/m di novembre. Il dato congiunturale è supportato dal dato positivo della vendita di case esistenti, di +12,3%, dopo il +5,6% di novembre (quello tendenziale -2,9% rispetto a -27,9%

del mese precedente). Quella di nuove case ha segnalato +17,5% m/m e -7,6% a/a dopo il 0,0% m/m ed il -21,2% a/a del mese precedente. Sul fronte dei prezzi si osservano segnali inflazionistici da quasi tutti gli indici *headline* e *core*: l'indice dei prezzi al consumo è salito in dicembre di +0,5% m/m (da +0,1% m/m) e ha portato il tendenziale a +1,5% dal +1,1% del mese precedente. Il dato congiunturale depurato delle componenti alimentari ed energetiche è salito di +0,1%, mentre è cresciuto di +0,8% quello tendenziale. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione, salito di +1,1% m/m, ha portato il tendenziale a +4,1%, mentre quello *core* ha registrato una variazione mensile di +0,2% ed annua di +1,4%. Alla luce di questi dati riteniamo che la Fed decida di mantenere una posizione attendista, rinviando l'aumento dei tassi alla riunione di dicembre 2011 (Scen. C, Prob. 70%), mossa eventualmente preceduta da una analoga in novembre (Scen. B, Prob. 10%) nel caso in cui l'economia mostri 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: In netto miglioramento il saldo della bilancia commerciale, in peggioramento i dati provenienti dalla domanda e dall'offerta**

È proseguito nel terzo trimestre del 2010 il recupero dell'economia: il Pil è cresciuto di +1,1% t/t e +4,5% a/a, grazie al progresso delle esportazioni (+2,5% t/t e +10,2% a/a), dei consumi privati (+1,2% t/t e +4,8% a/a) e degli investimenti fissi (+0,8% t/t, +3,3% a/a). I dati relativi al commercio internazionale segnalano per il mese di dicembre tassi di variazione positivi per esportazioni ed importazioni rispetto al periodo precedente (superiori rispetto a ottobre): le prime sono cresciute di +13,0%, le seconde di +10,6%. Dal lato dell'offerta si segnala per il mese di dicembre un aumento della produzione industriale (+3,1% m/m e +4,6% a/a), dopo il +1,0% m/m e +5,8% a/a di novembre. E' calato il dato degli ordini di macchinari industriali, scesi del -3,0% su base congiunturale (+11,6% su base tendenziale) dopo il -1,4% m/m e +7,0% a/a di ottobre. Il *Coincident Index of Business Condition* è rimasto costante in novembre a quota 30,0 da un 30,0 rivisto e l'indice di attività del terziario ha registrato nello stesso mese una variazione congiunturale positiva di +0,6%, dopo il +0,5% m/m di ottobre. Peggiora in dicembre, rispetto al mese precedente, la situazione della domanda: sono calati i consumi delle famiglie (-2,7% a/a da +2,0% a/a) e peggiora il reddito disponibile (-1,3% a/a da +0,7% a/a) valutato in termini nominali. Le vendite dei grandi magazzini sono scese in dicembre: di -1,2% a/a dopo il +1,7% a/a di novembre. Le vendite al dettaglio hanno registrato un decremento di -2,0% a/a dopo il +1,5% a/a di novembre e l'indice di fiducia dei consumatori è sceso nel mese a 40,1 da 40,4. I dati relativi al mercato del lavoro in dicembre migliorano rispetto a novembre con una diminuzione della forza lavoro, dei disoccupati e del numero di occupati. Il tasso di disoccupazione è sceso in dicembre, attestandosi al 4,9% dal 5,1% del mese precedente. Sul fronte dei prezzi si osservano variazioni pressoché sempre positive: l'indice *headline* dei prezzi al consumo e l'indice *core* registrano in dicembre -0,3% m/m e 0,0% m/m dal -0,3% e -0,1% m/m di novembre, portando il tendenziale del primo a 0,0% dal +0,1% a/a del mese precedente, e l'indice *core* a -0,4% a/a da -0,5% a/a a novembre. La stima preliminare relativa all'inflazione nell'area di Tokyo è scesa per dicembre di -0,3% m/m rispetto a -0,5% m/m per novembre, portando il tendenziale a 0,0% dal -0,2% a/a di novembre. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione è aumentato su base mensile di +0,4% e registra +1,2% su base annua.

### **Area Euro: tutt'ora in lento recupero anche se con dati meno brillanti rispetto agli Stati Uniti**

Dopo l'ultima revisione, il Pil dell'Area Euro è risultato in crescita nel terzo trimestre del 2010 di +0,4% su base trimestrale e di +1,9% rispetto all'anno precedente. Il dato positivo è dovuto alle esportazioni cresciute del +1,9% t/t e +11,3% a/a, ai consumi privati del +0,3% t/t e +1% a/a. Gli investimenti fissi non hanno subito variazioni congiunturali crescendo invece del +0,3% a/a. L'aumento delle importazioni (+1,7% t/t e +11,9% a/a) ha inciso negativamente sul risultato economico. Passando ad analizzare i contributi, si osserva che i responsabili della crescita del PIL reale sono: i consumi privati per +0,1% t/t e +0,6% a/a, le esportazioni per +0,7% t/t e +4,1% a/a, investimenti fissi e scorte, per i quali non si riscontrano variazioni t/t ma che hanno registrato un aumento a/a rispettivamente di +0,1% a/a e +1,2% a/a. Le importazioni hanno invece pesato negativamente sul risultato economico per -0,6% t/t e -4,1% a/a. I dati relativi al commercio con l'estero per il mese di novembre sono negativi, la bilancia commerciale è diminuita di -1,9 mld € come effetto di un aumento delle esportazioni inferiore all'incremento delle importazioni (rispettivamente per +0,2% m/m e +4,4% m/m). Dal lato dell'offerta per il mese di novembre la produzione industriale registra +1,2% m/m e +7,4% a/a (risultato superiore alle attese degli analisti del +0,5% m/m e +5,9% a/a in crescita rispetto a ottobre), gli ordini all'industria per ottobre segnalano +1,4% m/m e +14,8% a/a rispetto a -4,2%

m/m e +13,5% a/a. Il *Leading Indicator* elaborato dall'OCSE è stato confermato per il mese di novembre a +0,1% m/m e +2,1% a/a. Gli indici di fiducia riferiti al mese di gennaio sono stati generalmente positivi: il PMI manifatturiero è sceso a 56,9 da 57,1 di dicembre, mentre quello relativo ai servizi è salito a 55,2 da 54,2. L'ESI è aumentato in dicembre a 106,5 da 105,3 del mese precedente. Le vendite al dettaglio nel mese di novembre sono diminuite del -0,8 m/m (e +0,1% a/a). Il tasso di disoccupazione in novembre è rimasto fermo a quota 10,1%. Il dato è scoraggiante perché significa che i segnali di recupero registrati non si traducono ancora in creazione di nuovi posti di lavoro. Sul fronte dei prezzi si osservano variazioni congiunturali positive di +0,6% in dicembre per gli indici dei prezzi al consumo, variazioni positive per quello *core* di +0,4% e su base annua l'*headline* ha registrato un progresso di +2,2% (superiore al target della BCE) e quello *core* di +1,1% a/a. La stima *flash* relativa al mese di dicembre segnala un'inflazione al +2,1% in novembre come atteso dai mercati. L'indice dei prezzi alla produzione è salito di +0,3% m/m e +4,5% a/a in novembre dal +0,3% m/m e +4,4% a/a del mese precedente. Nel mese di dicembre il tasso annuo di variazione di M3 è aumentato del +1,7% a/a rispetto al +2,1% a/a del mese precedente. Alla luce di questi dati e delle ultime misure di *credit easing* introdotte dalla Bce, riteniamo comunque che ci si debba attendere un intervento sui tassi di riferimento nell'orizzonte temporale considerato a dicembre 2011 (Scen. C, Prob. cumulata 70%), eventualmente preceduta da una analoga in novembre (Scen. B, Prob. 10%). Nel caso in cui l'economia dovesse mostrare una ripresa robusta ben oltre i livelli attuali con un buon funzionamento del meccanismo di trasmissione, la Bce utilizzerebbe questo vantaggio per iniziare a rientrare dalle misure di stimolo quantitativo ancora in essere (Scen. A, Prob. 20%).

L'economia della **Germania** segnala anche nel terzo trimestre dell'anno dati molto positivi: cresce ad un ritmo del +0,7% su base congiunturale e del +3,9% rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente. Gli investimenti fissi sono cresciuti del +1,3% t/t e del +7,0% a/a, le esportazioni del +2,3% t/t e del +16,5% a/a, dunque più delle importazioni che segnalano un +1,9% t/t ed un +15,2% a/a. Il risultato del III trimestre è dovuto principalmente ai contributi dei consumi privati, degli investimenti fissi e delle esportazioni nette (+0,3% t/t, +0,2% t/t, +0,3% t/t e rispettivamente +0,7% a/a, +1,3% a/a e +1,1% a/a). In novembre la bilancia commerciale è aumentata di +11,8mld € rispetto a ottobre. L'incremento (che risulta inferiore alla previsione di +15,0 mld €) dipende da un aumento in termini congiunturali e tendenziali delle esportazioni (+0,5% m/m e +21,7% a/a rispetto a -1,3% m/m, +19,6% a/a in ottobre) inferiore all'aumento delle importazioni (+4,1% m/m e +33,3% a/a rispetto a +0,3% m/m e +21,0% a/a in ottobre). In novembre appaiono incerti i dati che provengono dal lato dell'offerta: la produzione industriale è diminuita di -0,7% m/m (+12,1% a/a rispetto a +3,0% m/m e +8,6% su base annua in ottobre), decremento superiore al -0,3% m/m atteso dagli analisti mentre gli ordini all'industria manifatturiera, dopo il +1,6% m/m e +14,2% a/a del mese precedente, hanno registrato un +5,2% m/m e +21,7% a/a, aumento di molto rispetto alle attese di un +0,8% m/m. Gli indici di fiducia rilevati nel mese di gennaio rispecchiano il clima incerto anche sul lato della fiducia: il PMI manifatturiero è sceso a 60,2 da 60,7 e quello afferente al settore dei servizi è salito leggermente attestandosi a quota 60,0 da 59,2. Lo Zew subisce un grande aumento in gennaio passando da +4,3 al +15,4, registrando un valore superiore al +8,4 atteso. La domanda interna riporta un peggioramento: le vendite al dettaglio valutate in termini nominali hanno registrato in novembre un -1,5% m/m (+4,4 a/a), rispetto al +0,3% m/m (+1,1% a/a) del mese precedente. Migliora il tasso di disoccupazione che si è attestato a 7,2% rispetto al 7,5% del mese precedente. In leggero aumento i nuovi dati relativi all'inflazione di dicembre: l'indice nazionale dei prezzi al consumo registra +1,0% m/m (+1,7% a/a) da 0,0% m/m (+1,1% a/a) in linea con le attese degli analisti. L'indice calcolato sul paniere armonizzato è salito in termini congiunturali (+1,2% m/m) rispetto al mese di novembre portando il tendenziale a +1,9%. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione ha fatto segnare in dicembre un dato congiunturale del +0,8% ed uno tendenziale di +5,3%.

L'economia della **Francia** è cresciuta nel III trimestre dell'anno di +0,3% t/t e +1,7% a/a (previsto +0,4% t/t e +1,8% a/a) dopo il +0,7% t/t e +1,7% a/a del periodo precedente. Il risultato positivo è da imputare al mantenimento del livello delle esportazioni (+2,6% t/t) e degli investimenti fissi (+0,5% t/t) ed al leggero aumento dei consumi privati (+0,6% t/t) rispetto al +0,3% t/t del periodo precedente, mentre sono in crescita del +3,9% t/t anche le importazioni. Analizzando i contributi alla crescita si osserva che l'apporto positivo proviene dalla variazione della domanda interna e dalle scorte rispettivamente di +0,5% t/t e +0,2% t/t (rispetto a +0,4% e +0,6% del periodo precedente). I dati relativi al commercio con l'estero per il mese di novembre segnalano un aumento del deficit della bilancia commerciale: a fronte di un aumento delle esportazioni (+8,27% m/m) si è verificato un aumento dell'import di +7,85% m/m. Appaiono generalmente positivi rispetto al mese precedente i dati provenienti dal lato dell'offerta: nel mese di novembre il dato della produzione industriale è aumentato di -2,3% m/m (+6,0% a/a) al di sopra delle aspettative degli analisti di un

+0,8% m/m (-0,8% m/m e +4,5% a/a i dati di ottobre), mentre gli ordini all'industria hanno fatto segnalare un aumento congiunturale di +1,5% e +16,6% tendenziale rispetto a +2,4% m/m e +11,4% a/a di ottobre. Gli indici di fiducia PMI forniscono informazioni contrastanti: il PMI manifatturiero di gennaio è sceso a 54,3 da 56,3, l'indice PMI dei servizi al contrario è aumentato a 57,1 da 54,9 del mese precedente. In gennaio l'indice di fiducia delle imprese è balzato a quota 108,0 da 102,0, evidenziando il dato più alto da aprile 2008. Dal lato della domanda si osserva per il mese di novembre un miglioramento sia congiunturale sia tendenziale delle vendite al dettaglio rispettivamente per +0,9% e +4,2%. Nel mese di dicembre i consumi delle famiglie sono aumentati rispettivamente di +0,6% m/m e +0,4% a/a. In gennaio si registra un peggioramento dell'indice di fiducia dei consumatori che si è attestato a 85,0 rispetto all'86,0 del mese precedente. Sul fronte inflazionistico, l'indice nazionale armonizzato dei prezzi al consumo in dicembre ha segnato +0,5% m/m e +2,0% a/a e l'indice dei prezzi al consumo ha fatto registrare +0,5% m/m e +1,8% a/a. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione in novembre è aumentato del +0,4% m/m e +4,1% a/a rispetto al +0,3% m/m, +4,2% a/a di ottobre.

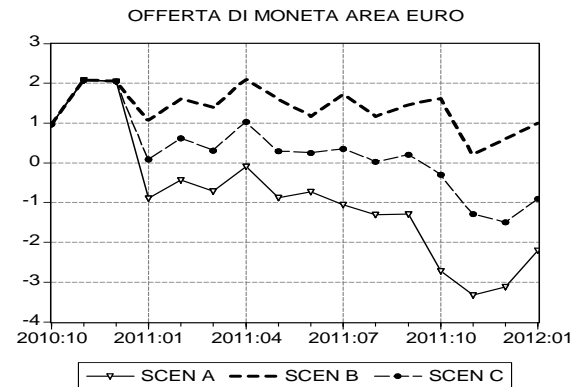
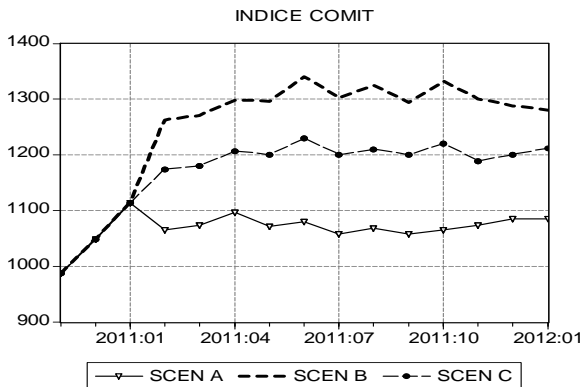
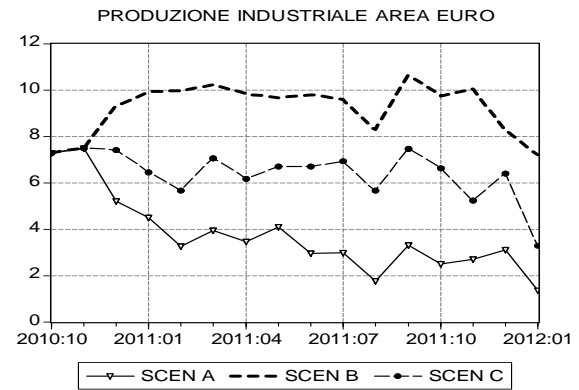
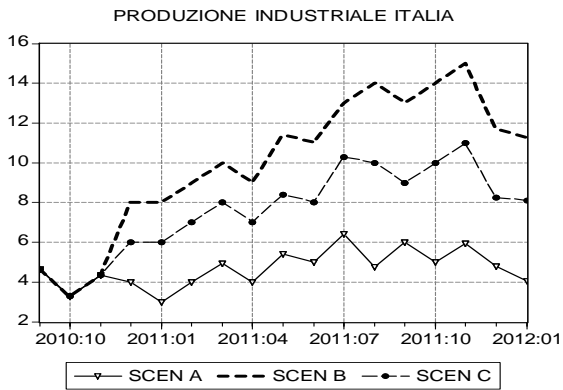
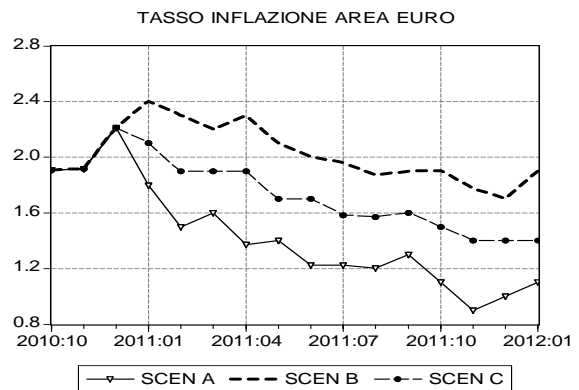
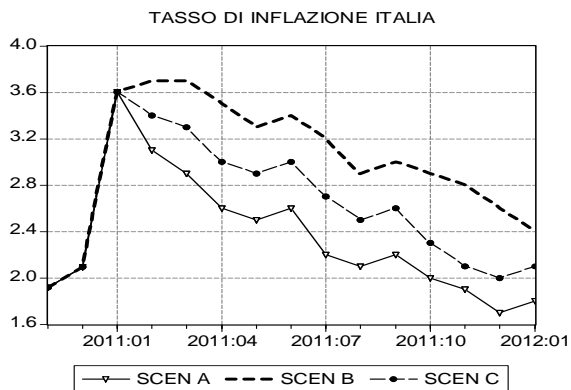
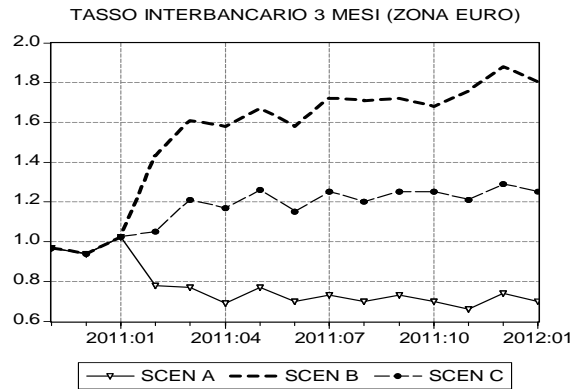
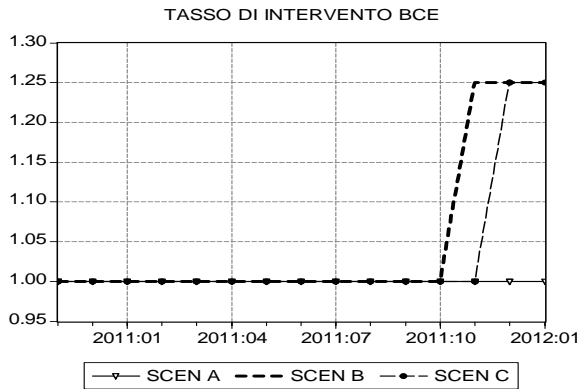
### **In Italia appare più incerta la ripresa, influenzata dalla debole domanda interna. Negativi anche i dati provenienti dal mercato del lavoro**

La stima relativa all'andamento dell'economia nel terzo trimestre del 2010 ha leggermente corretto al rialzo la precedente stima: secondo i dati più recenti il Pil è cresciuto nel periodo di +0,3% t/t e +1,1% a/a, contro il +0,2% t/t e +1,1% a/a precedentemente stimati ed il +0,5% t/t e +1,3% a/a del trimestre precedente. Il risultato del III trimestre è imputabile all'aumento dei consumi privati di +0,3% t/t e +0,5% a/a, degli investimenti fissi del +0,9% t/t e +5,0% a/a e delle esportazioni di +2,8% t/t e +8,7% a/a. Appaiono in aumento anche le importazioni che si attestano a +4,7% t/t e a +11,3% a/a. Per quanto riguarda il commercio con l'estero, in novembre il deficit della bilancia commerciale nei confronti degli altri Paesi Ue è migliorato: esportazioni ed importazioni sono aumentate rispettivamente di +1,2% m/m e +0,9% m/m. In dicembre è migliorato il saldo commerciale verso i paesi extra Ue, anche se l'aumento delle importazioni (+3,1% m/m) è superiore a quello delle esportazioni (+0,8% m/m). Dati contrastanti rispetto al mese precedente provengono dal lato dell'offerta: la produzione industriale ha segnato nel mese di novembre un +1,1% m/m e +4,1% a/a (superiore alle attese di +0,6% m/m). In novembre il fatturato industriale ha registrato +0,2% m/m e +12,1% a/a mentre sono in calo gli ordini all'industria che a livello congiunturale hanno fatto rilevare un -4,3% a/a rispetto al -0,2% m/m di ottobre. In dicembre il PMI manifatturiero è passato da 52,0 di novembre a 54,7 mentre quello dei servizi si è ridotto passando da 54,4 a 50,2. La diminuzione dell'incertezza si rispecchia nell'indice di fiducia delle imprese manifatturiere elaborato dall'Isae che è salito in gennaio a 103,6 da 103,0 (dato superiore alle aspettative di 103,5) e dall'indice di fiducia dei servizi che è salito a 98,5 da 95,8. Mostrano ancora incertezza i dati che provengono dal lato della domanda: le vendite al dettaglio hanno segnato in novembre -0,3% su base mensile e +1,0% su base annua, mentre l'indice di fiducia dei consumatori decresce in gennaio collocandosi a quota 105,9 da 109,1 del mese scorso, cogliendo di sorpresa gli analisti che si attendevano un 108,9. Per quanto riguarda il mercato del lavoro, nel mese di dicembre il tasso di disoccupazione è salito a 8,7%, contro l'8,6% del mese precedente. Appaiono in leggera crescita i dati congiunturale e tendenziale del numero degli occupati (+0,2% m/m e +0,1% a/a); in calo il dato sul numero delle persone in cerca di occupazione (-0,4% m/m e +5,3% a/a) rispetto a novembre (+4,5% m/m e +7,7% a/a). Nel mese di novembre le retribuzioni e il costo del lavoro nelle grandi imprese hanno segnato rispettivamente +0,3% e +0,2 su base congiunturale e +0,2% e +0,1% su base tendenziale. Passando ai prezzi, in dicembre si sono registrati aumenti congiunturali dell'indice nazionale dei prezzi al consumo (+0,4% m/m, +1,9% a/a) e dell'indice calcolato sul paniere armonizzato (0,4% m/m e +2,1% a/a). La stima flash relativa all'inflazione nel mese di dicembre è aumentata leggermente su base mensile segnando +1,7% a/a rispetto a +0,2% m/m e +1,7 % a/a del mese precedente. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione ha registrato in dicembre +0,6% m/m e +4,5% 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 ed 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 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, soprattutto nei paesi periferici, rendendo molto difficoltosa la ripresa. L'economia reale europea soffre 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 III trimestre dell'anno, che mostrano il buon apporto dei consumi privati, degli investimenti e delle scorte, unito alla tenuta dei consumi ed 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 novembre 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, delle previsioni di crescita e ad un buon funzionamento del meccanismo di trasmissione attraverso i mercati finanziari, deciderà di intervenire con un rialzo dei tassi di riferimento di 25 b.p. nella riunione di dicembre e 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 III 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 ed 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. 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 dicembre 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 intervenire con un rialzo dei tassi di riferimento di 25 b.p. nella riunione di dicembre 2011, 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*

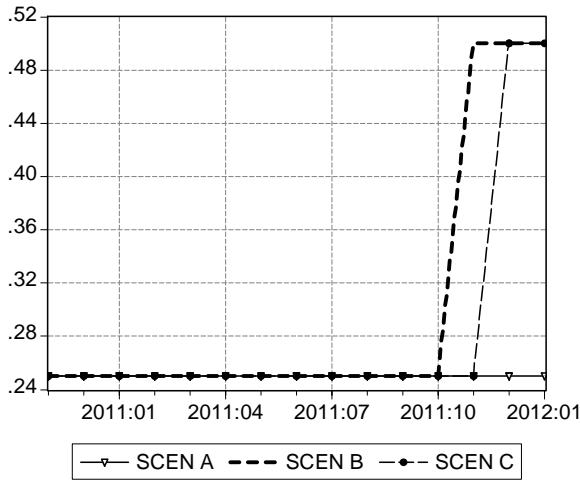




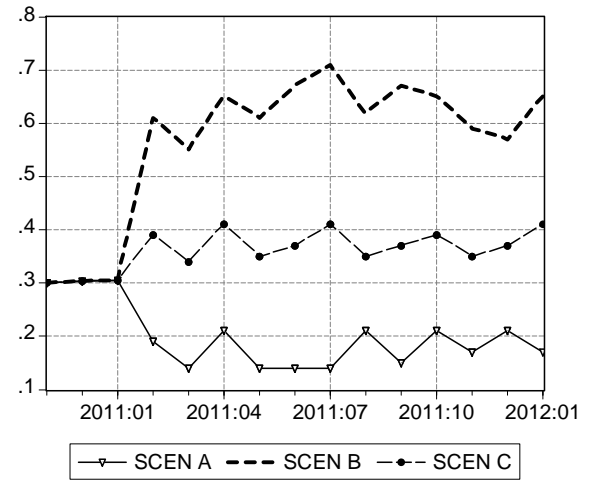
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE**

*Dati mensili*

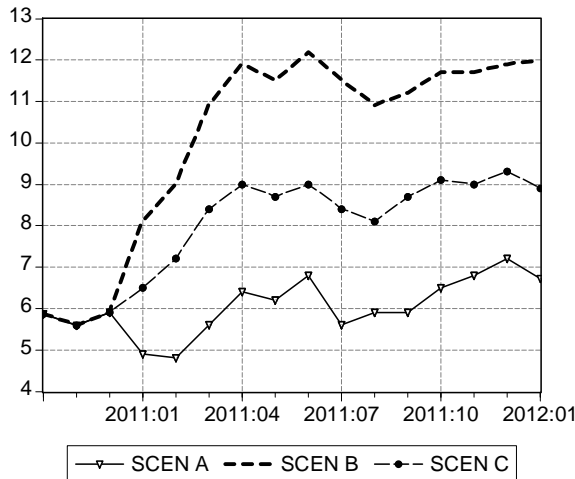
TASSO DI INTERVENTO FED



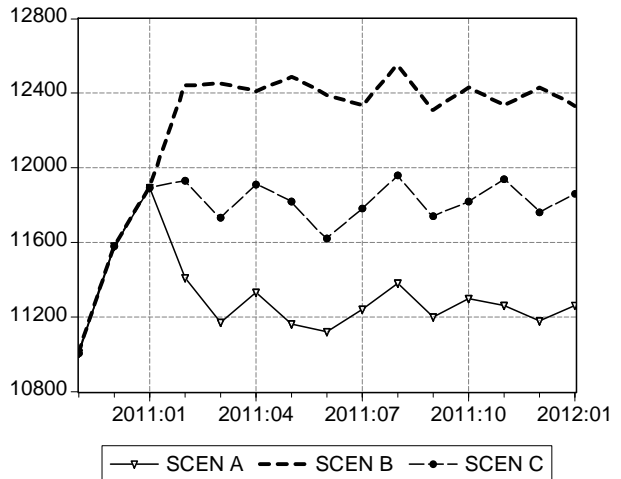
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



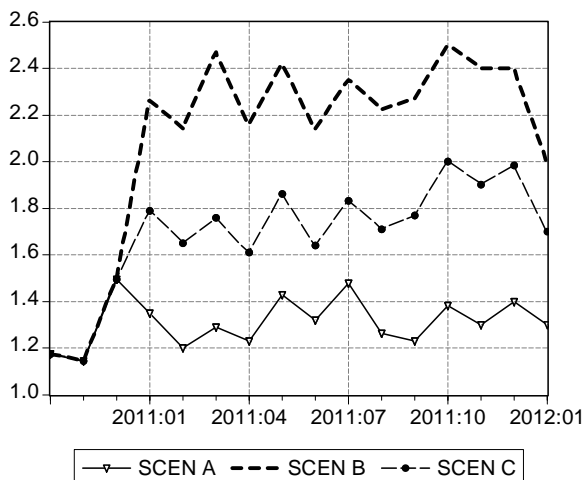
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



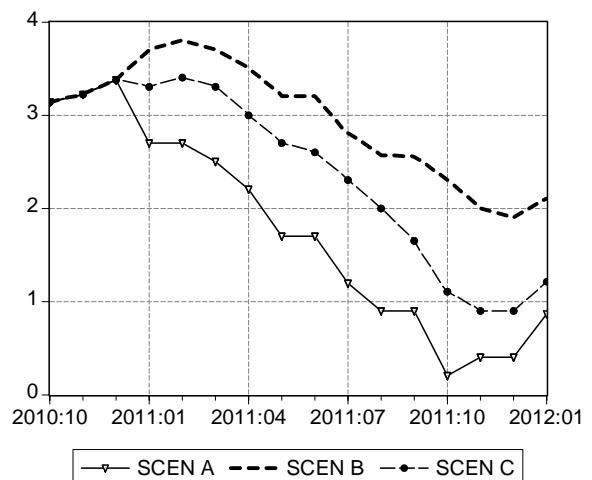
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



---

**COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO**

**Tassi interbancari:** nel mese di gennaio i tassi interbancari sono rimasti pressochè costanti, segno forse di un futuro ritorno ad una maggior stabilità nei mercati finanziari. L'economia reale invia segnali di stabilizzazione sebbene la dinamica appaia moderata ed 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 IV trimestre dell'anno, in misura maggiore rispetto al periodo precedente, imputabile alla robusta espansione dei consumi privati, alla ripresa degli investimenti fissi e ad una maggior crescita dell'export rispetto all'import. In netto calo le scorte di magazzino rispetto al periodo precedente.

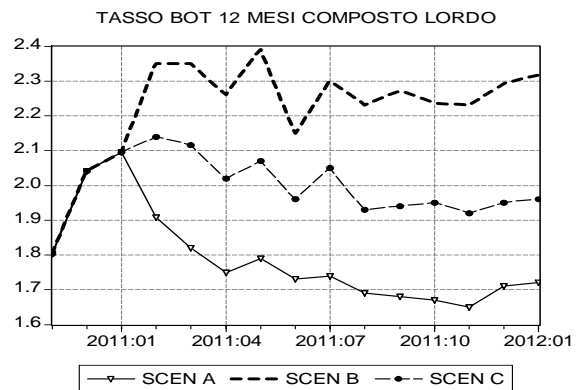
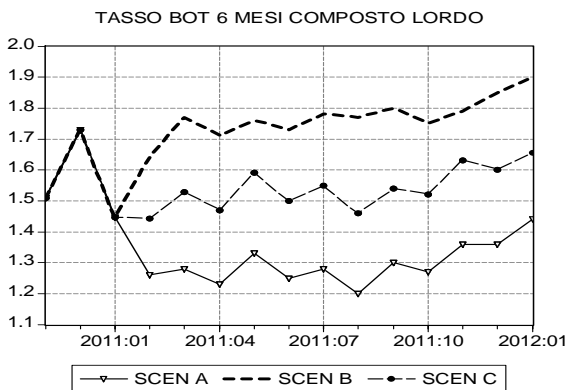
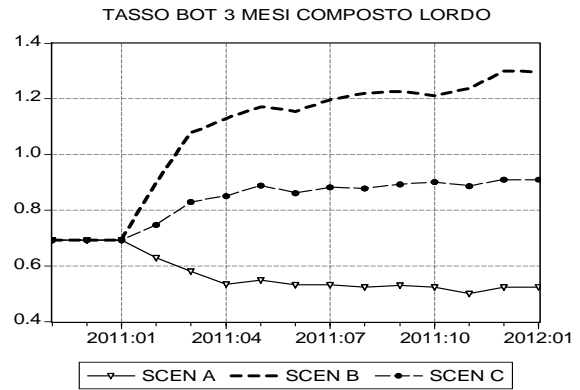
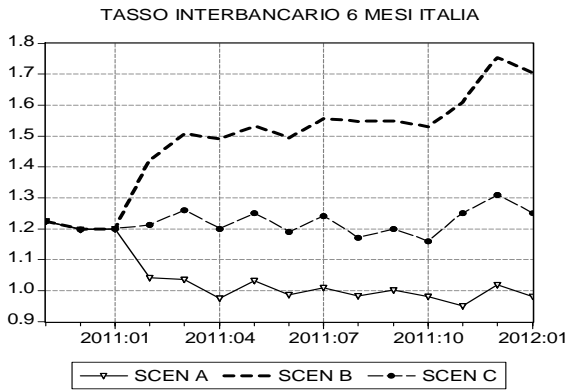
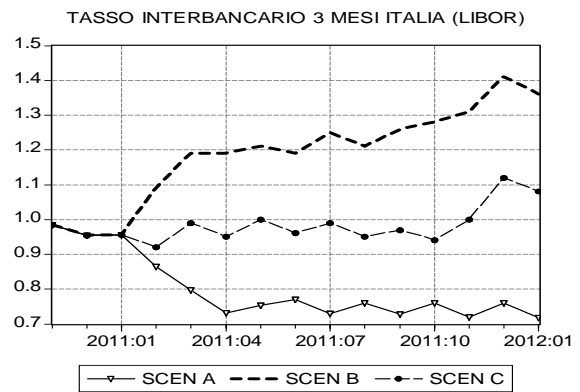
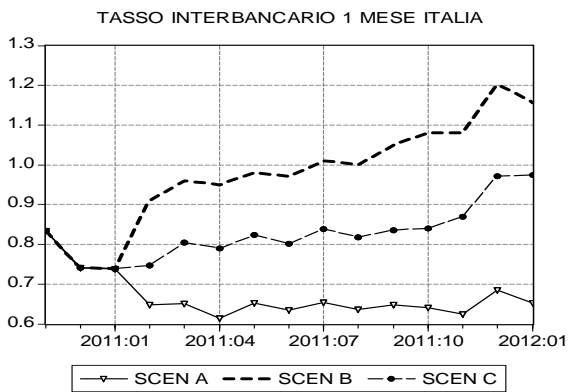
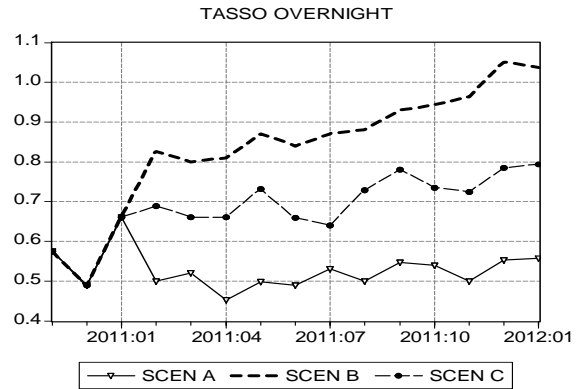
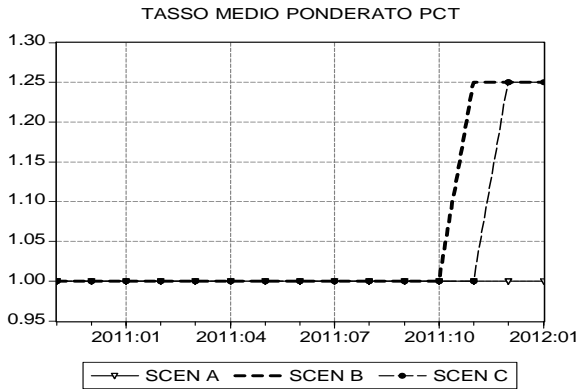
In Europa è proseguita, anche se ad un ritmo inferiore rispetto agli Stati Uniti, l'uscita dalla recessione nel III trimestre dell'anno, grazie alla ripresa delle esportazioni e ad una lieve crescita dei consumi privati. Rimangono comunque alcuni elementi di forte criticità, tra i quali le restrizioni imposte dalle severe politiche fiscali per il rientro dal debito pubblico. Segnali negativi provengono nuovamente dal lato della domanda e dal mercato del lavoro che ancora una volta non presenta segnali di miglioramento: entrambi questi fattori potrebbero ancora 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 +0,97% per la scadenza ad un mese, +1,08% per la scadenza a tre mesi e +1,25% per quella a sei mesi a gennaio 2012. 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 +1,16% (1 mese), +1,36% (3 mesi) e +1,70% (6 mesi). Nel caso in cui, invece, la crisi continuasse ad avere effetti pesantemente negativi, con instabilità finanziaria, ulteriore contrazione della domanda sia interna sia estera e continua flessione dell'occupazione (scenario A) i diversi tassi interbancari si porterebbero rispettivamente a +0,65%, +0,72% e +0,98% alla fine dell'orizzonte di previsione.

**Struttura a termine:** nel mese di gennaio si sono verificate sensibili diminuzioni per i tassi della struttura a termine sulle varie scadenze. Nei prossimi mesi è probabile che i vari tassi seguano un *trend* di rallentamento, 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 gennaio 2012 quota +3,38% (3 anni), +3,70% (5 anni), +4,05% (7 anni) e +4,42% (10 anni). Qualora l'andamento economico europeo manifestasse una buona ripresa (scenario B) i rendimenti potrebbero iniziare a crescere, attestandosi su valori di +3,77%, +4,06%, +4,33%, +4,64% 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 +4,23% ad gennaio 2012.

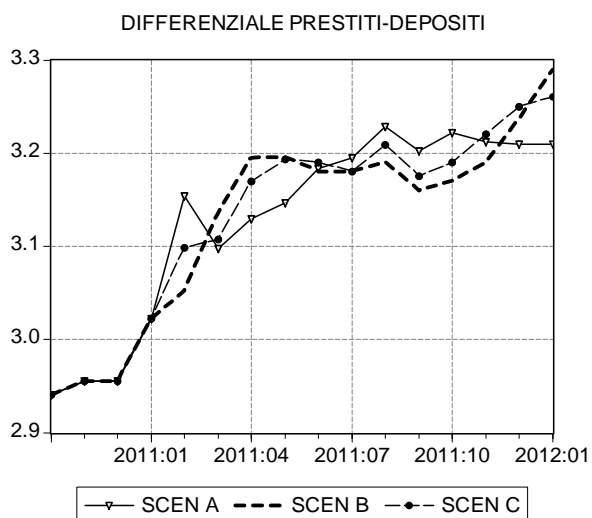
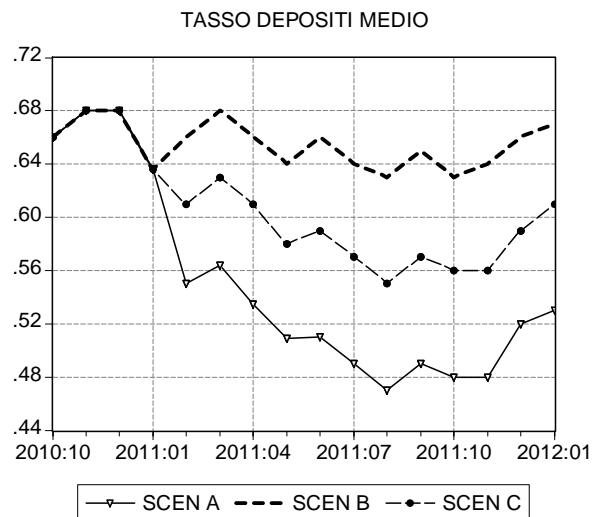
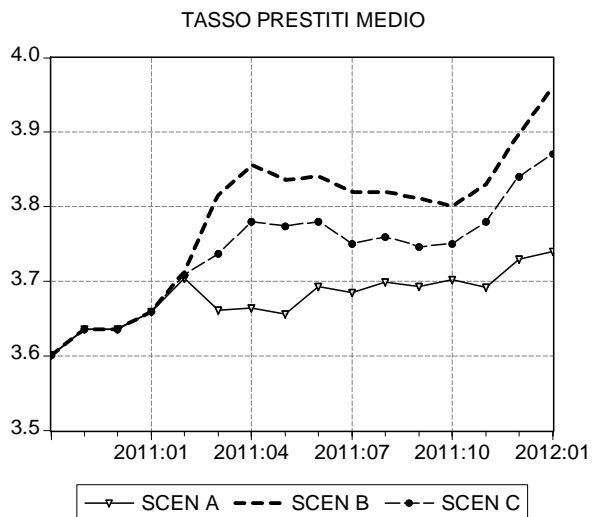
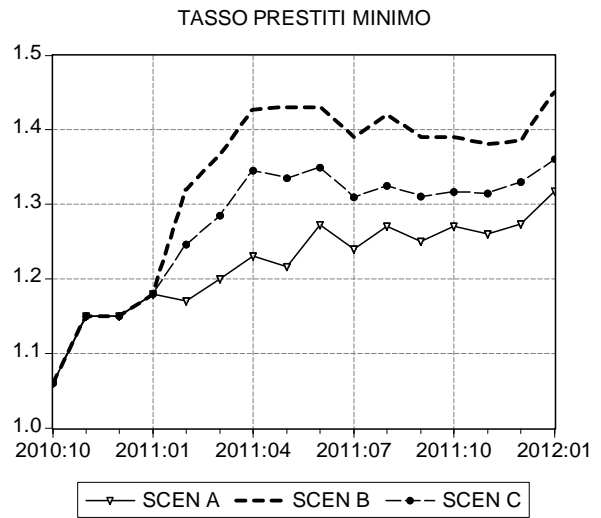
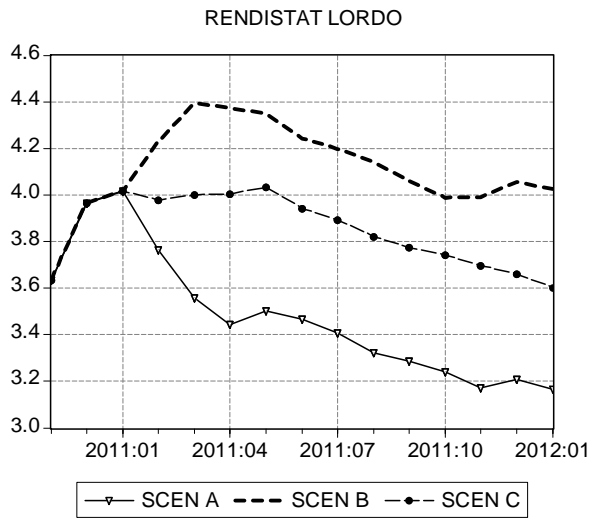
**Tassi bancari:** i tassi medi sui prestiti e sui depositi sono rimasti invariati. Nei prossimi mesi ci si attende un lieve calo del tasso sui depositi ed una certa tendenza al recupero per quello sui prestiti. Nel caso in cui la crescita del prodotto europeo si mantenesse su di un passo simile all'attuale (scenario C) ci si aspetta che il tasso medio sui prestiti aumenti fino a +3,87%, mentre il tasso medio sui depositi si attesti a +0,61% alla fine dell'orizzonte previsivo. In uno scenario di ripresa economica sostenuta (scenario B) l'andamento dei due tassi raggiungerebbe rispettivamente quota +3,96% 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 +3,74% e quello sui depositi scenderebbe a +0,53% a gennaio 2012.

**Volumi bancari:** in base ai risultati delle simulazioni, la variazione tendenziale dei volumi seguirà un andamento crescente sia per i prestiti sia 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 +11,80% a gennaio del prossimo anno, mentre la variazione tendenziale del volume dei prestiti nello stesso periodo dovrebbe essere di +9,00%.

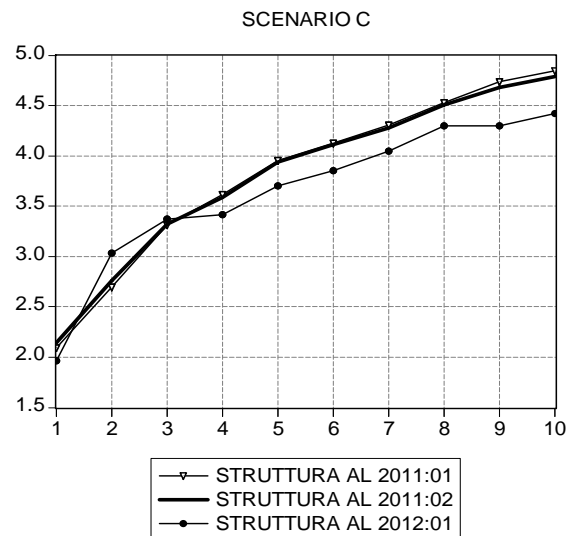
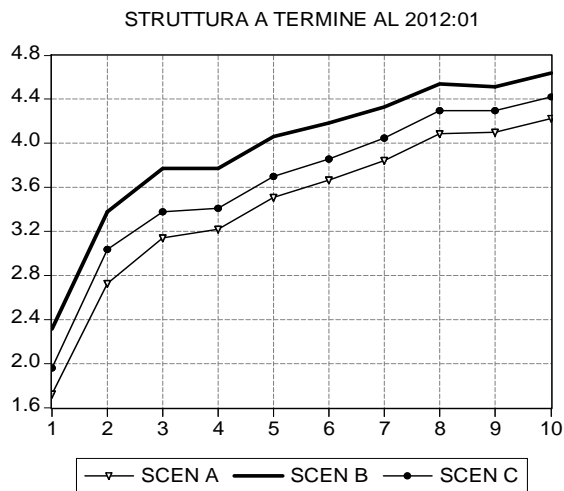
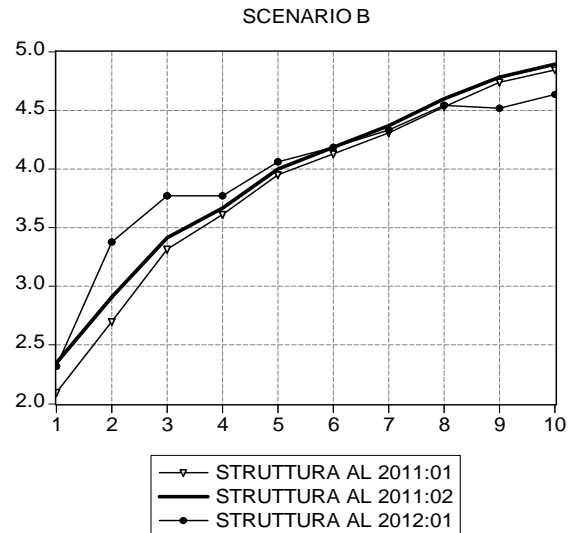
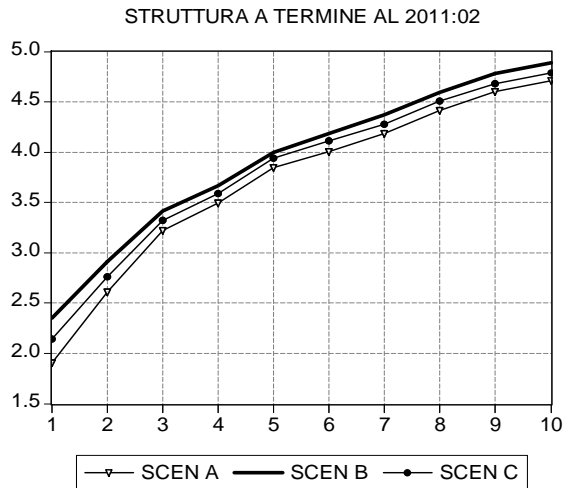
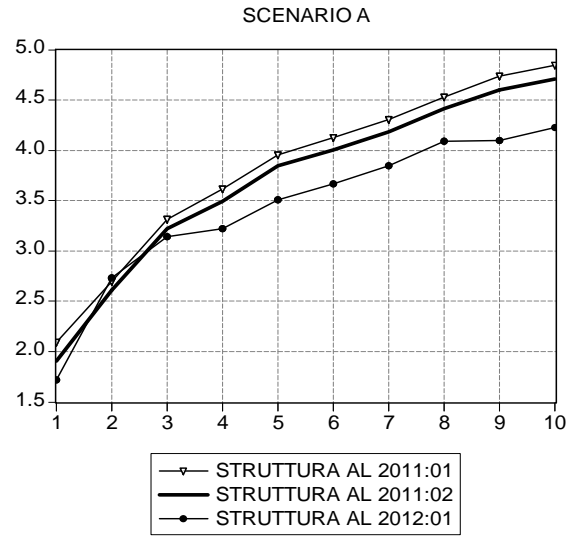
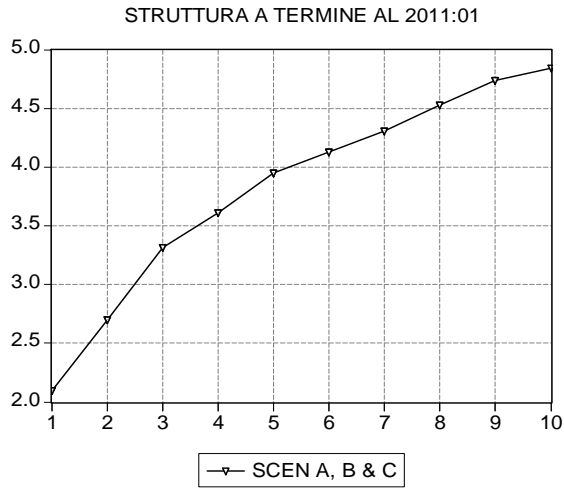
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**



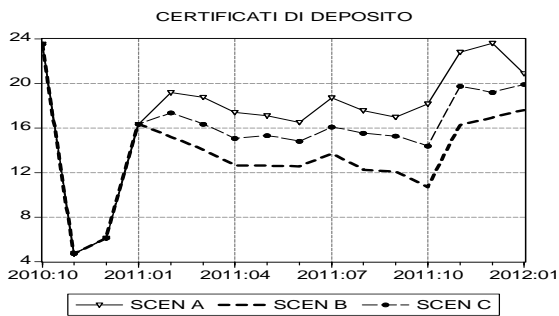
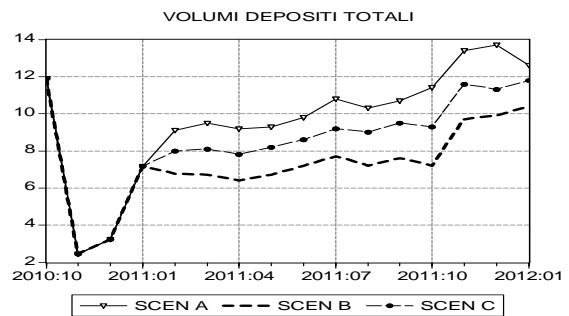
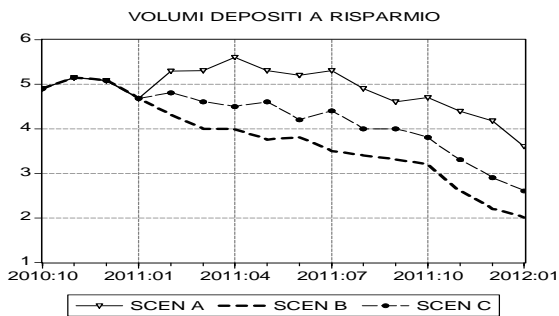
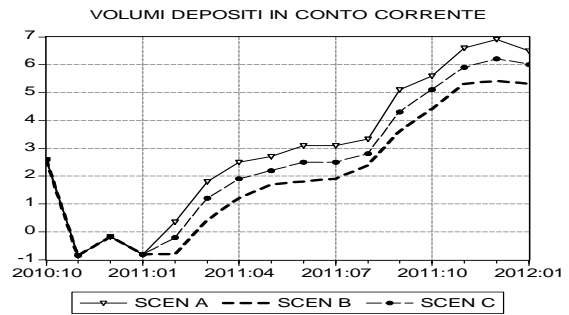
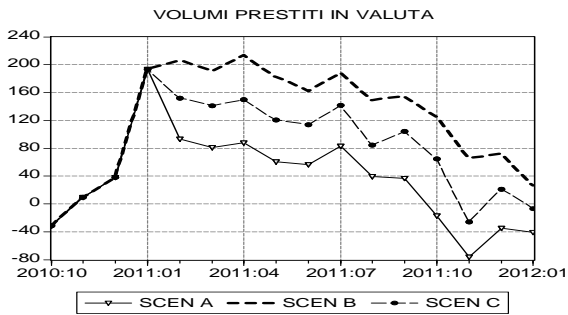
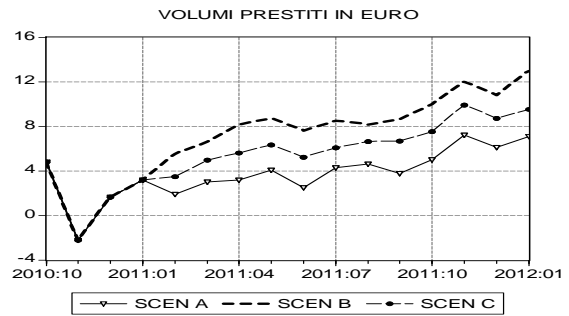
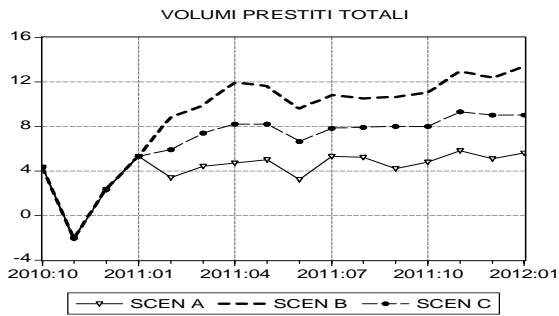
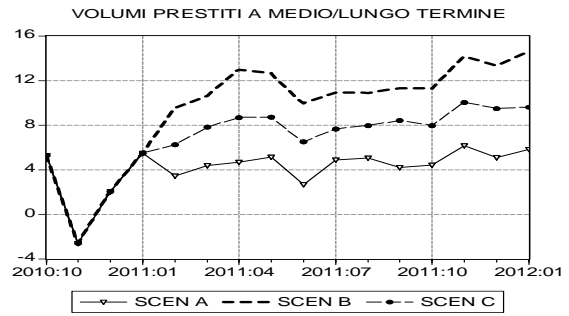
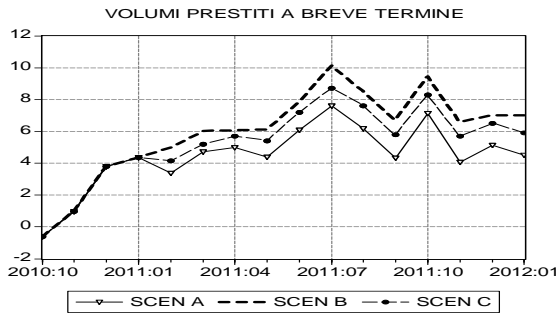
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**



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



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



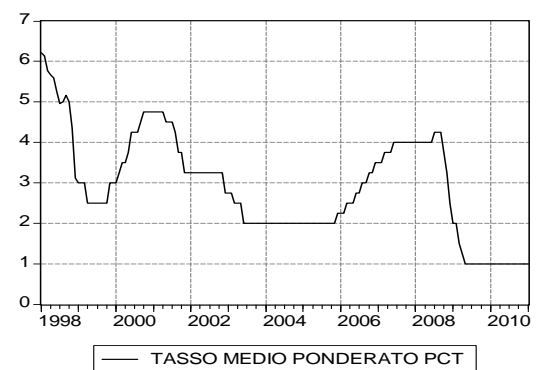
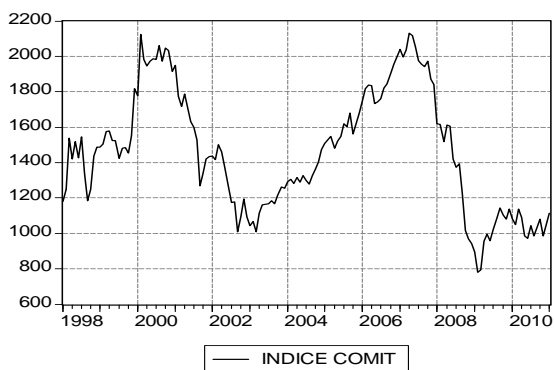
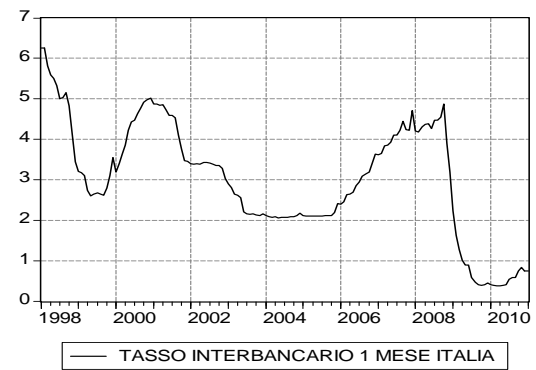
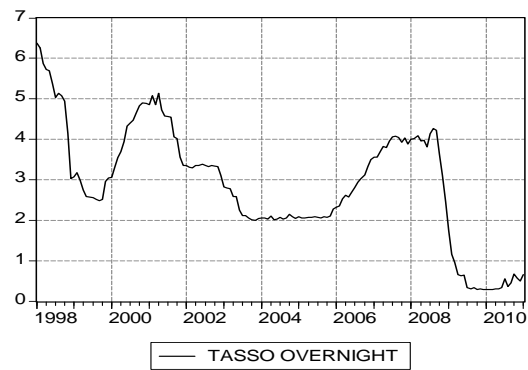
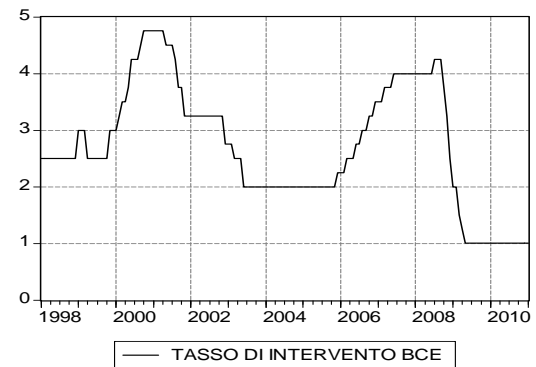
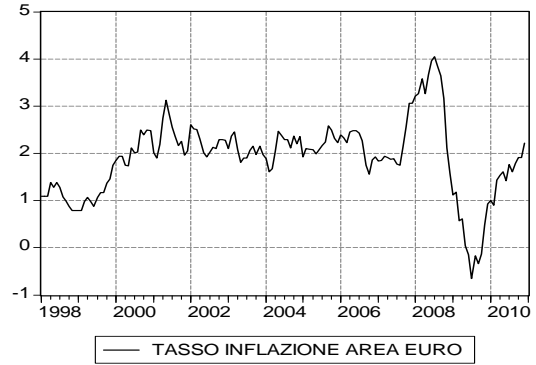
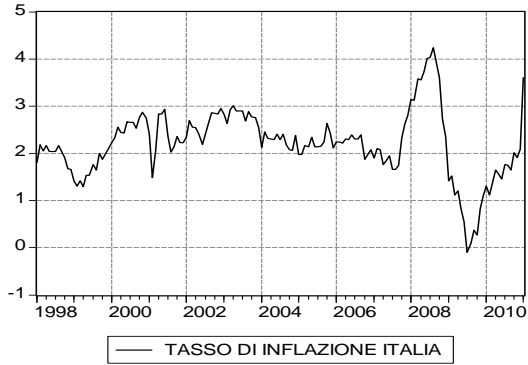
SCENARIO A	10 7	10 8	10 9	10 10	10 11	10 12	11 1	11 2	11 3	11 4	11 5	11 6	11 7	11 8	11 9	11 10	11 11	11 12	12 1
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Indice COMIT	1042	985	1033	1079	987	1048	1113	1065	1074	1097	1071	1080	1058	1068	1058	1065	1073	1085	1085
Produzione Industriale	5.2	9.1	4.6	3.3	4.3	4.0	3.0	4.0	4.9	4.0	5.4	5.0	6.4	4.8	6.0	5.0	5.9	4.8	4.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.8	1.8	1.6	2.0	1.9	2.1	3.6	3.1	2.9	2.6	2.5	2.6	2.2	2.1	2.2	2.0	1.9	1.7	1.8
<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/1	0.55	0.36	0.46	0.67	0.57	0.49	0.66	0.50	0.52	0.45	0.50	0.49	0.53	0.50	0.55	0.54	0.50	0.55	0.56
T. Interb. 1m lett.	0.53	0.58	0.58	0.74	0.83	0.74	0.74	0.65	0.65	0.61	0.65	0.63	0.65	0.64	0.65	0.64	0.62	0.68	0.65
T. Interb. 3m lett.	0.78	0.83	0.83	0.93	0.98	0.95	0.96	0.86	0.80	0.73	0.75	0.77	0.73	0.76	0.73	0.76	0.72	0.76	0.72
T. Interb. 6m lett.	1.07	1.11	1.11	1.18	1.22	1.20	1.20	1.04	1.04	0.98	1.03	0.99	1.01	0.98	1.00	0.98	0.95	1.02	0.98
T. Depositi medio	0.61	0.63	0.65	0.66	0.68	0.68	0.64	0.55	0.56	0.53	0.51	0.51	0.49	0.47	0.49	0.48	0.48	0.52	0.53
T. Prestiti medio	3.55	3.58	3.60	3.60	3.64	3.64	3.66	3.70	3.66	3.66	3.66	3.69	3.69	3.70	3.69	3.70	3.69	3.73	3.74
T.prest. medio - T.dep. medio	2.94	2.95	2.95	2.94	2.96	2.96	3.02	3.15	3.10	3.13	3.15	3.18	3.20	3.23	3.20	3.22	3.21	3.21	3.21
T. BOT comp. lordo 3m	0.85	0.85	0.69	0.69	0.69	0.69	0.69	0.63	0.58	0.53	0.55	0.53	0.53	0.52	0.53	0.52	0.50	0.52	0.52
T. BOT comp. lordo 6m	1.05	0.97	1.08	1.22	1.51	1.73	1.45	1.26	1.28	1.23	1.33	1.25	1.28	1.20	1.30	1.27	1.36	1.36	1.44
T. BOT comp. lordo 12m	1.42	1.39	1.45	1.46	1.80	2.04	2.10	1.91	1.82	1.75	1.79	1.73	1.74	1.69	1.68	1.67	1.65	1.71	1.72
Rendistat lordo	3.35	3.15	3.28	3.23	3.63	3.96	4.02	3.77	3.56	3.44	3.50	3.47	3.41	3.32	3.29	3.24	3.17	3.21	3.17
Rendistat netto	2.93	2.76	2.87	2.83	3.18	3.47	3.52	3.29	3.11	3.01	3.06	3.03	2.98	2.91	2.87	2.84	2.78	2.81	2.77
<b>S'TRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	2.22	2.20	2.44	2.44	3.34	3.38	3.32	3.22	3.18	3.19	3.15	3.12	3.08	3.04	3.04	3.06	3.06	3.10	3.14
Rend. BTP a 5 anni	2.81	2.75	2.91	2.93	3.80	4.00	3.95	3.85	3.77	3.77	3.67	3.63	3.55	3.47	3.44	3.45	3.44	3.49	3.51
Rend. BTP a 7 anni	3.44	3.28	3.39	3.43	4.31	4.41	4.31	4.18	4.12	4.09	4.04	3.97	3.90	3.79	3.73	3.75	3.76	3.80	3.85
Rend. BTP a 10 anni	4.21	3.96	4.08	4.07	4.82	4.95	4.84	4.71	4.63	4.58	4.53	4.44	4.36	4.21	4.13	4.14	4.16	4.17	4.23
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2421.876	2418.453	2442.960	2428.184	2313.059	2430.030	2483.219	2435.524	2456.149	2467.194	2484.09	2513.37	2550.24	2544.21	2545.56	2544.74	2447.22	2553.96	2622.28
Prestiti in euro	2390.943	2378.131	2409.454	2406.935	2274.106	2370.733	2405.487	2360.712	2379.793	2386.407	2420.830	2464.02	2493.611	2488.00	2499.85	2527.15	2437.84	2515.35	2576.28
Prestiti in valuta	30.933	40.322	33.506	21.249	38.953	59.297	77.732	74.812	76.356	80.787	63.258	49.354	56.624	56.218	45.713	17.590	9.375	38.614	46.003
Prestiti a breve	369.193	369.943	377.604	367.569	383.340	386.094	391.072	386.615	387.296	384.376	384.834	395.246	397.246	392.830	394.002	393.737	398.912	405.900	408.711
Prestiti a m/1	2052.683	2048.510	2065.356	2060.615	1929.719	2043.936	2092.147	2048.909	2068.853	2082.818	2099.254	2118.127	2152.989	2151.383	2151.562	2151.000	2048.304	2148.062	2213.568
Depositi totali	1945.545	1915.504	1929.117	1934.007	1783.772	1830.727	1895.366	1923.228	1923.486	1933.620	1975.334	2157.252	2155.664	2112.801	2135.533	2154.484	2022.797	2081.537	2134.182
Depositi in c/c	754.220	737.013	736.028	748.434	724.611	762.428	754.823	749.012	759.288	778.722	779.375	779.825	777.601	761.574	773.565	790.346	772.435	815.035	803.886
Depositi a risparmio	268.965	271.169	271.291	271.400	273.289	277.099	280.201	282.162	283.263	284.207	283.133	282.704	283.220	284.456	283.770	284.156	285.287	288.672	290.288
Certif. deposito	922.360	907.322	921.798	914.173	785.872	791.200	860.343	892.054	880.935	870.691	912.826	1094.723	1094.843	1066.771	1078.197	1079.982	965.075	977.829	1040.008
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	4.17	4.68	5.14	4.32	-2.06	2.30	5.31	3.40	4.40	4.70	5.00	3.20	5.30	5.20	4.20	4.80	5.80	5.10	5.60
Prestiti in euro	4.85	4.12	5.40	4.80	-2.23	1.64	3.17	1.90	3.00	3.15	4.06	2.50	4.29	4.62	3.75	4.99	7.20	6.10	7.10
Prestiti in valuta	-30.28	53.18	-10.83	-31.60	9.27	38.00	193.61	93.09	81.13	88.03	60.60	56.59	83.06	39.42	36.43	-17.22	-75.93	-34.88	-40.82
Prestiti a breve	-4.66	-2.86	-0.70	-0.62	0.98	3.79	4.37	3.36	4.71	4.97	4.40	6.09	7.60	6.19	4.34	7.12	4.06	5.13	4.51
Prestiti a m/1	5.94	6.17	6.28	5.25	-2.64	2.03	5.49	3.41	4.34	4.65	5.11	2.68	4.89	5.02	4.17	4.39	6.15	5.09	5.80
Depositi totali	14.63	13.31	12.94	11.89	2.44	3.25	7.18	9.10	9.50	9.20	9.30	9.80	10.80	10.30	10.70	11.40	13.40	13.70	12.60
Depositi in c/c	6.91	4.91	2.65	2.59	-0.85	-0.18	-0.82	0.36	1.80	2.50	2.70	3.10	3.10	3.33	5.10	5.60	6.60	6.90	6.50
Depositi a risparmio	4.99	5.05	5.04	4.90	5.14	5.08	4.67	5.29	5.30	5.60	5.30	5.20	5.30	4.90	4.60	4.70	4.39	4.18	3.60
Certif. deposito	25.39	24.32	25.80	23.51	4.71	6.11	16.31	19.18	18.77	17.37	17.11	16.51	18.70	17.57	16.97	18.14	22.80	23.59	20.88

SCENARIO B	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	11 9	11 10	11 11	11 12	12 1
<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	1.25	1.25	1.25
Indice COMIT	1042	985	1033	1079	987	1048	1113	1262	1271	1298	1296	1340	1302	1325	1294	1332	1300	1288	1280
Produzione Industriale	5.2	9.1	4.6	3.3	4.3	8.0	8.0	9.0	10.0	9.0	11.4	11.0	13.0	14.0	13.0	14.0	15.0	11.7	11.2
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.8	1.8	1.6	2.0	1.9	2.1	3.6	3.7	3.7	3.5	3.3	3.4	3.2	2.9	3.0	2.9	2.8	2.6	2.4
<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	1.25	1.25	1.25
T. Overnight media d/1	0.55	0.36	0.46	0.67	0.57	0.49	0.66	0.83	0.80	0.81	0.87	0.84	0.87	0.88	0.93	0.94	0.96	1.05	1.04
T. Interb. 1m lett.	0.53	0.58	0.58	0.74	0.83	0.74	0.74	0.91	0.96	0.95	0.98	0.97	1.01	1.00	1.05	1.08	1.08	1.20	1.16
T. Interb. 3m lett.	0.78	0.83	0.83	0.93	0.98	0.95	0.96	1.09	1.19	1.19	1.21	1.19	1.25	1.21	1.26	1.28	1.31	1.41	1.36
T. Interb. 6m lett.	1.07	1.11	1.11	1.18	1.22	1.20	1.20	1.42	1.51	1.49	1.53	1.49	1.56	1.55	1.55	1.53	1.61	1.75	1.70
T. Depositi medio	0.61	0.63	0.65	0.66	0.68	0.68	0.64	0.66	0.68	0.66	0.64	0.66	0.64	0.63	0.65	0.63	0.64	0.66	0.67
T. Prestiti medio	3.55	3.58	3.60	3.60	3.64	3.64	3.66	3.71	3.82	3.86	3.84	3.84	3.82	3.82	3.81	3.80	3.83	3.90	3.96
T.prest.medio - T.dep.medio	2.94	2.95	2.95	2.94	2.96	2.96	3.02	3.05	3.14	3.20	3.20	3.18	3.18	3.19	3.16	3.17	3.19	3.24	3.29
T. BOT comp. lordo 3m	0.85	0.85	0.69	0.69	0.69	0.69	0.69	0.90	1.08	1.13	1.17	1.15	1.20	1.22	1.23	1.21	1.24	1.30	1.30
T. BOT comp. lordo 6m	1.05	0.97	1.08	1.22	1.51	1.73	1.45	1.64	1.77	1.71	1.76	1.73	1.78	1.77	1.80	1.75	1.79	1.85	1.90
T. BOT comp. lordo 12m	1.42	1.39	1.45	1.46	1.80	2.04	2.10	2.35	2.35	2.26	2.39	2.15	2.30	2.23	2.27	2.24	2.23	2.29	2.32
Rendistat lordo	3.35	3.15	3.28	3.23	3.63	3.96	4.02	4.23	4.39	4.37	4.35	4.24	4.20	4.14	4.06	3.99	3.99	4.05	4.02
Rendistat netto	2.93	2.76	2.87	2.83	3.18	3.47	3.52	3.70	3.84	3.83	3.80	3.71	3.67	3.62	3.55	3.49	3.49	3.55	3.52
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	2.22	2.20	2.44	2.44	3.34	3.38	3.32	3.41	3.46	3.53	3.55	3.56	3.60	3.57	3.63	3.58	3.66	3.72	3.77
Rend. BTP a 5 anni	2.81	2.75	2.91	2.93	3.80	4.00	3.95	4.00	4.01	4.04	4.02	4.00	3.99	3.95	3.97	3.91	3.95	4.02	4.06
Rend. BTP a 7 anni	3.44	3.28	3.39	3.43	4.31	4.41	4.31	4.37	4.37	4.36	4.35	4.32	4.32	4.25	4.25	4.20	4.21	4.27	4.33
Rend. BTP a 10 anni	4.21	3.96	4.08	4.07	4.82	4.95	4.84	4.89	4.87	4.82	4.80	4.75	4.74	4.64	4.62	4.57	4.53	4.58	4.64
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2421.876	2418.453	2442.960	2428.184	2313.059	2430.030	2483.219	2562.718	2585.544	2636.857	2640.23	2669.24	2683.44	2672.39	2701.91	2695.28	2611.44	2728.92	2815.97
Prestiti in euro	2390.943	2378.131	2409.454	2406.935	2274.106	2370.733	2405.487	2444.113	2462.970	2502.134	2529.034	2586.62	2594.173	2571.98	2616.61	2647.45	2547.00	2626.77	2717.44
Prestiti in valuta	30.933	40.322	33.506	21.249	38.953	59.297	77.732	118.605	122.573	134.723	111.197	82.622	89.265	100.408	85.301	47.836	64.445	102.152	98.530
Prestiti a breve	369.193	369.943	377.604	367.569	383.340	386.094	391.072	392.681	392.178	388.410	391.164	401.743	406.612	401.453	402.969	402.326	408.640	413.121	418.447
Prestiti a m/1	2052.683	2048.510	2065.356	2060.615	1929.719	2043.936	2092.147	2170.037	2193.366	2248.448	2249.067	2267.498	2276.827	2270.938	2298.945	2292.958	2202.803	2315.803	2397.524
Depositi totali	1945.545	1915.504	1929.117	1934.007	1783.772	1830.727	1895.366	1881.918	1874.301	1884.040	1928.345	2106.169	2095.352	2053.420	2075.730	2073.256	1956.798	2011.969	2092.484
Depositi in c/c	754.220	737.013	736.028	748.434	724.611	762.428	754.823	740.388	748.845	768.846	771.786	769.992	768.550	754.684	762.525	781.365	763.015	803.599	794.828
Depositi a risparmio	268.965	271.169	271.291	271.400	273.289	277.099	280.201	279.509	279.766	279.862	278.971	278.942	278.379	280.389	280.244	280.085	280.395	283.195	285.805
Certif. deposito	922.360	907.322	921.798	914.173	785.872	791.200	860.343	862.020	845.689	835.332	877.588	1057.236	1048.423	1018.347	1032.961	1011.806	913.388	925.175	1011.851
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	4.17	4.68	5.14	4.32	-2.06	2.30	5.31	8.80	9.90	11.90	11.60	9.60	10.80	10.50	10.60	11.00	12.90	12.30	13.40
Prestiti in euro	4.85	4.12	5.40	4.80	-2.23	1.64	3.17	5.50	6.60	8.15	8.71	7.60	8.50	8.15	8.60	9.99	12.00	10.80	12.97
Prestiti in valuta	-30.28	53.18	-10.83	-31.60	9.27	38.00	193.61	206.12	190.77	213.57	182.31	162.14	188.58	149.02	154.58	125.12	65.44	72.27	26.76
Prestiti a breve	-4.66	-2.86	-0.70	-0.62	0.98	3.79	4.37	4.98	6.03	6.07	6.12	7.83	10.14	8.52	6.72	9.46	6.60	7.00	7.00
Prestiti a m/1	5.94	6.17	6.28	5.25	-2.64	2.03	5.49	9.52	10.62	12.97	12.61	9.92	10.92	10.86	11.31	11.28	14.15	13.30	14.60
Depositi totali	14.63	13.31	12.94	11.89	2.44	3.25	7.18	6.76	6.70	6.40	6.70	7.20	7.70	7.20	7.60	7.20	9.70	9.90	10.40
Depositi in c/c	6.91	4.91	2.65	2.59	-0.85	-0.18	-0.82	-0.80	0.40	1.20	1.70	1.80	1.90	2.40	3.60	4.40	5.30	5.40	5.30
Depositi a risparmio	4.99	5.05	5.04	4.90	5.14	5.08	4.67	4.30	4.00	3.99	3.75	3.80	3.50	3.40	3.30	3.20	2.60	2.20	2.00
Certif. deposito	25.39	24.32	25.80	23.51	4.71	6.11	16.31	15.17	14.01	12.60	12.58	12.52	13.67	12.24	12.06	10.68	16.23	16.93	17.61

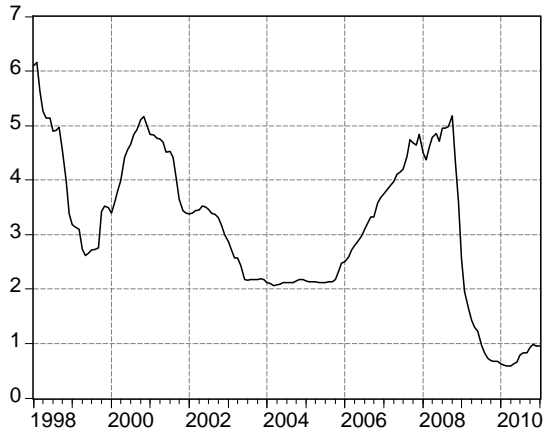


SCENARIO C	10 7	10 8	10 9	10 10	10 11	10 12	11 1	11 2	11 3	11 4	11 5	11 6	11 7	11 8	11 9	11 10	11 11	11 12	12 1
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.25
Indice COMIT	1042	985	1033	1079	987	1048	1113	1174	1180	1206	1200	1230	1200	1210	1200	1220	1188	1200	1212
Produzione Industriale	5.2	9.1	4.6	3.3	4.3	6.0	6.0	7.0	8.0	7.0	8.4	8.0	10.3	10.0	9.0	10.0	11.0	8.2	8.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.8	1.8	1.6	2.0	1.9	2.1	3.6	3.4	3.3	3.0	2.9	3.0	2.7	2.5	2.6	2.3	2.1	2.0	2.1
<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	1.25	1.25
T. Overnight media d/1	0.55	0.36	0.46	0.67	0.57	0.49	0.66	0.69	0.66	0.66	0.73	0.66	0.64	0.73	0.78	0.73	0.72	0.79	0.79
T. Interb. 1m lett.	0.53	0.58	0.58	0.74	0.83	0.74	0.74	0.75	0.80	0.79	0.82	0.80	0.84	0.82	0.84	0.84	0.87	0.97	0.97
T. Interb. 3m lett.	0.78	0.83	0.83	0.93	0.98	0.95	0.96	0.92	0.99	0.95	1.00	0.96	0.99	0.95	0.97	0.94	1.00	1.12	1.08
T. Interb. 6m lett.	1.07	1.11	1.11	1.18	1.22	1.20	1.20	1.21	1.26	1.20	1.25	1.19	1.24	1.17	1.20	1.16	1.25	1.31	1.25
T. Depositi medio	0.61	0.63	0.65	0.66	0.68	0.68	0.64	0.61	0.63	0.61	0.58	0.59	0.57	0.55	0.57	0.56	0.56	0.59	0.61
T. Prestiti medio	3.55	3.58	3.60	3.60	3.64	3.64	3.66	3.71	3.74	3.78	3.77	3.78	3.75	3.76	3.75	3.75	3.78	3.84	3.87
T.prest.medio - T.dep.medio	2.94	2.95	2.95	2.94	2.96	2.96	3.02	3.10	3.11	3.17	3.19	3.19	3.18	3.21	3.18	3.19	3.22	3.25	3.26
T. BOT comp. lordo 3m	0.85	0.85	0.69	0.69	0.69	0.69	0.69	0.75	0.83	0.85	0.89	0.86	0.88	0.88	0.89	0.90	0.89	0.91	0.91
T. BOT comp. lordo 6m	1.05	0.97	1.08	1.22	1.51	1.73	1.45	1.44	1.53	1.47	1.59	1.50	1.55	1.46	1.54	1.52	1.63	1.60	1.66
T. BOT comp. lordo 12m	1.42	1.39	1.45	1.46	1.80	2.04	2.10	2.14	2.11	2.02	2.07	1.96	2.05	1.93	1.94	1.95	1.92	1.95	1.96
Rendistat lordo	3.35	3.15	3.28	3.23	3.63	3.96	4.02	3.98	4.00	4.00	4.03	3.94	3.89	3.82	3.77	3.74	3.70	3.66	3.60
Rendistat netto	2.93	2.76	2.87	2.83	3.18	3.47	3.52	3.48	3.50	3.50	3.53	3.45	3.40	3.34	3.30	3.27	3.23	3.20	3.15
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	2.22	2.20	2.44	2.44	3.34	3.38	3.32	3.32	3.33	3.37	3.37	3.35	3.37	3.33	3.34	3.28	3.27	3.36	3.38
Rend. BTP a 5 anni	2.81	2.75	2.91	2.93	3.80	4.00	3.95	3.94	3.89	3.92	3.85	3.81	3.78	3.73	3.72	3.66	3.62	3.70	3.70
Rend. BTP a 7 anni	3.44	3.28	3.39	3.43	4.31	4.41	4.31	4.27	4.25	4.23	4.19	4.10	4.10	4.02	3.98	3.97	3.90	3.96	4.05
Rend. BTP a 10 anni	4.21	3.96	4.08	4.07	4.82	4.95	4.84	4.79	4.77	4.71	4.66	4.53	4.53	4.42	4.36	4.37	4.27	4.30	4.42
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2421.876	2418.453	2442.960	2428.184	2313.059	2430.030	2483.219	2494.410	2526.728	2549.669	2559.79	2596.18	2610.78	2609.51	2638.40	2622.44	2528.17	2648.73	2706.71
Prestiti in euro	2390.943	2378.131	2409.454	2406.935	2274.106	2370.733	2405.487	2396.824	2425.253	2442.475	2472.974	2528.93	2536.092	2535.02	2570.04	2587.45	2499.24	2576.99	2634.01
Prestiti in valuta	30.933	40.322	33.506	21.249	38.953	59.297	77.732	97.586	101.475	107.194	86.819	67.253	74.690	74.491	68.358	34.984	28.931	71.746	72.700
Prestiti a breve	369.193	369.943	377.604	367.569	383.340	386.094	391.072	389.578	389.116	387.046	388.511	399.381	401.313	398.059	399.505	398.077	405.190	411.191	414.145
Prestiti a m/1	2052.683	2048.510	2065.356	2060.615	1929.719	2043.936	2092.147	2104.832	2137.612	2162.623	2171.283	2196.797	2209.470	2211.452	2238.892	2224.361	2122.983	2237.542	2292.564
Depositi totali	1945.545	1915.504	1929.117	1934.007	1783.772	1830.727	1895.366	1903.837	1898.893	1908.830	1955.454	2133.675	2124.535	2087.899	2112.383	2113.870	1990.690	2037.599	2119.019
Depositi in c/c	754.220	737.013	736.028	748.434	724.611	762.428	754.823	744.866	754.812	774.164	775.580	775.286	773.076	757.649	767.677	786.604	767.363	809.698	800.112
Depositi a risparmio	268.965	271.169	271.291	271.400	273.289	277.099	280.201	280.849	281.380	281.246	281.251	280.017	280.799	282.016	282.143	281.713	282.308	285.135	287.486
Certif. deposito	922.360	907.322	921.798	914.173	785.872	791.200	860.343	878.121	862.701	853.420	898.623	1078.372	1070.660	1048.234	1062.563	1045.552	941.019	942.766	1031.421
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	4.17	4.68	5.14	4.32	-2.06	2.30	5.31	5.90	7.40	8.20	8.20	6.60	7.80	7.90	8.00	8.00	9.30	9.00	9.00
Prestiti in euro	4.85	4.12	5.40	4.80	-2.23	1.64	3.17	3.46	4.97	5.58	6.30	5.20	6.07	6.60	6.66	7.50	9.90	8.70	9.50
Prestiti in valuta	-30.28	53.18	-10.83	-31.60	9.27	38.00	193.61	151.87	140.72	149.49	120.42	113.38	141.46	84.74	104.02	64.64	-25.73	20.99	-6.47
Prestiti a breve	-4.66	-2.86	-0.70	-0.62	0.98	3.79	4.37	4.15	5.20	5.70	5.40	7.20	8.70	7.60	5.80	8.30	5.70	6.50	5.90
Prestiti a m/1	5.94	6.17	6.28	5.25	-2.64	2.03	5.49	6.23	7.81	8.66	8.72	6.49	7.64	7.95	8.40	7.95	10.02	9.47	9.58
Depositi totali	14.63	13.31	12.94	11.89	2.44	3.25	7.18	8.00	8.10	7.80	8.20	8.60	9.20	9.00	9.50	9.30	11.60	11.30	11.80
Depositi in c/c	6.91	4.91	2.65	2.59	-0.85	-0.18	-0.82	-0.20	1.20	1.90	2.20	2.50	2.50	2.80	4.30	5.10	5.90	6.20	6.00
Depositi a risparmio	4.99	5.05	5.04	4.90	5.14	5.08	4.67	4.80	4.60	4.50	4.60	4.20	4.40	4.00	4.00	3.80	3.30	2.90	2.60
Certif. deposito	25.39	24.32	25.80	23.51	4.71	6.11	16.31	17.32	16.31	15.04	15.28	14.77	16.08	15.53	15.27	14.37	19.74	19.16	19.88

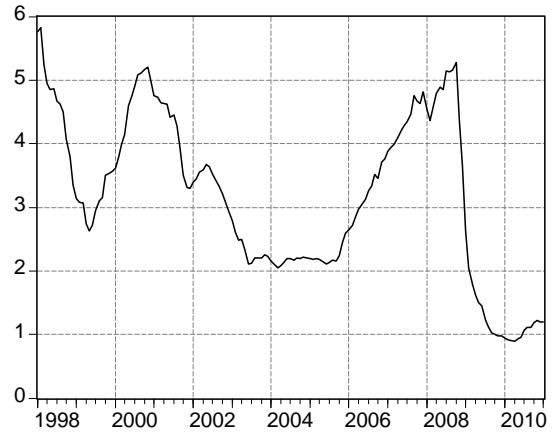
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
**Dati mensili**



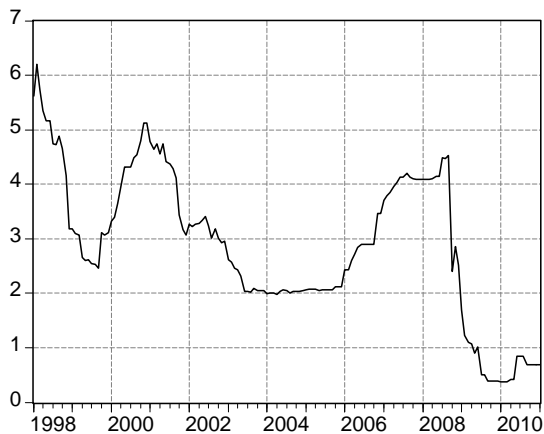
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
**Dati mensili**



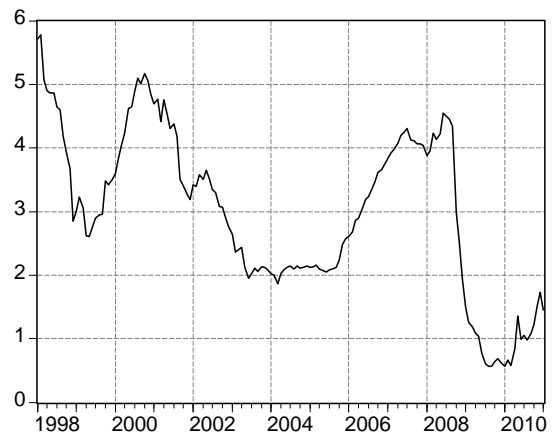
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI ITALIA (LIBOR)



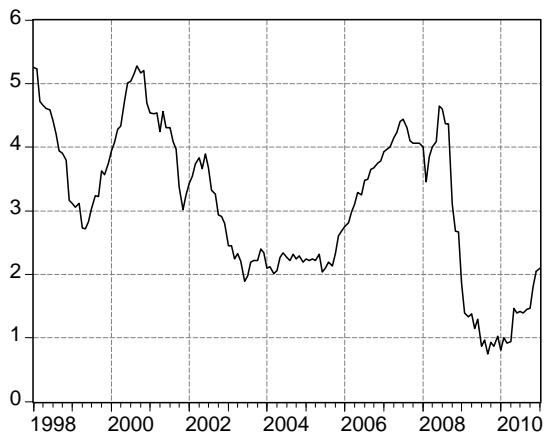
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI ITALIA



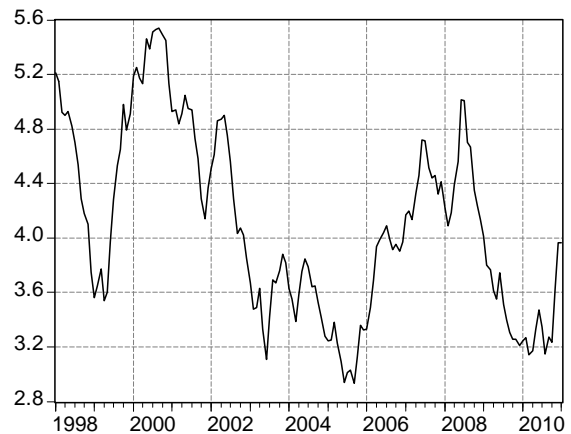
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO

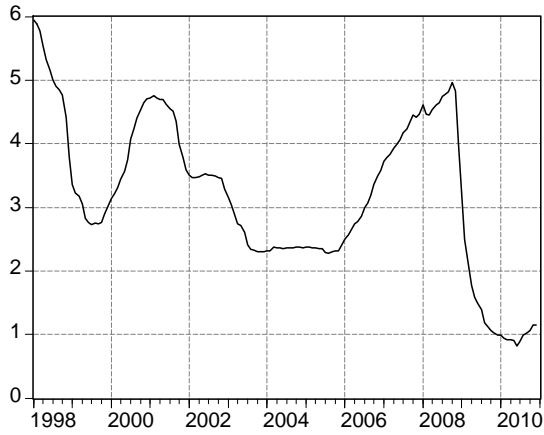


— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO

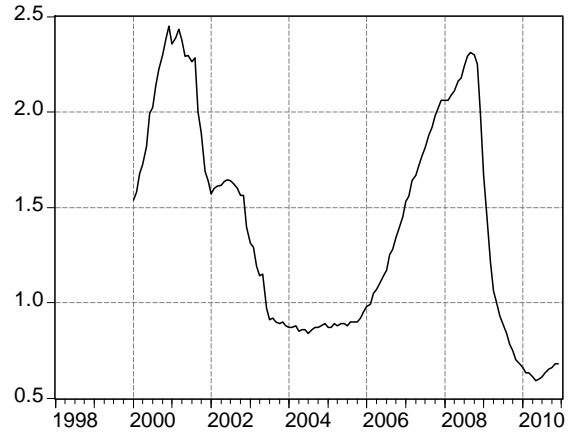


— RENDISTAT LORDO

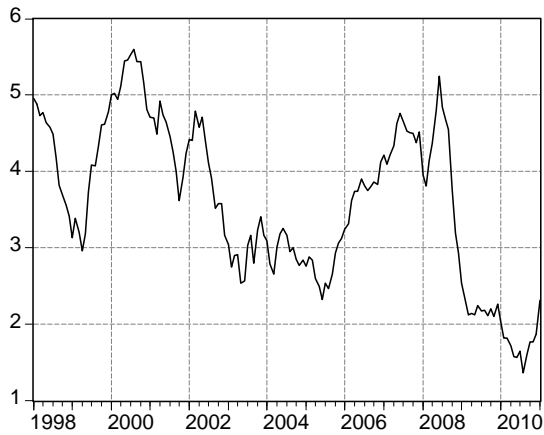
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



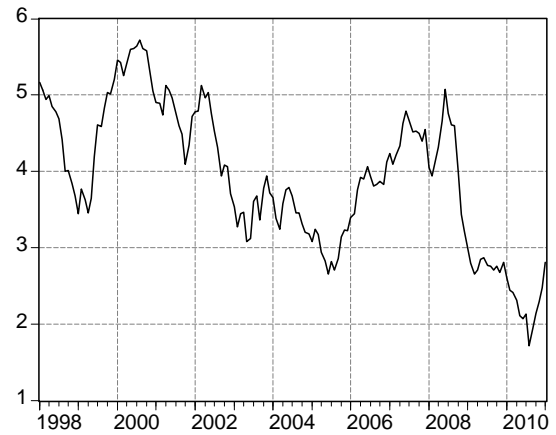
— TASSO PRESTITI MINIMO



— 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)

