



# 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 Marzo 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

I dati provenienti dal mercato del lavoro e dai consumi privati portano a ritenere che la ripresa degli Stati Uniti sia in via di consolidamento grazie anche alle politiche economiche e monetarie attuate da Governo e Fed. Quest'ultima potrebbe continuare con le operazioni di *quantitative easing* atte al sostegno delle esportazioni e dei consumi. In merito permangono, all'interno del *Board*, opinioni contrastanti a causa delle possibili ripercussioni della protratta politica espansiva sul ruolo del dollaro nel sistema valutario internazionale. Le recenti catastrofi naturali e le tensioni geopolitiche del Nord Africa potrebbero inoltre causare effetti sia in USA sia in Europa. Quest'ultima potrebbe tuttavia trarre qualche vantaggio dal calo della produzione giapponese per incrementare la quota delle esportazioni. La BCE, al contrario della Fed, appare più incline ad un rialzo dei tassi nel brevissimo periodo come misura preventiva volta ad impedire che le attese di elevate pressioni inflazionistiche contrastino gli effetti di una politica monetaria comunque moderatamente espansiva. Rimangono immutati i timori riguardo alla stabilità dei debiti pubblici, fra i quali, recentemente, sono stati ulteriormente declassati quelli di Grecia e Portogallo.

**Usa: migliora il mercato del lavoro e rimangono sostenuti i consumi privati. Il settore edilizio rimane in crisi.**

La terza ed ultima stima relativa all'andamento dell'economia nel quarto trimestre del 2010 risulta leggermente superiore rispetto alla precedente: secondo i dati più recenti il Pil è cresciuto nel periodo di +3,1% t/t e +2,8% a/a (rivisto da +2,8% 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 (+4,0% t/t e +2,6% a/a) e degli investimenti fissi (+6,8% t/t e +7,4% a/a, contro il +1,5% t/t e +5,3% a/a del trimestre precedente) all'interno dei quali la stima dei non residenziali è stata rivista al rialzo al +7,7% t/t (+5,3% t/t nella prima stima) +10,6% a/a (gli investimenti residenziali segnalano invece un timido +3,3% t/t e -4,6% a/a). Da evidenziare l'aumento dei consumi privati per beni durevoli che segna +21,1% t/t. Leggermente in calo la stima delle importazioni (-12,6% t/t e +11,0% a/a) come delle esportazioni (+8,6% t/t e +9,0% a/a). Le forze che guidano tradizionalmente la ripresa americana sono i consumi privati che hanno contribuito per +2,79% t/t al risultato economico (dal +1,67% t/t del III trimestre). In calo è l'apporto delle scorte (-3,42% t/t) rispetto al periodo precedente (+1,61% t/t). Hanno contribuito negativamente alla crescita i consumi pubblici (-0,34% t/t), al contrario le esportazioni nette hanno concorso per +3,27% t/t contro un -1,70% del trimestre precedente. In gennaio il *deficit* della bilancia commerciale è peggiorato sopra le aspettative. La dinamica è il risultato di una crescita di +2,69% m/m delle esportazioni ed una maggiore crescita delle importazioni di +5,04% m/m, dopo rispettivamente un +1,89% e +2,53% m/m nel mese precedente. La Fed continua ad agire in modo da mantenere basso il tasso di cambio e favorire quindi le esportazioni. Dal lato dell'offerta si rileva un rallentamento: la produzione industriale ha registrato in febbraio -0,1% m/m e +5,6% a/a a fronte di attese di un miglioramento di 0,6 punti percentuali. Il dato negativo è da imputare alla diminuzione del settore dei servizi (-4,5% m/m). Gli ordini all'industria riferiti a gennaio hanno segnalato +3,1% m/m e +10,8% a/a (superiore alle aspettative). Le scorte delle imprese sono risultate in gennaio in crescita (+0,9% m/m e +9,1% a/a) ad un ritmo superiore ai mesi precedenti. Il tasso di utilizzo della capacità produttiva in febbraio è pressoché stabile al 76,3% da 76,4% di gennaio. Il dato negativo degli ordini di beni durevoli nel mese di febbraio (-0,9% m/m e +6,5% a/a, dopo il +3,6% m/m e +8,5% a/a di gennaio) risulta imputabile soprattutto alla componente della difesa e dei trasporti: privati di questa ultima componente, gli ordini hanno registrato una diminuzione congiunturale di -0,6%. In miglioramento gli indici di fiducia delle imprese: l'ISM manifatturiero è salito in febbraio a 61,4 da 60,8, rispecchiando l'andamento del settore; quello non manifatturiero è salito a quota 59,7 da 59,4 e l'indice di fiducia di Philadelphia in marzo è salito a +43,4 rispetto al livello di +35,9 del mese precedente, raggiungendo il livello più elevato da gennaio 1984. I dati che provengono dal lato della domanda evidenziano un rallentamento delle vendite di case esistenti, di -9,6% dopo il +3,4% di gennaio (quello tendenziale è -2,8% rispetto a +5,3% del mese precedente). La spesa delle famiglie, valutata in termini reali, è aumentata in febbraio di +0,3% m/m, il reddito personale è sceso di -0,1% m/m in termini reali e le vendite dei grandi magazzini in gennaio hanno registrato un dato positivo di +3,4% mensile e di +15,4% annuo. L'indice di fiducia dell'Università del Michigan è diminuito in marzo a 67,5 da 77,5 del mese precedente e l'indice elaborato dal Conference Board a 63,4 (da 70,2). I dati provenienti dal mercato del lavoro per il mese di febbraio sono in moderato miglioramento in quanto sostenuti dal settore privato: quest'ultimo ha registrato un progresso di +222mila nuove unità, complessivamente sono stati recuperati 192mila posti di lavoro (contro i 180mila attesi). L'occupazione nel settore manifatturiero è aumentata di 33mila unità, dopo i +53mila del mese precedente; il tasso di disoccupazione di febbraio è sceso sotto quota 9,0% a 8,9% mentre il tasso di partecipazione è rimasto invariato (+64,2% m/m). Il numero di ore lavorate settimanali ed i salari medi orari a febbraio sono rimasti quasi invariati, rispettivamente a 33,5 ore e 19,33\$. Il settore edilizio in

febbraio è apparso stagnante: l'avvio di nuovi cantieri ha fatto segnare una variazione mensile negativa di -22,5%, in peggioramento rispetto al +18,4% m/m di gennaio con un calo dell'8,2% m/m dei nuovi permessi. Il dato congiunturale è supportato dal dato negativo della vendita di nuove case che ha segnalato una diminuzione pari a -16,9% m/m e -28,0% a/a dopo il -9,6% m/m e -13,75% a/a del mese precedente. Le diminuzioni sono state maggiori delle attese. Sul fronte dei prezzi si osservano segnali inflazionistici da tutti gli indici *headline* e *core*: l'indice dei prezzi al consumo è salito in febbraio di +0,5% m/m e ha portato il tendenziale a +2,1% dal +1,6% del mese precedente. Il dato congiunturale depurato delle componenti alimentari ed energetiche è salito di +0,2%, mentre è cresciuto di +1,1% quello tendenziale. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione, salito di +1,6% m/m (contro l'attesa di +0,7% m/m) ha portato il tendenziale a +5,6%, mentre l'indice *core* ha registrato una variazione mensile di +0,2% e annua di +1,8%. Alla luce di questi dati e dei recenti avvenimenti si ritiene che la Fed decida di mantenere una posizione attendista, prevedendo un aumento dei tassi in novembre 2011 (Scen. C, Prob. 60%), mossa eventualmente anticipata a settembre (Scen. B, Prob. 20%) 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 indebolimento dell'economia o se i mercati dovessero dare nuovi segnali di nervosismo soprattutto sul fronte del credito (Scen. A, Prob. 20%).

### **Giappone: la crescita economica già in calo a causa dell'apprezzamento dello Yen dovrebbe risentire degli effetti negativi delle recenti catastrofi naturali.**

Nel quarto trimestre del 2010 il Pil segnala un calo di -0,3% t/t e +2,6% a/a dovuto principalmente all'apprezzamento dello Yen e del suo effetto sulla dinamica del commercio con l'estero. Contemporaneamente, la società Standard and Poor's ha tagliato il rating sul debito pubblico a lunga scadenza per l'eccessivo tasso di indebitamento sostenuto dal governo. Nel quarto periodo la dinamica negativa del Pil è stata condizionata dal calo delle esportazioni (-0,7% t/t e +13,2% a/a) dei consumi privati (-0,7% t/t e +0,7% a/a) e degli investimenti fissi (-0,2% t/t, +1,9% a/a). I dati relativi al commercio internazionale per il mese di febbraio segnalano un miglioramento del saldo commerciale: il tasso di variazione per le esportazione permane positivo (+9,0% a/a) ed in ripresa rispetto al periodo precedente (+1,4% a/a) e le importazioni sono cresciute al tasso di +9,9%, in rallentamento rispetto al +12,5% a/a di gennaio. Dal lato dell'offerta si segnala per il mese di febbraio una riduzione della produzione industriale (+0,4% m/m e +2,8% a/a) dopo il +1,3% m/m e +3,5% a/a di gennaio. Sempre in gennaio è aumentato più delle aspettative il dato degli ordini di macchinari industriali che si è attestato a +4,2% su base congiunturale (+5,9% su base tendenziale) dopo il +1,7% m/m e -1,6% a/a di dicembre. Il *Coincident Index of Business Condition* è ulteriormente aumentato in gennaio raggiungendo quota 90,0 da 72,7 e l'indice di attività del terziario ha registrato nello stesso mese una variazione congiunturale positiva di +2,1%, dopo il +0,9% m/m di dicembre. Peggiora leggermente in gennaio, rispetto allo stesso mese dell'anno precedente, la situazione della domanda: sono calati i consumi delle famiglie (-1,2% a/a da -2,7% a/a) e peggiora il reddito disponibile (-3,3% a/a da -1,3% a/a) valutato in termini nominali. Le vendite dei grandi magazzini hanno una dinamica positiva: +1,0% a/a dopo il +0,6% a/a di gennaio. Nel mese di febbraio le vendite al dettaglio hanno mantenuto la crescita lenta (+0,1% a/a) contro le aspettative di un aumento di +0,5% a/a e l'indice di fiducia dei consumatori è sceso nel mese a 40,6 da 41,1. I dati relativi al mercato del lavoro in febbraio peggiorano rispetto a gennaio con una diminuzione della forza lavoro e del numero di occupati. Il numero di disoccupati diminuisce ed il tasso di disoccupazione scende a quota 4,6% da 4,9%. Sul fronte dei prezzi si osservano variazioni pressoché sempre negative: l'indice *headline* dei prezzi al consumo e l'indice *core* registrano in gennaio entrambi un -0,1% m/m, dal -0,2% e -0,4% m/m di gennaio, mantenendo il tendenziale del primo allo 0,0% e portando l'indice *core* a -0,3% a/a. La stima preliminare dell'inflazione nell'area di Tokyo è in aumento in marzo di +0,2% m/m rispetto a -0,1% m/m di febbraio, portando il tendenziale a -0,3% dal -0,1% a/a. Ai primi stadi della commercializzazione l'indice dei prezzi alla produzione è aumentato su base mensile di +0,2% ed ha registrato +1,7% a/a.

### **Area Euro: l'economia ancora stagnante potrebbe in parte avvantaggiarsi dell'atteso rallentamento delle esportazioni giapponesi. La Germania mantiene il ruolo di leader.**

La stima del Pil per il quarto trimestre del 2010 evidenzia un tasso di crescita costante rispetto al trimestre precedente che si attesta al +0,3% t/t e 2,0% a/a. Nel quarto trimestre il dato positivo è dovuto alle esportazioni cresciute del +1,8% t/t e +11,7% a/a (più delle importazioni) ed ai consumi privati (+0,4% t/t e +1,1% a/a). Gli investimenti fissi hanno subito una variazione congiunturale di -0,6% crescendo invece del +1,2% a/a. L'aumento delle importazioni (+1,1% t/t e +10,4% a/a) ha inciso negativamente sul risultato economico in modo meno rilevante rispetto al periodo precedente. Passando ad analizzare i contributi si

osserva che i responsabili della crescita del PIL reale nel quarto trimestre sono stati: i consumi privati (+0,2% t/t e +0,6% a/a) e le esportazioni (+0,7% t/t e +4,3% a/a). Le importazioni, gli investimenti fissi e le scorte hanno invece pesato negativamente sul risultato economico rispettivamente per -0,4% t/t, -0,1% t/t e -0,2% t/t (-3,7% a/a, +0,2% a/a e +0,3% a/a). I dati relativi al commercio con l'estero per il mese di gennaio sono in peggioramento: il saldo della bilancia commerciale è di -3,3 mld € (-1,1 mln € in dicembre) per effetto di un aumento delle importazioni (+5,3% m/m) superiore a quello delle esportazioni (+3,6% m/m). Dal lato dell'offerta per il mese di gennaio la produzione industriale registra +0,3% m/m e +6,6% a/a (risultato superiore alle aspettative di +0,2% m/m) gli ordini all'industria segnalano +0,1% m/m e +20,9% a/a (in calo rispetto alle attese). Il *Leading Indicator* elaborato dall'OCSE è stato confermato per il mese di gennaio a +0,2% m/m e +1,4% a/a. Per quanto riguarda gli indici di fiducia riferiti al mese di marzo: il PMI manifatturiero è passato da 59,0 a 57,7; quello relativo ai servizi è salito a 56,9 da 56,8. L'ESI è sceso in marzo a 107,3 da 107,9 del mese precedente. Dal lato della domanda le vendite al dettaglio nel mese di gennaio hanno fatto registrare la prima variazione positiva dal luglio scorso (+0,4 m/m e +0,7% a/a). Il tasso di disoccupazione in gennaio è risultato inferiore alle attese del 10% ed è risultato pari a 9,9%. Il dato è incoraggiante perché significa che i segnali di recupero registrati iniziano a tradursi in creazione di nuovi posti di lavoro. Sul fronte dei prezzi si osservano variazioni congiunturali positive di +0,4% in febbraio per l'indice armonizzato dei prezzi al consumo e di +0,3% per quello *core*. Su base annua l'*headline* ha registrato un incremento di +2,4% (superiore al target della BCE) e quello *core* di +1,0% a/a. La stima *flash* relativa al mese di marzo segnala un'inflazione al +2,6%. Nel mese di febbraio il tasso annuo di variazione di M3 è +2,0% a/a (+1,7% a/a atteso). L'indice dei prezzi alla produzione è salito in gennaio di +1,5% m/m e +6,1% a/a dal +0,8% m/m e +5,3% a/a del mese precedente. L'incremento maggiore si è osservato nei prezzi dei prodotti energetici (+3,2% m/m) aumentati anche a causa dei focolai di crisi nei paesi produttori del Medio Oriente. Alla luce di questi dati e degli ultimi *rumors* di mercato, si ritiene che ci si debba attendere un intervento della BCE sui tassi di riferimento già nella prossima riunione di aprile 2011 (Scen. C, Prob. cumulata 60%). L'intervento potrebbe anche essere più incisivo e consistere in tre aumenti consecutivi in aprile, ottobre e dicembre 2011 (Scen. B, Prob. 20%) per prevenire in modo deciso gli effetti negativi della crisi medio-orientale e dalle attese di elevata inflazione legate all'andamento dei prezzi delle materie prime, solo parzialmente contrastate dal rallentamento di uno dei maggiori consumatori, il Giappone. Le azioni della BCE sono comunque frenate dai diffusi timori sulla solidità dei debiti sovrani. La BCE potrebbe ritenere l'andamento dell'economia ancora troppo debole e giudicare il livello dei prezzi alto ma comunque stabile e proseguire quindi con la politica di *credit easing*, unico strumento a sua disposizione per arginare le possibili tensioni finanziarie e ripristinare il funzionamento di mercati diventati illiquidi (Scen. A, Prob. 20%).

L'economia della **Germania** segnala anche per il quarto trimestre dell'anno dati molto positivi: il Pil cresce ad un ritmo del +0,4% su base congiunturale e del +4,0% rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente (dopo il +0,7% t/t e +3,9% a/a). Gli investimenti fissi sono calati di -1,1% t/t (+7,6% a/a) le esportazioni sono in aumento del +2,5% t/t e del +15,9% a/a, dunque più delle importazioni che segnalano un +0,9% t/t ed un +16,4% a/a. Il risultato del IV trimestre è dovuto principalmente ai contributi dei consumi privati e delle esportazioni nette (+0,1% t/t e +0,7% t/t e rispettivamente +0,2% a/a, +1,3% a/a). In gennaio la bilancia commerciale è risultata di +11,8mld € in calo rispetto a dicembre. La diminuzione dipende da un riduzione congiunturale delle esportazioni (-1,0% m/m, +24,2% a/a) ed un aumento delle importazioni (+2,3% m/m e +24,1% a/a rispetto a -2,6% m/m e +26,4% a/a in dicembre). In gennaio si registra una ripresa negli indicatori del lato dell'offerta: la produzione industriale è aumentata di +1,8% m/m (+16,0% a/a rispetto a -0,6% m/m e +12,4% su base annua in dicembre) e gli ordini all'industria manifatturiera, dopo il -3,6% m/m e +22,2% a/a del mese precedente, hanno fatto registrare un +2,9% m/m (superiore all'attesa di +2,5% m/m) e +19,7% a/a. Gli indici di fiducia rilevati nel mese di marzo appaiono in leggero calo: il PMI manifatturiero è diminuito a 60,9 da 62,7; lo *Zew* è passato da +15,7 a +14,1 e l'indice *Ifo* da 111,3 a 111,1. La domanda interna riporta un lieve rallentamento: le vendite al dettaglio, valutate in termini nominali, hanno registrato in febbraio un +0,8% m/m (+3,0 % a/a) rispetto al +0,1% m/m (+3,4% a/a) del mese precedente. In febbraio rimane invariato il tasso di disoccupazione che si attesta a 7,9%. In leggero aumento i nuovi dati congiunturali relativi all'inflazione di febbraio: l'indice nazionale dei prezzi al consumo registra +0,27% m/m (+2,1% a/a) da +0,3% m/m (+2,0% a/a) in linea con le attese degli analisti. L'indice calcolato sul paniere armonizzato è salito in termini congiunturali (+0,6% m/m) rispetto al mese di gennaio, portando il tendenziale a +2,2%. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione ha fatto segnare in febbraio un aumento congiunturale di +0,7% e tendenziale di +6,4%.

L'economia della **Francia** è cresciuta nel IV trimestre dell'anno di +0,4% t/t e +1,5% a/a (previsto +0,3% t/t), dopo il +0,3% t/t e +1,7% a/a del periodo precedente. Il risultato positivo è da imputare all'aumento del tasso di crescita dei consumi privati (+0,9% t/t) ed al calo delle importazioni (-1,2% t/t). Appaiono invece in leggero calo il tasso di crescita delle esportazioni +1,0% t/t (rispetto al +2,6% t/t del periodo precedente) e degli investimenti fissi (+0,3% t/t contro +0,5% t/t del III trimestre). Analizzando i contributi alla crescita si osserva che l'apporto positivo proviene dalla variazione della domanda interna e delle esportazioni nette entrambe di +0,6% t/t (rispetto a +0,4% e -0,4% del periodo precedente). I dati relativi al commercio con l'estero per il mese di gennaio segnano un aumento del deficit della bilancia commerciale: l'aumento delle esportazioni (+1,44% m/m) è infatti risultato inferiore a quello dell'import (+3,34% m/m). Appaiono generalmente positivi i dati provenienti dal lato dell'offerta: nel mese di gennaio il dato della produzione industriale è aumentato di +1,0% m/m (+6,1% a/a; in dicembre era +0,2% m/m e +5,8% a/a) mentre gli ordini all'industria hanno fatto segnalare una significativa diminuzione congiunturale (-7,8% m/m e +16,2% a/a) rispetto a +8,4% m/m e +4,8% a/a di dicembre. Gli indici di fiducia PMI sono in crescita: il PMI manifatturiero di marzo è salito a 56,6 da 55,7, l'indice PMI dei servizi è passato a 60,7 da 59,7 del mese precedente. In marzo l'indice di fiducia delle imprese è salito a quota 109,0 da 106,0 (oltre le aspettative). Dal lato della domanda si osserva per il mese di gennaio un miglioramento congiunturale delle vendite al dettaglio di +0,1% e dei consumi delle famiglie di +0,9% m/m (da -0,3% e superiore a +0,5% m/m atteso). In marzo l'indice di fiducia dei consumatori è diminuito di due punti. Sul fronte inflazionistico, l'indice nazionale armonizzato dei prezzi al consumo in febbraio ha segnato +0,5% m/m (inferiore al +0,6% atteso) e +1,8% a/a e l'indice dei prezzi al consumo ha fatto registrare +0,5% m/m e +1,7% a/a. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione in febbraio è aumentato del +0,7% m/m e +5,8% a/a rispetto al +0,8 % m/m, +5,2% a/a di gennaio.

**In Italia il quarto trimestre rileva una crescita in calo ed inferiore agli altri paesi europei. Il clima di fiducia è in peggioramento a causa dei recenti avvenimenti sullo scenario internazionale.**

La stima relativa all'andamento dell'economia nel quarto trimestre del 2010 rivela un ritmo di crescita congiunturale del Pil in rallentamento rispetto al periodo precedente: +0,1% t/t e +1,5% a/a, contro il +0,3% t/t e +1,4% a/a dei tre mesi precedenti. Il dato tendenziale è stato rivisto al rialzo rispetto al +1,3% riportato nel preliminare. I risultati del IV trimestre rivelavano che il rallentamento è imputabile al leggero rallentamento dei consumi privati (+0,0% t/t e +0,4% a/a) alla diminuzione degli investimenti fissi del -0,7% t/t (+2,7% a/a) e all'aumento delle importazioni di +3,4% t/t e +13,3% a/a. In aumento anche le esportazioni che si attestano a +0,5% t/t e a +10,1% a/a. Per quanto riguarda il commercio con l'estero, in gennaio il deficit della bilancia commerciale nei confronti degli altri Paesi UE è peggiorato: esportazioni ed importazioni sono aumentate rispettivamente di +0,9% m/m e +1,4% m/m. In febbraio è peggiorato il saldo commerciale verso i paesi extra UE: la diminuzione delle importazioni (-1,6% m/m) è stata infatti inferiore a quella delle esportazioni (-4,3% m/m). Dal lato dell'offerta provengono segnali di rallentamento: la produzione industriale ha segnato nel mese di gennaio un -1,5% m/m e +0,6% a/a. Nello stesso mese il fatturato industriale ha registrato un aumento di +1,0% m/m e +8,0% a/a mentre sono in lieve calo gli ordini all'industria che a livello congiunturale hanno fatto rilevare un -0,3% come rimbalzo a seguito del +5,4% m/m di dicembre. Il calo è risultato comunque inferiore alle attese di -1,0% m/m. In febbraio il PMI manifatturiero è passato da 56,6 a 59,0 (atteso 57,0) mentre quello dei servizi è aumentato passando da 49,9 a 53,1. Dati contrastanti si rilevano in marzo sugli indici di fiducia delle imprese: nel settore manifatturiero si è passati da 103,1 a 103,8 mentre in quello dei servizi a 97,9 da 99,6. Mostrano incertezza i dati che provengono dal lato della domanda: le vendite al dettaglio hanno segnato in gennaio -0,3% su base mensile e -1,2% a/a (contro il +0,7% a/a atteso) e l'indice di fiducia dei consumatori di marzo è sceso a 105,3 da 106,3 del mese scorso, cogliendo di sorpresa gli analisti che si attendevano 106. Per quanto riguarda il mercato del lavoro, nel mese di gennaio il tasso di disoccupazione è rimasto stabile a 8,6%. Ugualmente costanti appaiono i dati congiunturale e tendenziale del numero degli occupati; in aumento il dato sul numero delle persone in cerca di occupazione (+0,1% m/m) rispetto a -0,7% m/m di dicembre. Nel mese di dicembre le retribuzioni e il costo del lavoro nelle grandi imprese hanno segnato rispettivamente +0,9% e +0,4% su base congiunturale e -1,6% e -1,3% su base tendenziale. Passando ai prezzi, in febbraio si sono registrati aumenti congiunturali dell'indice nazionale dei prezzi al consumo (+0,3% m/m, +2,4% a/a) e per l'indice calcolato sul paniere armonizzato si è rilevato +0,2% m/m e +2,1% a/a. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione ha registrato in febbraio +0,5% m/m e +5,3% a/a.

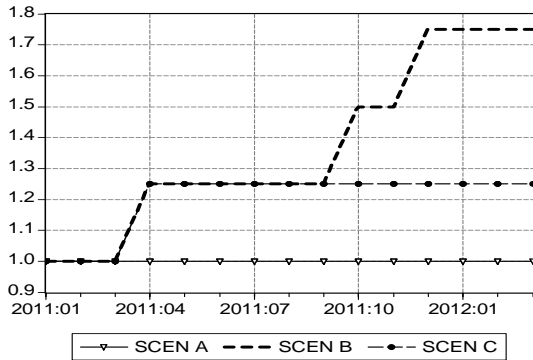
Sulla base delle considerazioni precedentemente svolte, sono stati definiti i seguenti tre scenari:

A (20%)	B (20%)	C (60%)
<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, saranno scaricati sui contribuenti e una volta esaurite le misure di sostegno. La situazione del mercato del lavoro, nonostante alcuni miglioramenti temporanei, rimane difficile ed 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'inflazione è alta ma stabile. L'economia reale europea soffre di un minor 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> si confermano i segnali incoraggianti provenienti dall'andamento del Pil nel IV trimestre dell'anno, che mostrano il buon apporto dei consumi e degli investimenti privati. Importante appare il decumulo delle scorte che, unito al recupero dell'offerta, fa 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 fine settembre 2011.</p> <p><b>Area Euro:</b> i dati del quarto periodo evidenziano una crescita contenuta ma stabile. Grazie al massiccio intervento congiunto di Commissione Europea, FMI, BCE e singoli Stati, le tensioni sui mercati finanziari ed obbligazionari si assorbono progressivamente. Il canale dell'export potrebbe avvantaggiarsi del venir meno delle esportazioni giapponesi. La fiducia dei consumatori inizia a risentire delle tensioni internazionali. La BCE, spinta dai nuovi avvenimenti politici che intensificano la pressione sui prezzi (soprattutto dei prodotti energetici come petrolio e nucleare), dalle previsioni di crescita e da un buon funzionamento del meccanismo di trasmissione attraverso i mercati finanziari, deciderà di intervenire con tre rialzi consecutivi dei tassi di riferimento di 25 b.p. nelle riunioni di aprile, ottobre e 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 IV 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 provenienti dal mercato immobiliare, dalle turbolenze finanziarie originate dai timori sulla solvibilità dei bilanci pubblici europei e dal mercato delle <i>commodity</i> e dell'energia. 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 novembre 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 dalle tensioni sul mercato delle <i>commodity</i>. A causa della sempre maggior pressione inflazionistica, la BCE deciderà di intervenire con un rialzo dei tassi di riferimento di 25 b.p. già nella riunione di aprile 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>

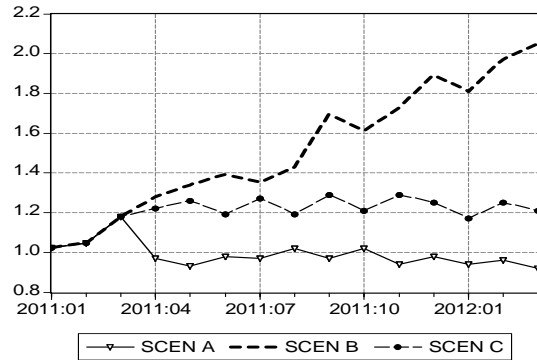
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE**

*Dati mensili*

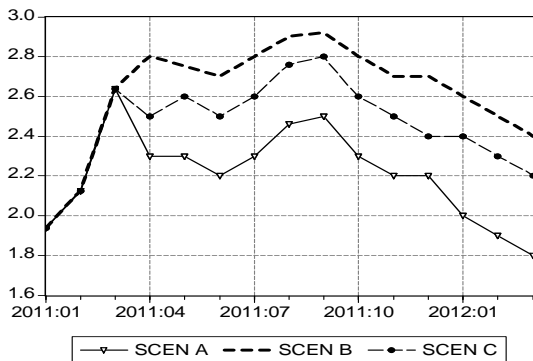
TASSO DI INTERVENTO BCE



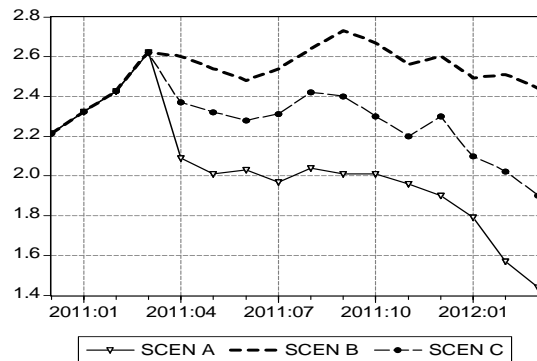
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI (ZONA EURO)



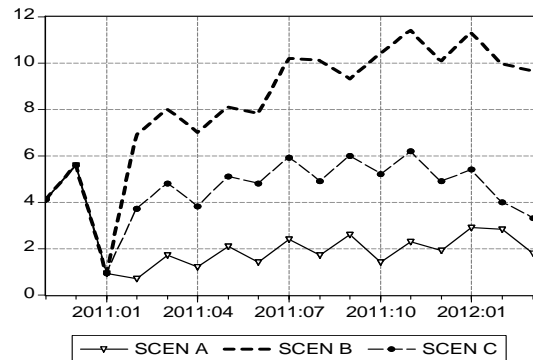
TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



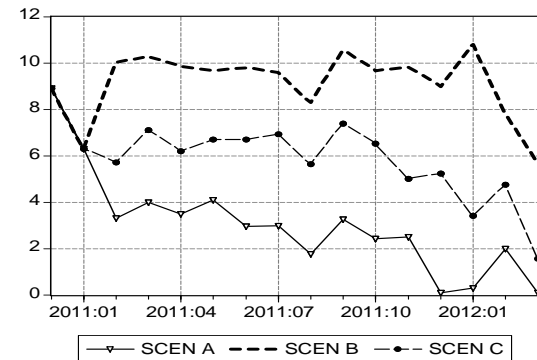
TASSO INFLAZIONE AREA EURO



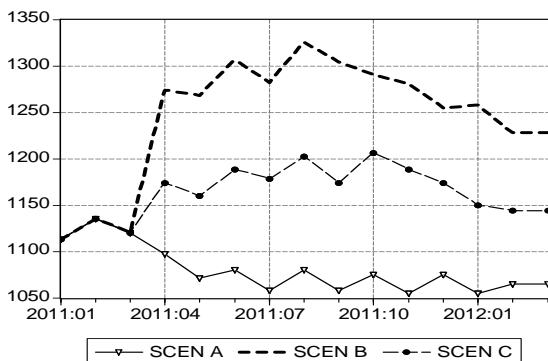
PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



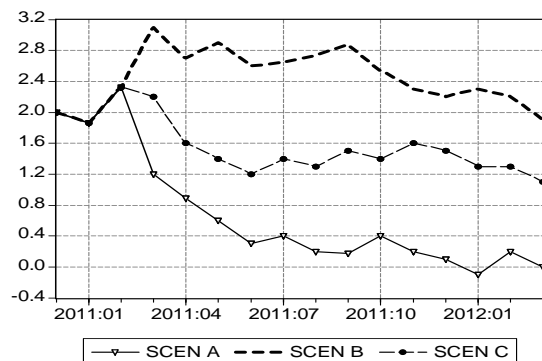
PRODUZIONE INDUSTRIALE AREA EURO



INDICE COMIT



OFFERTA DI MONETA AREA EURO

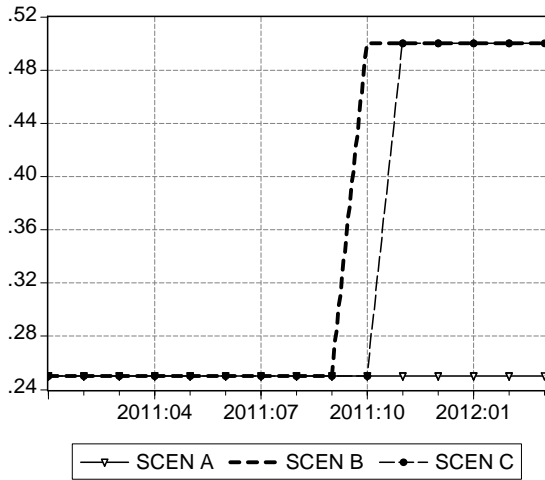




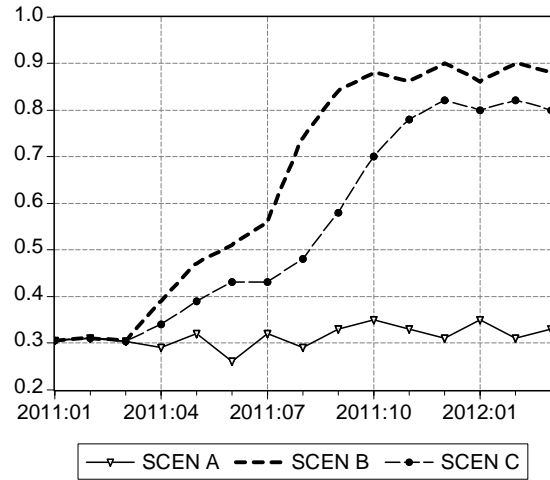
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE**

*Dati mensili*

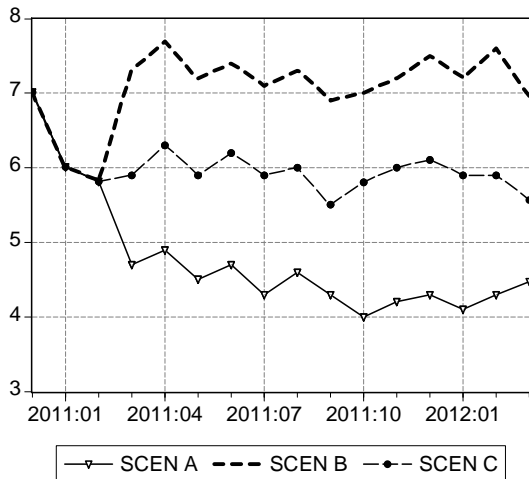
TASSO DI INTERVENTO FED



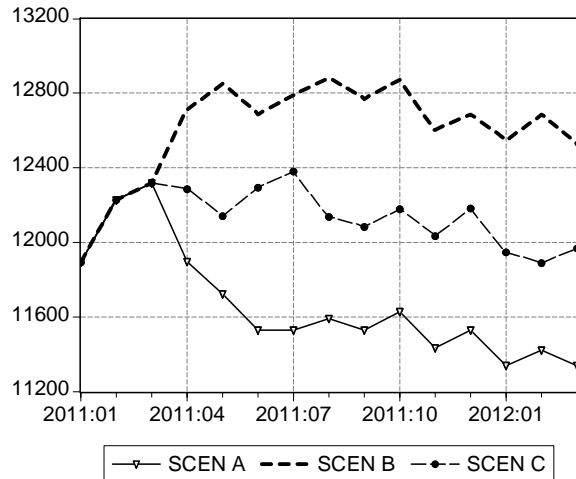
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



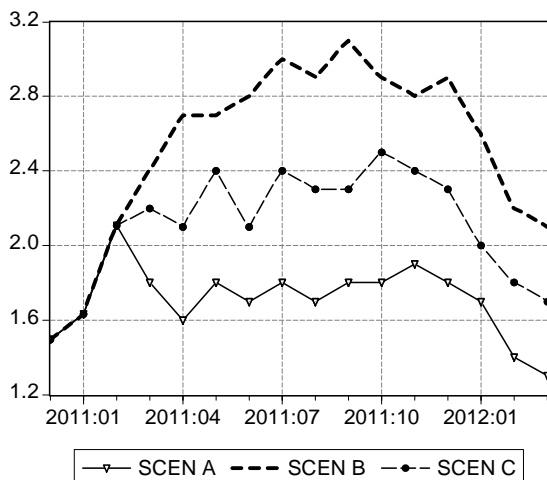
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



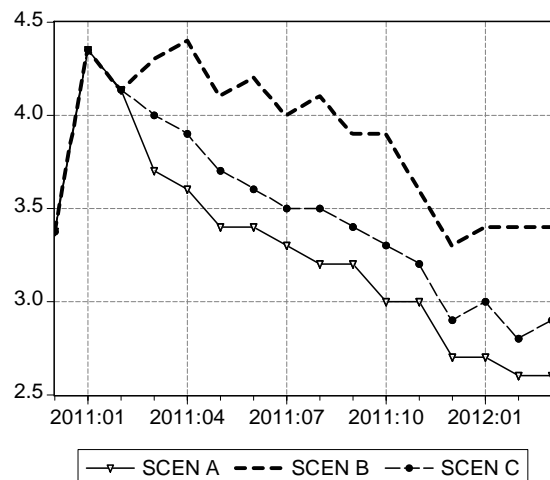
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



---

**COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO**

**Tassi interbancari:** nel mese di marzo i tassi interbancari hanno continuato a crescere, anche se con intensità diseguali alle diverse scadenze. L'economia reale prosegue ad inviare segnali di stabilizzazione sebbene la dinamica appaia moderata ed incerta. A gravare sul rafforzamento della crescita, in Europa come negli USA, oltre alla costante preoccupazione per i debiti pubblici e per gli effetti delle politiche che si renderanno necessarie per arginarli, oggi è soprattutto la crisi medio-orientale in atto e le ripercussioni di questa sul prezzo del petrolio. Si teme che gli attuali rialzi dell'inflazione, al momento dovuti essenzialmente ai corsi degli energetici, si tramutino in pericolose attese d'inflazione di medio termine, che potrebbero contrastare gli effetti positivi delle politiche monetarie accomodanti ad oggi in atto.

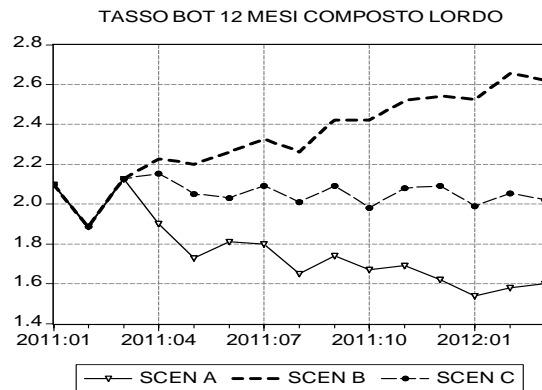
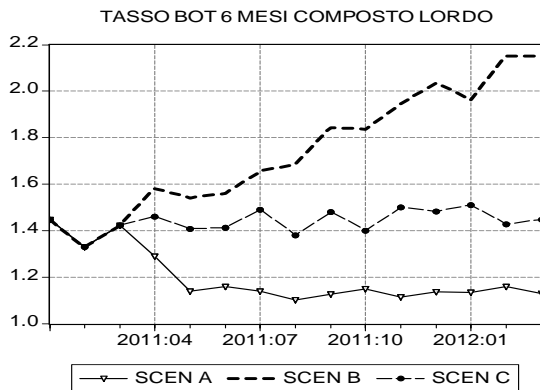
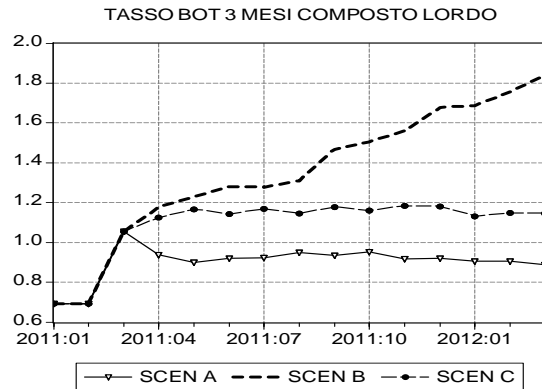
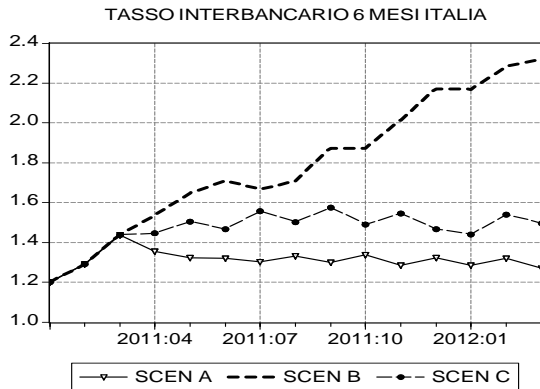
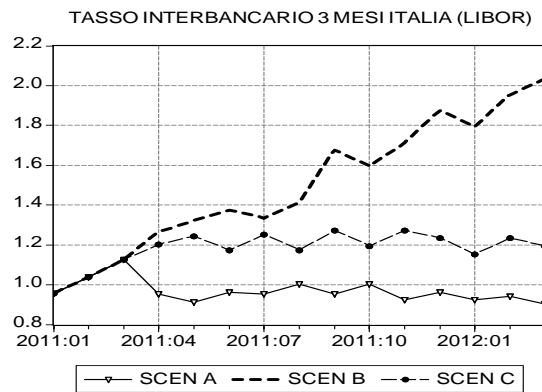
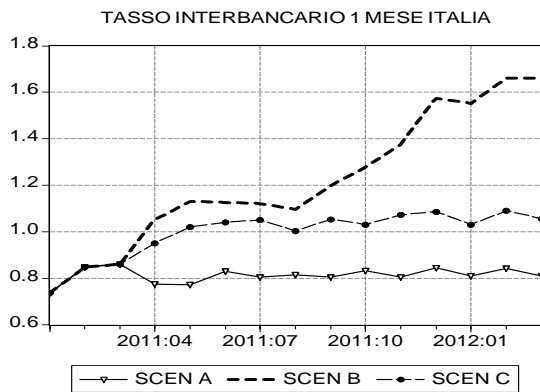
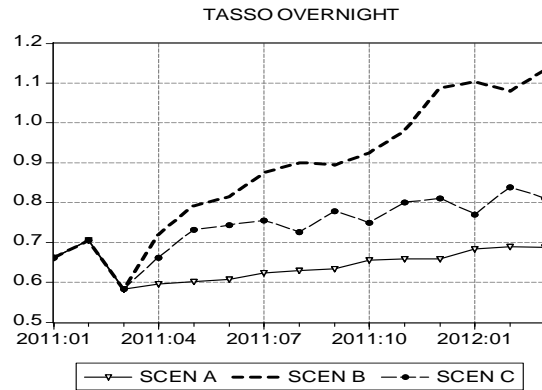
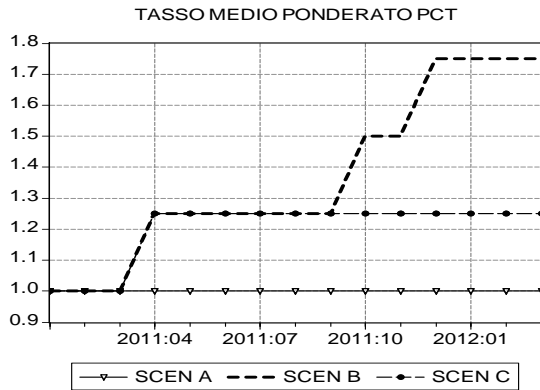
Sul fronte americano la terza ed ultima stima del Pil per il quarto trimestre risulta lievemente superiore alla precedente e, in termini congiunturali, alla variazione registrata nel periodo precedente. La crescita è ancora dovuta alla robusta espansione dei consumi privati (soprattutto di beni durevoli), alla ripresa degli investimenti fissi ed alle esportazioni nette. In forte calo le scorte di magazzino rispetto al periodo precedente. In Europa la ripresa rimane lenta ma stabile, in linea nel IV trimestre con il periodo precedente, grazie soprattutto all'incremento delle esportazioni e dei consumi privati. In calo invece gli investimenti e contributo negativo alla crescita da parte delle importazioni. Alle preoccupazioni derivanti dalle restrizioni imposte dalle severe politiche fiscali per il rientro dal debito pubblico, si aggiungono quelle legate alle instabilità politiche ed ai tumulti in Medio-Oriente. I forti incrementi dei prezzi degli energetici potrebbero infatti tradursi, in un periodo di crescita dell'inflazione effettiva, in un più temibile aumento delle attese d'inflazione nel medio periodo. Arrivano i primi segnali positivi dal mercato del lavoro con un primo calo del tasso di disoccupazione, indice che finalmente la seppur debole crescita sta iniziando a creare nuovi posti di lavoro. Dato l'attuale scenario economico ci si attende che i tassi interbancari continuino il sentiero lievemente ascendente intrapreso anche nei prossimi mesi. In particolare se la dinamica economica nell'Area Euro mostrasse una debole tendenza alla ripresa (scenario C), i tassi interbancari dovrebbero attestarsi a +1,05% per la scadenza ad un mese, +1,19% per la scadenza a tre mesi e +1,50% per quella a sei mesi a marzo 2012. Qualora l'economia di Eurolandia si consolidasse ma vi fossero forti timori legati all'inflazione (scenario B) i tre tassi interbancari considerati potrebbero raggiungere alla fine dell'orizzonte di previsione un valore di +1,66% (1 mese), +2,04% (3 mesi) e +2,32% (6 mesi). Nel caso in cui, invece, la crescita fosse particolarmente debole, ma in presenza di prezzi alti ma stabili (scenario A) i diversi tassi interbancari si porterebbero rispettivamente a +0,81%, +0,90% e +1,27% alla fine dell'orizzonte di previsione.

**Struttura a termine:** nel mese di marzo i tassi della struttura a termine sulle varie scadenze sono aumentati o al più rimasti costanti. Nei prossimi mesi è probabile che i vari tassi seguano un *trend* di lieve crescita a tutte le scadenze. Nel caso in cui la crescita globale dovesse mantenersi analoga all'attuale (scenario C) i rendimenti sui Btp raggiungerebbero a marzo 2012 quota +3,91% (3 anni), +4,61% (5 anni), +4,82% (7 anni) e +5,09% (10 anni). Qualora la BCE decidesse per una serie consecutiva di rialzi del tasso di riferimento (scenario B) i rendimenti potrebbero attestarsi su valori di +4,51%, +5,12%, +5,23%, +5,39% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni al termine dell'orizzonte previsivo considerato. Se la BCE continuasse la sua politica espansiva (scenario A) il decennale non dovrebbe superare il +4,85% ad marzo 2012.

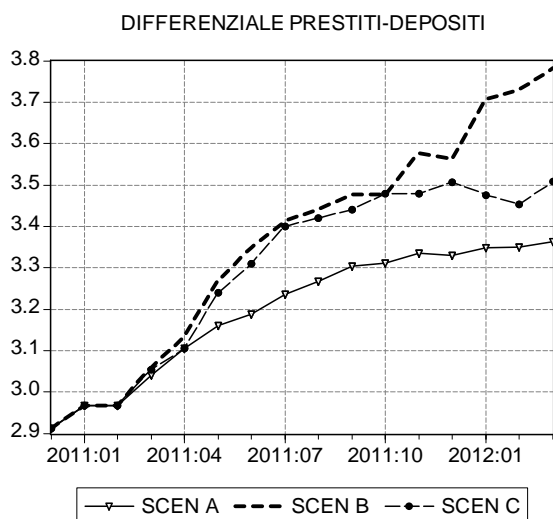
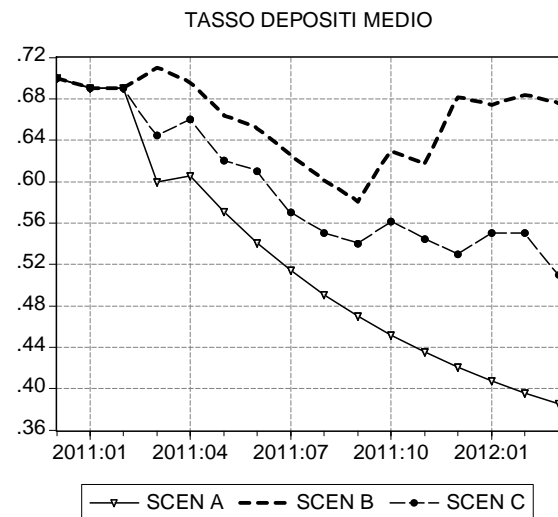
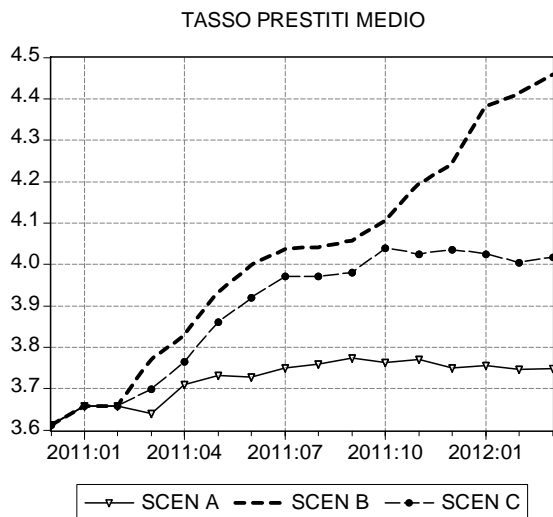
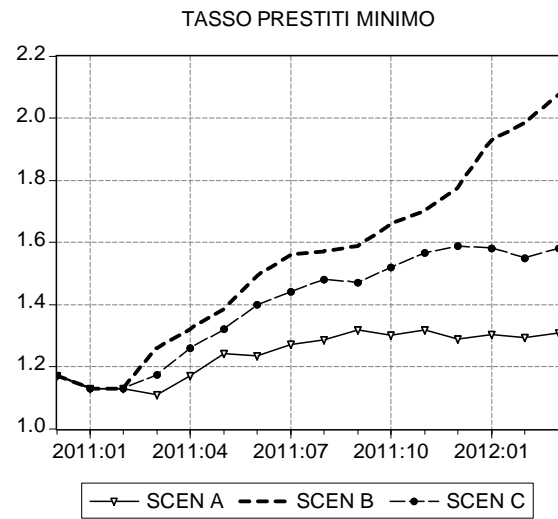
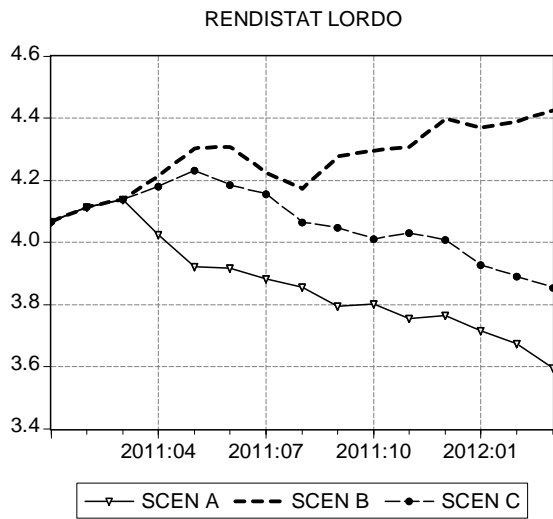
**Tassi bancari:** i tassi medi sui prestiti e sui depositi sono rimasti invariati. Nei prossimi mesi ci si attende un lieve calo del tasso sui depositi ed una certa tendenza al recupero per quello sui prestiti. Nel caso in cui la crescita del prodotto europeo si mantenesse su di un passo simile all'attuale (scenario C) ci si aspetta che il tasso medio sui prestiti aumenti fino a +4,02%, mentre il tasso medio sui depositi si attesti a +0,51% alla fine dell'orizzonte previsivo. In uno scenario di ripresa economica ed inflazione elevata (scenario B) l'andamento dei due tassi raggiungerebbe rispettivamente quota +4,46% e +0,68% al termine dell'orizzonte di previsione. Se però la congiuntura risultasse penalizzata dall'andamento globale ed i prezzi fossero stabili (scenario A) il tasso sui prestiti si fermerebbe a quota +3,75% e quello sui depositi scenderebbe a +0,39% a marzo 2012.

**Volumi bancari:** in base ai risultati delle simulazioni, la variazione tendenziale dei volumi seguirà un andamento crescente per i prestiti mentre per i depositi si prevede una temporanea fase restrittiva che potrebbe iniziare a metà 2011. 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 +5,7% a marzo del prossimo anno, mentre la variazione tendenziale del volume dei prestiti nello stesso periodo dovrebbe essere di +10,2%.

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

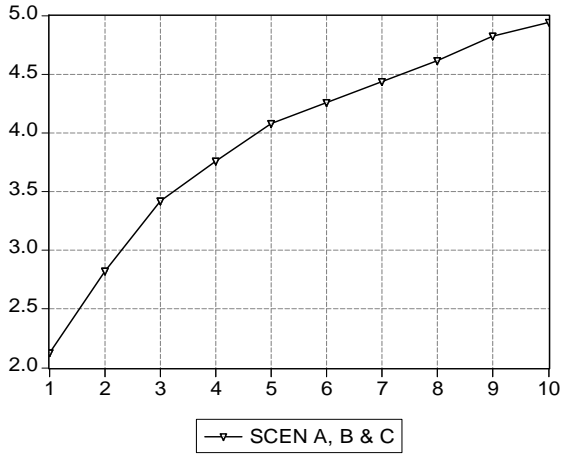


**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**

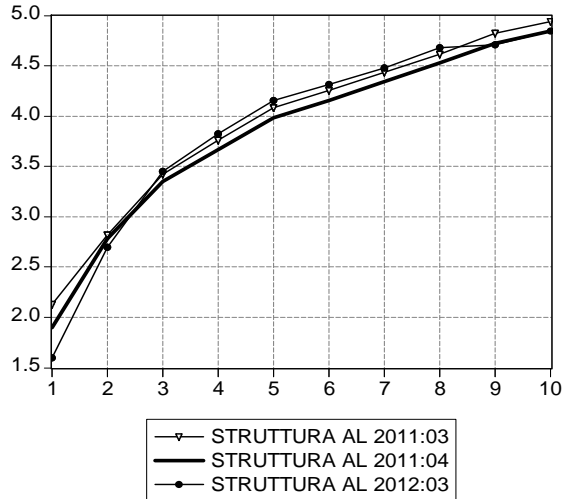


**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE  
STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili**

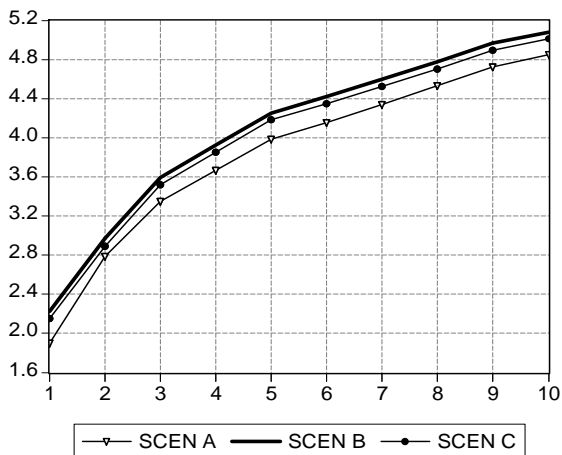
STRUTTURA A TERMINE AL 2011:03



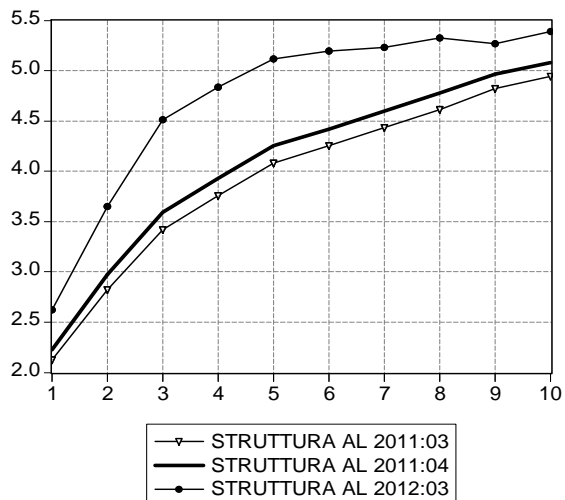
SCENARIO A



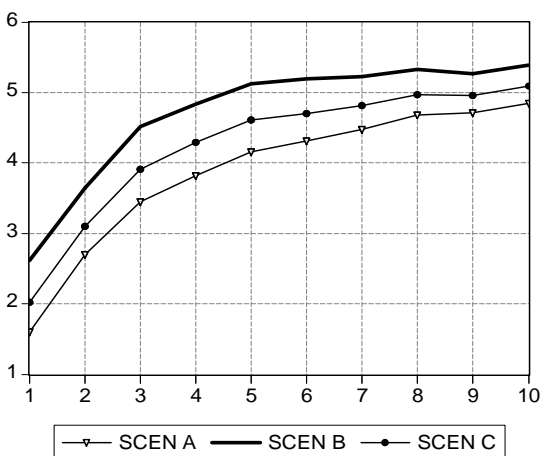
STRUTTURA A TERMINE AL 2011:04



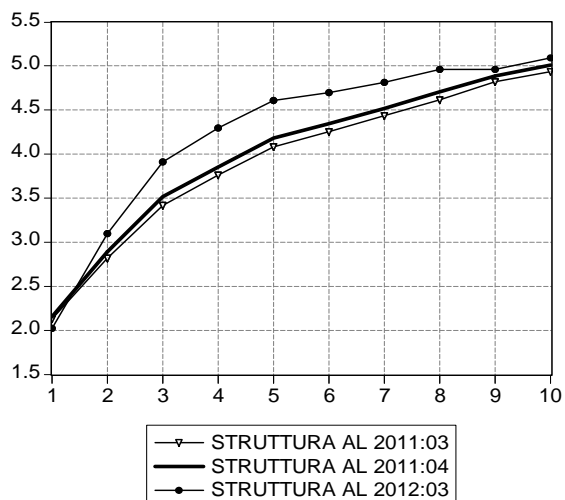
SCENARIO B



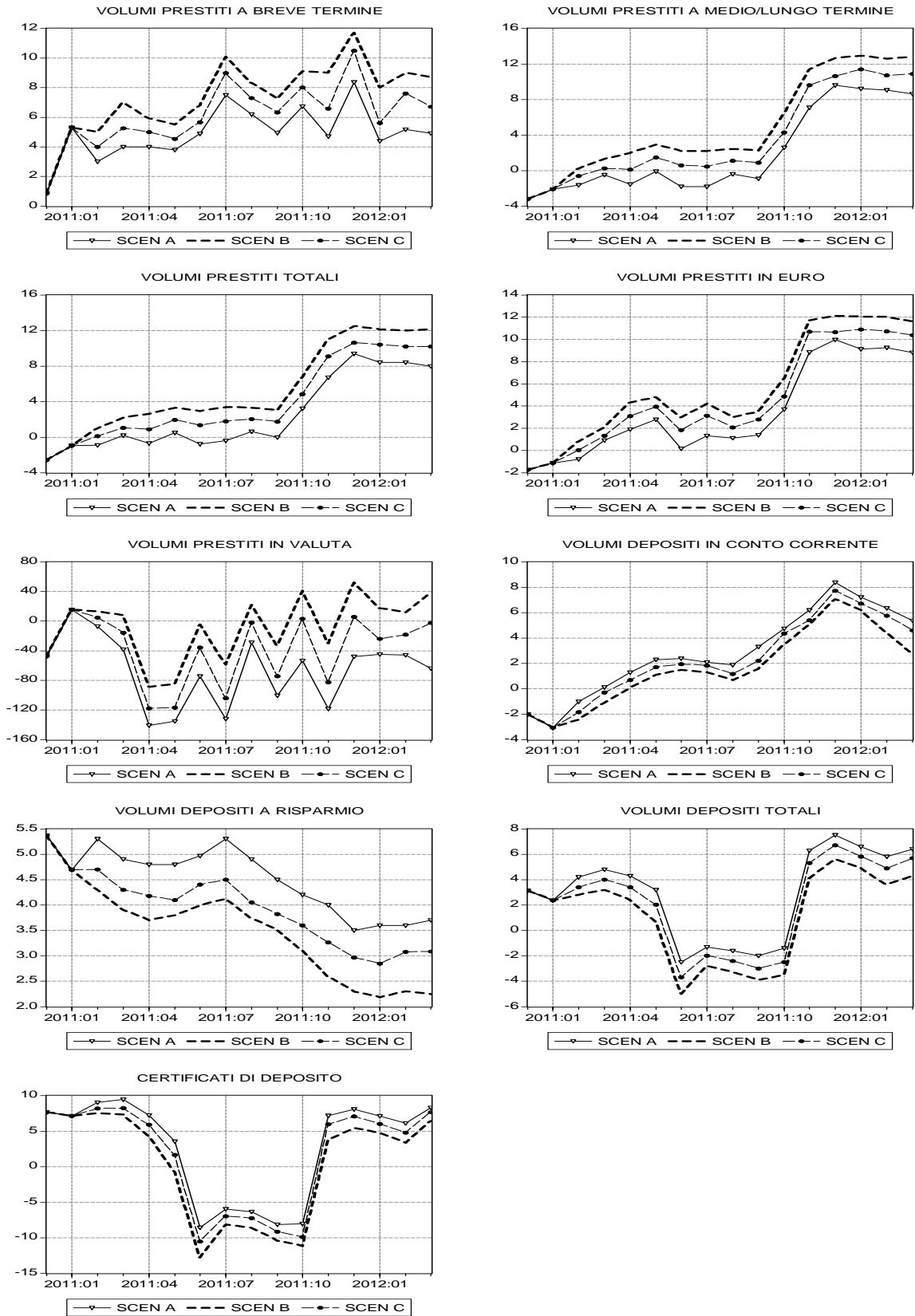
STRUTTURA A TERMINE AL 2012:03



SCENARIO C



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



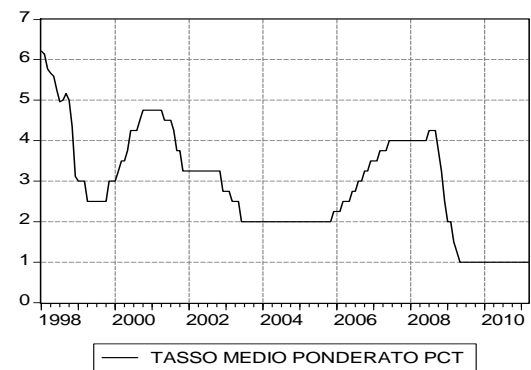
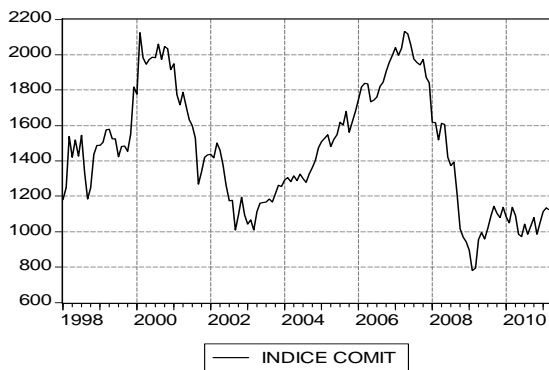
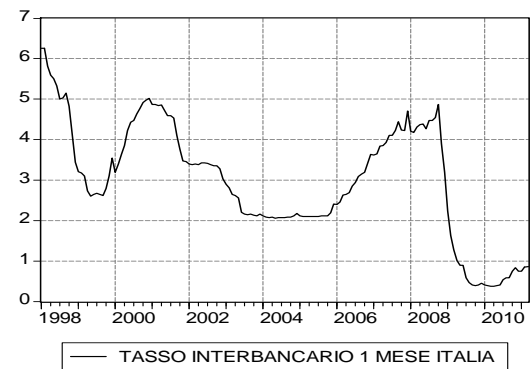
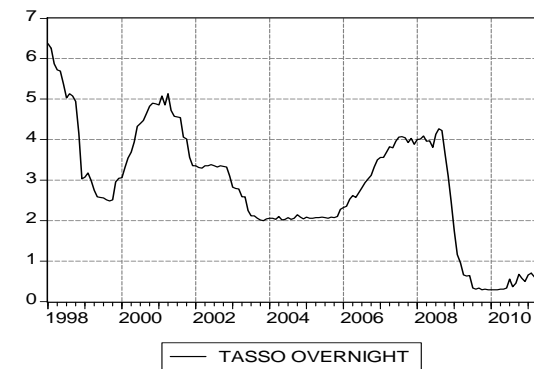
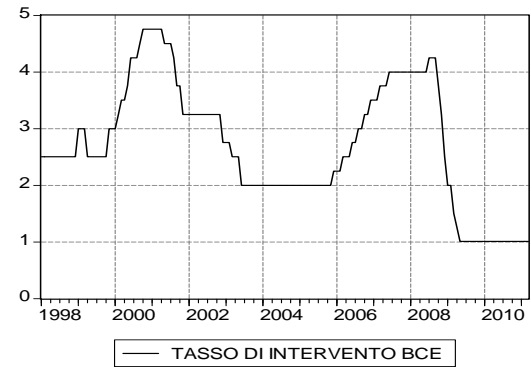
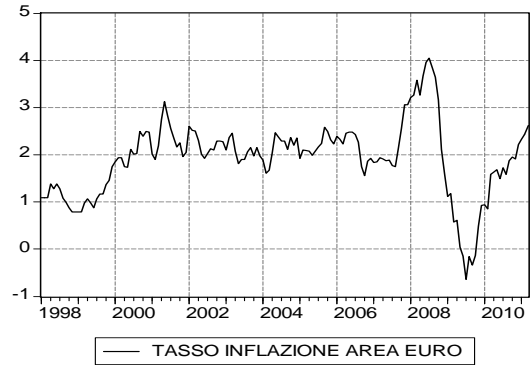
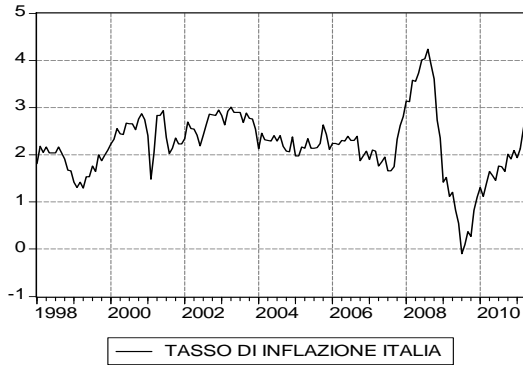
SCENARIO A	10 9	10 10	10 11	10 12	11 1	11 2	11 3	11 4	11 5	11 6	11 7	11 8	11 9	11 10	11 11	11 12	12 1	12 2	12 3
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Indice COMIT	1033	1079	987	1048	1113	1135	1120	1097	1071	1080	1058	1080	1058	1075	1055	1075	1055	1065	1065
Produzione Industriale	4.5	3.1	4.1	5.6	0.9	0.7	1.7	1.2	2.1	1.4	2.4	1.7	2.6	1.4	2.3	1.9	2.9	2.8	1.8
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.6	2.0	1.9	2.1	1.9	2.1	2.6	2.3	2.3	2.2	2.3	2.5	2.5	2.3	2.2	2.2	2.0	1.9	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	0.46	0.67	0.57	0.49	0.66	0.70	0.58	0.60	0.60	0.61	0.62	0.63	0.63	0.66	0.66	0.66	0.68	0.69	0.69
T. Interb. 1m lett.	0.58	0.74	0.83	0.74	0.74	0.85	0.86	0.77	0.77	0.83	0.81	0.81	0.80	0.83	0.81	0.84	0.81	0.84	0.81
T. Interb. 3m lett.	0.83	0.93	0.98	0.95	0.96	1.04	1.13	0.95	0.91	0.96	0.95	1.00	0.95	1.00	0.92	0.96	0.92	0.94	0.90
T. Interb. 6m lett.	1.11	1.18	1.22	1.20	1.20	1.29	1.44	1.35	1.32	1.32	1.30	1.33	1.30	1.34	1.28	1.32	1.28	1.32	1.27
T. Depositi medio	0.65	0.66	0.69	0.70	0.69	0.69	0.60	0.61	0.57	0.54	0.51	0.49	0.47	0.45	0.44	0.42	0.41	0.40	0.39
T. Prestiti medio	3.60	3.60	3.64	3.61	3.66	3.66	3.64	3.71	3.73	3.73	3.75	3.76	3.77	3.76	3.77	3.75	3.76	3.75	3.75
T.prest. medio - T.dep. medio	2.95	2.94	2.95	2.91	2.97	2.97	3.04	3.10	3.16	3.19	3.24	3.27	3.30	3.31	3.34	3.33	3.35	3.35	3.36
T. BOT comp. lordo 3m	0.69	0.69	0.69	0.69	0.69	0.69	1.05	0.94	0.90	0.92	0.92	0.95	0.94	0.95	0.92	0.92	0.90	0.91	0.89
T. BOT comp. lordo 6m	1.08	1.22	1.51	1.73	1.45	1.33	1.42	1.29	1.14	1.16	1.14	1.10	1.13	1.15	1.11	1.14	1.13	1.16	1.13
T. BOT comp. lordo 12m	1.45	1.46	1.80	2.04	2.10	1.89	2.13	1.90	1.73	1.81	1.80	1.65	1.74	1.67	1.69	1.62	1.54	1.58	1.60
Rendistat lordo	3.28	3.23	3.63	3.96	4.07	4.11	4.14	4.02	3.92	3.92	3.88	3.85	3.79	3.80	3.76	3.76	3.72	3.67	3.60
Rendistat netto	2.87	2.83	3.18	3.47	3.56	3.60	3.62	3.52	3.43	3.43	3.40	3.37	3.32	3.33	3.29	3.29	3.25	3.21	3.15
<b>S'TRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	2.44	2.44	3.34	3.38	3.32	3.44	3.42	3.35	3.37	3.44	3.44	3.42	3.47	3.40	3.49	3.47	3.45	3.42	3.45
Rend. BTP a 5 anni	2.91	2.93	3.80	4.00	3.95	4.06	4.08	3.98	4.00	4.08	4.07	4.05	4.11	4.05	4.15	4.13	4.13	4.11	4.16
Rend. BTP a 7 anni	3.39	3.43	4.31	4.41	4.31	4.43	4.44	4.34	4.34	4.39	4.39	4.38	4.44	4.39	4.47	4.45	4.45	4.43	4.48
Rend. BTP a 10 anni	4.08	4.07	4.82	4.95	4.84	4.95	4.94	4.85	4.82	4.85	4.84	4.83	4.87	4.83	4.88	4.85	4.83	4.82	4.85
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2442.960	2428.184	2313.059	2314.521	2335.732	2334.240	2357.338	2339.946	2377.627	2415.955	2412.19	2432.96	2442.96	2505.89	2468.03	2532.09	2531.93	2530.32	2545.93
Prestiti in euro	2409.454	2406.935	2274.106	2291.882	2305.137	2298.161	2331.273	2357.432	2391.550	2407.984	2422.096	2404.29	2443.186	2495.99	2475.19	2520.31	2515.05	2510.76	2536.43
Prestiti in valuta	33.506	21.249	38.953	22.639	30.595	36.079	26.065	-17.486	-13.923	7.971	-9.908	28.673	-0.226	9.895	-7.159	11.776	16.882	19.556	9.500
Prestiti a breve	377.604	367.569	383.210	375.203	394.546	385.261	384.677	380.821	382.613	390.812	396.882	392.879	396.253	392.329	401.269	406.548	411.851	405.205	403.580
Prestiti a m/1	2065.356	2060.615	1929.849	1939.318	1941.186	1948.979	1972.661	1959.125	1995.014	2025.143	2015.306	2040.084	2046.707	2113.557	2066.765	2125.538	2120.082	2125.111	2142.345
Depositi totali	1929.364	1934.254	1784.157	1828.753	1810.012	1836.850	1840.925	1846.855	1865.091	1915.592	1920.497	1885.099	1890.777	1907.174	1896.559	1965.909	1929.473	1943.387	1958.744
Depositi in c/c	736.028	748.434	724.482	748.420	737.710	738.895	746.872	769.605	776.339	774.530	770.059	750.993	760.380	783.885	769.484	811.014	790.937	785.732	787.039
Depositi a risparmio	271.291	271.400	273.289	277.855	280.250	282.189	282.187	282.053	281.788	282.071	283.220	284.456	283.499	282.799	284.221	287.580	290.339	292.348	292.628
Certif. deposito	922.045	914.420	786.386	802.478	792.052	815.765	811.865	795.196	806.964	858.991	867.218	849.650	846.898	840.491	842.855	867.316	848.197	865.307	879.077
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	5.14	4.32	-2.06	-2.56	-0.94	-0.90	0.20	-0.70	0.50	-0.80	-0.40	0.60	0.00	3.20	6.70	9.40	8.40	8.40	8.00
Prestiti in euro	5.40	4.80	-2.23	-1.74	-1.13	-0.80	0.90	1.90	2.80	0.17	1.30	1.10	1.40	3.70	8.84	9.97	9.11	9.25	8.80
Prestiti in valuta	-10.83	-31.60	9.27	-47.31	15.57	-6.88	-38.17	-140.70	-135.35	-74.71	-132.03	-28.89	-100.68	-53.44	-118.38	-47.98	-44.82	-45.80	-63.55
Prestiti a breve	-0.70	-0.62	0.94	0.86	5.30	3.00	4.00	4.00	3.80	4.90	7.50	6.20	4.94	6.74	4.71	8.35	4.39	5.18	4.91
Prestiti a m/1	6.28	5.25	-2.63	-3.20	-2.12	-1.64	-0.51	-1.56	-0.11	-1.83	-1.82	-0.41	-0.90	2.57	7.09	9.60	9.22	9.04	8.60
Depositi totali	12.96	11.91	2.46	3.14	2.35	4.20	4.80	4.30	3.20	-2.50	-1.30	-1.60	-2.00	-1.40	6.30	7.50	6.60	5.80	6.40
Depositi in c/c	2.65	2.59	-0.87	-2.01	-3.07	-1.00	0.14	1.30	2.30	2.40	2.10	1.90	3.31	4.74	6.21	8.36	7.22	6.34	5.38
Depositi a risparmio	5.04	4.90	5.14	5.37	4.69	5.30	4.90	4.80	4.80	4.96	5.30	4.90	4.50	4.20	4.00	3.50	3.60	3.60	3.70
Certif. deposito	25.83	23.54	4.78	7.62	7.08	8.99	9.45	7.19	3.52	-8.58	-6.00	-6.38	-8.15	-8.08	7.18	8.08	7.09	6.07	8.28

SCENARIO B	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	12 2	12 3	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.50	1.50	1.75	1.75	1.75	1.75	
Indice COMIT	1033	1079	987	1048	1113	1135	1120	1274	1268	1306	1282	1325	1304	1290	1280	1254	1258	1228	1228	
Produzione Industriale	4.5	3.1	4.1	5.6	0.9	6.9	8.0	7.0	8.1	7.8	10.2	10.1	9.3	10.4	11.4	10.1	11.3	10.0	9.6	
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.6	2.0	1.9	2.1	1.9	2.1	2.6	2.8	2.8	2.7	2.8	2.9	2.9	2.8	2.7	2.7	2.6	2.5	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	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.50	1.50	1.75	1.75	1.75	1.75	
T. Overnight media d/1	0.46	0.67	0.57	0.49	0.66	0.70	0.58	0.72	0.79	0.82	0.88	0.90	0.89	0.92	0.98	1.09	1.10	1.08	1.13	
T. Interb. 1m lett.	0.58	0.74	0.83	0.74	0.74	0.85	0.86	1.05	1.13	1.12	1.12	1.10	1.20	1.28	1.37	1.57	1.55	1.66	1.66	
T. Interb. 3m lett.	0.83	0.93	0.98	0.95	0.96	1.04	1.13	1.26	1.32	1.38	1.33	1.41	1.68	1.59	1.71	1.88	1.79	1.95	2.04	
T. Interb. 6m lett.	1.11	1.18	1.22	1.20	1.20	1.29	1.44	1.54	1.65	1.71	1.67	1.71	1.87	1.87	2.01	2.17	2.17	2.28	2.32	
T. Depositi medio	0.65	0.66	0.69	0.70	0.69	0.69	0.71	0.70	0.66	0.65	0.62	0.60	0.58	0.63	0.62	0.68	0.67	0.68	0.68	
T. Prestiti medio	3.60	3.60	3.64	3.61	3.66	3.66	3.77	3.83	3.93	4.00	4.04	4.04	4.06	4.10	4.19	4.24	4.38	4.41	4.46	
T.prest.medio - T.dep.medio	2.95	2.94	2.95	2.91	2.97	2.97	3.06	3.13	3.27	3.35	3.41	3.44	3.48	3.48	3.58	3.56	3.71	3.73	3.78	
T. BOT comp. lordo 3m	0.69	0.69	0.69	0.69	0.69	0.69	1.05	1.18	1.23	1.28	1.28	1.31	1.47	1.50	1.56	1.68	1.68	1.75	1.84	
T. BOT comp. lordo 6m	1.08	1.22	1.51	1.73	1.45	1.33	1.42	1.58	1.54	1.56	1.66	1.69	1.84	1.84	1.95	2.04	1.96	2.15	2.15	
T. BOT comp. lordo 12m	1.45	1.46	1.80	2.04	2.10	1.89	2.13	2.23	2.20	2.26	2.32	2.26	2.42	2.42	2.52	2.54	2.52	2.65	2.62	
Rendistat lordo	3.28	3.23	3.63	3.96	4.07	4.11	4.14	4.21	4.30	4.21	4.22	4.17	4.28	4.29	4.31	4.40	4.37	4.39	4.43	
Rendistat netto	2.87	2.83	3.18	3.47	3.56	3.60	3.62	3.69	3.76	3.77	3.70	3.65	3.74	3.76	3.77	3.85	3.82	3.84	3.87	
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	2.44	2.44	3.34	3.38	3.32	3.44	3.42	3.59	3.66	3.74	3.80	3.86	3.98	4.02	4.16	4.25	4.26	4.46	4.51	
Rend. BTP a 5 anni	2.91	2.93	3.80	4.00	3.95	4.06	4.08	4.25	4.25	4.38	4.41	4.47	4.58	4.61	4.75	4.83	4.85	5.06	5.12	
Rend. BTP a 7 anni	3.39	3.43	4.31	4.41	4.31	4.43	4.44	4.60	4.60	4.69	4.71	4.75	4.84	4.85	4.95	5.03	5.03	5.17	5.23	
Rend. BTP a 10 anni	4.08	4.07	4.82	4.95	4.84	4.95	4.94	5.08	5.07	5.11	5.11	5.13	5.18	5.17	5.23	5.28	5.27	5.35	5.39	
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2442.960	2428.184	2313.059	2314.521	2335.732	2378.993	2404.391	2417.708	2443.869	2506.067	2504.22	2498.26	2516.25	2593.30	2567.50	2603.84	2618.36	2664.47	2695.32	
Prestiti in euro	2409.454	2406.935	2274.106	2291.882	2305.137	2335.228	2358.999	2412.955	2438.078	2476.039	2491.363	2449.01	2493.785	2563.39	2540.18	2569.40	2582.48	2615.46	2632.64	
Prestiti in valuta	33.506	21.249	38.953	22.639	30.595	43.765	45.392	4.753	5.791	30.028	12.857	49.252	22.464	29.915	27.319	34.435	35.874	49.017	62.680	
Prestiti a breve	377.604	367.569	383.210	375.203	394.546	392.742	395.774	387.778	388.879	397.891	406.481	400.648	404.979	401.018	417.699	419.102	426.110	428.089	430.197	
Prestiti a m/1	2065.356	2060.615	1929.849	1939.318	1941.186	1986.251	2008.617	2029.930	2054.990	2108.176	2097.738	2097.614	2111.270	2192.283	2149.797	2184.734	2192.246	2236.384	2265.126	
Depositi totali	1929.364	1934.254	1784.157	1828.753	1810.012	1812.171	1812.819	1813.211	1819.910	1866.475	1891.310	1852.531	1854.119	1866.555	1857.307	1931.163	1898.703	1877.409	1890.771	
Depositi in c/c	736.028	748.434	724.482	748.420	737.710	728.446	737.658	760.489	767.233	767.723	764.025	742.172	747.804	774.629	760.923	801.249	783.164	760.546	758.234	
Depositi a risparmio	271.291	271.400	273.289	277.855	280.250	279.509	279.497	279.093	279.101	279.454	280.070	281.303	280.809	279.813	280.381	284.239	286.365	285.951	285.768	
Certif. deposito	922.045	914.420	786.386	802.478	792.052	804.215	795.665	773.629	773.576	819.298	847.215	829.056	825.506	812.113	816.004	845.676	829.173	830.912	846.769	
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																				
Prestiti totali	5.14	4.32	-2.06	-2.56	-0.94	1.00	2.20	2.60	3.30	2.90	3.40	3.30	3.00	6.80	11.00	12.50	12.10	12.00	12.10	
Prestiti in euro	5.40	4.80	-2.23	-1.74	-1.13	0.80	2.10	4.30	4.80	3.00	4.20	2.98	3.50	6.50	11.70	12.11	12.03	12.00	11.60	
Prestiti in valuta	-10.83	-31.60	9.27	-47.31	15.57	12.96	7.68	-88.94	-85.30	-4.73	-58.44	22.15	-32.96	40.78	-29.87	52.10	17.25	12.00	38.08	
Prestiti a breve	-0.70	-0.62	0.94	0.86	5.30	5.00	7.00	5.90	5.50	6.80	10.10	8.30	7.25	9.10	9.00	11.70	8.00	9.00	8.70	
Prestiti a m/1	6.28	5.25	-2.63	-3.20	-2.12	0.24	1.30	1.99	2.89	2.20	2.19	2.40	2.22	6.39	11.40	12.65	12.93	12.59	12.77	
Depositi totali	12.96	11.91	2.46	3.14	2.35	2.80	3.20	2.40	0.70	-5.00	-2.80	-3.30	-3.90	-3.50	4.10	5.60	4.90	3.60	4.30	
Depositi in c/c	2.65	2.59	-0.87	-2.01	-3.07	-2.40	-1.10	0.10	1.10	1.50	1.30	0.70	1.60	3.50	5.03	7.06	6.16	4.41	2.79	
Depositi a risparmio	5.04	4.90	5.14	5.37	4.69	4.30	3.90	3.70	3.80	3.99	4.13	3.74	3.51	3.10	2.60	2.30	2.18	2.30	2.24	
Certif. deposito	25.83	23.54	4.78	7.62	7.08	7.45	7.27	4.28	-0.76	-12.80	-8.17	-8.65	-10.47	-11.19	3.77	5.38	4.69	3.32	6.42	

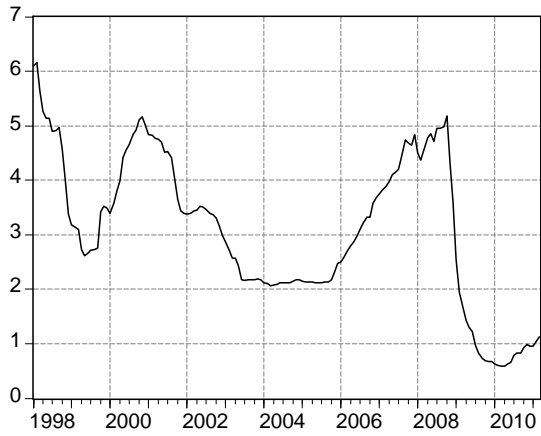


SCENARIO C	10 9	10 10	10 11	10 12	11 1	11 2	11 3	11 4	11 5	11 6	11 7	11 8	11 9	11 10	11 11	11 12	12 1	12 2	12 3	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
Indice COMIT	1033	1079	987	1048	1113	1135	1120	1174	1160	1188	1178	1202	1174	1206	1188	1174	1150	1144	1144	1144
Produzione Industriale	4.5	3.1	4.1	5.6	0.9	3.7	4.8	3.8	5.1	4.8	5.9	4.9	6.0	5.2	6.2	4.9	5.4	4.0	3.3	3.3
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.6	2.0	1.9	2.1	1.9	2.1	2.6	2.5	2.6	2.5	2.6	2.8	2.8	2.6	2.5	2.4	2.4	2.3	2.2	2.2
<b>ENDOGENE</b>																				
<b>TASSI</b>																				
T. P/T medio	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
T. Overnight media d/1	0.46	0.67	0.57	0.49	0.66	0.70	0.58	0.66	0.73	0.74	0.75	0.73	0.78	0.75	0.80	0.81	0.77	0.84	0.81	0.81
T. Interb. 1m lett.	0.58	0.74	0.83	0.74	0.74	0.85	0.86	0.95	1.02	1.04	1.05	1.00	1.05	1.03	1.07	1.09	1.03	1.09	1.05	1.05
T. Interb. 3m lett.	0.83	0.93	0.98	0.95	0.96	1.04	1.13	1.20	1.24	1.17	1.25	1.17	1.27	1.19	1.27	1.23	1.15	1.23	1.19	1.19
T. Interb. 6m lett.	1.11	1.18	1.22	1.20	1.20	1.29	1.44	1.45	1.51	1.47	1.56	1.50	1.57	1.49	1.55	1.47	1.44	1.54	1.50	1.50
T. Depositi medio	0.65	0.66	0.69	0.70	0.69	0.69	0.64	0.66	0.62	0.61	0.57	0.55	0.54	0.56	0.54	0.53	0.55	0.55	0.51	0.51
T. Prestiti medio	3.60	3.60	3.64	3.61	3.66	3.66	3.70	3.77	3.86	3.92	3.97	3.97	3.98	4.04	4.02	4.04	4.03	4.00	4.02	4.02
T.prest.medio - T.dep.medio	2.95	2.94	2.95	2.91	2.97	2.97	3.05	3.11	3.24	3.31	3.40	3.42	3.44	3.48	3.48	3.48	3.51	3.48	3.45	3.51
T. BOT comp. lordo 3m	0.69	0.69	0.69	0.69	0.69	0.69	1.05	1.12	1.17	1.14	1.17	1.14	1.18	1.16	1.18	1.18	1.13	1.15	1.14	1.14
T. BOT comp. lordo 6m	1.08	1.22	1.51	1.73	1.45	1.33	1.42	1.46	1.41	1.41	1.49	1.38	1.48	1.40	1.50	1.48	1.51	1.43	1.45	1.45
T. BOT comp. lordo 12m	1.45	1.46	1.80	2.04	2.10	1.89	2.13	2.15	2.05	2.03	2.09	2.01	2.09	1.98	2.08	2.09	1.99	2.05	2.02	2.02
Rendistat lordo	3.28	3.23	3.63	3.96	4.07	4.11	4.14	4.18	4.23	4.18	4.15	4.06	4.05	4.01	4.03	4.01	3.93	3.89	3.85	3.85
Rendistat netto	2.87	2.83	3.18	3.47	3.56	3.60	3.62	3.66	3.70	3.66	3.64	3.56	3.54	3.51	3.53	3.51	3.44	3.40	3.37	3.37
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	2.44	2.44	3.34	3.38	3.32	3.44	3.42	3.52	3.53	3.62	3.70	3.67	3.76	3.75	3.85	3.87	3.82	3.91	3.91	3.91
Rend. BTP a 5 anni	2.91	2.93	3.80	4.00	3.95	4.06	4.08	4.18	4.18	4.27	4.34	4.32	4.40	4.39	4.50	4.52	4.49	4.59	4.61	4.61
Rend. BTP a 7 anni	3.39	3.43	4.31	4.41	4.31	4.43	4.44	4.52	4.51	4.58	4.63	4.60	4.67	4.66	4.74	4.75	4.73	4.80	4.82	4.82
Rend. BTP a 10 anni	4.08	4.07	4.82	4.95	4.84	4.95	4.94	5.01	4.98	5.01	5.04	5.01	5.04	5.03	5.08	5.07	5.05	5.08	5.09	5.09
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2442.960	2428.184	2313.059	2314.521	2335.732	2357.794	2376.738	2376.867	2411.858	2467.938	2464.25	2467.26	2484.79	2545.78	2523.55	2559.86	2579.07	2598.29	2619.17	2619.17
Prestiti in euro	2409.454	2406.935	2274.106	2291.882	2305.137	2317.219	2341.117	2384.617	2418.470	2447.652	2465.528	2427.65	2476.217	2523.89	2516.83	2535.88	2555.79	2565.16	2584.36	2584.36
Prestiti in valuta	33.506	21.249	38.953	22.639	30.595	40.575	35.622	-7.750	-6.612	20.286	-1.279	39.608	8.572	21.886	6.722	23.983	23.283	33.128	34.807	34.807
Prestiti a breve	377.604	367.569	383.210	375.203	394.546	389.002	389.257	384.483	385.294	393.632	402.372	396.887	401.470	396.994	408.401	414.553	416.655	418.568	415.317	415.317
Prestiti a m/1	2065.356	2060.615	1929.849	1939.318	1941.186	1968.793	1987.482	1992.384	2026.564	2074.306	2061.878	2070.370	2083.319	2148.782	2115.146	2145.307	2162.417	2179.721	2203.849	2203.849
Depositi totali	1929.364	1934.254	1784.157	1828.753	1810.012	1822.748	1826.872	1830.918	1844.089	1892.016	1906.876	1869.773	1871.483	1885.898	1878.717	1951.279	1914.993	1912.062	1931.004	1931.004
Depositi in c/c	736.028	748.434	724.482	748.420	737.710	732.617	743.624	765.085	771.916	771.029	767.886	745.725	752.267	780.966	763.507	806.269	787.296	774.696	777.780	777.780
Depositi a risparmio	271.291	271.400	273.289	277.855	280.250	280.581	280.573	280.370	279.906	280.554	281.068	282.166	281.666	281.170	282.198	286.099	288.215	289.216	289.232	289.232
Certif. deposito	922.045	914.420	786.386	802.478	792.052	809.549	802.675	785.463	792.267	840.433	857.921	841.882	837.550	823.761	833.012	858.911	839.482	848.151	863.992	863.992
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																				
Prestiti totali	5.14	4.32	-2.06	-2.56	-0.94	0.10	1.02	0.87	1.95	1.33	1.75	2.02	1.71	4.84	9.10	10.60	10.42	10.20	10.20	10.20
Prestiti in euro	5.40	4.80	-2.23	-1.74	-1.13	0.02	1.33	3.08	3.96	1.82	3.12	2.08	2.77	4.86	10.67	10.65	10.87	10.70	10.39	10.39
Prestiti in valuta	-10.83	-31.60	9.27	-47.31	15.57	4.73	-15.50	-118.04	-116.79	-35.64	-104.13	-1.77	-74.42	3.00	-82.74	5.94	-23.90	-18.35	-2.29	-2.29
Prestiti a breve	-0.70	-0.62	0.94	0.86	5.30	4.00	5.24	5.00	4.53	5.66	8.99	7.28	6.32	8.01	6.57	10.49	5.60	7.60	6.69	6.69
Prestiti a m/1	6.28	5.25	-2.63	-3.20	-2.12	-0.64	0.24	0.11	1.47	0.55	0.45	1.07	0.87	4.28	9.60	10.62	11.40	10.71	10.89	10.89
Depositi totali	12.96	11.91	2.46	3.14	2.35	3.40	4.00	3.40	2.04	-3.70	-2.00	-2.40	-3.00	-2.50	5.30	6.70	5.80	4.90	5.70	5.70
Depositi in c/c	2.65	2.59	-0.87	-2.01	-3.07	-1.84	-0.30	0.70	1.72	1.94	1.81	1.18	2.21	4.35	5.39	7.73	6.72	5.74	4.59	4.59
Depositi a risparmio	5.04	4.90	5.14	5.37	4.69	4.70	4.30	4.17	4.10	4.40	4.50	4.06	3.82	3.60	3.26	2.97	2.84	3.08	3.09	3.09
Certif. deposito	25.83	23.54	4.78	7.62	7.08	8.16	8.22	5.88	1.64	-10.55	-7.01	-7.24	-9.16	-9.91	5.93	7.03	5.99	4.77	7.64	7.64

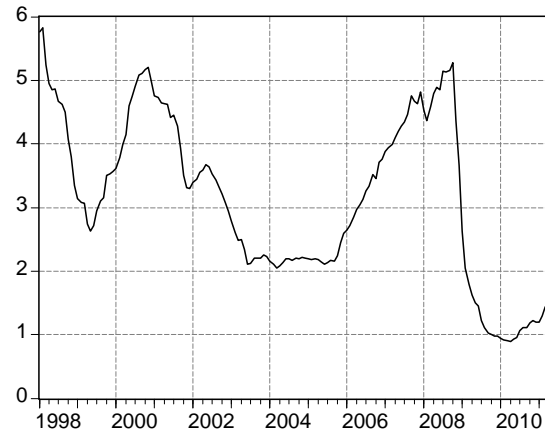
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



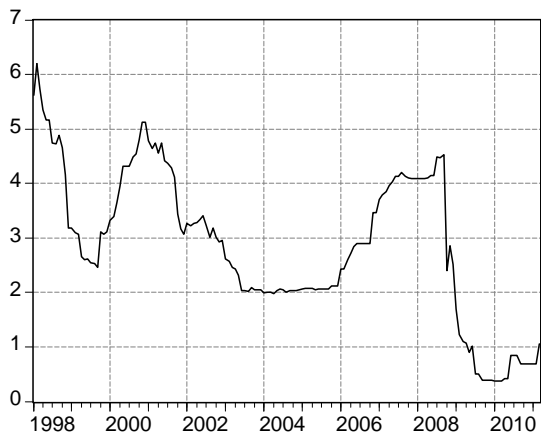
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



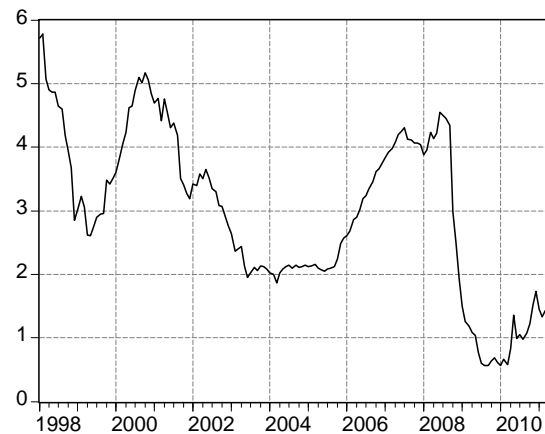
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI ITALIA (LIBOR)



— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI ITALIA



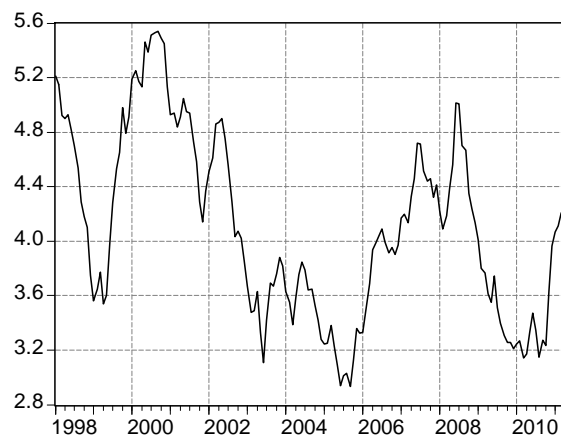
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



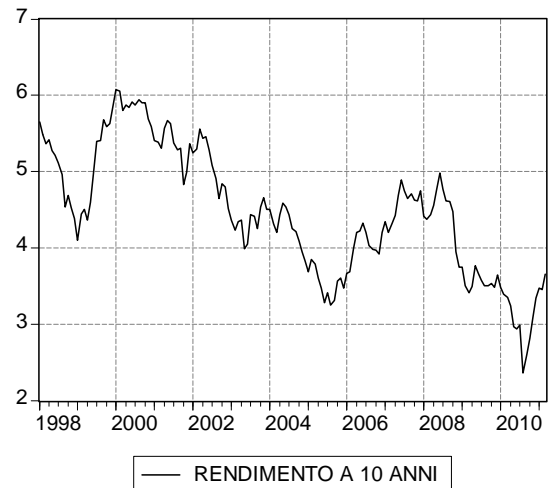
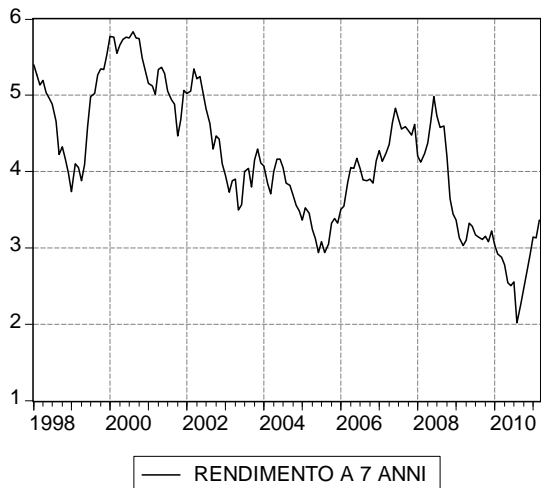
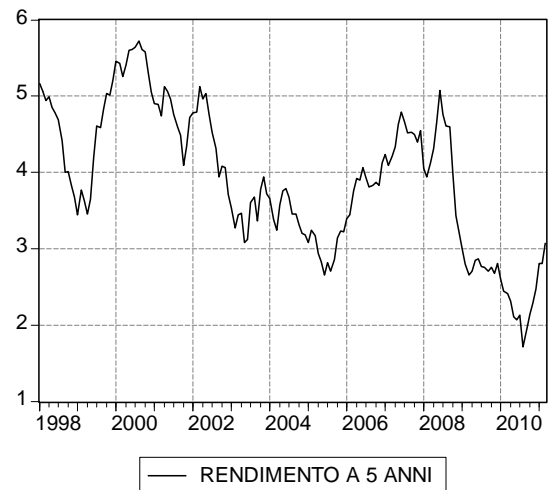
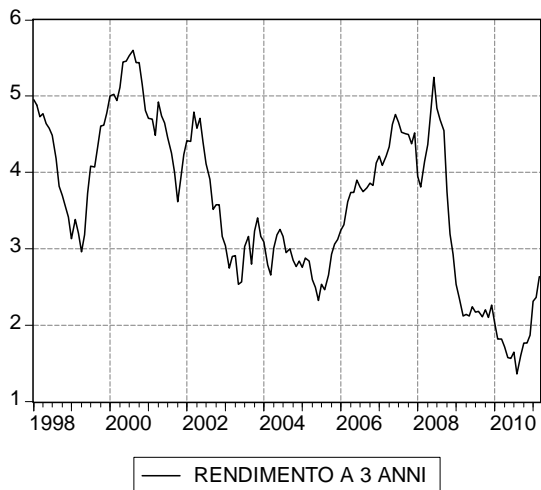
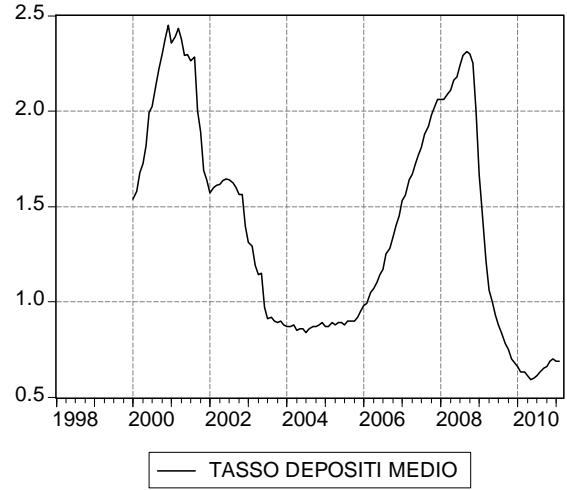
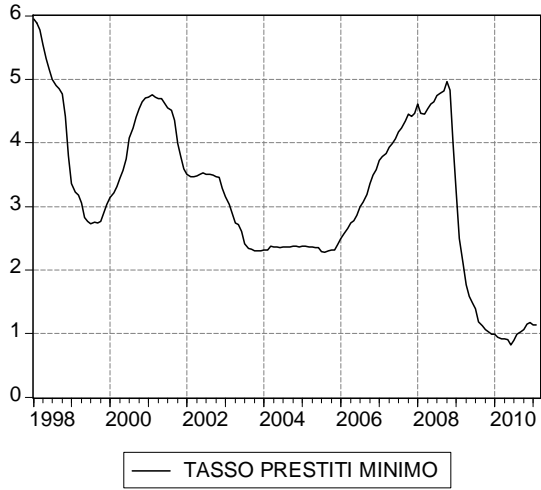
— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO



— RENDISTAT LORDO

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

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

