

# MEFIM

## MODELLO ECONOMETRICO FINANZIARIO INTERNAZIONALE MENSILE

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

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

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

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

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

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

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

*Il modello viene stimato con dati che vanno da Maggio del 1986 ad Aprile 2010.*

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

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

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

**SCENARI MACROECONOMICI**

È di questi giorni il via libera definitivo all'accordo tra Fondo Monetario Internazionale, Banca Centrale Europea e Commissione per la concessione al governo greco di un prestito di 110 miliardi di euro in tre anni, 80 dei quali sborsati dai partner europei, accompagnato da un ambizioso e doloroso programma di risanamento del debito. L'urgenza rimane comunque, in Grecia come in tutti gli altri Paesi industrializzati, quella di risanare i conti pubblici. I deficit europei fanno scalpore perché associati allo sfioramento dei parametri del Patto di Stabilità di Maastricht, ma molti altri Paesi si trovano nelle medesime condizioni: gli Stati Uniti devono per esempio fare i conti con un rapporto deficit/Pil schizzato al 9,91% nel 2009 dal 3,18% dell'anno precedente, mentre nel Regno Unito ha già raggiunto l'11,4% nell'anno appena concluso. La crisi economica seguita alle turbolenze finanziarie era stata affrontata quasi ovunque attraverso un massiccio intervento statale finanziato con la creazione di debito pubblico. Se esso non verrà riportato su una traiettoria sostenibile, rischia di minacciare la ripresa e la stabilità finanziaria, spingendo al rialzo i tassi. Si rendono quindi necessarie politiche di bilancio restrittive, che limitano lo spazio di azione della politica monetaria: quest'ultima si dovrà limitare ad assorbire l'eccesso di liquidità in circolo nel sistema, ma non potrà condurre ad una marcata inversione nell'andamento dei tassi.

**Usa: la robusta ripresa dei consumi privati sostiene la crescita nel I trimestre dell'anno**

La prima stima relativa all'andamento dell'economia americana nel primo trimestre del 2010 segnala una crescita congiunturale di +3,2% e tendenziale di +2,5%, dopo il +5,6% t/t e +0,1% a/a del periodo precedente. Il risultato è da ascrivere all'exploit dei consumi privati (+3,6% t/t, +1,8% a/a), dipendente in buona parte dalla crescita dei consumi di beni durevoli, alla crescita delle esportazioni (+5,8% t/t e +10,1% a/a) e al progresso degli investimenti fissi (+0,7% t/t, -2,2% a/a), sostenuti dai non residenziali (+4,1% t/t). Hanno invece pesato sul risultato economico la contrazione dei consumi pubblici (-1,8% t/t, +1,5% a/a) e il robusto aumento delle importazioni (+8,9% t/t, +6,9% a/a). Medesime conclusioni si traggono analizzando i contributi alla crescita: la quasi totalità del risultato economico dipende infatti dalla solida ripresa dei consumi privati (+2,55% t/t il loro contributo). Anche le scorte (+1,57% t/t) e gli investimenti fissi (+0,1% t/t, seppure penalizzati dal -0,29% t/t dei residenziali) hanno inciso positivamente sulla crescita. Negativo è stato invece l'apporto dei consumi pubblici (-0,37% t/t) e delle esportazioni nette (-0,61% t/t). Per quanto riguarda il commercio internazionale, è aumentato in febbraio il deficit della bilancia commerciale americana, a causa del forte incremento delle importazioni (+1,68% m/m), superiore all'aumento dell'export (+0,20% m/m).

Nel mese di marzo il lato dell'offerta è complessivamente cresciuto meno delle attese: la produzione industriale ha registrato un +0,1% m/m e +4,0% a/a (attese: +0,8% m/m), dopo il +0,3% m/m rivisto del mese precedente. Gli ordini di beni durevoli hanno subito un'inattesa battuta d'arresto, scendendo di -1,3% su base congiunturale (+11,6% a/a), contro una previsione a +0,3% m/m. Il risultato è da imputare quasi totalmente al comparto volatile dei trasporti: se privati infatti di questa voce, gli ordini hanno registrato un robusto +2,8% m/m. Anche l'utilizzo della capacità produttiva, salito al 73,2% dal 73,0% rivisto di febbraio, è risultato inferiore alle attese (73,3%). In crescita appaiono tutti gli indici di fiducia relativi all'offerta: l'ISM manifatturiero è salito in marzo a 59,6 da 56,5 e quello non manifatturiero si è posizionato a 55,4 da 53,0 di febbraio. L'indice di fiducia di Philadelphia ha raggiunto in aprile quota 20,2 da 18,9 di marzo, il NY Empire State Manufacturing è balzato a 31,86 da 22,86 del mese precedente e l'NAPM Chicago è salito a 63,8 da 58,8 di marzo. In recupero appare il lato della domanda: le vendite al dettaglio sono aumentate in marzo di +1,6% m/m e +7,6% su base tendenziale, dopo il +0,5% m/m rivisto di febbraio, e l'indice di fiducia dei consumatori è balzato in aprile a 57,9 da 52,3 rivisto del mese precedente. Anche dal settore edilizio provengono buoni segnali di ripresa: l'avvio di nuovi cantieri ha registrato in marzo un progresso mensile di +1,6%, inferiore comunque alle attese di mercato, e un balzo annuo di +20,2%, dopo il +1,1% m/m rivisto di febbraio. La vendita di nuove case è salita nel mese di +6,8% m/m e +16,1% a/a e quella di case esistenti ha fatto segnare un robusto aumento di +26,9% m/m e +23,8% a/a. In marzo si è verificato un rimbalzo del mercato del lavoro: l'occupazione nei settori non agricoli ha fatto segnare l'aumento maggiore da marzo 2007, crescendo di 162mila unità, 123mila delle quali solo nel settore privato: si esclude quindi che la dinamica dipenda esclusivamente dalle assunzioni pubbliche a carattere temporaneo per il censimento. È proseguito anche in marzo l'aumento dell'occupazione nel settore manifatturiero, con l'assunzione di 17mila persone, dopo le +6mila riviste di febbraio. Il tasso di disoccupazione è però rimasto stabile al 9,7%, in linea con le attese di mercato. Sono leggermente aumentate le ore settimanali lavorate (a 33,3 da 33,1 del mese precedente) e il tasso di partecipazione (che ha raggiunto il 64,9% da 64,8% di febbraio), mentre i salari medi orari sono scesi a 18,9\$ da 18,92\$ rivisti. Sul fronte dei prezzi si osservano modesti progressi che

riguardano per lo più gli indici alla produzione e quelli relativi ai commerci con l'estero. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice è salito di +0,7% m/m e +6,0% su base annua, battendo al rialzo le attese (+0,4% m/m) e quello depurato delle componenti più volatili è cresciuto di +0,1% m/m e +0,9% a/a. Prezzi import ed export hanno riportato in marzo un progresso mensile di +0,7% ed una variazione annua rispettivamente di +11,4% e +4,6%. L'indice dei prezzi al consumo è cresciuto in marzo di un modesto +0,1% m/m, portando il tendenziale a +2,3%, dopo il +2,1% a/a di febbraio, mentre l'indice *core*, rimasto invariato su base mensile, è aumentato di +1,1% a/a, il minor aumento annuo da gennaio 2004.

Alla luce di questi dati riteniamo che la Fed decida di innalzare di +25 p.b. il tasso di riferimento sui Fed Funds nella riunione di dicembre, la prima dopo l'importante appuntamento elettorale di novembre (Scen. B e C, prob. cumulata 80%). Attribuiamo inoltre una bassa probabilità alla possibilità che la Banca Centrale, nel caso di una ripresa più robusta del previsto, faccia seguire a questa mossa una analoga nel mese di gennaio 2011 (Scen. B, prob. 10%).

### **Giappone: primi positivi segnali dal lato della domanda nel mese di marzo**

L'economia nipponica ha fatto registrare nell'ultimo trimestre del 2009 un progresso di +0,9% t/t e +3,8% su base annua, grazie al positivo apporto delle esportazioni nette (+0,5% t/t) e dei consumi privati (+0,4% t/t).

Per quanto riguarda l'interscambio con l'estero, nel mese di marzo è notevolmente aumentato l'attivo della bilancia commerciale, a seguito della robusta crescita delle esportazioni (+43,5% a/a) superiore all'incremento dell'import (+20,6% rispetto a marzo 2009). I segnali che provengono dal lato dell'offerta suggeriscono una debole ripresa in corso: la produzione industriale è cresciuta nel terzo mese dell'anno di +0,3% m/m e +30,7% a/a, dopo il -0,6% m/m rivisto di febbraio, mentre gli ordini di macchinari industriali riferiti al mese di febbraio hanno subito una forte contrazione: -5,4% m/m e -7,1% a/a. L'indagine Tankan indica invece una generalizzata ripresa della fiducia nel corso del primo trimestre dell'anno: l'indice complessivo è salito nel periodo a -24 da -31 rivisto degli ultimi 3 mesi del 2009 (attese: -26), il manifatturiero è balzato a -23 da -33 (attese: -22) e l'indice riferito ai settori non manifatturieri si è collocato a -25 da -30 (attese: -28). Stabile a quota 100 è rimasto anche in febbraio il Coincident Index of Business Condition, mentre l'indice di attività del terziario ha subito nel mese una contrazione di -0,2% m/m.

Dal lato della domanda cominciano a comparire nel mese di marzo alcuni segnali di recupero: i consumi delle famiglie sono cresciuti di +2,3% m/m in termini nominali e +3,6% m/m in termini reali, nonostante la diminuzione di -1,0% m/m del reddito disponibile se valutato in termini nominali (+0,3% m/m in termini reali). Prosegue il trend positivo delle vendite al dettaglio (+4,7% m/m dopo il +4,2% m/m di febbraio) e quello discendente delle vendite dei grandi magazzini (-4,2% m/m dopo il -3,4% del mese precedente). Anche l'indice di fiducia dei consumatori segnala un miglioramento delle attese, collocandosi a 40,9 da 39,8 di febbraio. Per quanto riguarda il mercato del lavoro, in marzo si è registrato un aumento della forza lavoro e del numero degli occupati, accompagnato però dalla crescita dei senza lavoro e del tasso di disoccupazione, salito al 5,0% dal 4,9% di febbraio.

Passando ai prezzi, in marzo gli indici hanno fatto segnare modesti progressi congiunturali, che però mantengono in terreno negativo le variazioni annue: sia l'indice generale dei prezzi al consumo sia quello *core* hanno registrato un incremento mensile di +0,3%, che porta i tendenziali rispettivamente a -1,1% e -1,2%, in linea con il mese di febbraio. La stima *flash* relativa all'inflazione nell'area di Tokyo segnala la prosecuzione di questa dinamica anche nel mese di aprile: l'indice è infatti aumentato di +0,2% m/m, portando il tendenziale a -1,5%, da -1,8% a/a di marzo. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione ha registrato in marzo un modesto incremento mensile (+0,2% m/m) che porta la variazione annua a -1,3% da -1,6% del mese precedente.

### **Area Euro: a dispetto del grande nervosismo dei mercati, slancio dell'offerta e degli indici di fiducia**

La stima definitiva relativa all'andamento dell'economia nell'ultimo trimestre 2009 corregge leggermente al ribasso quella precedentemente rilasciata: il Pil, rimasto invariato su base trimestrale, ha riportato una contrazione di -2,2% in ragione d'anno, contro il -2,1% a/a precedentemente stimato. L'andamento è frutto dell'invarianza dei consumi privati su base congiunturale (-0,6% a/a), della contrazione degli investimenti fissi (-1,3% t/t, -8,8% a/a) e della crescita delle esportazioni (+1,9% t/t, -4,6% a/a) maggiore del progresso dell'import (+1,3% t/t, -6,3% a/a). Anche dall'osservazione dei contributi al risultato economico appare che esportazioni nette e scorte hanno inciso positivamente, mentre gli investimenti fissi hanno sottratto risorse per -0,3% t/t e -1,9% a/a e i consumi privati sono stati ininfluenti (0,0% t/t e -0,3% a/a). Per quanto riguarda il commercio con l'estero, in febbraio è fortemente aumentato l'attivo della bilancia commerciale, a seguito di un progresso delle esportazioni superiore alla crescita dell'import (rispettivamente +2,7% m/m e +1,5% m/m).

Dal lato dell'offerta provengono positivi segnali di recupero per il mese di febbraio: la produzione industriale, battendo al rialzo le attese degli analisti, è cresciuta di +0,9% su base mensile, facendo registrare il maggior aumento annuo da aprile 2008 (+4,1% a/a). Incoraggiante è stato pure il progresso degli ordini all'industria, cresciuti di +1,5% m/m e +12,2% a/a (che rappresenta il maggior aumento annuo da luglio 2007), anche in questo caso battendo al rialzo le previsioni degli analisti. Il Leading Indicator elaborato dall'OCSE continua a segnalare attese di espansione economica: nel mese di febbraio ha registrato una variazione mensile di +0,5%, che porta il tendenziale a +12,5%. In crescita sono stati pure tutti gli indici di fiducia dell'offerta riferiti al mese di aprile: il PMI manifatturiero, salito a 57,5 da 56,6 di marzo contro le attese a 56,7, ha raggiunto il massimo da giugno 2006, quello dei servizi ha toccato quota 55,5, il massimo degli ultimi 30 mesi, da 54,1 rivisto di marzo (attese: 54,4) e l'ESI si è collocato a 100,6 da 97,9 rivisto del mese precedente (attese: 99,4). Ancora negativi sono i segnali che provengono dal lato della domanda per il mese di febbraio: le vendite al dettaglio hanno registrato un'ulteriore contrazione di -0,6% m/m e -1,1% a/a, superiore alle attese, dopo il -0,2% m/m e -0,6% a/a di gennaio. La dinamica della domanda è sicuramente penalizzata dalla difficile situazione del mercato del lavoro: anche in marzo il tasso di disoccupazione è rimasto stabile al 10,0%, in linea con le attese e al livello più alto da agosto 1998.

Sul fronte dei prezzi il recupero procede ad un ritmo maggiore rispetto ai mesi precedenti: in marzo l'indice dei prezzi al consumo è cresciuto di +0,9% su base mensile, portando il tendenziale a +1,4% da +0,9% di febbraio e quello depurato delle componenti alimentare ed energetica è aumentato di +0,8% m/m e +1,0% a/a, rimanendo comunque ben al di sotto dell'obiettivo di medio termine della BCE. La stima *flash* relativa all'inflazione nel mese di aprile è salita, in linea con le previsioni, all'1,5% a/a, il livello più alto da dicembre 2008. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione ha riportato in febbraio una variazione mensile di +0,1% e annua di -0,5%, dopo il -1,1% a/a di gennaio. Rimane in terreno negativo anche in marzo, limitando comunque la contrazione rispetto al mese precedente, il tasso annuo di crescita della massa monetaria M3, sceso di -0,1% a/a contro il -0,3% a/a di febbraio e il -0,2% a/a atteso dal mercato.

Alla luce di questi dati riteniamo che la Bce proceda cautamente, decidendo di intervenire con un modesto aumento dei tassi verso la fine dell'anno, solo nel caso di una robusta ripresa dell'inflazione: assegniamo comunque a quest'evento una bassa probabilità di verificarsi (Scen. B, prob. 10%).

I dati a disposizione relativi all'andamento dell'economia della **Germania** nel IV trimestre 2009 segnalano un battuta d'arresto nel sentiero della ripresa, a causa dell'inverno eccezionalmente rigido: nel periodo ottobre-dicembre il Pil è infatti rimasto invariato rispetto ai tre mesi precedenti, quando invece aveva fatto registrare un progresso congiunturale di +0,7%. Trova ulteriore conferma la dipendenza dell'economia tedesca dal canale estero: l'uscita dalla recessione appare infatti sostenuta solo dalle esportazioni nette, mentre tutte le altre componenti hanno sottratto risorse alla crescita. È aumentato in febbraio l'attivo della bilancia commerciale, come conseguenza del robusto aumento delle esportazioni (+5,1% m/m, +9,6% a/a) superiore a quello dell'import (+0,2% m/m, +4,2% a/a).

I dati relativi al mese di febbraio segnalano una battuta d'arresto dal lato dell'offerta: sia produzione che ordini all'industria manifatturiera sono infatti rimasti invariati su base congiunturale. La prima era attesa in recupero (+1,0% m/m) dopo il +0,1% m/m e -0,8% a/a rivisto di gennaio, mentre per i secondi si prevedeva una contrazione, dopo l'inatteso balzo di gennaio (+5,1% m/m, +17,0% a/a). In territorio ampiamente positivo sono state però le variazioni tendenziali: +5,6% a/a per la produzione e +24,4% a/a per gli ordini. Segnali molto positivi provengono dagli indici di fiducia per il mese di aprile: lo Zew è balzato a 53,0 da 44,5 di marzo (attese: 46,0), l'Ifo ha raggiunto quota 101,6 da 98,2 rivisto del mese precedente, il PMI manifatturiero ha fatto registrare il maggior aumento dall'inizio della serie, giungendo a 61,3 da 60,2 rivisto, e il PMI relativo al settore dei servizi ha raggiunto quota 55,0 (il massimo degli ultimi 30 mesi) dal 54,9 rivisto di marzo. Dal lato della domanda si segnala l'aumento congiunturale delle vendite al dettaglio nel mese di febbraio (+1,3% m/m, che rende nulla la variazione rispetto all'anno precedente, dopo il -4,2% a/a rivisto di gennaio). Positivi e in generale controtendenza rispetto alla dinamica europea appaiono i dati provenienti dal mercato del lavoro tedesco: nel mese di aprile infatti il numero di disoccupati è sceso di -68mila unità, dopo i -42mila di gennaio e contro una previsione di -10mila, e il tasso di disoccupazione è corrispondentemente diminuito, attestandosi al 7,8% dall'8,0% del primo mese dell'anno.

Sul fronte dei prezzi i dati preliminari relativi ad aprile segnalano un raffreddamento dell'inflazione: sia l'indice nazionale dei prezzi al consumo sia quello armonizzato hanno infatti registrato una variazione mensile di -0,1%, che porta i tendenziali all'1,0%, al di sotto delle previsioni degli analisti. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione, salito di +0,7% m/m, ha fatto segnare una diminuzione annua di -1,5%, dopo il 0,0% m/m e -2,9% a/a di febbraio.

L'economia della **Francia** ha registrato un robusto progresso nell'ultimo trimestre del 2009, salendo di +0,6% t/t, grazie al positivo apporto della domanda domestica e delle scorte di magazzino. I dati relativi al commercio con l'estero segnalano per il mese di febbraio il leggero peggioramento del deficit della bilancia, a seguito di un aumento delle importazioni che ha sopravanzato la crescita dell'export (rispettivamente +0,76% m/m e +0,62% m/m).

Dal lato dell'offerta gli ultimi dati disponibili segnalano l'invarianza della produzione industriale su base mensile (+1,3% a/a), dopo il +1,1% m/m rivisto di gennaio, e l'ulteriore preoccupante diminuzione degli ordini all'industria (-0,6% m/m, che segue il -10,0% m/m e -0,4% a/a di gennaio). Dagli indici di fiducia relativi al mese di aprile provengono invece incoraggianti segnali di ripresa: il PMI manifatturiero ha raggiunto il massimo degli ultimi 45 mesi, salendo a 56,7 da 56,5 rivisto di marzo, in linea con le previsioni, quello relativo ai servizi è balzato a 57,8 da 53,8 di marzo e l'indice di fiducia delle imprese elaborato dall'INSEE si è collocato a 97,0 da 93,0 di marzo (attese: 95,0).

In recupero appare il lato della domanda: le vendite al dettaglio sono salite in febbraio di +0,6% m/m (-2,0% a/a), dopo il -0,5% m/m di gennaio e i consumi delle famiglie del mese di marzo hanno battuto al rialzo le attese degli analisti, crescendo di +1,2% su base mensile e +2,5% in ragione d'anno, dopo il -1,4% m/m di febbraio. In controtendenza l'indice di fiducia, che in aprile ha visto peggiorare le attese dei consumatori, scendendo a -37 da -34 di marzo. Stabile al 10,1% è rimasto anche in marzo il tasso di disoccupazione. Sul fronte dei prezzi prosegue anche in marzo l'aumento degli indici: sia quello al consumo calcolato sul paniere nazionale che quello armonizzato hanno registrato una variazione congiunturale di +0,5%, che porta i tendenziali rispettivamente a +1,6% e +1,7%. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione è salito in marzo di +0,5% m/m e +1,8% su base annua, leggermente al di sotto delle attese di mercato.

#### **Italia: tornano a crescere gli indici di prezzo**

L'economia ha registrato una contrazione congiunturale nell'ultimo trimestre del 2009, imputabile alla diminuzione di tutte le componenti ad eccezione delle esportazioni. In febbraio è aumentato il deficit della bilancia commerciale nei confronti degli altri Paesi europei per una crescita delle importazioni superiore a quella dell'export (+2,7% m/m contro +2,5% m/m); per lo stesso motivo si è aggravato in marzo il saldo negativo della bilancia commerciale nei confronti dei Paesi extraeuropei.

Negativi in termini congiunturali sono i segnali che provengono dal lato dell'offerta per il mese di febbraio, mentre i tendenziali indicano un buon recupero rispetto all'anno precedente: la produzione industriale, rimasta invariata rispetto a gennaio, ha fatto registrare il maggior aumento annuo dall'aprile 2008 (+2,7% a/a), il fatturato industriale, sceso di -2,6% m/m, è cresciuto di +4,2% su base annua e gli ordini all'industria, attesi a +1,6% m/m, hanno invece fatto segnare un -0,4% m/m e +5,6% a/a. In forte recupero appaiono gli indici PMI relativi al mese di marzo: quello manifatturiero ha riportato il maggior aumento da giugno 2007, salendo a 53,7 da 51,6 e quello relativo ai servizi è balzato a 55,3 da 50,8 di febbraio (attese: 51,6). Segnali analoghi provengono dagli indici di fiducia elaborati dall'ISAE per il mese di aprile: quello relativo alle imprese manifatturiere è salito a 85,5 da 84,4 rivisto di marzo e quello dei servizi è balzato a +5,0 da -4,0.

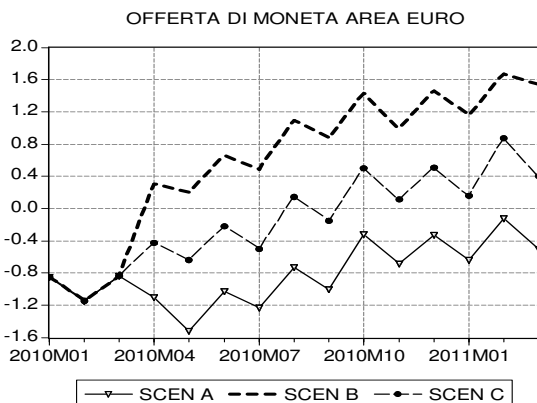
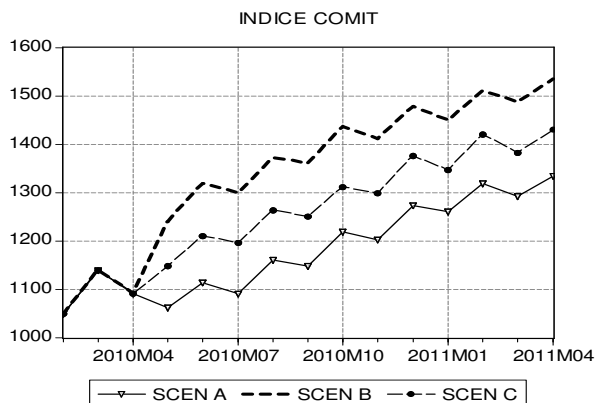
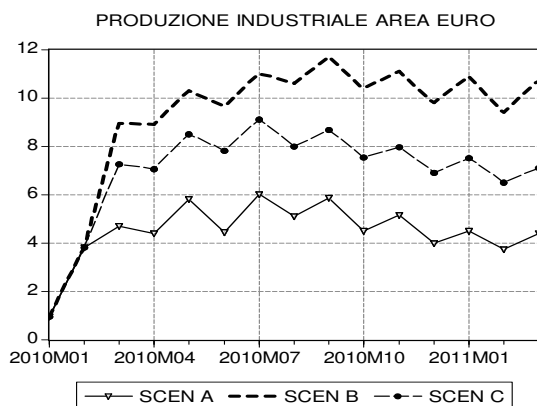
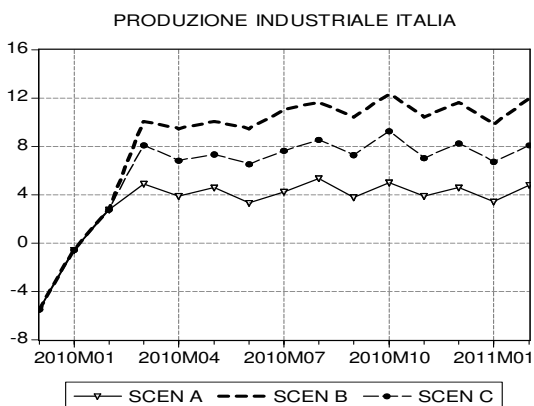
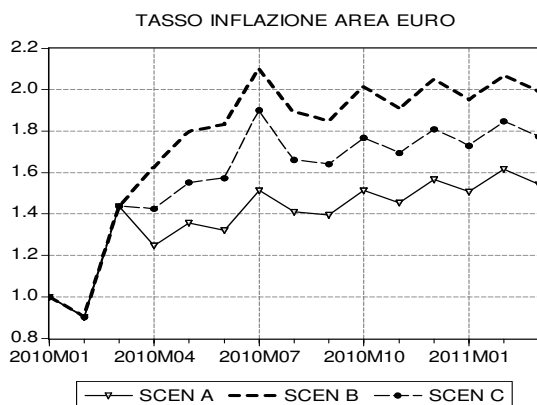
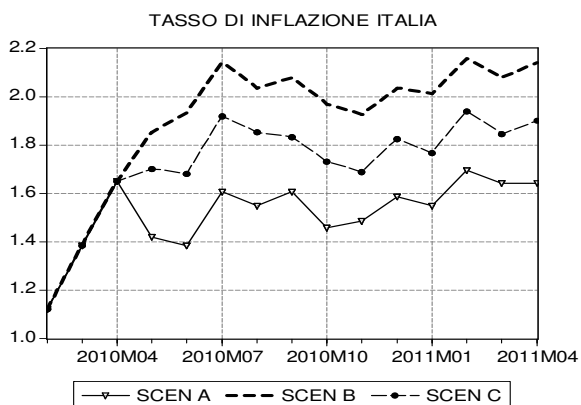
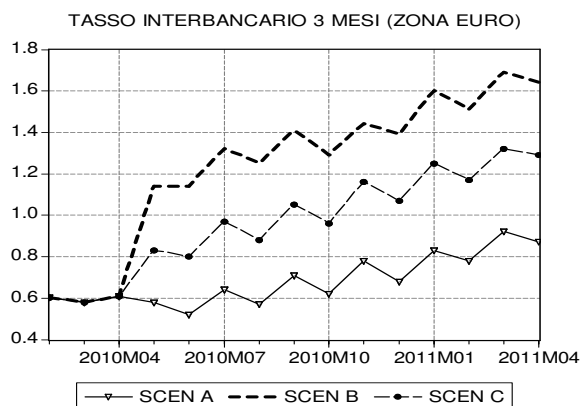
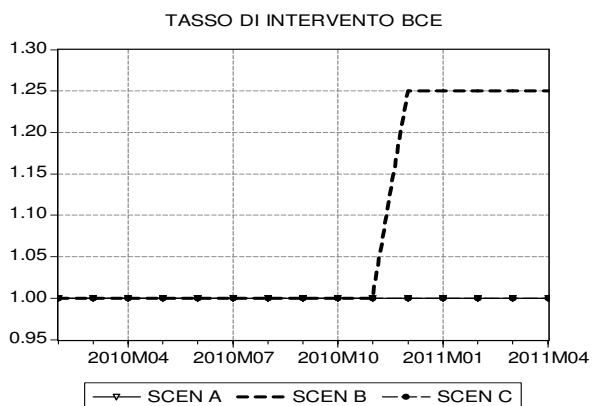
In timido aumento sono state le vendite al dettaglio nel mese di febbraio: la variazione mensile è stata di +0,1% e quella tendenziale di -0,4%, dopo il -0,5% m/m e -2,4% a/a. In crescita è pure l'indice di fiducia dei consumatori: nel mese di aprile è salito a 107,9 da 106,3 (attese: 106,5). In ulteriore peggioramento appare il mercato del lavoro: il tasso di disoccupazione è balzato dall'8,6% rivisto di febbraio all'8,8%, al livello più alto dal secondo trimestre 2002. Il numero di occupati ha subito una contrazione mensile di -0,2% m/m e -0,9% a/a, dopo il -0,1% m/m e -1,3% a/a di febbraio e il numero di persone in cerca di occupazione è aumentato di +2,7% su base mensile e +11,5% rispetto all'anno precedente. I dati riferiti alle grandi imprese per il mese di febbraio segnalano un robusto aumento delle retribuzioni contrattuali (+2,4% m/m e +6,5% a/a) e del costo del lavoro medio (+2,1% m/m e +5,8% a/a).

Sul fronte dei prezzi prosegue il moderato aumento degli indici: l'indice nazionale dei prezzi al consumo, salito in marzo di +0,3% m/m, è cresciuto di +1,4% su base annua, in linea con le previsioni, raggiungendo il livello più alto da febbraio 2009, e l'indice calcolato sul paniere armonizzato ha registrato una variazione mensile di +1,5% e annua di +1,4%. La stima *flash* relativa all'inflazione nel mese di aprile mostra un progresso mensile di +0,4%, che porta il tendenziale a +1,5%, al livello più alto da febbraio dello scorso anno, battendo al rialzo le attese. Anche ai primi stadi della commercializzazione sono state battute le aspettative degli analisti: l'indice dei prezzi alla produzione è cresciuto di +0,5%, portando il tendenziale a +1,7%, il maggior aumento annuo da ottobre 2008.

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

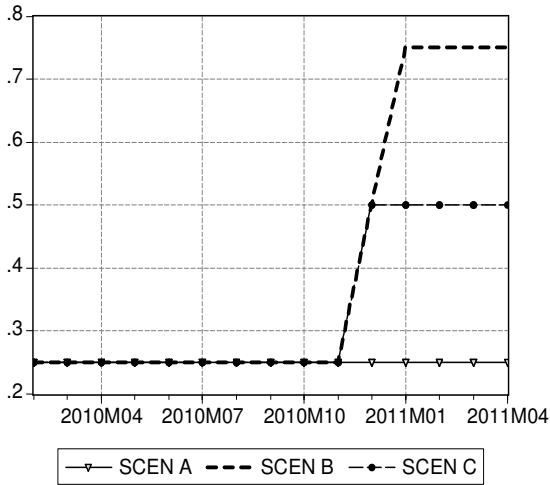
A (20%)	B (10%)	C (70%)
<p><b>Usa:</b> l'economia, ancora sostenuta dalle politiche monetarie approntate lo scorso anno, appare in lento recupero, ma molti rimangono ancora gli elementi di fragilità. C'è il forte rischio che tale processo si arresti quando i costi sostenuti per far fronte alla crisi, di cui finora si è fatto carico lo Stato, verranno scaricati sui contribuenti e una volta esaurite le misure di sostegno. La situazione del mercato del lavoro, nonostante alcuni miglioramenti temporanei, rimane difficile e agirà da freno al recupero della domanda.</p> <p>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> la crisi americana ha trasmesso i suoi pesanti effetti anche al di qua dell'oceano, ma le politiche monetarie e fiscali approntate sono state deboli e meno articolate. L'economia europea soffre inoltre di un minore dinamismo e di maggiori vincoli fiscali e monetari. I consumi e gli investimenti rimangono ancora molto deboli, seriamente minacciati dalla restrizione delle condizioni di accesso al credito per imprese e famiglie conseguenti alle turbolenze nel settore creditizio. La BCE decide di proseguire la politica di <i>credit easing</i>, unico strumento a sua disposizione per arginare il rischio di una ricaduta dell'economia.</p>	<p><b>Usa:</b> i segnali incoraggianti provenienti dall'andamento del Pil nel I trimestre dell'anno, che mostrano il buon apporto dei consumi privati, degli investimenti e la ricostituzione delle scorte, uniti all'aumento degli indici di fiducia, alla tenuta dei consumi e al recupero dell'offerta al di là degli incentivi, fanno intravedere la possibilità di una buona ripresa nei prossimi mesi.</p> <p>La Fed decide pertanto di iniziare ad approntare una strategia di uscita attraverso la vendita di Titoli. Supportata dal robusto 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 dicembre 2010, mossa eventualmente seguita da una analoga il mese successivo, dato l'attuale livello estremamente basso dei tassi.</p> <p><b>Area Euro:</b> l'economia europea appare in crescita, grazie alla ripresa dei commerci internazionali. Importanti segnali provengono anche dal recupero dell'offerta e degli indici di fiducia. L'economia, spinta dalla ripresa del mercato del lavoro e del credito, intraprende una dinamica di espansione. La Bce, grazie anche al progressivo aumento dell'inflazione e alle previsioni di crescita, deciderà di approntare la sua <i>exit strategy</i>, attraverso un graduale riassorbimento dell'enorme massa di liquidità immessa in circolo e un modesto rialzo del tasso di rifinanziamento principale a dicembre 2010.</p>	<p><b>Usa:</b> compaiono importanti segnali positivi, quali l'aumento del Pil nel I trimestre dell'anno, la ripresa dei consumi e la ricostituzione delle scorte di magazzino, che rafforzano l'idea di una stabilizzazione in corso. La fiducia si trasmette lentamente dal lato dell'offerta a quello della domanda e il mercato del lavoro appare in via di graduale stabilizzazione. Lo scenario rimane comunque incerto e soggetto a molteplici rischi. La Fed decide di intraprendere una <i>exit strategy</i> a partire dalla seconda metà del 2010, lasciando che i programmi di acquisto di Titoli giungano a scadenza naturale, e intervenendo con un rialzo dei tassi di riferimento di 25 p.b. nella riunione di dicembre.</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: esportazioni e commesse estere appaiono in forte aumento. Languono invece gli investimenti fissi e i consumi privati. Permane la grave situazione del mercato del lavoro, associata ad una persistente debolezza della domanda. La conclusione delle misure di <i>credit easing</i>, che giungeranno a scadenza naturale nel periodo e il graduale riassorbimento della liquidità in eccesso nel sistema, cui la Bce darà avvio nella seconda metà del 2010, permetterà un ritorno alla normalità sui mercati monetari e finanziari.</p>

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

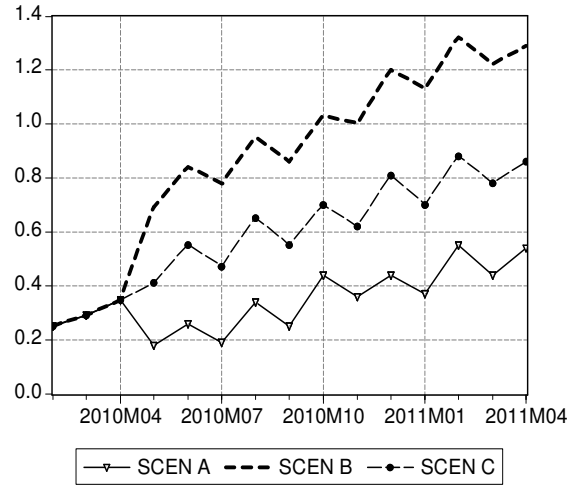


**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE**  
*Dati mensili*

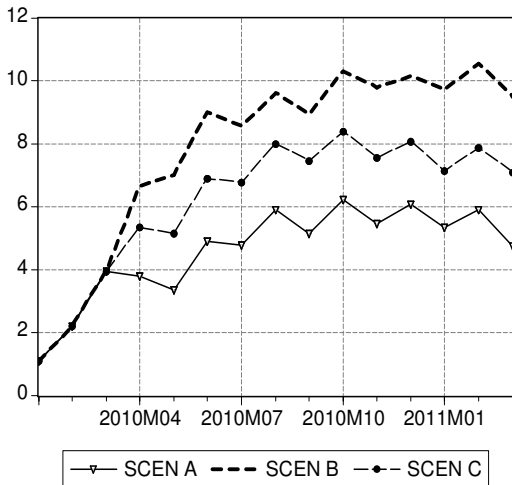
TASSO DI INTERVENTO FED



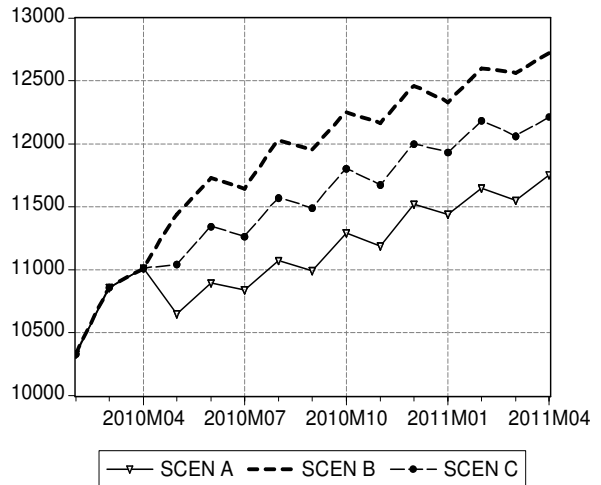
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



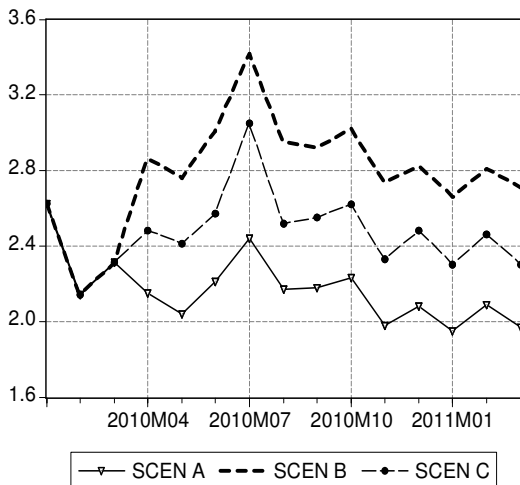
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



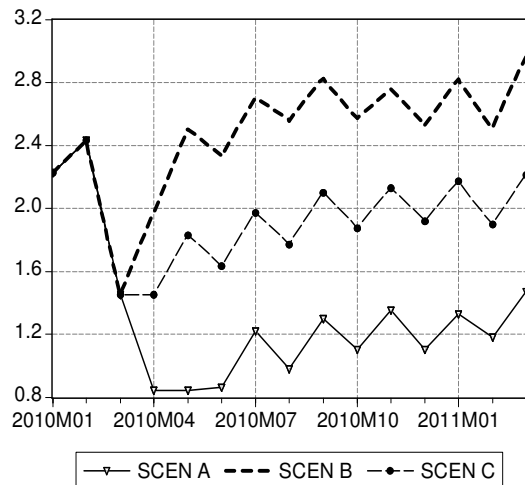
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



---

## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

**Tassi interbancari:** nel mese di aprile i tassi interbancari sono rimasti sostanzialmente stabili rispetto al mese precedente, dopo la timida inversione di tendenza registrata in dicembre. L'economia reale invia segnali di stabilizzazione, sebbene la dinamica appaia moderata e assai incerta. Su entrambe le sponde dell'Atlantico, la maggiore preoccupazione proviene ora dagli enormi debiti pubblici e dai timori sulla loro sostenibilità futura.

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

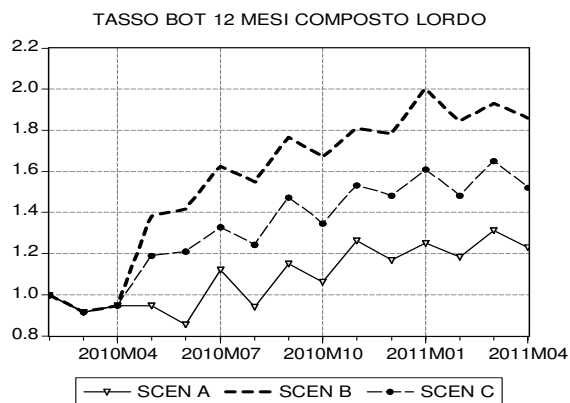
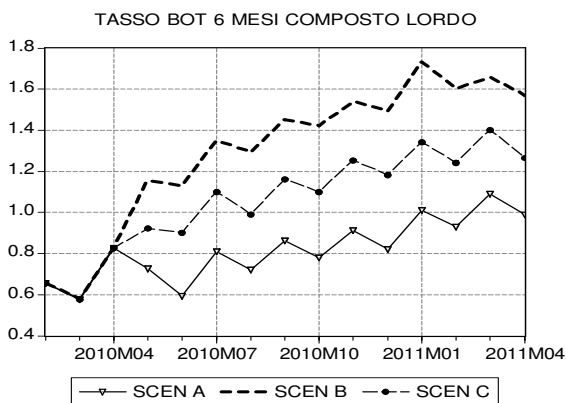
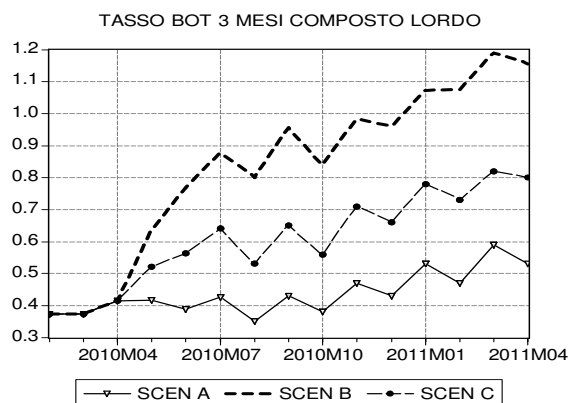
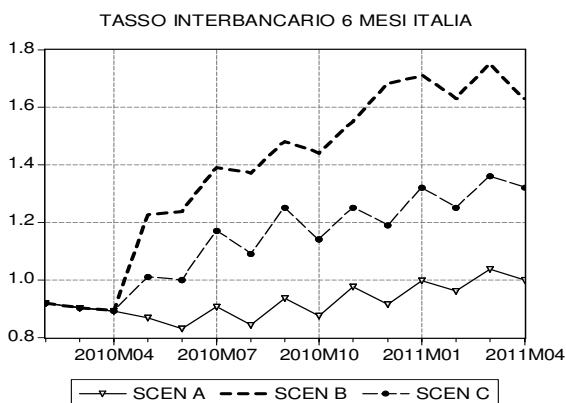
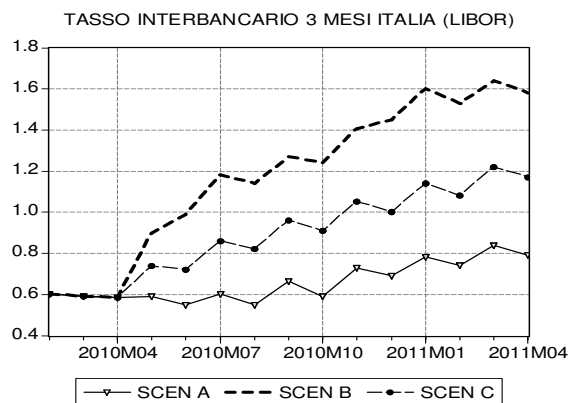
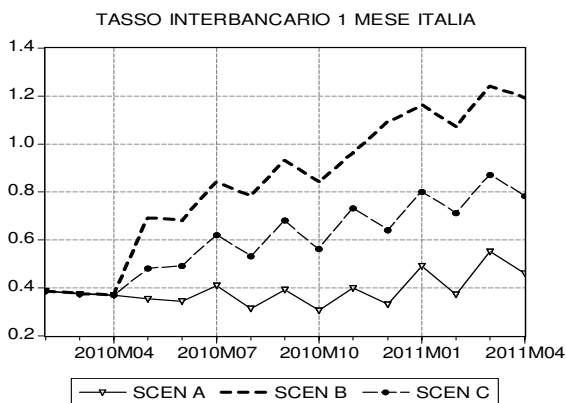
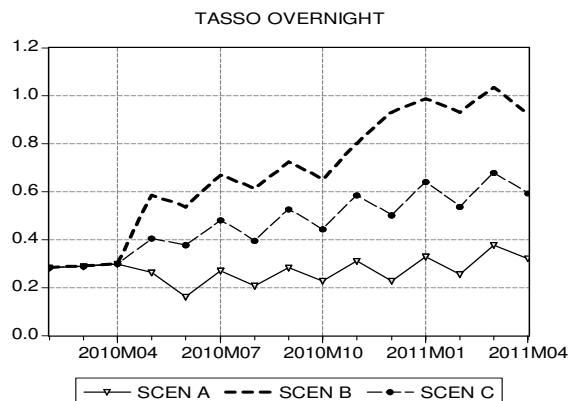
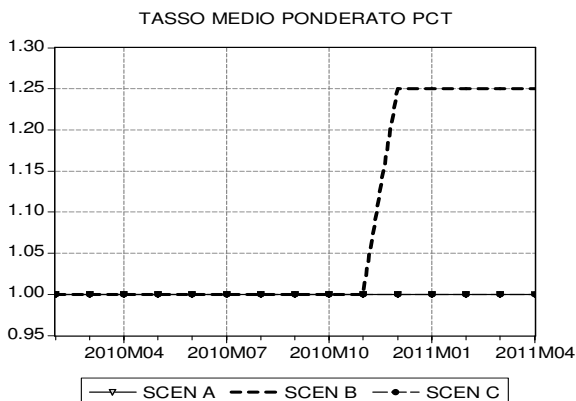
In Europa è proseguita nel IV trimestre l'uscita dalla recessione, seppure ad un ritmo nettamente inferiore a quello americano, grazie alla ripresa delle esportazioni unita all'aumento degli indici di fiducia. Rimangono comunque alcuni elementi di forte criticità, tra i quali le difficili condizioni del mercato del lavoro e la debolezza della domanda, che potrebbero costituire un serio ostacolo alla ripresa. Dato l'attuale scenario economico, è quindi verosimile attendersi che i tassi interbancari intraprendano un sentiero moderatamente ascendente nei prossimi mesi, considerato anche il livello estremamente basso attualmente raggiunto. In particolare se la dinamica economica negli Stati Uniti e nell'Area Euro mostrasse una certa tendenza alla ripresa (scenario C), i tassi interbancari dovrebbero attestarsi a +0,78% per la scadenza ad un mese, +1,17% per la scadenza a tre mesi e +1,32% per quella a sei mesi ad aprile 2011. Qualora l'economia di Eurolandia rafforzasse ed espandesse in maniera vigorosa 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 +1,19% (1 mese), +1,58% (3 mesi) e +1,63% (6 mesi). Nel caso in cui, invece, la crisi continuasse ad avere effetti pesantemente negativi anche in Europa, con ulteriore contrazione della domanda, sia interna che estera, e continua flessione dell'occupazione (scenario A), i diversi tassi interbancari si porterebbero rispettivamente a +0,46%, +0,79% e +1,00% alla fine dell'orizzonte di previsione.

**Struttura a termine:** nel mese di aprile si sono verificate sensibili movimentazioni per i tassi della struttura a termine sulle varie scadenze. Nei prossimi mesi è probabile che i diversi tassi seguano un *trend* di crescita, diverso a seconda della situazione economica. Nel caso in cui la crescita globale dovesse mantenersi analoga all'attuale (scenario C), i rendimenti sui Btp raggiungerebbero ad aprile 2011 quota +2,01% (3 anni), +2,55% (5 anni), +2,95% (7 anni) e +3,44% (10 anni). Qualora l'andamento economico europeo manifestasse una ripresa sostenuta (scenario B), la crescita dei rendimenti sarebbe più marcata, attestandosi su valori di +2,23%, +2,80%, +3,13%, +3,63% 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 +3,16% ad aprile 2011.

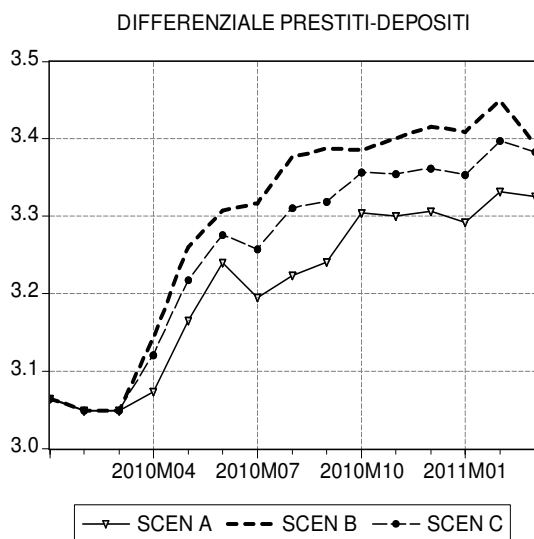
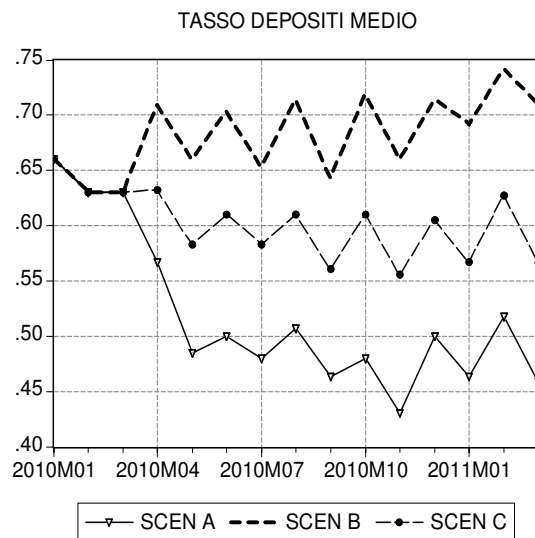
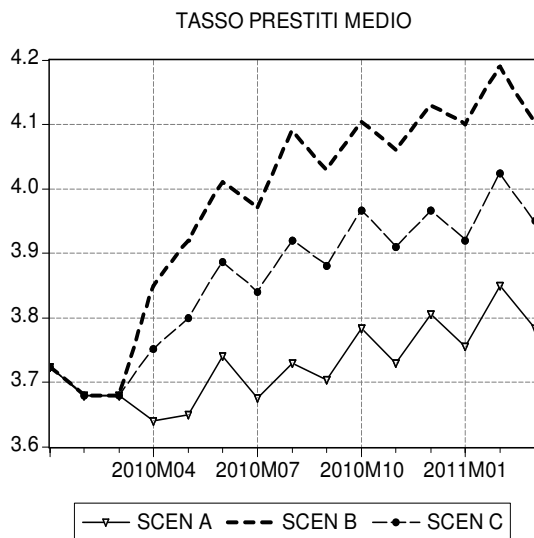
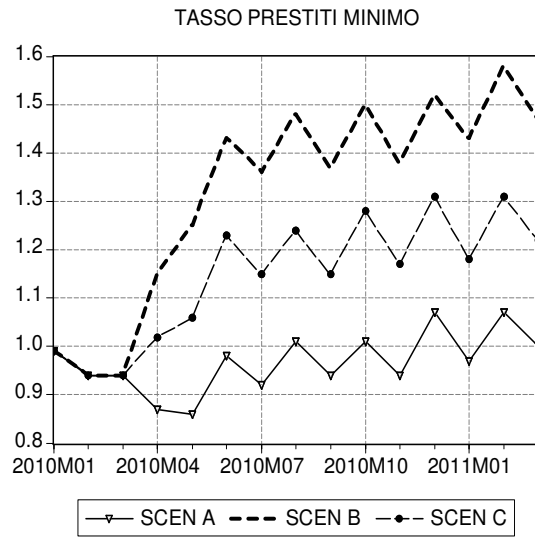
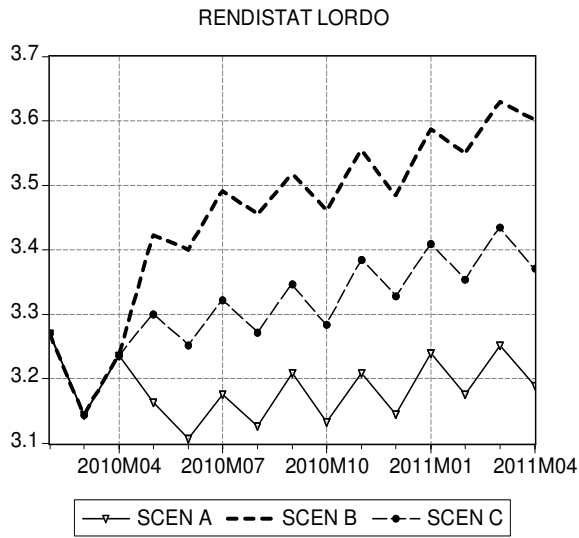
**Tassi bancari:** sia il tasso medio sui prestiti che quello sui depositi mostrano un *trend* decrescente. Nei prossimi mesi ci attendiamo che entrambi manifestino una certa tendenza al recupero. Nel caso in cui la crescita del prodotto europeo si mantenesse su di un passo simile all'attuale (scenario C), ci aspettiamo che il tasso medio sui prestiti salga fino a +4,02%, mentre il tasso medio sui depositi si attesti a +0,63% alla fine dell'orizzonte previsivo. In uno scenario di ripresa economica sostenuta (scenario B), l'andamento dei due tassi raggiungerebbe rispettivamente quota +4,19% e +0,77% al termine dell'orizzonte di previsione. Se però la congiuntura risultasse fortemente penalizzata dall'andamento globale (scenario A), il tasso sui prestiti si fermerebbe a quota +3,87% e quello sui depositi scenderebbe a +0,51% ad aprile 2011.

**Volumi bancari:** in base ai risultati delle simulazioni, la variazione tendenziale dei volumi seguirà un andamento crescente per i prestiti e discendente per i depositi nel periodo considerato. Nel caso in cui l'espansione economica europea non si discostasse troppo dagli attuali ritmi di crescita (scenario C), il tasso di variazione tendenziale dei depositi toccherebbe un valore di +0,50% ad aprile del prossimo anno, mentre la variazione tendenziale del volume dei prestiti nello stesso periodo dovrebbe essere di +5,81%.

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

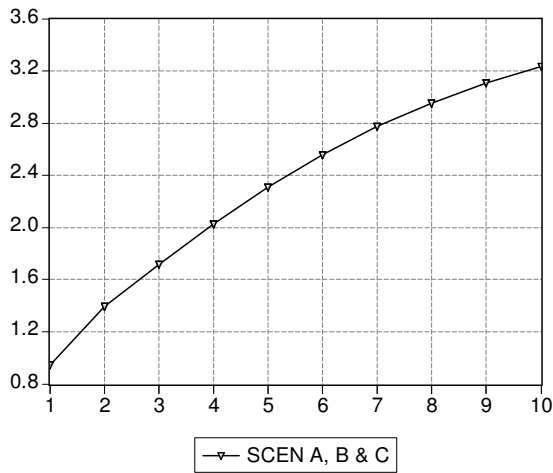


**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**

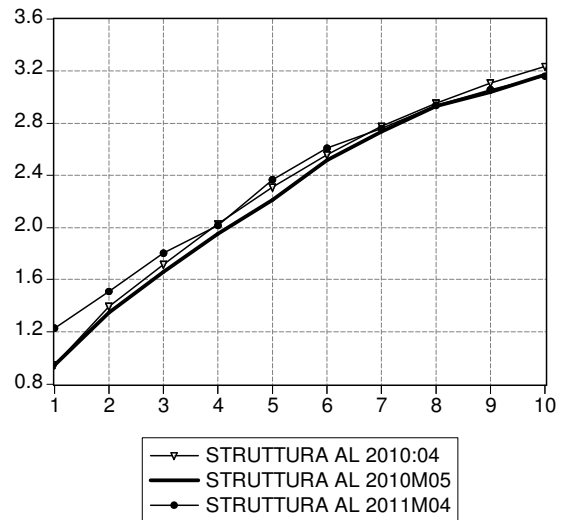


**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili**

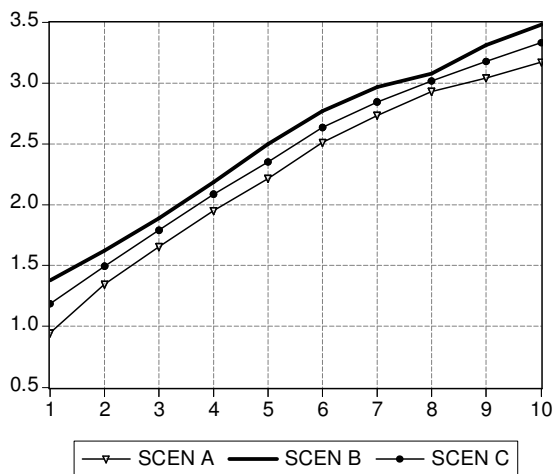
STRUTTURA A TERMINE AL 2010:04



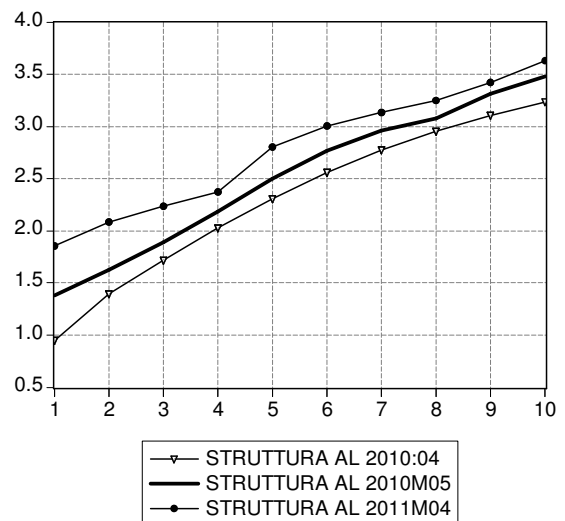
SCENARIO A



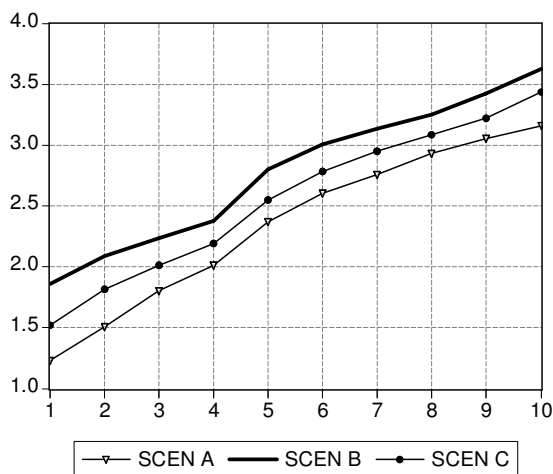
STRUTTURA A TERMINE AL 2010M05



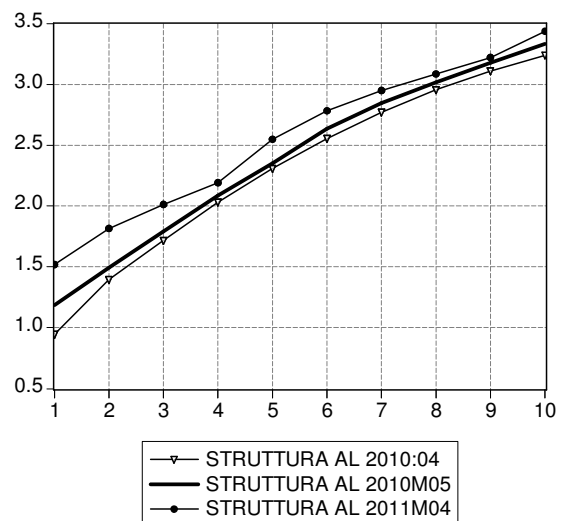
SCENARIO B



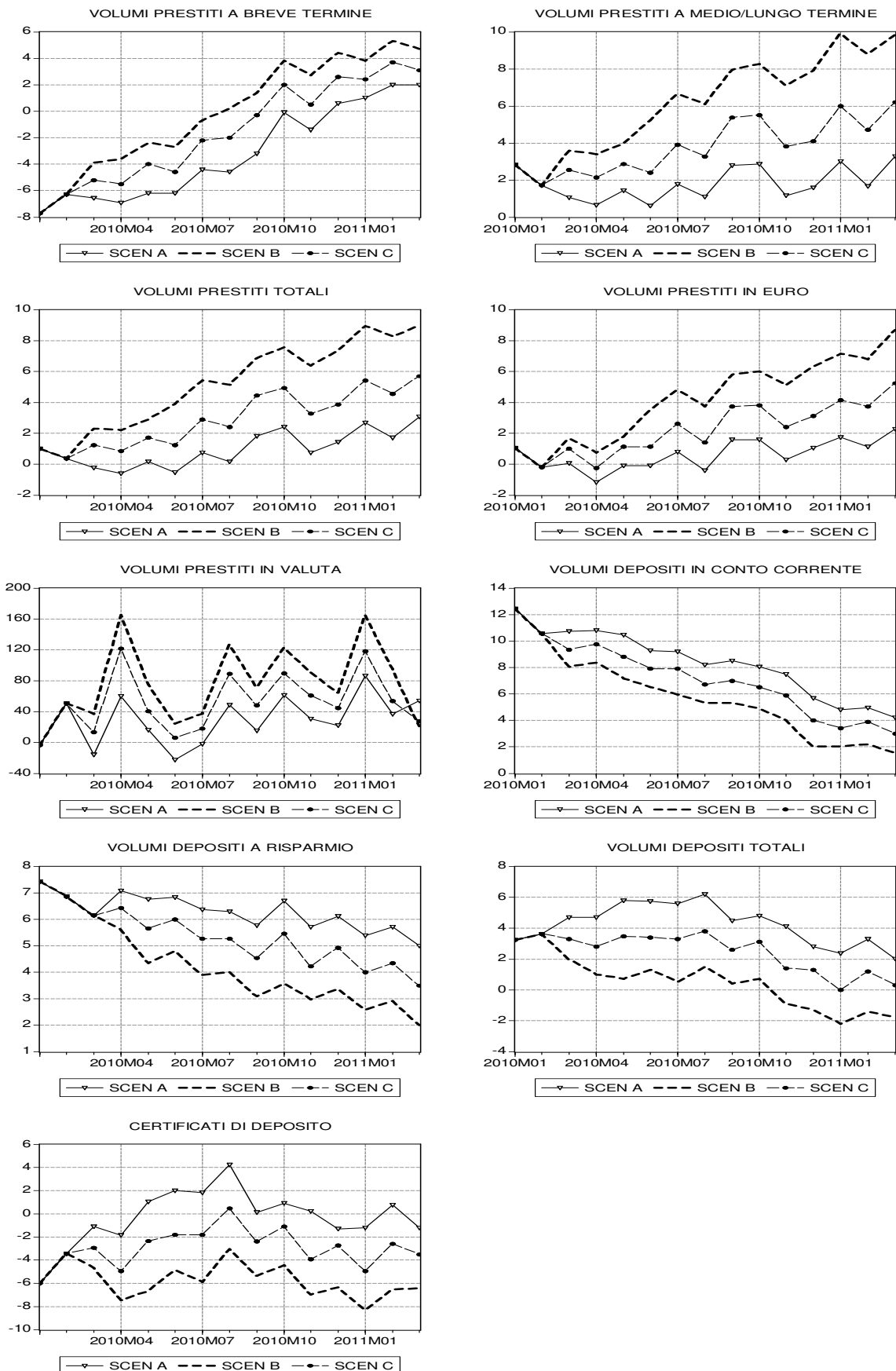
STRUTTURA A TERMINE AL 2011M04



SCENARIO C



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

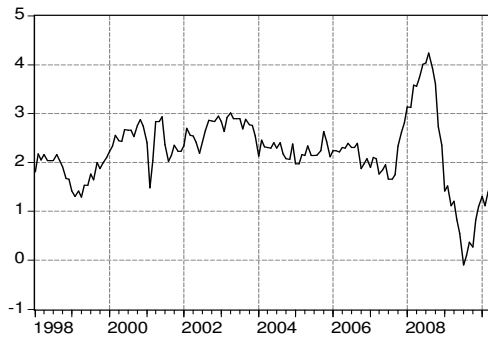


SCENARIO A	09 10	09 11	09 12	10 1	10 2	10 3	10 4	10 5	10 6	10 7	10 8	10 9	10 10	10 11	10 12	11 1	11 2	11 3	11 4
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Indice COMIT	1102	1081	1138	1085	1048	1138	1090	1061	1113	1090	1160	1148	1218	1202	1273	1260	1318	1292	1334
Produzione Industriale	-12.8	-9.1	-5.5	-0.6	2.8	4.9	3.9	4.6	3.3	4.2	5.3	3.8	5.0	3.9	4.6	3.4	4.8	3.9	4.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.3	0.8	1.1	1.3	1.1	1.4	1.6	1.4	1.4	1.6	1.5	1.6	1.5	1.5	1.6	1.5	1.7	1.6	1.6
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
T. Overnight media d/I	0.29	0.30	0.29	0.29	0.28	0.29	0.30	0.26	0.16	0.27	0.21	0.28	0.23	0.31	0.23	0.33	0.25	0.38	0.32
T. Interb. 1m lett.	0.39	0.40	0.45	0.40	0.39	0.37	0.37	0.35	0.34	0.41	0.31	0.39	0.30	0.40	0.33	0.49	0.37	0.55	0.46
T. Interb. 3m lett.	0.69	0.67	0.68	0.63	0.60	0.59	0.59	0.59	0.55	0.60	0.55	0.66	0.59	0.73	0.69	0.78	0.74	0.84	0.79
T. Interb. 6m lett.	1.00	0.98	0.98	0.94	0.92	0.90	0.89	0.87	0.83	0.91	0.84	0.94	0.87	0.98	0.91	1.00	0.96	1.04	1.00
T. Depositi medio	0.74	0.70	0.68	0.66	0.63	0.63	0.57	0.49	0.50	0.48	0.51	0.46	0.48	0.43	0.50	0.46	0.52	0.46	0.51
T. Prestiti medio	3.84	3.80	3.77	3.72	3.68	3.68	3.64	3.65	3.74	3.68	3.73	3.70	3.78	3.73	3.81	3.76	3.85	3.78	3.87
T.prest. medio - T.dep. medio	3.10	3.10	3.09	3.06	3.05	3.05	3.07	3.17	3.24	3.20	3.22	3.24	3.30	3.30	3.31	3.29	3.33	3.33	3.36
T. BOT comp. lordo 3m	0.39	0.39	0.39	0.37	0.37	0.37	0.41	0.42	0.39	0.43	0.35	0.43	0.38	0.47	0.43	0.53	0.47	0.59	0.53
T. BOT comp. lordo 6m	0.64	0.69	0.62	0.57	0.66	0.57	0.83	0.73	0.59	0.81	0.72	0.86	0.78	0.91	0.82	1.01	0.93	1.09	0.99
T. BOT comp. lordo 12m	0.93	0.87	1.03	0.81	1.00	0.91	0.95	0.95	0.86	1.12	0.94	1.15	1.06	1.26	1.17	1.25	1.18	1.31	1.23
Rendistat lordo	3.26	3.26	3.21	3.25	3.27	3.14	3.24	3.16	3.11	3.18	3.13	3.21	3.13	3.21	3.15	3.24	3.18	3.25	3.19
Rendistat netto	2.85	2.85	2.81	2.84	2.86	2.75	2.83	2.77	2.72	2.78	2.74	2.81	2.74	2.81	2.75	2.83	2.78	2.85	2.79
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	2.20	2.10	2.26	2.03	1.82	1.81	1.72	1.66	1.60	1.67	1.63	1.74	1.66	1.75	1.70	1.82	1.77	1.83	1.81
Rend. BTP a 5 anni	2.75	2.67	2.80	2.60	2.45	2.41	2.31	2.21	2.14	2.24	2.16	2.23	2.20	2.29	2.25	2.36	2.29	2.44	2.37
Rend. BTP a 7 anni	3.15	3.08	3.22	3.04	2.92	2.88	2.77	2.74	2.66	2.73	2.66	2.75	2.69	2.76	2.73	2.79	2.73	2.85	2.76
Rend. BTP a 10 anni	3.54	3.48	3.64	3.48	3.39	3.35	3.24	3.17	3.09	3.18	3.10	3.20	3.09	3.20	3.10	3.24	3.13	3.23	3.16
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2327.654	2363.103	2373.027	2357.972	2355.537	2339.020	2312.330	2335.351	2336.737	2342.254	2314.07	2365.84	2383.52	2380.83	2406.96	2421.40	2396.05	2411.06	2381.70
Prestiti in euro	2296.586	2327.432	2330.100	2331.498	2316.791	2302.601	2279.344	2294.416	2301.202	2298.697	2274.909	2322.55	2333.332	2334.18	2354.57	2372.07	2342.97	2354.87	2334.05
Prestiti in valuta	31.068	35.671	42.927	26.474	38.746	36.419	32.986	40.935	35.536	43.557	39.157	43.286	50.186	46.644	52.395	49.336	53.082	56.192	47.651
Prestiti a breve	369.864	379.642	371.994	374.694	374.050	370.980	365.886	363.090	366.906	370.634	363.326	368.117	369.494	374.327	374.226	378.441	381.531	378.400	377.960
Prestiti a m / l	1957.790	1983.461	2001.033	1983.278	1981.487	1968.039	1946.444	1972.261	1969.831	1971.620	1950.739	1997.724	2014.024	2006.499	2032.735	2042.961	2014.521	2032.661	2003.740
Depositi totali	1728.446	1742.740	1771.710	1768.438	1762.755	1793.378	1783.927	1802.448	1809.662	1791.874	1795.705	1784.875	1811.411	1814.192	1821.318	1810.451	1820.926	1829.246	1828.525
Depositi in c / c	729.560	730.860	762.321	761.042	746.220	756.709	777.656	778.574	777.783	770.390	760.102	777.870	788.400	785.675	805.468	797.572	783.158	788.491	799.431
Depositi a risparmio	258.713	259.918	263.691	267.690	267.986	268.191	271.504	271.604	271.919	272.503	274.383	273.194	276.047	274.785	279.803	282.118	283.315	281.601	286.681
Certif. deposito	740.173	751.962	745.698	739.706	748.549	768.477	734.766	752.270	759.961	748.981	761.221	733.811	746.964	753.733	736.047	730.760	754.453	759.154	742.413
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	-6.78	0.67	2.20	0.99	0.36	-0.23	-0.62	0.16	-0.52	0.75	0.16	1.82	2.40	0.75	1.43	2.69	1.72	3.08	3.00
Prestiti in euro	-6.52	1.13	2.19	1.04	-0.19	0.06	-1.16	-0.09	-0.09	0.80	-0.40	1.60	1.60	0.29	1.05	1.74	1.13	2.27	2.40
Prestiti in valuta	-22.62	-22.35	2.56	-3.55	50.57	-15.68	59.65	16.50	-22.20	-1.82	48.75	15.20	61.54	30.76	22.06	86.35	37.00	54.29	44.46
Prestiti a breve	-5.40	-1.89	-7.53	-7.70	-6.27	-6.54	-6.90	-6.20	-6.20	-4.40	-4.60	-3.20	-0.10	-1.40	0.60	1.00	2.00	2.00	3.30
Prestiti a m / l	-7.03	1.17	4.23	2.82	1.72	1.06	0.66	1.43	0.61	1.78	1.10	2.80	2.87	1.16	1.58	3.01	1.67	3.28	2.94
Depositi totali	-7.68	0.55	3.46	3.23	3.63	4.70	4.70	5.80	5.74	5.57	6.20	4.50	4.80	4.10	2.80	2.38	3.30	2.00	2.50
Depositi in c / c	12.13	11.38	11.62	12.43	10.55	10.75	10.80	10.47	9.27	9.20	8.20	8.49	8.07	7.50	5.66	4.80	4.95	4.20	2.80
Depositi a risparmio	9.57	9.41	8.19	7.42	6.86	6.14	7.09	6.76	6.83	6.37	6.30	5.78	6.70	5.72	6.11	5.39	5.72	5.00	5.59
Certif. deposito	-24.90	-10.43	-5.10	-6.00	-3.44	-1.09	-1.83	1.05	2.00	1.82	4.24	0.14	0.92	0.24	-1.29	-1.21	0.79	-1.21	1.04

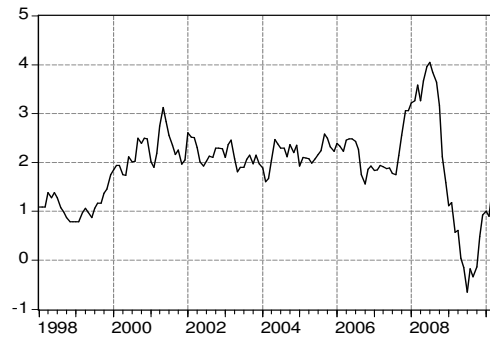
SCENARIO B	09 10	09 11	09 12	10 1	10 2	10 3	10 4	10 5	10 6	10 7	10 8	10 9	10 10	10 11	10 12	11 1	11 2	11 3	11 4
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
Indice COMIT	1102	1081	1138	1085	1048	1138	1090	1240	1318	1298	1372	1360	1436	1411	1478	1449	1510	1487	1535
Produzione Industriale	-12.8	-9.1	-5.5	-0.6	2.8	10.1	9.4	10.1	9.5	11.0	11.6	10.4	12.4	10.4	11.6	9.8	12.0	10.6	11.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.3	0.8	1.1	1.3	1.1	1.4	1.6	1.9	1.9	2.1	2.0	2.1	2.0	1.9	2.0	2.0	2.2	2.1	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	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
T. Overnight media d/1	0.29	0.30	0.29	0.29	0.28	0.29	0.30	0.58	0.54	0.67	0.61	0.72	0.65	0.80	0.93	0.99	0.93	1.03	0.92
T. Interb. 1m lett.	0.39	0.40	0.45	0.40	0.39	0.37	0.37	0.69	0.68	0.84	0.78	0.93	0.84	0.96	1.09	1.16	1.07	1.24	1.19
T. Interb. 3m lett.	0.69	0.67	0.68	0.63	0.60	0.59	0.59	0.90	0.99	1.18	1.14	1.27	1.24	1.41	1.45	1.60	1.53	1.64	1.58
T. Interb. 6m lett.	1.00	0.98	0.98	0.94	0.92	0.90	0.89	1.22	1.24	1.39	1.37	1.48	1.44	1.55	1.68	1.71	1.63	1.75	1.63
T. Depositi medio	0.74	0.70	0.68	0.66	0.63	0.63	0.71	0.66	0.70	0.65	0.71	0.64	0.72	0.66	0.71	0.69	0.74	0.71	0.77
T. Prestiti medio	3.84	3.80	3.77	3.72	3.68	3.68	3.85	3.92	4.01	3.97	4.09	4.03	4.10	4.06	4.13	4.10	4.19	4.10	4.19
T.prest.medio - T.dep.medio	3.10	3.10	3.09	3.06	3.05	3.05	3.14	3.26	3.31	3.32	3.38	3.39	3.39	3.40	3.42	3.41	3.45	3.40	3.42
T. BOT comp. lordo 3m	0.39	0.39	0.39	0.37	0.37	0.37	0.41	0.63	0.77	0.88	0.80	0.96	0.84	0.98	0.96	1.07	1.08	1.19	1.16
T. BOT comp. lordo 6m	0.64	0.69	0.62	0.57	0.66	0.57	0.83	1.16	1.13	1.35	1.29	1.45	1.42	1.54	1.49	1.73	1.60	1.66	1.57
T. BOT comp. lordo 12m	0.93	0.87	1.03	0.81	1.00	0.91	0.95	1.38	1.42	1.62	1.55	1.77	1.67	1.81	1.78	2.00	1.84	1.93	1.86
Rendistat lordo	3.26	3.26	3.21	3.25	3.27	3.14	3.24	3.42	3.40	3.49	3.45	3.52	3.46	3.55	3.49	3.59	3.55	3.63	3.60
Rendistat netto	2.85	2.85	2.81	2.84	2.86	2.75	2.83	2.99	2.98	3.05	3.02	3.08	3.03	3.11	3.05	3.14	3.10	3.18	3.15
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	2.20	2.10	2.26	2.03	1.82	1.81	1.72	1.89	1.90	1.99	1.97	2.06	2.04	2.13	2.09	2.21	2.17	2.27	2.23
Rend. BTP a 5 anni	2.75	2.67	2.80	2.60	2.45	2.41	2.31	2.50	2.49	2.60	2.54	2.67	2.64	2.74	2.67	2.82	2.77	2.87	2.80
Rend. BTP a 7 anni	3.15	3.08	3.22	3.04	2.92	2.88	2.77	2.97	2.95	3.04	2.99	3.07	3.02	3.11	3.07	3.14	3.11	3.19	3.13
Rend. BTP a 10 anni	3.54	3.48	3.64	3.48	3.39	3.35	3.24	3.48	3.46	3.55	3.50	3.57	3.51	3.63	3.54	3.66	3.60	3.68	3.63
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2327.654	2363.103	2373.027	2357.972	2355.537	2398.568	2378.177	2399.422	2440.685	2450.823	2428.89	2483.10	2503.62	2514.34	2547.92	2568.54	2549.87	2614.44	2574.38
Prestiti in euro	2296.586	2327.432	2330.100	2331.498	2316.791	2339.420	2323.391	2337.819	2383.889	2389.915	2369.240	2418.57	2434.381	2446.13	2477.36	2498.43	2474.33	2542.72	2507.40
Prestiti in valuta	31.068	35.671	42.927	26.474	38.746	59.147	54.786	61.603	56.796	60.908	59.651	64.539	69.243	68.210	70.556	70.106	75.536	71.723	66.973
Prestiti a breve	369.864	379.642	371.994	374.694	374.050	381.467	378.855	377.860	380.597	384.979	381.607	385.610	383.919	389.892	388.362	388.932	393.875	399.396	399.692
Prestiti a m/1	1957.790	1983.461	2001.033	1983.278	1981.487	2017.101	1999.322	2021.562	2060.088	2065.844	2047.284	2097.494	2119.706	2124.449	2159.557	2179.607	2155.994	2215.043	2174.685
Depositi totali	1728.446	1742.740	1771.710	1768.438	1762.755	1747.130	1720.884	1715.562	1733.624	1705.740	1716.234	1714.846	1740.545	1727.055	1748.678	1729.532	1738.076	1715.682	1695.071
Depositi in c/c	729.560	730.860	762.321	761.042	746.220	738.398	760.461	755.175	758.137	747.391	739.800	755.070	765.163	760.094	777.567	776.643	762.637	749.400	765.024
Depositi a risparmio	258.713	259.918	263.691	267.690	267.986	268.191	267.701	265.473	266.752	266.150	268.446	266.249	267.949	267.664	272.577	274.623	275.784	273.555	274.287
Certif. deposito	740.173	751.962	745.698	739.706	748.549	740.541	692.722	694.915	708.735	692.200	707.989	693.528	707.434	699.297	698.533	678.266	699.655	692.727	655.761
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	-6.78	0.67	2.20	0.99	0.36	2.31	2.21	2.91	3.91	5.42	5.13	6.87	7.56	6.40	7.37	8.93	8.25	9.00	8.25
Prestiti in euro	-6.52	1.13	2.19	1.04	-0.19	1.66	0.75	1.80	3.50	4.80	3.73	5.80	6.00	5.10	6.32	7.16	6.80	8.69	7.92
Prestiti in valuta	-22.62	-22.35	2.56	-3.55	50.57	36.94	165.17	75.32	24.34	37.29	126.60	71.77	122.88	91.22	64.37	164.81	94.95	21.26	22.24
Prestiti a breve	-5.40	-1.89	-7.53	-7.70	-6.27	-3.90	-3.60	-2.38	-2.70	-0.70	0.20	1.40	3.80	2.70	4.40	3.80	5.30	4.70	5.50
Prestiti a m/1	-7.03	1.17	4.23	2.82	1.72	3.58	3.39	3.96	5.22	6.64	6.10	7.94	8.27	7.11	7.92	9.90	8.81	9.81	8.77
Depositi totali	-7.68	0.55	3.46	3.23	3.63	2.00	1.00	0.70	1.30	0.50	1.50	0.40	0.70	-0.90	-1.30	-2.20	-1.40	-1.80	-1.50
Depositi in c/c	12.13	11.38	11.62	12.43	10.55	8.07	8.35	7.15	6.51	5.94	5.31	5.31	4.88	4.00	2.00	2.05	2.20	1.49	0.60
Depositi a risparmio	9.57	9.41	8.19	7.42	6.86	6.14	5.59	4.35	4.80	3.89	4.00	3.09	3.57	2.98	3.37	2.59	2.91	2.00	2.46
Certif. deposito	-24.90	-10.43	-5.10	-6.00	-3.44	-4.68	-7.45	-6.65	-4.87	-5.90	-3.05	-5.35	-4.42	-7.00	-6.32	-8.31	-6.53	-6.46	-5.34

SCENARIO C	09 10	09 11	09 12	10 1	10 2	10 3	10 4	10 5	10 6	10 7	10 8	10 9	10 10	10 11	10 12	11 1	11 2	11 3	11 4
<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	1102	1081	1138	1085	1048	1138	1090	1148	1209	1196	1263	1250	1311	1298	1375	1346	1420	1382	1430
Produzione Industriale	-12.8	-9.1	-5.5	-0.6	2.8	8.1	6.8	7.3	6.5	7.6	8.5	7.3	9.3	7.0	8.3	6.7	8.1	6.7	7.7
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.3	0.8	1.1	1.3	1.1	1.4	1.6	1.7	1.7	1.9	1.9	1.8	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9	1.8	1.9
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. PT medio	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
T. Overnight media d/l	0.29	0.30	0.29	0.29	0.28	0.29	0.30	0.40	0.38	0.48	0.39	0.53	0.44	0.58	0.50	0.64	0.54	0.68	0.59
T. Interb. 1m lett.	0.39	0.40	0.45	0.40	0.39	0.37	0.37	0.48	0.49	0.62	0.53	0.68	0.56	0.73	0.64	0.80	0.71	0.87	0.78
T. Interb. 3m lett.	0.69	0.67	0.68	0.63	0.60	0.59	0.59	0.74	0.72	0.86	0.82	0.96	0.91	1.05	1.00	1.14	1.08	1.22	1.17
T. Interb. 6m lett.	1.00	0.98	0.98	0.94	0.92	0.90	0.89	1.01	1.00	1.17	1.09	1.25	1.14	1.25	1.19	1.32	1.25	1.36	1.32
T. Depositi medio	0.74	0.70	0.68	0.66	0.63	0.63	0.63	0.58	0.61	0.58	0.61	0.56	0.61	0.56	0.61	0.57	0.63	0.57	0.63
T. Prestiti medio	3.84	3.80	3.77	3.72	3.68	3.68	3.75	3.80	3.89	3.84	3.92	3.88	3.97	3.91	3.97	3.92	4.02	3.95	4.02
T.prest.medio - T.dep.medio	3.10	3.10	3.09	3.06	3.05	3.05	3.12	3.22	3.28	3.26	3.31	3.32	3.36	3.35	3.36	3.35	3.40	3.38	3.40
T. BOT comp. lordo 3m	0.39	0.39	0.39	0.37	0.37	0.37	0.41	0.52	0.56	0.64	0.53	0.65	0.56	0.71	0.66	0.78	0.73	0.82	0.80
T. BOT comp. lordo 6m	0.64	0.69	0.62	0.57	0.66	0.57	0.83	0.92	0.90	1.10	0.99	1.16	1.10	1.25	1.18	1.34	1.24	1.40	1.26
T. BOT comp. lordo 12m	0.93	0.87	1.03	0.81	1.00	0.91	0.95	1.19	1.21	1.33	1.24	1.47	1.35	1.53	1.48	1.61	1.48	1.65	1.52
Rendistat lordo	3.26	3.26	3.21	3.25	3.27	3.14	3.24	3.30	3.25	3.32	3.27	3.35	3.28	3.38	3.33	3.41	3.35	3.43	3.37
Rendistat netto	2.85	2.85	2.81	2.84	2.86	2.75	2.83	2.89	2.85	2.91	2.86	2.93	2.87	2.96	2.91	2.98	2.93	3.00	2.95
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	2.20	2.10	2.26	2.03	1.82	1.81	1.72	1.79	1.75	1.84	1.80	1.90	1.83	1.94	1.89	2.00	1.96	2.05	2.01
Rend. BTP a 5 anni	2.75	2.67	2.80	2.60	2.45	2.41	2.31	2.35	2.30	2.41	2.35	2.46	2.41	2.52	2.46	2.59	2.54	2.63	2.55
Rend. BTP a 7 anni	3.15	3.08	3.22	3.04	2.92	2.88	2.77	2.85	2.80	2.87	2.82	2.92	2.85	2.93	2.89	2.99	2.92	3.00	2.95
Rend. BTP a 10 anni	3.54	3.48	3.64	3.48	3.39	3.35	3.24	3.33	3.27	3.37	3.30	3.40	3.30	3.42	3.35	3.45	3.35	3.49	3.44
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2327.654	2363.103	2373.027	2357.972	2355.537	2373.248	2346.301	2371.724	2377.844	2392.005	2365.82	2426.95	2442.64	2440.61	2464.63	2485.77	2462.71	2508.76	2482.62
Prestiti in euro	2296.586	2327.432	2330.100	2331.498	2316.791	2324.232	2300.560	2322.433	2329.302	2339.745	2316.022	2371.25	2383.856	2383.29	2402.57	2428.02	2403.21	2446.25	2421.34
Prestiti in valuta	31.068	35.671	42.927	26.474	38.746	49.016	45.740	49.291	48.543	52.260	49.796	55.704	58.784	57.322	62.059	57.753	59.507	62.506	61.281
Prestiti a breve	369.864	379.642	371.994	374.694	374.050	376.307	371.388	371.606	373.165	379.163	373.228	379.145	377.261	381.540	381.666	383.687	387.890	387.972	387.729
Prestiti a m/l	1957.790	1983.461	2001.033	1983.278	1981.487	1996.941	1974.913	2000.119	2004.679	2012.842	1992.589	2047.805	2065.379	2059.073	2082.960	2102.087	2074.824	2120.788	2094.892
Depositi totali	1728.446	1742.740	1771.710	1768.438	1762.755	1769.398	1751.554	1762.551	1769.563	1753.263	1755.124	1752.422	1782.028	1767.138	1794.742	1768.438	1783.908	1774.706	1760.311
Depositi in c/c	729.560	730.860	762.321	761.042	746.220	747.075	770.357	766.804	768.173	761.359	749.705	767.187	777.054	773.761	792.814	786.917	775.248	769.488	784.532
Depositi a risparmio	258.713	259.918	263.691	267.690	267.986	268.191	269.831	268.780	269.806	269.659	271.698	269.991	272.839	270.887	276.691	278.398	279.643	277.578	280.165
Certif. deposito	740.173	751.962	745.698	739.706	748.549	754.131	711.366	726.967	731.583	722.245	733.721	715.244	732.135	722.490	725.237	703.123	729.017	727.640	695.614
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	-6.78	0.67	2.20	0.99	0.36	1.23	0.84	1.72	1.23	2.89	2.40	4.45	4.94	3.28	3.86	5.42	4.55	5.71	5.81
Prestiti in euro	-6.52	1.13	2.19	1.04	-0.19	1.00	-0.24	1.13	1.13	2.60	1.40	3.73	3.80	2.40	3.11	4.14	3.73	5.25	5.25
Prestiti in valuta	-22.62	-22.35	2.56	-3.55	50.57	13.48	121.39	40.28	6.27	17.80	89.17	48.26	89.21	60.70	44.57	118.14	53.58	27.52	33.98
Prestiti a breve	-5.40	-1.89	-7.53	-7.70	-6.27	-5.20	-5.50	-4.00	-4.60	-2.20	-2.00	-0.30	2.00	0.50	2.60	2.40	3.70	3.10	4.40
Prestiti a m/l	-7.03	1.17	4.23	2.82	1.72	2.54	2.13	2.86	2.39	3.91	3.27	5.38	5.50	3.81	4.09	5.99	4.71	6.20	6.08
Depositi totali	-7.68	0.55	3.46	3.23	3.63	3.30	2.80	3.46	3.40	3.30	3.80	2.60	3.10	1.40	1.30	0.00	1.20	0.30	0.50
Depositi in c/c	12.13	11.38	11.62	12.43	10.55	9.34	9.76	8.80	7.92	7.92	6.72	7.00	6.51	5.87	4.00	3.40	3.89	3.00	1.84
Depositi a risparmio	9.57	9.41	8.19	7.42	6.86	6.14	6.43	5.65	6.00	5.26	5.26	4.54	5.46	4.22	4.93	4.00	4.35	3.50	3.83
Certif. deposito	-24.90	-10.43	-5.10	-6.00	-3.44	-2.93	-4.96	-2.35	-1.81	-1.81	0.47	-2.39	-1.09	-3.92	-2.74	-4.95	-2.61	-3.51	-2.21

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



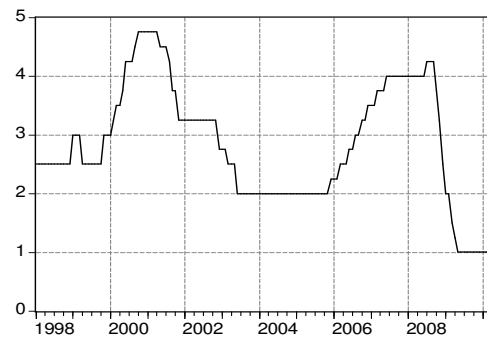
— TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



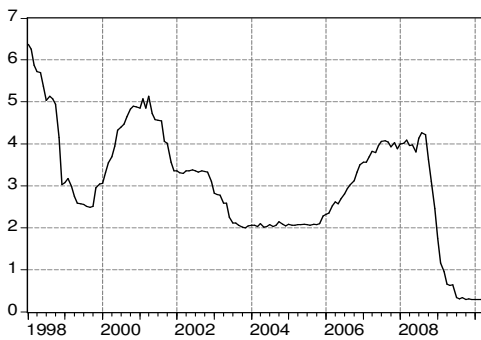
— TASSO INFLAZIONE AREA EURO



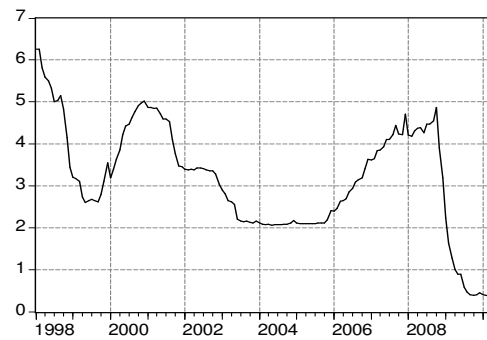
— PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



— TASSO DI INTERVENTO BCE



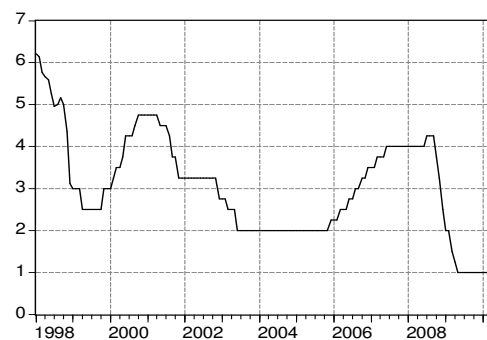
— TASSO OVERNIGHT



— TASSO INTERBANCARIO 1 MESE ITALIA

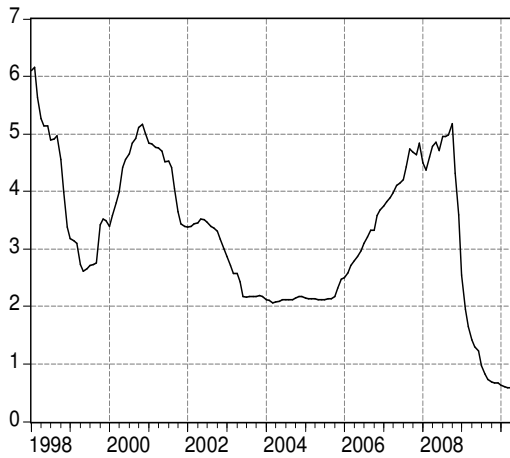


— INDICE COMIT

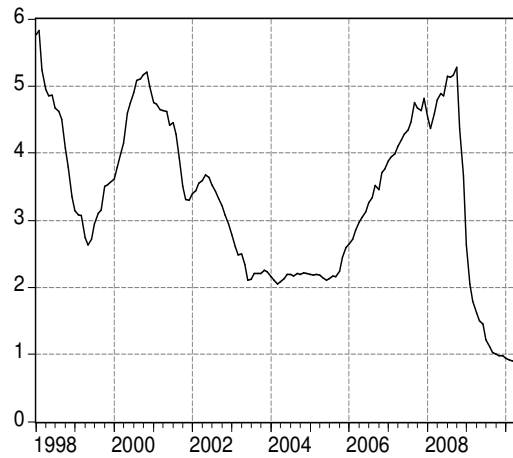


— TASSO MEDIO PONDERATO PCT

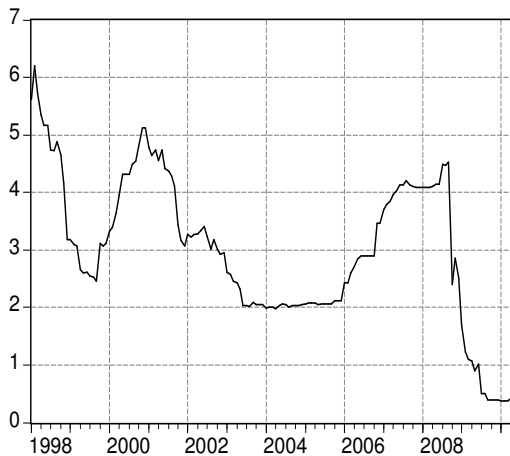
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



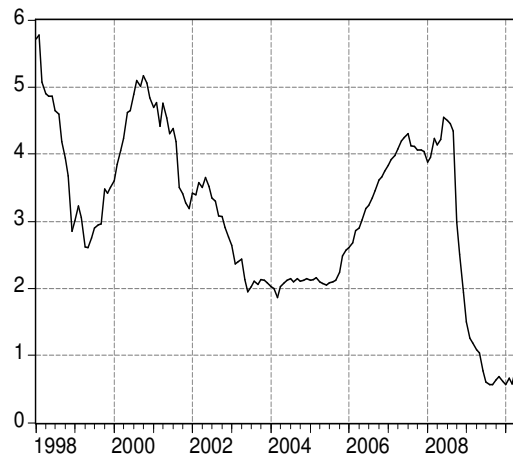
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI ITALIA (LIBOR)



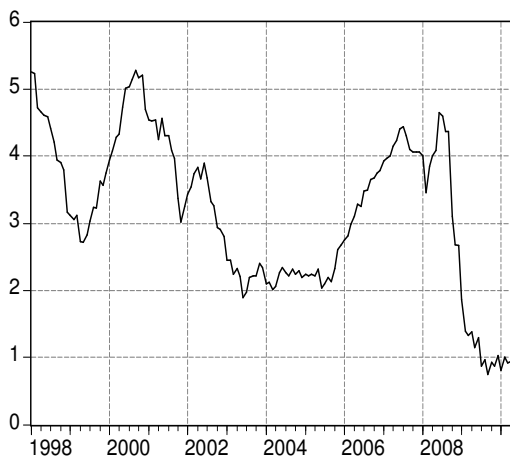
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI ITALIA



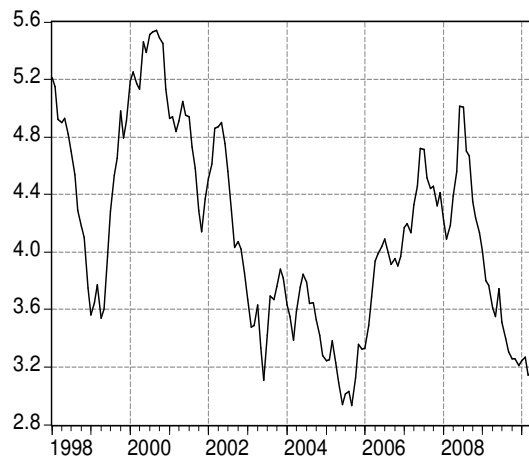
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO

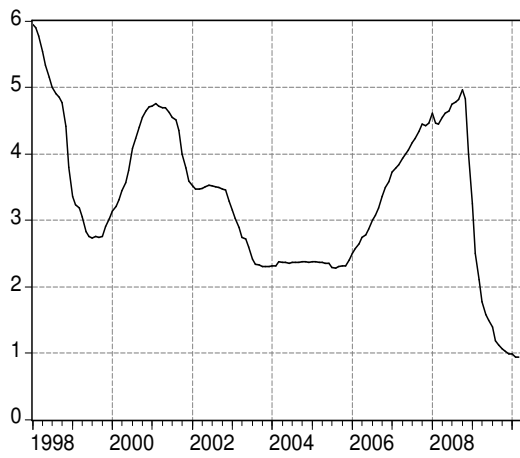


— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO

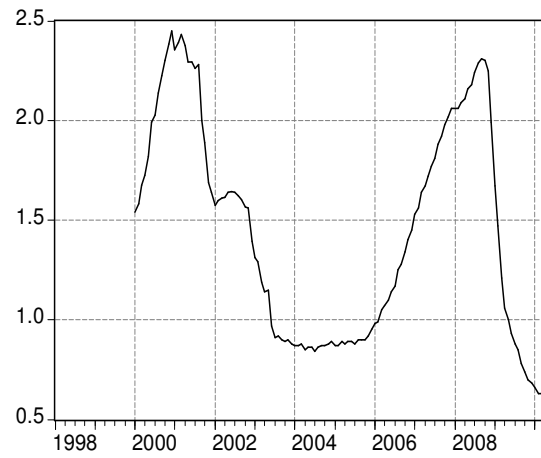


— RENDISTAT LORDO

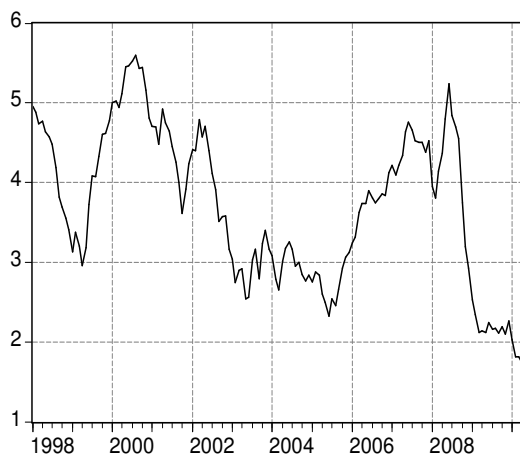
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



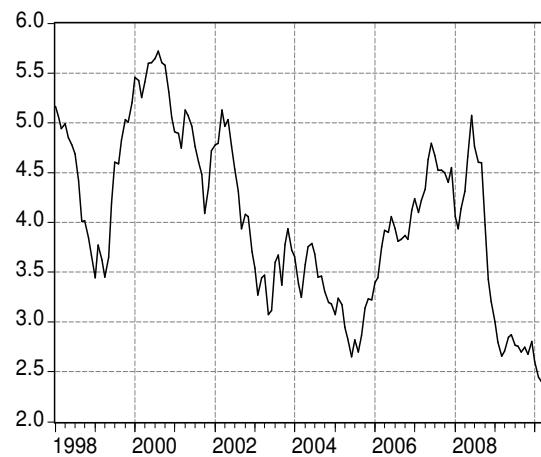
— TASSO PRESTITI MINIMO



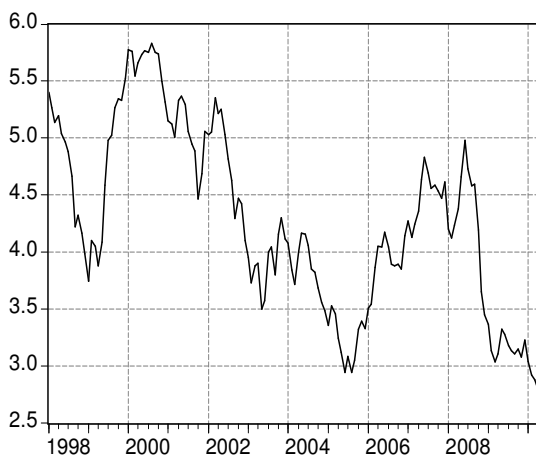
— TASSO DEPOSITI MEDIO



— RENDIMENTO A 3 ANNI



— RENDIMENTO A 5 ANNI



— RENDIMENTO A 7 ANNI



— RENDIMENTO A 10 ANNI

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

