



# 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 Maggio 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

Si è appena concluso un mese convulso per i mercati finanziari: la crisi greca si è estesa, diversificata, complicata. Abbiamo assistito ad un attacco ai debiti dei Paesi europei, in particolare Spagna, Portogallo, Italia ed Irlanda, che ha costretto i Governi e le istituzioni europee a correre ai ripari, varando in tempo record uno scudo da 750 miliardi di euro, allo scopo di proteggere la stabilità finanziaria della Zona Euro e contrastare la crisi di fiducia sui debiti sovrani. La Bce ha inoltre messo in atto nuove misure di allentamento quantitativo, tra le quali l'acquisto di bond governativi dei Paesi più danneggiati dagli attacchi speculativi, allo scopo di calmare le tensioni sui mercati finanziari e sui rendimenti delle obbligazioni pubbliche, impegnandosi contemporaneamente in una "sterilizzazione" per evitare l'esplosione della base monetaria e l'aumento dell'inflazione. La crisi valutaria che ha colpito l'Euro, spingendolo ai minimi degli ultimi quattro anni, è alimentata dal timore dell'insolvenza della Grecia, dai disavanzi dei Paesi del Sud Europa, ma soprattutto dalla debolezza del progetto dell'Unione, in cui ad una politica monetaria comune non si è mai accompagnato un coordinamento a livello fiscale. Sono tornate a crescere nel periodo le quotazioni dell'oro, bene rifugio per eccellenza in tempi di turbolenza finanziaria, oltre ai tassi interbancari e ai depositi presso la Bce, termometro dell'accresciuta tensione sui mercati e segno dell'aumento della sfiducia delle banche a prestarsi denaro.

Tutto ciò ha fatto passare quasi sotto silenzio i buoni dati macroeconomici usciti nel periodo: il rilancio globale, partito dall'Asia e dal Brasile, si è trasmesso al Giappone, agli Stati Uniti e con ritardo all'Area Euro, avvantaggiando soprattutto i Paesi esportatori. Le forze reali si sono rimesse in marcia, anche se i livelli di attività restano bassi, i tempi di recupero lunghi e la disoccupazione elevata.

### **Usa: gli ultimi dati confermano la ripresa della dinamica economia statunitense**

La seconda stima sull'andamento dell'economia americana nei primi tre mesi del 2010 ha rivisto leggermente al ribasso quella precedentemente rilasciata: il Pil ha infatti segnato un progresso di +3,0% t/t (+2,5% a/a), contro il +3,2% t/t originario e il +3,4% t/t atteso dagli analisti. Il risultato deriva dalla forte crescita dei consumi privati (+3,5% t/t, +1,7% a/a), che si sono progressivamente sostituiti ai consumi pubblici ora in declino (-1,9% t/t, +1,5% a/a), e dal lieve progresso degli investimenti fissi (grazie alla robusta ripresa dei non residenziali). Anche esportazioni ed importazioni sono risultate in aumento: +7,2% t/t e +10,4% a/a le prime, +10,4% t/t e +7,2% a/a le seconde. Passando ad analizzare i contributi alla crescita, si trova conferma del fatto che l'apporto principale proviene dai consumi privati (+2,42% t/t rivisto da +2,55% t/t precedentemente stimato). Rilevante è stato pure il contributo delle scorte (+1,65% t/t), segno che le imprese stanno ricostruendo il magazzino a fronte di una maggiore domanda, mentre consumi pubblici ed esportazioni nette hanno sottratto risorse alla crescita (rispettivamente per -0,4% t/t e -0,66% t/t). Il sostanziale apporto negativo delle importazioni si spiega sia con un aumento dei volumi di materie prime e semilavorati importati, sia con l'aumento dei prezzi energetici nel periodo.

Positivi sono i dati che provengono dal lato dell'offerta per il mese di aprile: la produzione industriale è salita di +0,8% su base congiunturale e +5,2% a/a, in linea con le attese, dopo un +0,2% m/m in marzo. L'utilizzo della capacità produttiva ha raggiunto quota 73,7% da 73,1% rivisto di marzo e gli ordini di beni durevoli hanno registrato nel mese un progresso di +2,9% m/m e +16,8% a/a, superiore alle attese; depurato però della componente volatile dei trasporti, tale indicatore è sceso di -1,0% m/m. In diminuzione dopo i forti recuperi dei mesi scorsi appaiono gli indici di fiducia dell'offerta: l'NAPM Chicago è sceso nel mese a 59,7 da 63,8 e il NY Empire State Manufacturing è precipitato a 19,11 da 31,86 di aprile (attese: 30,0).

Dal lato della domanda, nonostante l'aumento di +0,5% m/m del reddito personale in aprile, la spesa delle famiglie valutata in termini reali è rimasta invariata rispetto a marzo, quando aveva registrato un progresso di +0,5% m/m. Le vendite al dettaglio sono invece cresciute di +0,4% m/m e +8,8% a/a in aprile, battendo al rialzo le attese degli analisti (-0,1% m/m), dopo il +2,1% m/m e +8,5% a/a rivisto del mese precedente. Positivi sono i segnali che provengono dagli indici di fiducia per il mese di maggio: quello elaborato dal Conference Board è salito a 63,3 da 57,7 rivisto di aprile e quello dell'università del Michigan si è collocato a 73,6 da 72,2 del mese precedente (attese: 73,5). Quest'andamento dipende in buona parte anche dalla positiva dinamica del mercato del lavoro: in aprile il numero di occupati nei settori non agricoli è salito di 290mila unità, 231mila delle quali nel settore privato, facendo segnare il maggior aumento da marzo 2006 e battendo al rialzo le attese (+180mila unità). Anche il settore manifatturiero ha visto un incremento di occupati (+44mila, dopo il +19mila rivisto di marzo). Sono leggermente aumentate le ore lavorate, i salari medi orari e il tasso di partecipazione (da 64,9% a 65,2%), mentre il costo del lavoro è sceso nel primo trimestre di -1,6% t/t e -3,7% a/a. Il tasso di disoccupazione è risultato in aumento al 9,9% dal 9,7% del mese precedente perché molte persone hanno ripreso a cercare lavoro.

Dal settore edilizio provengono segnali positivi per il mese di aprile, che fanno sperare in un recupero degli investimenti residenziali nel II trimestre dell'anno: l'avvio di nuovi cantieri ha registrato un progresso di +5,8% su base mensile e addirittura +40,9% rispetto all'anno precedente, dopo il +5,0% m/m rivisto di marzo. Le vendite di case esistenti sono aumentate di +7,6% m/m e +22,8% a/a (previsioni: +4,7% m/m) e quelle di nuove case hanno registrato un incremento di +14,8% m/m e +47,8% a/a.

È proseguita in aprile la modesta decelerazione degli indici di prezzo: quello generale al consumo, sceso di -0,1% m/m, ha portato il tendenziale a +2,2% dal +2,3% a/a di marzo, mentre l'indice depurato delle componenti alimentare ed energetica, invariato su base mensile, si è attestato a +0,9% su base annua. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione, diminuito di -0,1% m/m, ha portato il tendenziale a +5,5%, mentre quello *core* si è fermato a +1,0% a/a. I prezzi delle merci importate, cresciuti in aprile di +0,9% m/m in linea con le attese, sono aumentati di +11,1% rispetto all'anno precedente e quelli relativi alle esportazioni hanno segnato un progresso di +1,2% m/m e +5,7% a/a.

Alla luce di questi dati, riteniamo che la Fed decida di intervenire non prima dell'inizio del nuovo anno con un modesto rialzo dei tassi di riferimento (Scen. B e C, Prob. Cumulata 80%), eventualmente seguito da una mossa analoga nella riunione successiva (Scen. B, prob. 10%). Si conferma quindi la posticipazione dell'inversione di rotta nella politica monetaria rispetto agli scenari precedentemente delineati, soprattutto a causa delle tensioni riesplose nei mercati finanziari e del rallentamento atteso delle esportazioni, colpite dall'apprezzamento del dollaro.

### **Giappone: crescita del Pil grazie alla ripresa dei commerci internazionali**

I nuovi dati a disposizione confermano la buona *performance* dell'economia nipponica nel primo trimestre del 2010: il Pil è infatti cresciuto di +1,2% t/t e +4,9% su base annua, dopo il +1,0% t/t e +3,8% a/a del periodo precedente. Il risultato è da ascrivere alla crescita di tutte le componenti: i consumi privati sono aumentati di +0,3% t/t e +1,3% a/a, gli investimenti fissi di +0,4% t/t e +1,5% a/a, le esportazioni di +6,9% t/t e +30,5% a/a e le importazioni di +2,3% t/t e +9,6% a/a. Passando ad analizzare i contributi alla crescita, si nota che l'apporto principale proviene dalle esportazioni nette (+0,7% t/t), mentre consumi privati ed investimenti fissi hanno pesato rispettivamente per +0,2% t/t e +0,1% t/t.

I nuovi dati relativi al commercio con l'estero segnalano per il mese di aprile un forte aumento delle esportazioni (+40,4% a/a) superiore alla crescita dell'import (+24,2% a/a): trova ulteriore conferma la vocazione commerciale del Paese e la ripresa dei traffici internazionali.

Positivi sono i segnali che provengono dal lato dell'offerta: la produzione industriale è aumentata in marzo di +1,2% m/m e +31,8% a/a e gli ordini di macchinari industriali hanno registrato un progresso di +5,4% m/m e +1,2% a/a, dopo il -3,8% m/m rivisto di febbraio. Contrastanti sono i segnali che provengono dagli indici di fiducia: il Coincident Index of Business Condition è rimasto stabile nel mese a quota 100,0, mentre l'indice di attività del terziario è sceso di -3,0% m/m rispetto a febbraio e il Pmi manifatturiero è salito in maggio a 54,7 da 53,8 di aprile.

Ancora debole rimane il lato della domanda, con i consumi delle famiglie scesi in aprile di -3,7% a/a in termini nominali e -2,3% a/a in termini reali e il reddito disponibile diminuito di -0,6% a/a (+0,8% a/a se valutato in termini reali). Solo le vendite al dettaglio continuano a registrare variazioni positive: in aprile sono cresciute di +4,9% rispetto all'anno precedente e l'indice di fiducia dei consumatori è salito nel mese a 42,0 da 40,9 di marzo. I dati provenienti dal mercato del lavoro segnalano per aprile l'aumento della forza lavoro, del numero degli occupati, ma anche dei disoccupati e un tasso di disoccupazione in leggero aumento al 5,1% dal 5,0% del mese precedente.

Sul fronte dei prezzi prosegue il processo deflazionistico in atto da mesi: l'indice dei prezzi al consumo, rimasto invariato su base mensile, ha portato il tendenziale a -1,2%, dal -1,1% a/a di marzo e l'indice *core*, sceso di -0,3% m/m, ha registrato una variazione annua di -1,5%. Il dato preliminare relativo all'inflazione nell'area di Tokyo per il mese di maggio segnala una contrazione congiunturale di -0,1% e annua di -1,4%. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione ha ridimensionato in aprile le perdite, salendo di +0,4% su base mensile e portando il tendenziale a -0,2% dal -1,3% a/a di marzo.

### **Area Euro: maggiori aumenti annui da maggio 2000 per produzione e ordini**

Il dato preliminare relativo all'andamento dell'economia nel I trimestre del 2010 segnala una modesta ripresa: il Pil è infatti cresciuto di +0,2% su base congiunturale e +0,5% rispetto all'anno precedente, battendo al rialzo le attese degli analisti. Si rafforza la ripresa dell'economia reale, grazie al rilancio del commercio mondiale e al dinamismo delle economie emergenti, anche se il ritmo rimane moderato.

I dati relativi al commercio con l'estero segnalano per il mese di marzo la diminuzione dell'attivo della bilancia, a seguito di un aumento dell'import maggiore della crescita delle esportazioni (+10,3% m/m e +7,5% m/m rispettivamente).

Incoraggianti sono i segnali che provengono dal lato dell'offerta per il mese di marzo, con i principali indicatori che hanno fatto segnare i maggiori aumenti annui da maggio 2000: la produzione industriale è cresciuta di +1,3% m/m e +6,9% a/a e gli ordini all'industria hanno registrato un incremento mensile di +5,2% e annuo di +19,8%, battendo al rialzo le attese di mercato. Anche il Leading Indicator elaborato dall'OCSE appare in crescita nel mese di marzo: +0,5% m/m e +12,3% a/a, dopo il +0,6% m/m rivisto di febbraio. Il PMI manifatturiero e l'ESI hanno registrato una contrazione in maggio (da 57,6 a 55,9 il primo, da 100,6 a 98,4 il secondo), mentre il PMI relativo al settore dei servizi è risultato in modesto aumento (da 55,6 a 56,0, ai massimi da 33 mesi).

Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio in marzo sono rimaste invariate in termini congiunturali (-0,1% la variazione annua): a frenare i consumi contribuiscono le preoccupazioni per la situazione del mercato del lavoro e la debolezza della ripresa economica.

Sul fronte dei prezzi, si osserva l'aumento dell'indice generale dei prezzi al consumo in aprile (+0,5% m/m e +1,5% a/a, dopo il +1,4% a/a di marzo) imputabile per lo più alla dinamica dei prezzi delle materie prime energetiche: se depurato infatti delle componenti più volatili, l'indice *core* registra nel mese un progresso di +0,3% m/m e +0,8% su base annua. La stima *flash* relativa all'andamento dell'inflazione in maggio segnala un ulteriore moderato aumento, all'1,6% a/a, in linea con le attese. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione, salito in marzo di +0,6% m/m, ha portato il tendenziale a +0,9%, dal -0,4% a/a di febbraio. Stabile a -0,1% è risultato anche in aprile il tasso di variazione annua di M3.

Sulla base di questi dati e delle più recenti turbolenze finanziarie, riteniamo che la Bce mantenga invariato il tasso di rifinanziamento nell'orizzonte previsivo considerato (Scen. A e C, prob. cumulata 90%). Solo nel caso in cui l'economia mostrasse una solida ripresa e le tensioni sui mercati finanziari si riassorbissero rapidamente, la Bce potrebbe decidere di intervenire con un aumento del tasso di riferimento di entità moderata all'inizio del nuovo anno, allo scopo di scongiurare aumenti inflazionistici (Scen. B, prob. 10%).

Il dato relativo all'andamento dell'economia della **Germania** nel I trimestre del 2010 segnala una crescita in linea con la media europea: il Pil è infatti cresciuto di +0,2% t/t e +1,7% a/a. Analizzando però l'apporto delle singole componenti si osserva che l'unico contributo positivo proviene dalle scorte (+1,9% t/t, +0,5% a/a), mentre tutte le altre componenti hanno sottratto risorse alla crescita: le esportazioni nette per -1,1% t/t, a causa di un aumento dell'import nettamente superiore al progresso dell'export, i consumi privati per -0,5% t/t e gli investimenti fissi per -0,3% t/t. In prospettiva, l'economia tedesca, fortemente votata al commercio internazionale, potrà beneficiare della ripresa delle economie emergenti e del deprezzamento dell'euro.

Indicativi di un forte recupero sono i dati provenienti dal lato dell'offerta, che hanno battuto fortemente al rialzo le attese di mercato: la produzione industriale è salita in marzo di +4,0% m/m e +12,3% a/a, dopo il -0,2% m/m e +5,5% a/a del mese precedente, e gli ordini all'industria manifatturiera hanno registrato un incremento mensile di +5,0% e annuo di +30,0%, dopo il +24,0% a/a di febbraio. In ritirata appaiono invece gli indici di fiducia delle imprese riferiti al mese di maggio: lo Zew ha registrato una brusca flessione a 45,8 da 53,0 di aprile per il peggioramento delle aspettative degli investitori sull'economia e per l'aumentata incertezza di consumatori e investitori. Il PMI manifatturiero è scivolato a 58,3 da 61,5, il PMI servizi si è fermato a 53,7 da 55,2 di aprile e l'Ifo è rimasto sostanzialmente stabile a 101,5 da 101,6 del mese precedente.

Dal lato della domanda, le vendite al dettaglio in marzo hanno subito una contrazione mensile di -1,0% superiore alle attese (-0,2% m/m), ma il tendenziale è salito di +5,1 punti percentuali.

Sul fronte dei prezzi, sia l'indice nazionale che quello armonizzato relativi ai prezzi al consumo nel mese di maggio segnalano un modesto aumento congiunturale (+0,1%) che porta il tendenziale a +1,2%, perfettamente in linea con le previsioni. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione è salito di +0,8% m/m e +0,6% a/a in aprile, dopo il -1,5% a/a di marzo.

I nuovi dati relativi all'andamento dell'economia della **Francia** nel I trimestre dell'anno segnalano una ripresa modesta, inferiore alle attese degli analisti: nel periodo considerato infatti il Pil è cresciuto di +0,1% t/t e +0,7% a/a, contro il +0,5% t/t del trimestre precedente. Il risultato positivo è da imputare al forte aumento delle esportazioni (+3,9% t/t) non completamente coperto dalla crescita dell'import (+2,0% t/t), mentre i consumi privati sono rimasti invariati rispetto al periodo precedente e gli investimenti fissi hanno subito una contrazione di -0,8% t/t. Anche analizzando i contributi alla crescita si nota che solo le

esportazioni nette hanno inciso positivamente sul risultato economico, mentre tutte le altre componenti hanno sottratto risorse alla crescita.

In recupero appare il lato dell'offerta nel mese di marzo: la produzione industriale è cresciuta di +1,0% m/m e +3,9% su base tendenziale, superando le attese a +0,3% m/m, e gli ordini all'industria sono aumentati di +2,6% m/m e +8,5% a/a, dopo la contrazione di -0,2% m/m del mese precedente. L'indice di fiducia delle imprese elaborato dall'Insee è salito in maggio a 97,0 da 96,0 di aprile e il PMI servizi è balzato a quota 61,9 da 59,2 di aprile, al massimo degli ultimi 45 mesi. Solo il PMI manifatturiero ha subito una contrazione, scendendo a 56,2 da 56,6. Non si scorgono ancora segnali univoci di recupero dal lato della domanda: le vendite al dettaglio riferite al mese di marzo sono salite di +0,7% su base congiunturale (-2,0% a/a), i consumi delle famiglie sono però diminuiti di -1,2% m/m in aprile, battendo al ribasso le aspettative degli esperti, e l'indice di fiducia dei consumatori si è collocato in maggio a -38,0 da -37,0 del mese precedente. Sul fronte dei prezzi, l'indice nazionale dei prezzi al consumo segnala per aprile un aumento di +0,3% m/m e +1,7% su base annua, dopo il +1,6% a/a di marzo, mentre l'indice calcolato sul paniere armonizzato, cresciuto anch'esso di +0,3% m/m, ha portato il tendenziale a +1,9%. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione, salito in marzo di +0,5% m/m, si è collocato a +1,8% su base annua, dopo il +1,0% a/a di febbraio.

### **Italia: maggior aumento annuo dal 2006 per la produzione industriale**

Il nuovo dato relativo all'andamento dell'economia nel primo trimestre dell'anno segnala un buon recupero: il Pil è infatti cresciuto di +0,5% t/t e +0,6% a/a (più della media europea e al di sopra delle attese degli analisti grazie all'apporto dell'export), dopo una contrazione di -0,1% t/t e -2,8% a/a nel periodo precedente. Sono diminuiti i deficit della bilancia commerciale italiana sia nei confronti dei partner europei nel mese di marzo, sia verso i Paesi extraeuropei in aprile, a seguito di un aumento delle esportazioni superiore alla crescita dell'import, segno della prosecuzione timida ma costante della ripresa del *made in Italy*.

Positivi sono i segnali che provengono dal lato dell'offerta per il mese di marzo: la produzione industriale, pur avendo subito una contrazione mensile di -0,1%, ha registrato il maggior aumento annuo da dicembre 2006 (+6,4% a/a dopo il +2,8% a/a di febbraio). Il fatturato è risultato in robusto recupero (+1,5% m/m e +6,3% a/a) e gli ordini all'industria, cresciuti di +1,0% m/m, hanno portato il tendenziale a +13,1%, che rappresenta il maggior aumento annuo da giugno 2007. Per quanto riguarda gli indici di fiducia, il PMI manifatturiero di aprile è salito a 54,5 da 53,7 del mese precedente, realizzando il maggior aumento annuo da maggio 2007, e l'indice di fiducia delle imprese manifatturiere si è collocato a 96,2 da 95,9 di aprile, dopo la revisione operata dall'Isae sui dati storici e sulle modalità di calcolo. In sofferenza appare invece il settore dei servizi, con il PMI sceso a 54,5 da 55,3 di aprile (attese: 55,9) e l'indice di fiducia dell'Isae, piombato in maggio a 94,1 da 102,7 del mese precedente.

Dal lato della domanda si osserva l'aumento delle vendite al dettaglio nel mese di marzo (+0,5% m/m e +2,9% a/a), che hanno raggiunto il livello più alto da febbraio 2008, grazie anche alla concomitanza con il periodo Pasquale, e la contrazione dell'indice di fiducia dei consumatori in maggio, collocatosi a quota 105,4 da 107,9 (attese: 107,8) per i forti timori sul futuro.

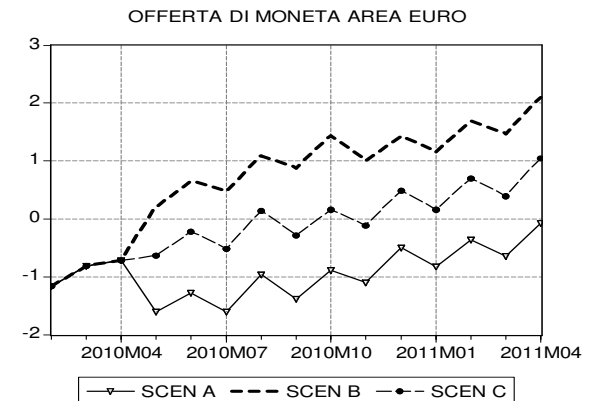
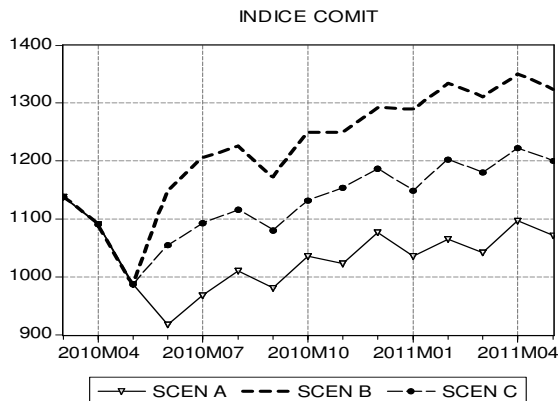
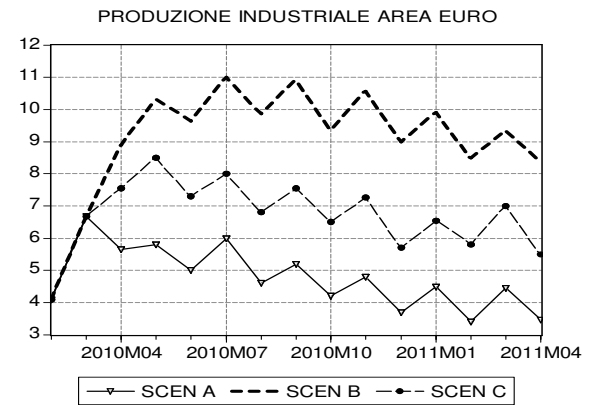
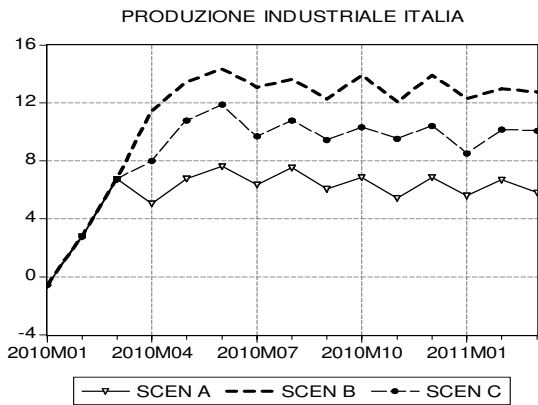
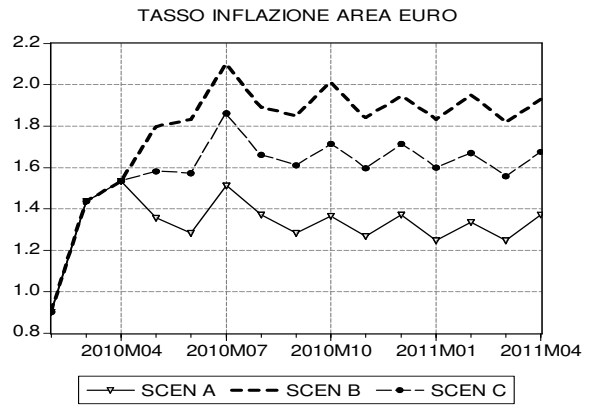
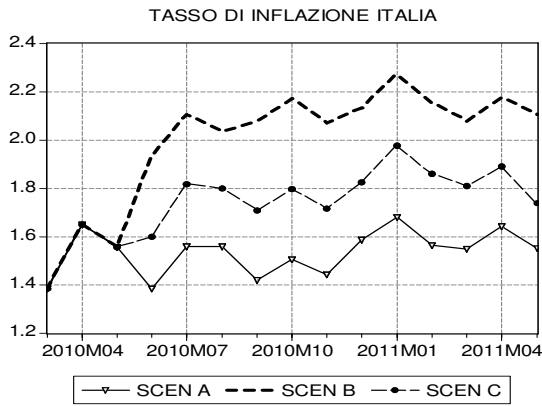
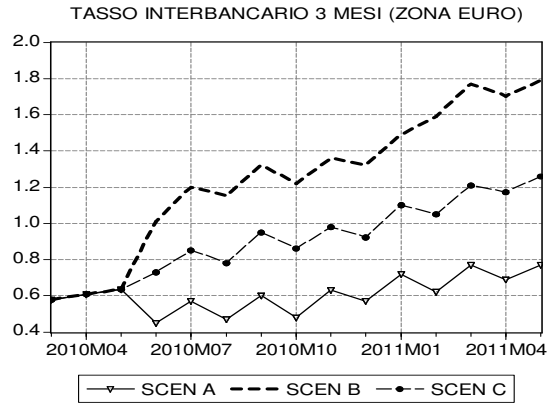
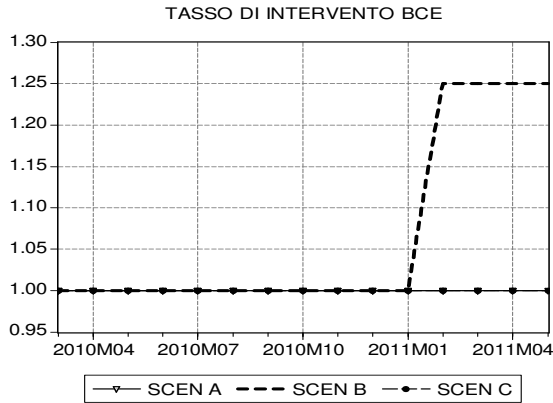
I nuovi dati relativi alle grandi imprese per il mese di marzo segnalano la diminuzione dell'occupazione (-0,2% m/m e -1,9% a/a), delle retribuzioni contrattuali (-3,7% m/m e -2,0% a/a) e pure del costo del lavoro (-3,3% m/m e -1,7% a/a).

In aprile si è registrato un aumento dei prezzi al consumo sia calcolati ricorrendo all'indice nazionale (+0,4% m/m e +1,5% a/a, in linea con le attese e al livello più alto da febbraio 2009), sia calcolati sul paniere armonizzato (+0,9% m/m e +1,6% a/a), a causa dell'aumento dei prezzi dei carburanti. La stima *flash* anticipa un'inflazione al +1,4% in maggio, al di sotto delle previsioni di mercato. Ai primi stadi della commercializzazione, l'indice dei prezzi alla produzione, salito in aprile di +1,0% m/m, ha fatto balzare il tendenziale a +3,1% dal +1,7% a/a di marzo.

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

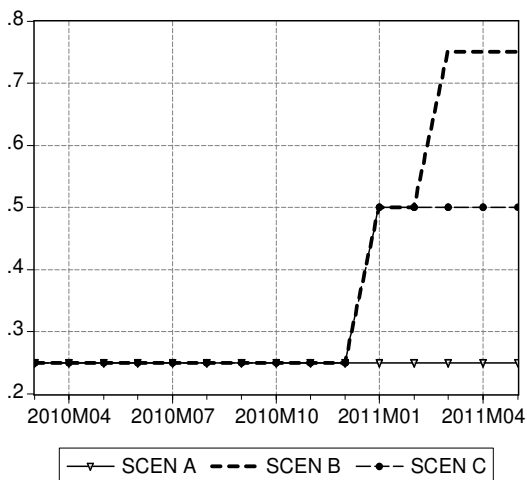
A (20%)	B (10%)	C (70%)
<p><b>Usa:</b> l'economia, ancora sostenuta dalle politiche monetarie approntate lo scorso anno, appare in lento recupero, ma molti rimangono ancora gli elementi di fragilità. C'è il forte rischio che tale processo si arresti quando i costi sostenuti per far fronte alla crisi,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

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

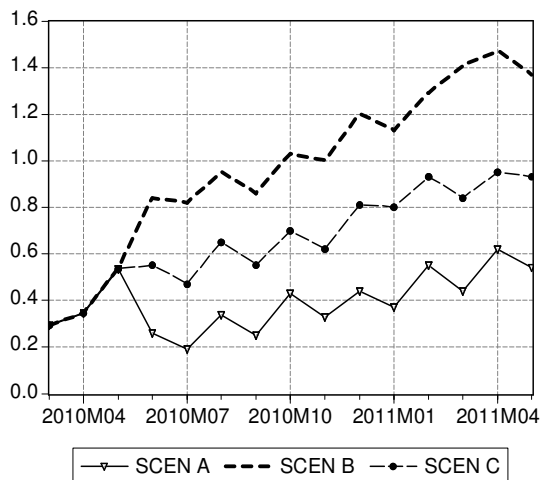


**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE**  
*Dati mensili*

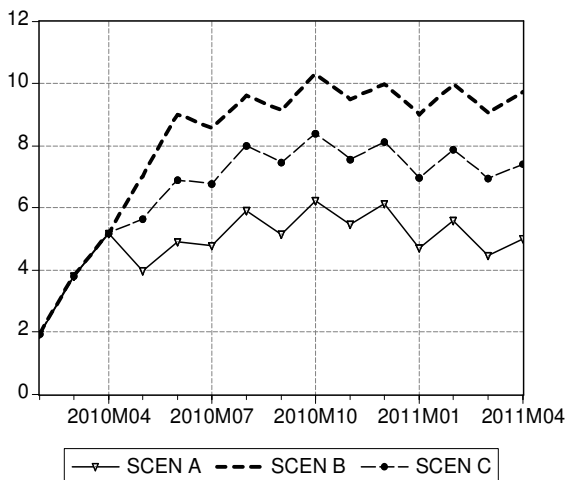
TASSO DI INTERVENTO FED



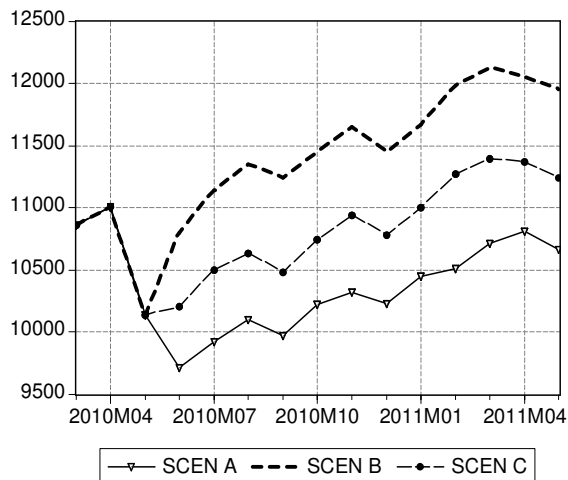
TASSO INTERBANCARIO 3 MESI USA



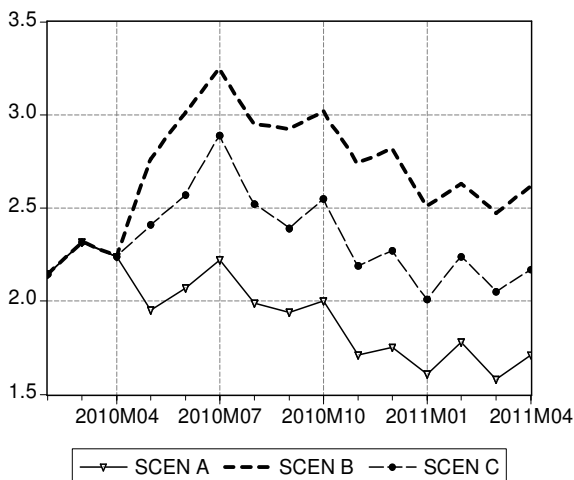
PRODUZIONE INDUSTRIALE USA



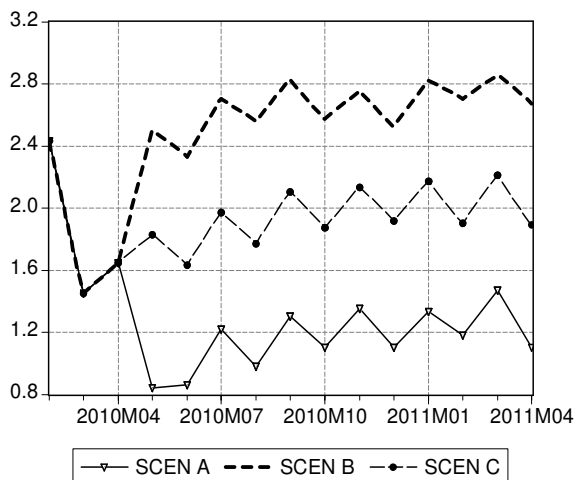
INDICE DOW JONES



TASSO DI INFLAZIONE USA



OFFERTA DI MONETA USA



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

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

Sul fronte americano si segnala un nuovo aumento del Pil nel 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.

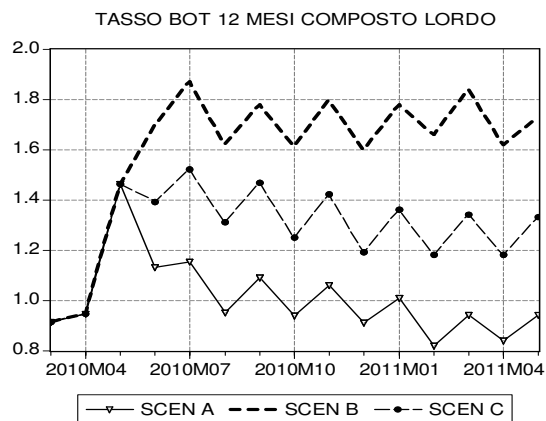
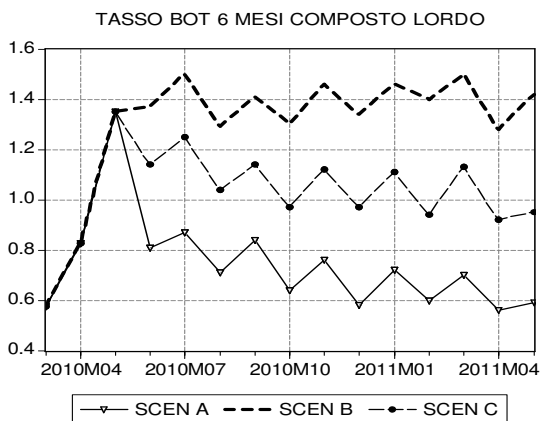
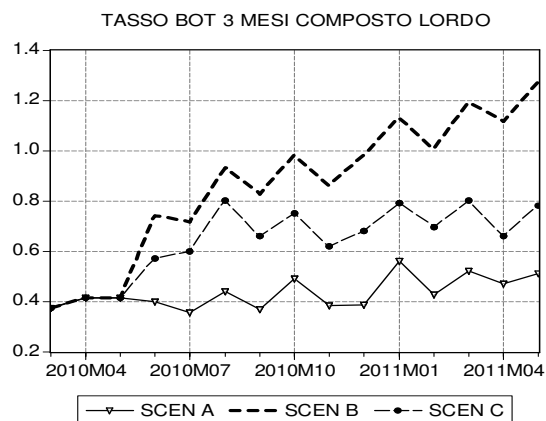
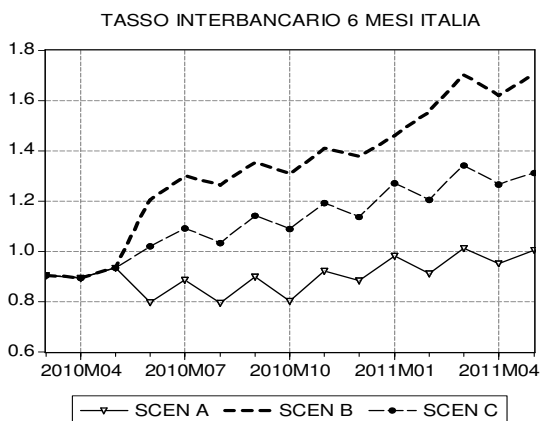
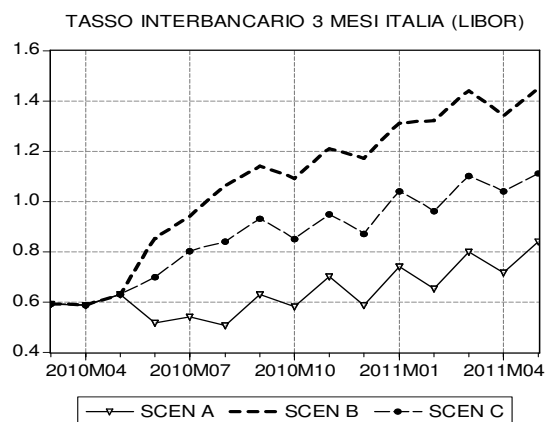
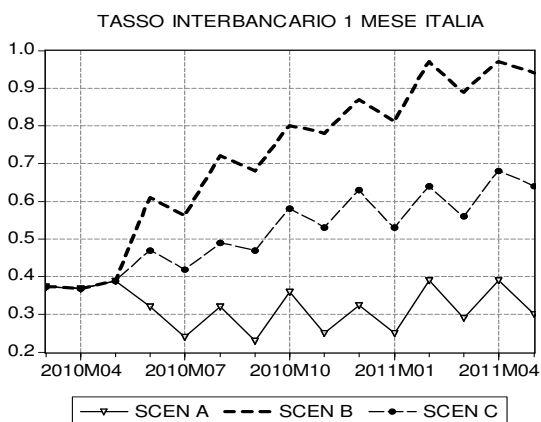
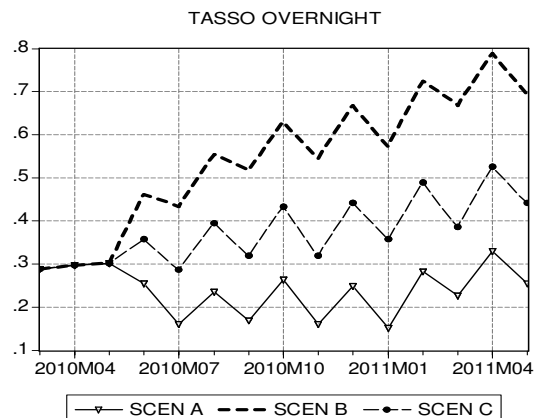
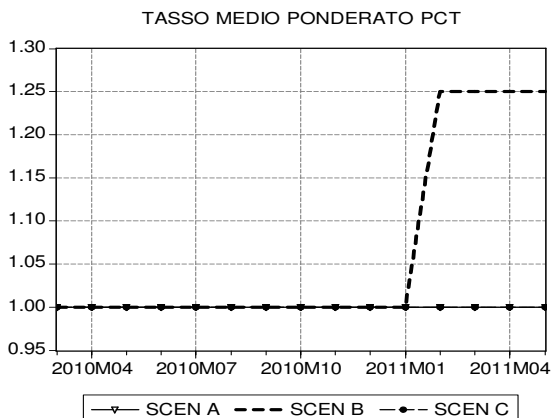
In Europa è proseguita, seppure ad un ritmo nettamente inferiore a quello americano, l'uscita dalla recessione nel I trimestre dell'anno, grazie alla ripresa delle esportazioni unita all'aumento degli indici di fiducia. Rimangono comunque alcuni elementi di forte criticità, tra i quali le restrizioni imposte dalle severe politiche fiscali per il rientro dal debito pubblico, le difficili condizioni del mercato del lavoro e la debolezza della domanda, che potrebbero costituire un serio ostacolo alla ripresa. Dato l'attuale scenario economico, è quindi verosimile attendersi che i tassi interbancari intraprendano un sentiero debolmente ascendente nei prossimi mesi, considerato anche il livello estremamente basso attualmente raggiunto. In particolare se la dinamica economica negli Stati Uniti e nell'Area Euro mostrasse una debole tendenza alla ripresa (scenario C), i tassi interbancari dovrebbero attestarsi a +0,64% per la scadenza ad un mese, +1,11% per la scadenza a tre mesi e +1,31% per quella a sei mesi a maggio 2011. Qualora l'economia di Eurolandia rafforzasse ed espandesse nei prossimi mesi i timidi segnali positivi odierni (scenario B), i tre tassi interbancari considerati potrebbero raggiungere alla fine dell'orizzonte di previsione un valore di +0,89% (1 mese), +1,44% (3 mesi) e +1,70% (6 mesi). Nel caso in cui, invece, la crisi continuasse ad avere effetti pesantemente negativi, con instabilità finanziaria, ulteriore contrazione della domanda sia interna che estera e continua flessione dell'occupazione (scenario A), i diversi tassi interbancari si porterebbero rispettivamente a +0,30%, +0,84% e +1,00% alla fine dell'orizzonte di previsione.

**Struttura a termine:** nel mese di maggio si sono verificate sensibili movimentazioni per i tassi della struttura a termine sulle varie scadenze. Nei prossimi mesi è probabile che i vari tassi seguano un *trend* di crescita, diverso a seconda della situazione economica. Nel caso in cui la crescita globale dovesse mantenersi analoga all'attuale (scenario C), i rendimenti sui Btp raggiungerebbero a maggio 2011 quota +1,69% (3 anni), +2,18% (5 anni), +2,65% (7 anni) e +3,08% (10 anni). Qualora l'andamento economico europeo manifestasse una buona ripresa (scenario B), la crescita dei rendimenti sarebbe più marcata, attestandosi su valori di +1,87%, +2,39%, +2,93%, +3,32% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni al termine dell'orizzonte previsivo considerato. Se si verificasse, invece, un ulteriore rallentamento dell'economia (scenario A), il decennale non supererebbe il +2,86% a maggio 2011.

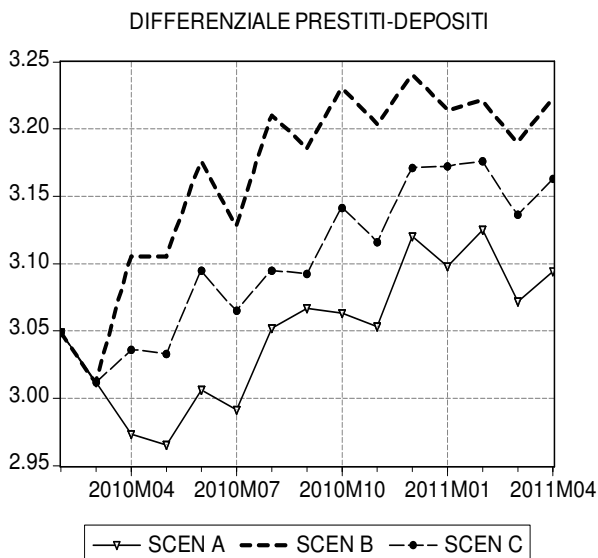
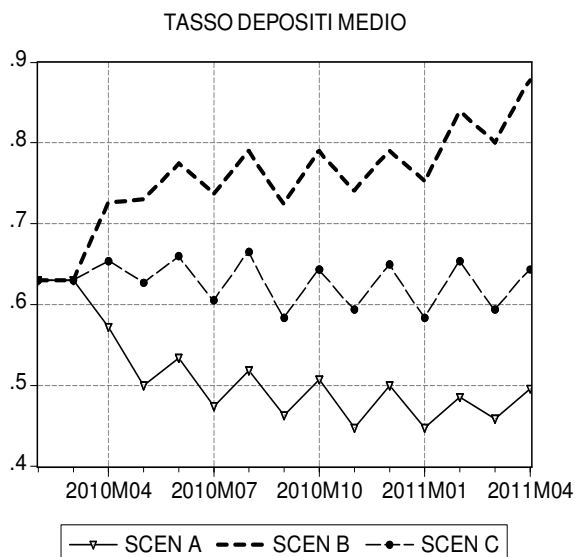
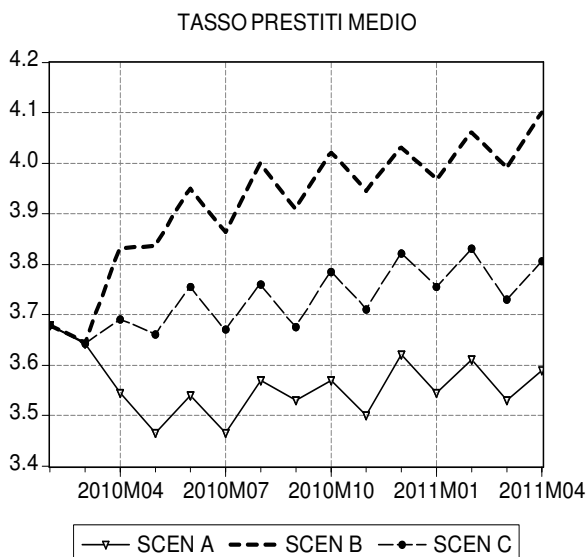
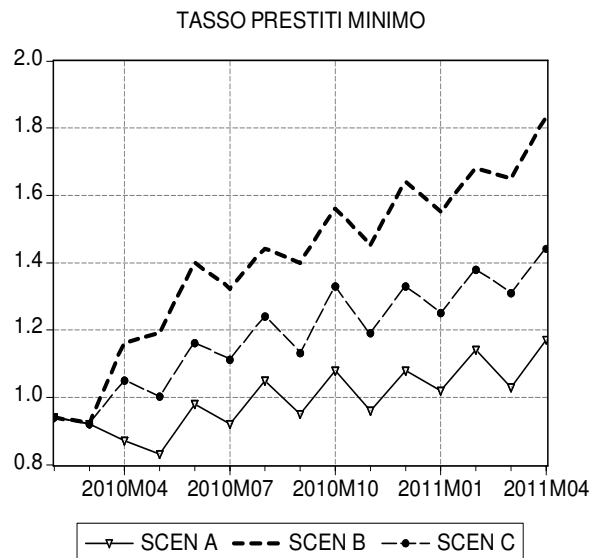
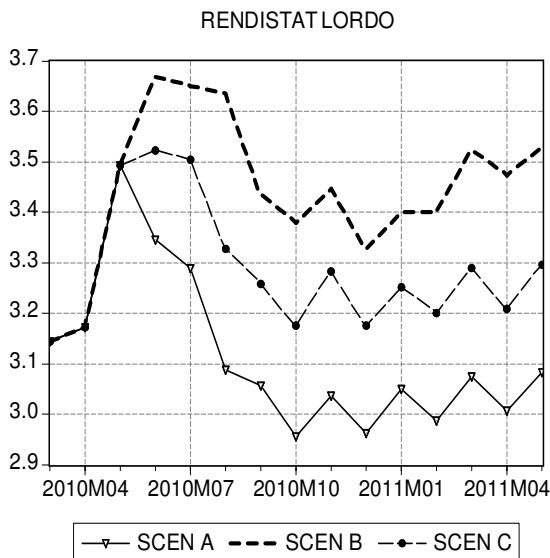
**Tassi bancari:** il tasso medio sui prestiti mostra un *trend* decrescente, mentre quello sui depositi è rimasto invariato. Nei prossimi mesi ci attendiamo che entrambi manifestino una certa tendenza al recupero. Nel caso in cui la crescita del prodotto europeo si mantenesse su di un passo simile all'attuale (scenario C), ci aspettiamo che il tasso medio sui prestiti salga fino a +3,76%, mentre il tasso medio sui depositi si attesti a +0,59% alla fine dell'orizzonte previsivo. In uno scenario di ripresa economica sostenuta (scenario B), l'andamento dei due tassi raggiungerebbe rispettivamente quota +3,99% e +0,80% 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 +3,57% e quello sui depositi scenderebbe a +0,45% a maggio 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 +1,60% a maggio del prossimo anno, mentre la variazione tendenziale del volume dei prestiti nello stesso periodo dovrebbe essere di +7,86%.

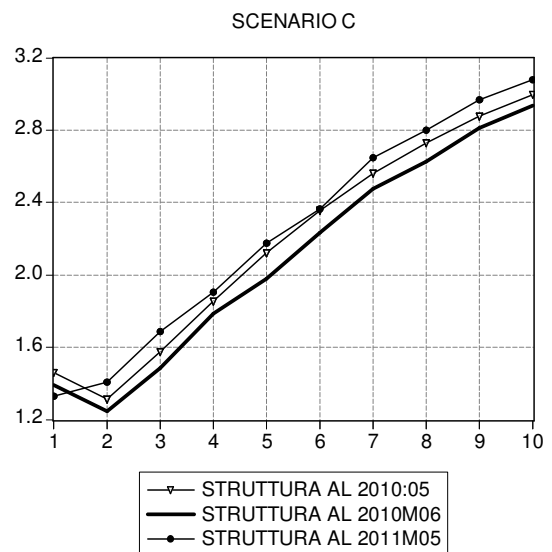
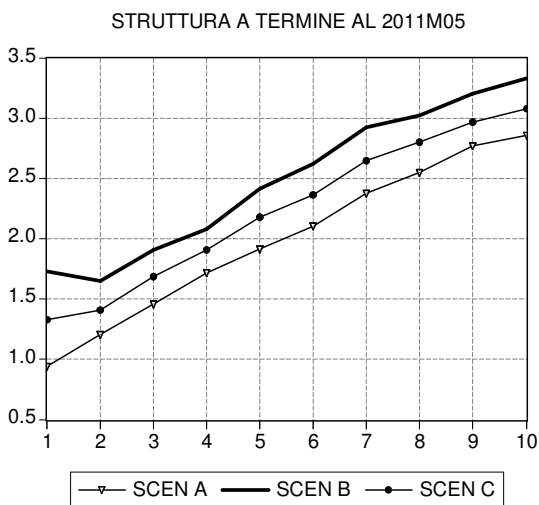
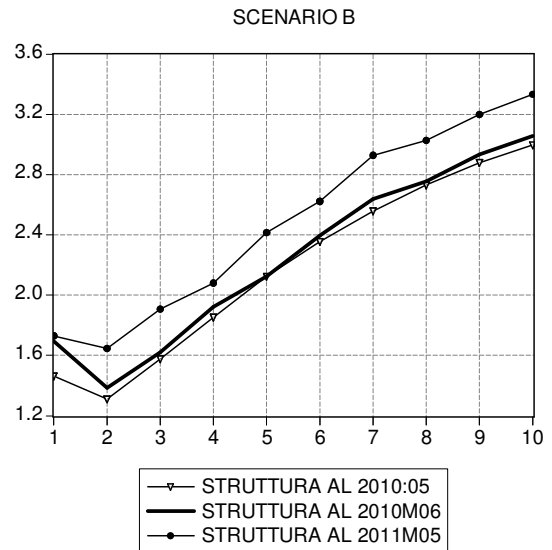
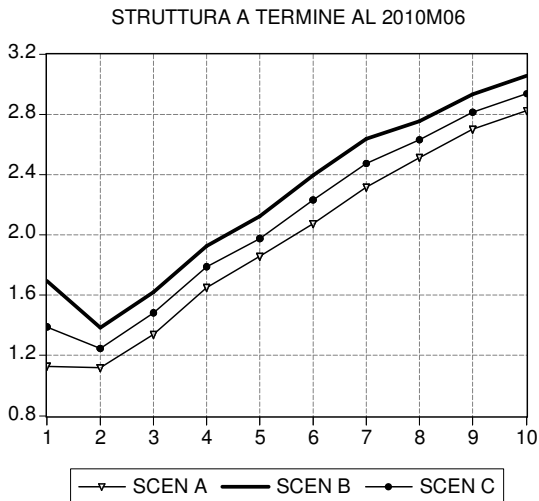
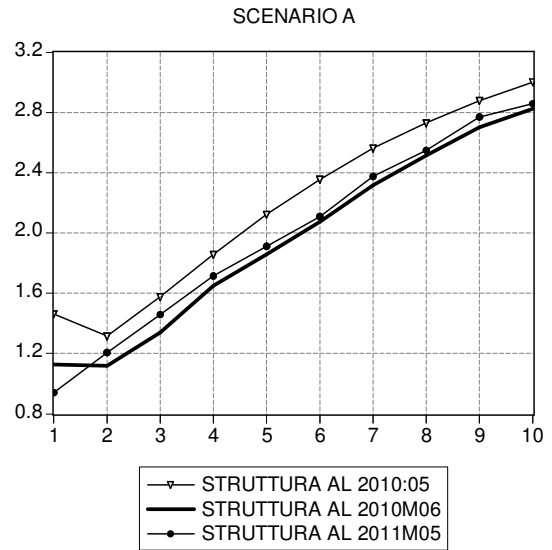
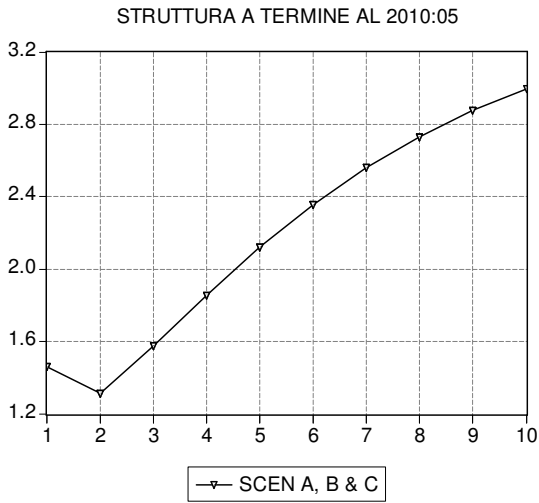
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**



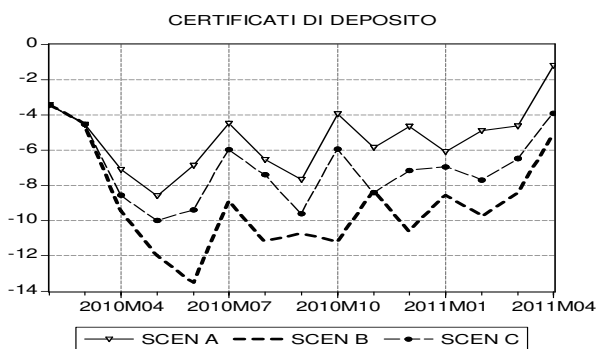
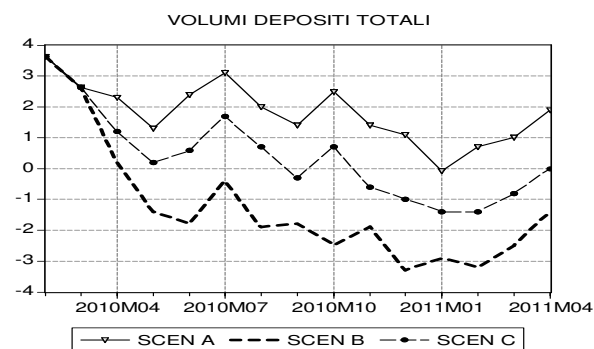
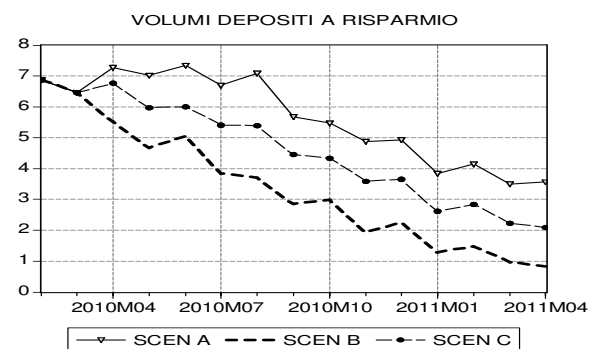
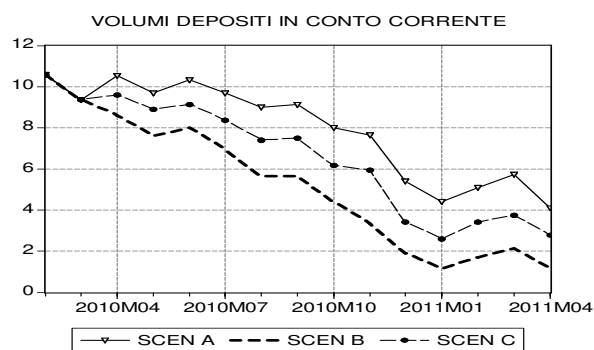
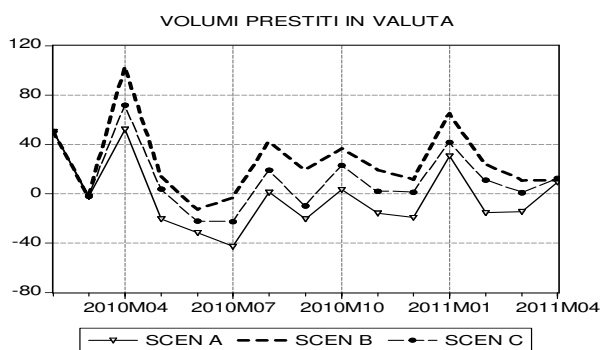
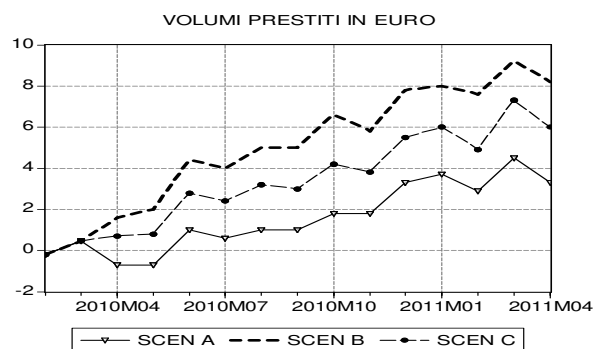
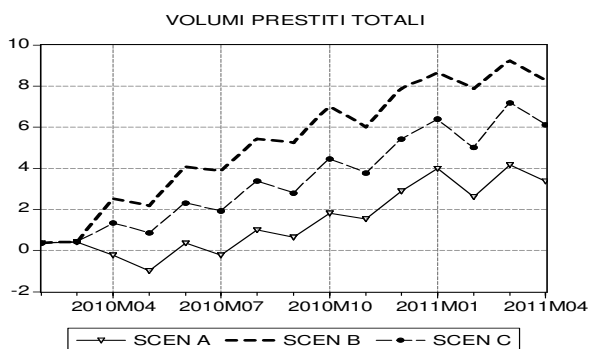
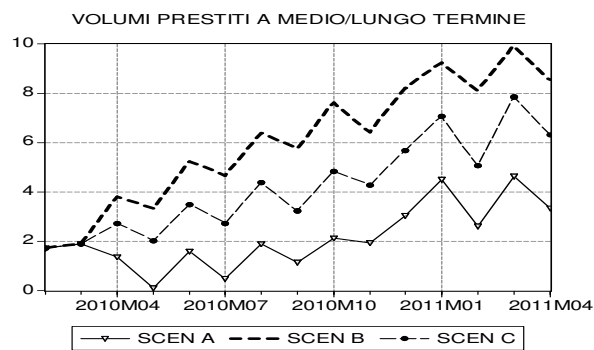
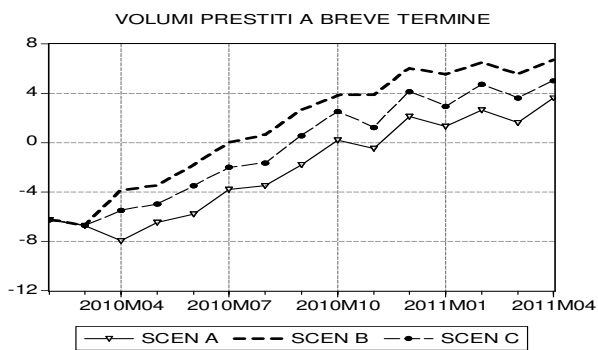
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**



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



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

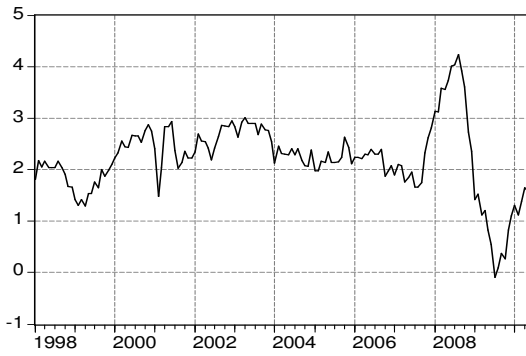


SCENARIO A	09 11	09 12	10 1	10 2	10 3	10 4	10 5	10 6	10 7	10 8	10 9	10 10	10 11	10 12	11 1	11 2	11 3	11 4	11 5
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Indice COMIT	1081	1138	1085	1048	1138	1090	987	917	968	1010	981	1036	1023	1077	1036	1065	1042	1097	1071
Produzione Industriale	-9.2	-5.5	-0.6	2.8	6.7	5.1	6.8	7.6	6.3	7.5	6.1	6.9	5.4	6.9	5.6	6.7	5.8	4.1	4.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.8	1.1	1.3	1.1	1.4	1.6	1.6	1.4	1.6	1.6	1.4	1.5	1.4	1.6	1.7	1.6	1.5	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/l	0.30	0.29	0.29	0.28	0.29	0.30	0.30	0.25	0.16	0.24	0.17	0.26	0.16	0.25	0.15	0.28	0.23	0.33	0.25
T. Interb. 1m lett.	0.40	0.45	0.40	0.39	0.37	0.37	0.39	0.32	0.24	0.32	0.23	0.36	0.25	0.32	0.25	0.39	0.29	0.39	0.30
T. Interb. 3m lett.	0.67	0.68	0.63	0.60	0.59	0.59	0.63	0.52	0.54	0.50	0.63	0.58	0.70	0.59	0.74	0.65	0.80	0.72	0.84
T. Interb. 6m lett.	0.98	0.98	0.94	0.92	0.90	0.89	0.93	0.80	0.88	0.79	0.90	0.80	0.92	0.88	0.98	0.91	1.01	0.95	1.00
T. Depositi medio	0.70	0.68	0.66	0.63	0.63	0.57	0.50	0.53	0.47	0.52	0.46	0.51	0.45	0.50	0.45	0.49	0.46	0.50	0.45
T. Prestiti medio	3.80	3.75	3.72	3.68	3.64	3.55	3.47	3.54	3.47	3.57	3.53	3.57	3.50	3.62	3.55	3.61	3.53	3.59	3.57
T.prest. medio - T.dep. medio	3.10	3.07	3.06	3.05	3.01	2.97	2.97	3.01	2.99	3.05	3.07	3.06	3.05	3.12	3.10	3.13	3.07	3.09	3.12
T. BOT comp. lordo 3m	0.39	0.39	0.37	0.37	0.37	0.41	0.41	0.40	0.36	0.44	0.37	0.49	0.38	0.39	0.56	0.43	0.52	0.47	0.51
T. BOT comp. lordo 6m	0.69	0.62	0.57	0.66	0.57	0.83	1.35	0.81	0.87	0.71	0.84	0.64	0.76	0.58	0.72	0.60	0.70	0.56	0.59
T. BOT comp. lordo 12m	0.87	1.03	0.81	1.00	0.91	0.95	1.46	1.13	1.15	0.95	1.09	0.94	1.06	0.91	1.01	0.82	0.94	0.84	0.94
Rendistat lordo	3.26	3.21	3.25	3.27	3.14	3.17	3.49	3.35	3.29	3.09	3.06	2.96	3.04	2.96	3.05	2.99	3.08	3.01	3.08
Rendistat netto	2.85	2.81	2.84	2.86	2.75	2.78	3.06	2.93	2.88	2.70	2.67	2.59	2.66	2.59	2.67	2.61	2.69	2.63	2.70
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	2.10	2.26	2.03	1.82	1.81	1.72	1.58	1.34	1.38	1.27	1.34	1.23	1.33	1.25	1.37	1.30	1.42	1.34	1.46
Rend. BTP a 5 anni	2.67	2.80	2.60	2.45	2.41	2.31	2.12	1.86	1.90	1.77	1.87	1.77	1.84	1.74	1.87	1.78	1.89	1.78	1.91
Rend. BTP a 7 anni	3.08	3.22	3.04	2.92	2.88	2.77	2.56	2.31	2.39	2.31	2.36	2.27	2.39	2.21	2.33	2.22	2.36	2.28	2.37
Rend. BTP a 10 anni	3.48	3.64	3.48	3.39	3.35	3.24	3.00	2.82	2.78	2.66	2.78	2.66	2.77	2.69	2.80	2.69	2.80	2.73	2.86
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2361.636	2375.349	2357.972	2355.439	2354.136	2321.404	2308.304	2357.408	2319.471	2333.473	2338.66	2370.02	2397.77	2444.00	2452.29	2416.68	2452.07	2399.87	2415.41
Prestiti in euro	2325.987	2332.380	2331.498	2316.695	2311.955	2289.952	2280.407	2326.307	2294.136	2306.886	2308.838	2337.92	2367.855	2409.35	2417.76	2383.88	2415.99	2365.52	2380.75
Prestiti in valuta	35.649	42.969	26.474	38.744	42.181	31.452	27.897	31.101	25.335	26.587	29.817	32.093	29.914	34.648	34.528	32.802	36.075	34.347	34.664
Prestiti a breve	379.642	371.994	374.694	374.040	370.179	361.563	361.929	368.471	372.960	367.516	373.441	370.604	377.744	379.806	379.565	383.765	376.102	374.579	374.234
Prestiti a m/l	1981.994	2003.355	1983.278	1981.399	1983.957	1959.841	1946.376	1988.937	1946.511	1965.957	1965.214	1999.413	2020.025	2064.191	2072.726	2032.915	2075.966	2025.289	2041.175
Depositi totali	1742.740	1773.142	1768.438	1762.812	1757.853	1743.034	1725.784	1752.449	1749.869	1724.688	1731.926	1771.657	1767.138	1792.647	1767.036	1775.152	1775.716	1776.152	1787.913
Depositi in c/c	730.860	763.784	761.042	746.359	747.130	775.832	773.076	785.328	773.846	765.722	782.459	787.925	786.698	805.028	794.528	784.349	789.941	807.641	811.730
Depositi a risparmio	259.918	263.691	267.690	267.986	269.006	271.986	272.265	273.242	273.348	276.422	272.932	272.874	272.576	276.691	277.943	279.107	278.421	281.696	279.671
Certif. deposito	751.962	745.667	739.706	748.467	741.717	695.217	680.443	693.879	702.674	682.545	676.536	710.859	707.865	710.927	694.566	711.696	707.354	686.816	696.511
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	0.60	2.30	0.99	0.36	0.41	-0.23	-1.00	0.36	-0.23	1.00	0.65	1.82	1.53	2.89	4.00	2.60	4.16	3.38	4.64
Prestiti in euro	1.06	2.29	1.04	-0.20	0.47	-0.70	-0.70	1.00	0.60	1.00	1.00	1.80	1.80	3.30	3.70	2.90	4.50	3.30	4.40
Prestiti in valuta	-22.40	2.66	-3.55	50.56	-2.34	52.23	-20.61	-31.91	-42.89	1.00	-20.64	3.30	-16.09	-19.37	30.42	-15.34	-14.48	9.20	24.26
Prestiti a breve	-1.89	-7.53	-7.70	-6.28	-6.74	-8.00	-6.50	-5.80	-3.80	-3.50	-1.80	0.20	-0.50	2.10	1.30	2.60	1.60	3.60	3.40
Prestiti a m/l	1.10	4.35	2.82	1.72	1.87	1.35	0.09	1.59	0.48	1.89	1.13	2.13	1.92	3.04	4.51	2.60	4.64	3.34	4.87
Depositi totali	0.55	3.54	3.23	3.63	2.63	2.30	1.30	2.40	3.10	2.00	1.40	2.50	1.40	1.10	-0.08	0.70	1.02	1.90	3.60
Depositi in c/c	11.38	11.83	12.43	10.57	9.35	10.54	9.69	10.33	9.69	9.00	9.13	8.00	7.64	5.40	4.40	5.09	5.73	4.10	5.00
Depositi a risparmio	9.41	8.19	7.42	6.86	6.46	7.28	7.02	7.35	6.70	7.09	5.68	5.47	4.87	4.93	3.83	4.15	3.50	3.57	2.72
Certif. deposito	-10.43	-5.11	-6.00	-3.45	-4.53	-7.11	-8.60	-6.87	-4.47	-6.53	-7.67	-3.96	-5.86	-4.66	-6.10	-4.91	-4.63	-1.21	2.36

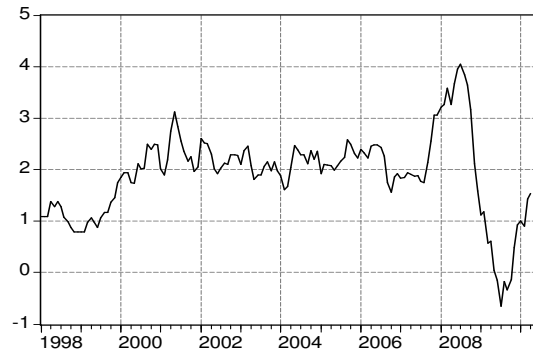
SCENARIO B	09 11	09 12	10 1	10 2	10 3	10 4	10 5	10 6	10 7	10 8	10 9	10 10	10 11	10 12	11 1	11 2	11 3
<b>ESOGENE</b>																	
Tasso di intervento	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.25
Indice COMIT	1081	1138	1085	1048	1138	1090	987	1148	1205	1225	1173	1250	1250	1292	1289	1334	1311
Produzione Industriale	-9.2	-5.5	-0.6	2.8	6.7	11.4	13.4	14.4	13.1	13.6	12.3	13.9	12.1	13.9	12.3	13.0	12.7
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.8	1.1	1.3	1.1	1.4	1.6	1.6	1.9	2.1	2.0	2.1	2.2	2.1	2.1	2.3	2.2	2.1
<b>ENDOGENE</b>																	
<b>TASSI</b>																	
T. P/T medio	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.25
T. Overnight media d/l	0.30	0.29	0.29	0.28	0.29	0.30	0.30	0.46	0.43	0.55	0.52	0.63	0.55	0.67	0.57	0.72	0.67
T. Interb. 1m lett.	0.40	0.45	0.40	0.39	0.37	0.37	0.39	0.61	0.56	0.72	0.68	0.80	0.78	0.87	0.81	0.97	0.89
T. Interb. 3m lett.	0.67	0.68	0.63	0.60	0.59	0.59	0.63	0.85	0.94	1.06	1.14	1.09	1.21	1.17	1.31	1.32	1.44
T. Interb. 6m lett.	0.98	0.98	0.94	0.92	0.90	0.89	0.93	1.20	1.30	1.26	1.35	1.31	1.41	1.38	1.46	1.56	1.70
T. Depositi medio	0.70	0.68	0.66	0.63	0.63	0.73	0.73	0.77	0.74	0.79	0.73	0.79	0.74	0.79	0.75	0.84	0.80
T. Prestiti medio	3.80	3.75	3.72	3.68	3.64	3.83	3.84	3.95	3.86	4.00	3.91	4.02	3.94	4.03	3.97	4.06	3.99
T.prest.medio - T.dep.medio	3.10	3.07	3.06	3.05	3.01	3.11	3.11	3.18	3.13	3.21	3.19	3.23	3.20	3.24	3.21	3.22	3.19
T. BOT comp. lordo 3m	0.39	0.39	0.37	0.37	0.37	0.41	0.41	0.74	0.72	0.93	0.83	0.98	0.86	0.98	1.13	1.01	1.19
T. BOT comp. lordo 6m	0.69	0.62	0.57	0.66	0.57	0.83	1.35	1.37	1.50	1.29	1.41	1.30	1.46	1.34	1.46	1.40	1.50
T. BOT comp. lordo 12m	0.87	1.03	0.81	1.00	0.91	0.95	1.46	1.70	1.87	1.62	1.78	1.62	1.80	1.60	1.78	1.66	1.84
Rendistat lordo	3.26	3.21	3.25	3.27	3.14	3.17	3.49	3.67	3.65	3.63	3.43	3.38	3.45	3.33	3.40	3.40	3.52
Rendistat netto	2.85	2.81	2.84	2.86	2.75	2.78	3.06	3.21	3.19	3.18	3.01	2.96	3.02	2.91	2.98	2.98	3.08
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																	
Rend. BTP a 3 anni	2.10	2.26	2.03	1.82	1.81	1.72	1.58	1.62	1.72	1.64	1.73	1.66	1.77	1.68	1.78	1.72	1.87
Rend. BTP a 5 anni	2.67	2.80	2.60	2.45	2.41	2.31	2.12	2.12	2.22	2.14	2.25	2.15	2.25	2.20	2.32	2.25	2.39
Rend. BTP a 7 anni	3.08	3.22	3.04	2.92	2.88	2.77	2.56	2.64	2.73	2.65	2.75	2.67	2.79	2.72	2.77	2.79	2.93
Rend. BTP a 10 anni	3.48	3.64	3.48	3.39	3.35	3.24	3.00	3.05	3.18	3.08	3.22	3.12	3.23	3.17	3.26	3.18	3.32
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																	
Prestiti totali	2361.636	2375.349	2357.972	2355.439	2354.136	2384.925	2382.463	2444.319	2414.556	2435.591	2445.07	2490.59	2503.33	2562.05	2561.70	2540.58	2571.19
Prestiti in euro	2325.987	2332.380	2331.498	2316.695	2311.955	2342.993	2342.412	2404.619	2371.671	2398.247	2400.277	2448.16	2460.895	2514.31	2518.02	2492.76	2524.65
Prestiti in valuta	35.649	42.969	26.474	38.744	42.181	41.932	40.051	39.701	42.885	37.344	44.796	42.429	42.439	47.745	43.683	47.813	46.533
Prestiti a breve	379.642	371.994	374.694	374.040	370.179	377.676	373.541	384.111	387.536	383.130	390.173	383.919	394.235	394.314	395.302	398.353	390.539
Prestiti a m/l	1981.994	2003.355	1983.278	1981.399	1983.957	2007.249	2008.922	2060.208	2027.020	2052.461	2054.900	2106.670	2109.099	2167.738	2166.399	2142.224	2180.648
Depositi totali	1742.740	1773.142	1768.438	1762.812	1757.853	1707.458	1679.786	1680.571	1690.465	1658.744	1677.270	1685.235	1709.824	1714.628	1717.153	1706.402	1713.907
Depositi in c/c	730.860	763.784	761.042	746.359	747.130	762.216	758.347	768.743	754.375	742.258	757.579	761.661	755.198	778.372	769.642	759.047	762.969
Depositi a risparmio	259.918	263.691	267.690	267.986	269.006	267.524	266.287	267.439	265.996	267.676	265.627	266.423	264.934	269.650	271.116	271.952	271.588
Certif. deposito	751.962	745.667	739.706	748.467	741.717	677.719	655.153	644.389	670.094	648.810	654.064	657.152	689.692	666.606	676.395	675.403	679.349
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																	
Prestiti totali	0.60	2.30	0.99	0.36	0.41	2.50	2.18	4.06	3.86	5.42	5.23	7.00	6.00	7.86	8.64	7.86	9.22
Prestiti in euro	1.06	2.29	1.04	-0.20	0.47	1.60	2.00	4.40	4.00	5.00	5.00	6.60	5.80	7.80	8.00	7.60	9.20
Prestiti in valuta	-22.40	2.66	-3.55	50.56	-2.34	102.96	13.98	-13.08	-3.34	41.86	19.22	36.57	19.05	11.12	65.00	23.41	10.32
Prestiti a breve	-1.89	-7.53	-7.70	-6.28	-6.74	-3.90	-3.50	-1.80	-0.04	0.60	2.60	3.80	3.84	6.00	5.50	6.50	5.50
Prestiti a m/l	1.10	4.35	2.82	1.72	1.87	3.80	3.31	5.23	4.64	6.37	5.74	7.60	6.41	8.21	9.23	8.12	9.91
Depositi totali	0.55	3.54	3.23	3.63	2.63	0.21	-1.40	-1.80	-0.40	-1.90	-1.80	-2.50	-1.89	-3.30	-2.90	-3.20	-2.50
Depositi in c/c	11.38	11.83	12.43	10.57	9.35	8.60	7.60	8.00	6.93	5.66	5.66	4.40	3.33	1.91	1.13	1.70	2.12
Depositi a risparmio	9.41	8.19	7.42	6.86	6.46	5.52	4.67	5.07	3.83	3.70	2.85	2.98	1.93	2.26	1.28	1.48	0.96
Certif. deposito	-10.43	-5.11	-6.00	-3.45	-4.53	-9.45	-11.99	-13.51	-8.90	-11.15	-10.74	-11.22	-8.28	-10.60	-8.56	-9.76	-8.41

SCENARIO C	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	11 5
<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	1081	1138	1085	1048	1138	1090	987	1055	1093	1116	1080	1132	1154	1186	1148	1202	1180	1222	1200
Produzione Industriale	-9.2	-5.5	-0.6	2.8	6.7	8.0	10.8	11.9	9.7	10.8	9.4	10.3	9.5	10.4	8.5	10.2	10.1	7.7	8.5
Tasso di Inflazione (Arm.)	0.8	1.1	1.3	1.1	1.4	1.6	1.6	1.6	1.8	1.8	1.7	1.8	1.7	1.8	2.0	1.9	1.8	1.9	1.7
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
T. Overnight media d/l	0.30	0.29	0.29	0.28	0.29	0.30	0.30	0.36	0.29	0.39	0.32	0.43	0.32	0.44	0.36	0.49	0.39	0.53	0.44
T. Interb. 1m lett.	0.40	0.45	0.40	0.39	0.37	0.37	0.39	0.47	0.42	0.49	0.47	0.58	0.53	0.63	0.53	0.64	0.56	0.68	0.64
T. Interb. 3m lett.	0.67	0.68	0.63	0.60	0.59	0.59	0.63	0.70	0.80	0.84	0.93	0.85	0.95	0.87	1.04	0.96	1.10	1.04	1.11
T. Interb. 6m lett.	0.98	0.98	0.94	0.92	0.90	0.89	0.93	1.02	1.09	1.03	1.14	1.09	1.19	1.14	1.27	1.20	1.34	1.26	1.31
T. Depositi medio	0.70	0.68	0.66	0.63	0.63	0.65	0.63	0.66	0.61	0.67	0.58	0.64	0.59	0.65	0.58	0.65	0.59	0.64	0.59
T. Prestiti medio	3.80	3.75	3.72	3.68	3.64	3.69	3.66	3.76	3.67	3.76	3.68	3.78	3.71	3.82	3.76	3.83	3.73	3.81	3.76
T.prest.medio - T.dep.medio	3.10	3.07	3.06	3.05	3.01	3.04	3.03	3.10	3.07	3.10	3.09	3.14	3.12	3.17	3.17	3.18	3.14	3.16	3.17
T. BOT comp. lordo 3m	0.39	0.39	0.37	0.37	0.37	0.41	0.41	0.57	0.60	0.80	0.66	0.75	0.62	0.68	0.79	0.69	0.80	0.66	0.78
T. BOT comp. lordo 6m	0.69	0.62	0.57	0.66	0.57	0.83	1.35	1.14	1.25	1.04	1.14	0.97	1.12	0.97	1.11	0.94	1.13	0.92	0.95
T. BOT comp. lordo 12m	0.87	1.03	0.81	1.00	0.91	0.95	1.46	1.39	1.52	1.31	1.47	1.25	1.42	1.19	1.36	1.18	1.34	1.18	1.33
Rendistat lordo	3.26	3.21	3.25	3.27	3.14	3.17	3.49	3.52	3.50	3.33	3.26	3.18	3.28	3.18	3.25	3.20	3.29	3.21	3.30
Rendistat netto	2.85	2.81	2.84	2.86	2.75	2.78	3.06	3.08	3.07	2.91	2.85	2.78	2.87	2.78	2.85	2.80	2.88	2.81	2.88
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	2.10	2.26	2.03	1.82	1.81	1.72	1.58	1.49	1.53	1.45	1.55	1.44	1.54	1.46	1.56	1.49	1.63	1.56	1.69
Rend. BTP a 5 anni	2.67	2.80	2.60	2.45	2.41	2.31	2.12	1.98	2.08	1.98	2.07	1.96	2.07	1.99	2.13	2.05	2.18	2.07	2.18
Rend. BTP a 7 anni	3.08	3.22	3.04	2.92	2.88	2.77	2.56	2.48	2.55	2.46	2.55	2.46	2.57	2.49	2.56	2.51	2.69	2.62	2.65
Rend. BTP a 10 anni	3.48	3.64	3.48	3.39	3.35	3.24	3.00	2.94	3.00	2.86	2.99	2.92	3.00	2.89	3.03	2.95	3.08	2.98	3.08
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2361.636	2375.349	2357.972	2355.439	2354.136	2357.702	2351.206	2403.213	2369.455	2388.459	2388.38	2431.23	2450.67	2504.09	2508.88	2473.21	2523.16	2501.52	2536.01
Prestiti in euro	2325.987	2332.380	2331.498	2316.695	2311.955	2322.238	2314.854	2367.766	2335.184	2357.135	2354.558	2393.04	2414.375	2460.66	2471.39	2430.21	2480.73	2461.57	2493.10
Prestiti in valuta	35.649	42.969	26.474	38.744	42.181	35.464	36.352	35.447	34.270	31.325	33.821	38.192	36.295	43.431	37.495	42.998	42.435	39.950	42.913
Prestiti a breve	379.642	371.994	374.694	374.040	370.179	371.388	367.735	377.468	379.939	374.371	382.285	379.003	384.198	387.246	385.560	391.620	383.505	389.957	384.283
Prestiti a m/l	1981.994	2003.355	1983.278	1981.399	1983.957	1986.314	1983.471	2025.745	1989.516	2014.089	2006.094	2052.230	2066.472	2116.847	2123.322	2081.591	2139.658	2111.564	2151.728
Depositi totali	1742.740	1773.142	1768.438	1762.812	1757.853	1724.292	1707.044	1721.502	1726.107	1702.707	1702.813	1740.545	1732.284	1755.411	1743.680	1738.133	1743.790	1724.292	1734.357
Depositi in c/c	730.860	763.784	761.042	746.359	747.130	769.234	767.466	776.786	764.480	754.482	770.772	774.501	774.273	789.753	780.829	771.735	775.147	790.465	796.630
Depositi a risparmio	259.918	263.691	267.690	267.986	269.006	270.668	269.589	269.788	270.046	272.034	269.742	269.906	269.237	273.304	274.684	275.565	275.001	276.312	272.901
Certif. deposito	751.962	745.667	739.706	748.467	741.717	684.390	669.990	674.928	691.582	676.192	662.300	696.138	688.774	692.354	688.167	690.833	693.642	657.515	664.826
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	0.60	2.30	0.99	0.36	0.41	1.33	0.84	2.31	1.92	3.38	2.79	4.45	3.77	5.42	6.40	5.00	7.18	6.10	7.86
Prestiti in euro	1.06	2.29	1.04	-0.20	0.47	0.70	0.80	2.80	2.40	3.20	3.00	4.20	3.80	5.50	6.00	4.90	7.30	6.00	7.70
Prestiti in valuta	-22.40	2.66	-3.55	50.56	-2.34	71.65	3.45	-22.40	-22.75	19.00	-9.99	22.93	1.81	1.08	41.63	10.98	0.60	12.65	18.05
Prestiti a breve	-1.89	-7.53	-7.70	-6.28	-6.74	-5.50	-5.00	-3.50	-2.00	-1.70	0.53	2.47	1.20	4.10	2.90	4.70	3.60	5.00	4.50
Prestiti a m/l	1.10	4.35	2.82	1.72	1.87	2.72	2.00	3.47	2.70	4.38	3.23	4.82	4.26	5.67	7.06	5.06	7.85	6.31	8.48
Depositi totali	0.55	3.54	3.23	3.63	2.63	1.20	0.20	0.59	1.70	0.70	-0.30	0.70	-0.60	-1.00	-1.40	-1.40	-0.80	0.00	1.60
Depositi in c/c	11.38	11.83	12.43	10.57	9.35	9.60	8.89	9.13	8.36	7.40	7.50	6.16	5.94	3.40	2.60	3.40	3.75	2.76	3.80
Depositi a risparmio	9.41	8.19	7.42	6.86	6.46	6.76	5.97	5.99	5.41	5.39	4.44	4.33	3.59	3.65	2.61	2.83	2.23	2.09	1.23
Certif. deposito	-10.43	-5.11	-6.00	-3.45	-4.53	-8.56	-10.00	-9.41	-5.98	-7.40	-9.61	-5.95	-8.40	-7.15	-6.97	-7.70	-6.48	-3.93	-0.77

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



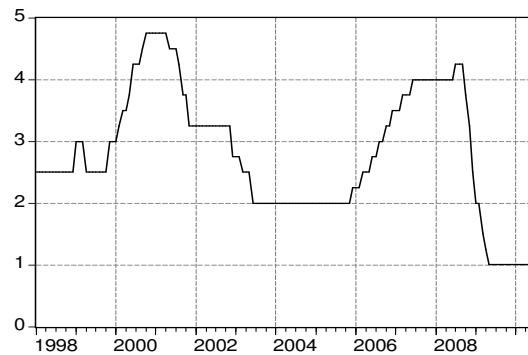
— TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



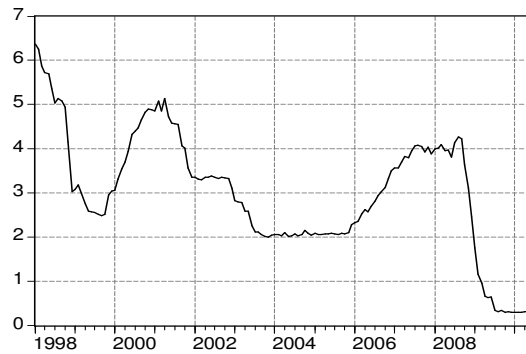
— TASSO INFLAZIONE AREA EURO



— PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



— TASSO DI INTERVENTO BCE



— TASSO OVERNIGHT



— TASSO INTERBANCARIO 1 MESE ITALIA



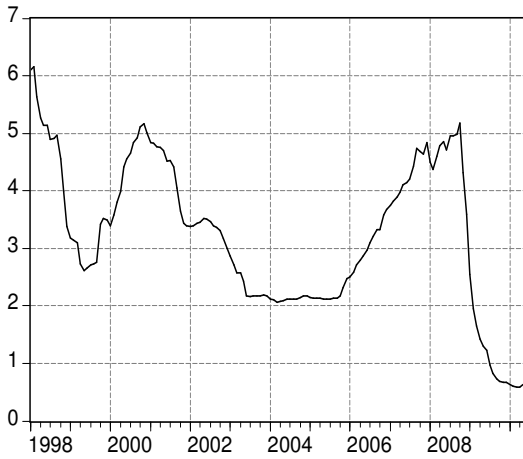
— INDICE COMIT



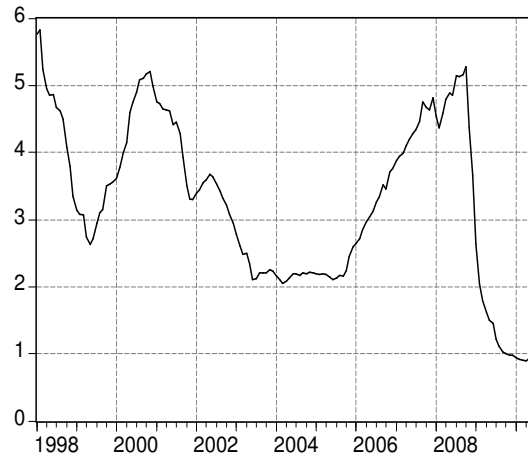
— TASSO MEDIO PONDERATO PCT

**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**

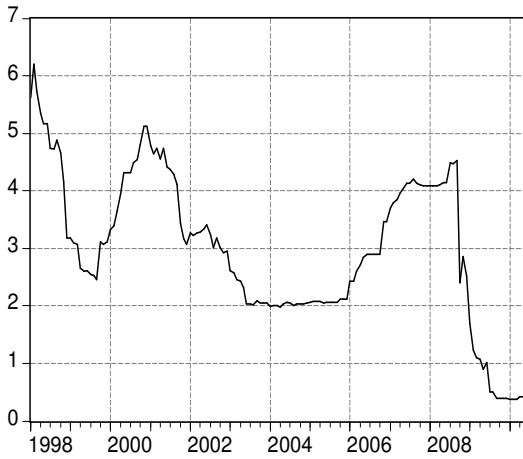
*Dati mensili*



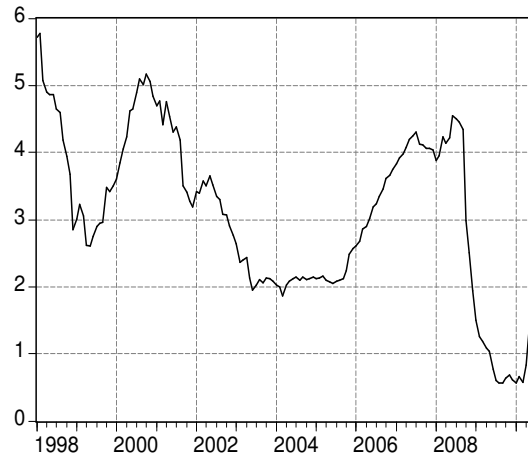
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI ITALIA (LIBOR)



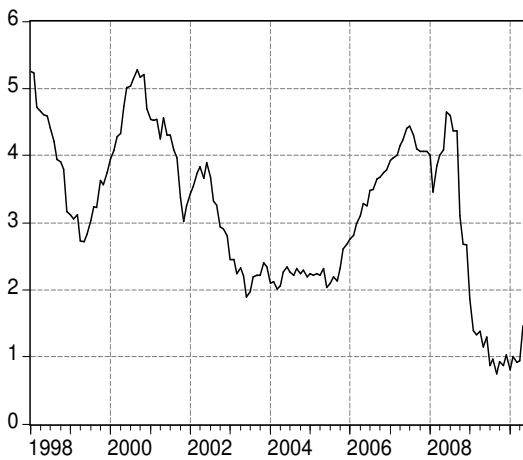
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI ITALIA



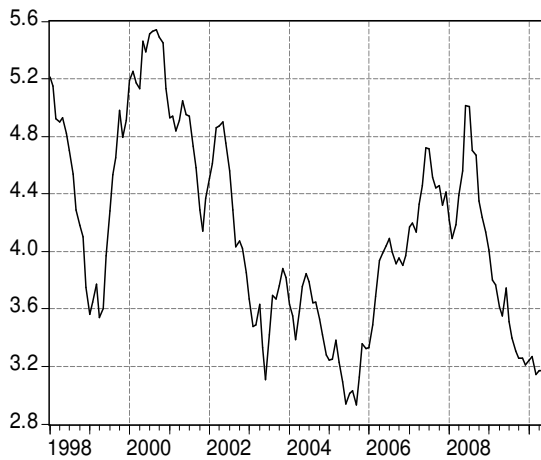
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO

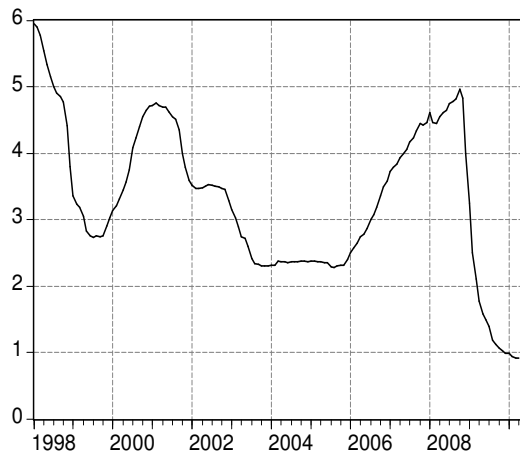


— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO

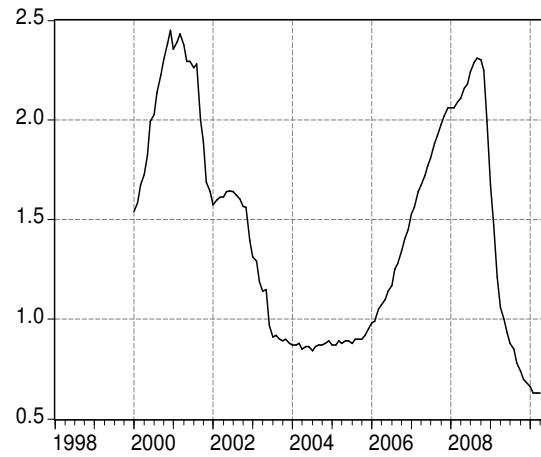


— RENDISTAT LORDO

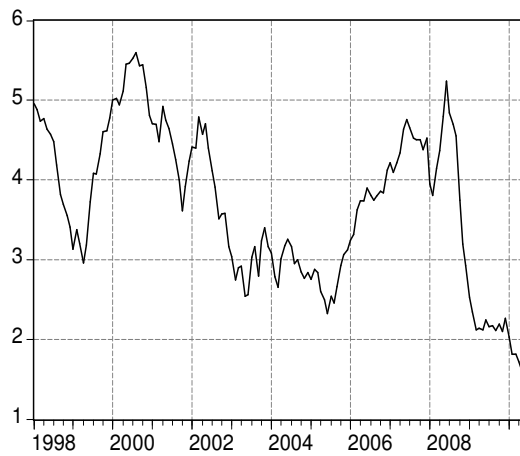
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



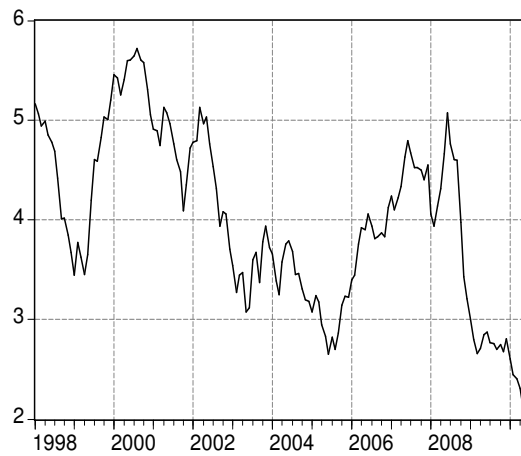
— TASSO PRESTITI MINIMO



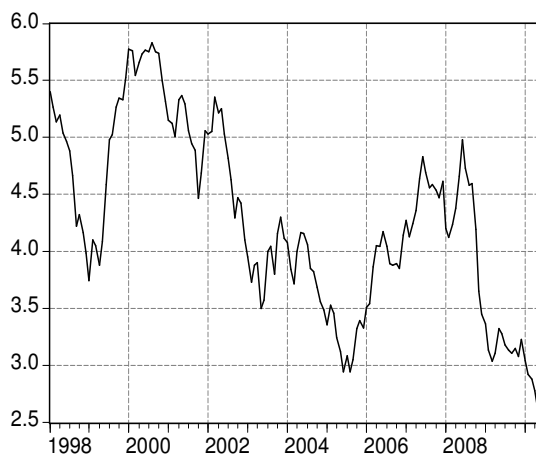
— TASSO DEPOSITI MEDIO



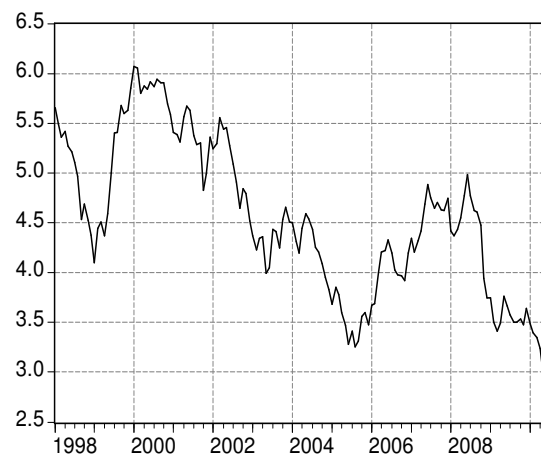
— RENDIMENTO A 3 ANNI



— RENDIMENTO A 5 ANNI



— RENDIMENTO A 7 ANNI



— RENDIMENTO A 10 ANNI

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

