



# MEFIM

## MODELLO ECONOMETRICO FINANZIARIO INTERNAZIONALE MENSILE

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

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

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

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

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

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

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

*Il modello viene stimato con dati che vanno da Maggio del 1986 a Gennaio 2012.*

*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

Lo scenario si mantiene negativo con rischi di recessione globale derivanti principalmente dalle tensioni sui mercati finanziari. Gli Usa presentano una situazione macroeconomica migliore rispetto alla zona Euro con un quadro moderatamente positivo. Il Pil nel quarto trimestre ha mantenuto la crescita tendenziale stabile con un buon apporto dei consumi privati e investimenti. Il mercato del lavoro offre segnali positivi nonostante il tasso di disoccupazione rimanga alto. Gli indici di fiducia non danno indicazioni di ulteriore crescita per il 2012. La crescita negli Stati Uniti si dovrebbe mantenere fra il 2% e il 2,5% nei prossimi due anni, tuttavia la probabilità di *double deep* per il 2012 non si può ancora escludere. Sulle previsioni per i prossimi periodi pesa l'incertezza sulla politica fiscale, che risulterà determinante per i consumi privati e per l'occupazione, e gli sviluppi dal fronte europeo. Tale scenario porterà la Fed a mantenere una politica monetaria ampiamente espansiva con tassi invariati almeno fino alla fine del 2014. La riunione del FOMC ha rivoluzionato la comunicazione pubblicando il sentiero dei tassi atteso dai partecipanti al Comitato e indicando l'obiettivo per l'inflazione al 2%. Il rischio recessione per la zona Euro rimane alto. Il canale estero potrebbe compensare i dati interni negativi. Ci attendiamo che la BCE effettui ulteriori tagli sui tassi. Il riferimento a primi lievi segnali di stabilizzazione ciclica, su livelli modesti, riduce la probabilità di un taglio dei tassi a febbraio. Per ulteriori novità sulle misure non convenzionali bisognerà aspettare l'esito dell'asta di febbraio che potrebbe presentare una domanda di fondi ancora elevata, favorendo un ulteriore calo dei tassi a breve delle curve governative e riducendo sensibilmente il rischio di una contrazione degli impieghi più generalizzata a livello europeo. Il Summit del Consiglio Europeo del 30 gennaio non è riuscito a risolvere i nodi cruciali e la questione greca rimane irrisolta, tuttavia ha dato inizio alla ratifica del nuovo patto fiscale in 25 paesi dell'Unione. Le decisioni politiche che verranno adottate entro il primo trimestre dell'anno rimangono il punto centrale per dare segnali più concreti ai mercati. In assenza di una soluzione rapida, la crisi potrebbe degenerare in una crisi sistemica e la recessione da lieve potrebbe divenire rilevante come nel 2008-2009. La mancanza di una soluzione credibile e di segnali inequivocabili per recuperare la fiducia dei mercati, aumenta la possibilità, per ora considerata rara, del crollo dell'euro e del connesso *default* dell'Italia.

**Usa: buono il risultato del quarto trimestre 2011.** Il Pil nell'ultimo trimestre del 2011 aumenta del 2,8% t/t in linea con le attese dopo +1,8% del trimestre precedente. I consumi restano moderati con una dinamica di +2% t/t (+1,6% a/a) poco al di sopra del +1,7% del trimestre precedente, apportando un contributo alla crescita pari all'1,45%. I consumi continuano a esibire una crescita modesta che nasconde un trend importante: la domanda di beni è in forte crescita mentre la domanda di servizi risulta frenata dalla necessità di proseguire sul sentiero di riduzione del debito. Gli investimenti fissi delle imprese sorpremono verso il basso con un aumento del +3,3% t/t da +13% del trimestre precedente (+6,6% la variazione annua) il contributo alla crescita è pari allo 0,41%. L'edilizia residenziale accelera segnando un rialzo del 10,9% t/t da +1,3% del trimestre precedente (+3,4% a/a) tuttavia il contributo alla crescita è limitato (+0,23%) segnalando una ripresa limitata. Gli investimenti fissi non residenziali aumentano dell'1,7% t/t con una variazione annua pari al 7,3%. La spesa pubblica è ampiamente negativa con un calo del 4,6% t/t (-2,9% a/a). Le scorte contribuiscono per 1,94 pp, questo evidenzia che i consistenti investimenti fissi del terzo trimestre hanno contribuito alla ricostituzione del magazzino. Il canale estero, penalizzato dall'andamento del dollaro, contribuisce negativamente (-0,1 pp). Le esportazioni aumentano del 4,7% sul trimestre precedente, +5,2% la variazione annua, mentre le importazioni registrano un aumento del 4,4% t/t, +3,8% la variazione annua. Nel complesso i dati danno supporto alla valutazione di una ripresa molto contenuta che dovrebbe continuare a essere caratterizzata da una crescita del Pil compresa fra il 2 e il 2,5%. Il *deficit* della bilancia commerciale a novembre aumenta oltre le attese a 47,75 mld \$ da 43,27 di ottobre. Il dato è dovuto a un aumento mensile delle importazioni dell'1,31% e a una riduzione delle esportazioni pari allo 0,86%. Dal lato dell'offerta la produzione industriale a dicembre aumenta dello 0,4% m/m, la variazione tendenziale è pari al +2,9%. Il tasso di utilizzo della capacità produttiva è aumentato a +78,1%. I dati confermano l'espansione del settore manifatturiero e segnalano un'accelerazione della produttività a fine anno. Gli ordini di beni durevoli a dicembre crescono del 3% m/m; anche al netto dei trasporti i dati segnano una crescita forte, +2% m/m, dopo +0,5% m/m di novembre. Su base annua la variazione è stata del +10%. A novembre i nuovi ordini industriali sono aumentati dell'1,8% m/m, al netto del settore trasporti si registra un aumento dello 0,3%; la variazione tendenziale è stata pari al +12,3%. L'indice ISM relativo al settore manifatturiero a dicembre aumenta a +53,9 da +52,7 del mese precedente, registrando il quarto incremento consecutivo. In aumento anche il dato del settore dei servizi che segna +52,6 da +52 di novembre. Le imprese riportano stabilizzazione o modesta espansione della domanda con lievi miglioramenti delle prospettive. L'indice NAPM di Chicago ha corretto al ribasso attestandosi a +60,2 da +62,2 del mese precedente, ne derivano segnali d'incertezza per il 2012. L'indice di fiducia di Philadelphia si porta a gennaio a +7,3 da +6,8 del

mese precedente (il dato è stato rivisto da +10,3). L'indice Empire a gennaio aumenta a +13,5 da +8,2 di dicembre. L'indagine segnala un significativo miglioramento delle condizioni generali del mercato del lavoro sia dal lato dei licenziamenti sia da quello delle assunzioni. Nell'insieme l'indagine è positiva e conferma le prospettive di moderata espansione dell'economia USA riportandosi sui livelli coerenti con i valori recenti dell'indice ISM. Non ci sono informazioni che giustifichino l'aspettativa di accelerazione dai ritmi attuali. La fiducia dei consumatori rilevata dal *Conference Board* a gennaio è diminuita a quota +61,1 da +64,8. L'*employment report* di dicembre segna un passo avanti sul sentiero di graduale miglioramento del mercato del lavoro americano. I nuovi occupati sono +200 mila, a fronte di attese pari a +100 mila, con +212 mila nel settore privato. Il settore manifatturiero registra +23 mila. Il tasso di disoccupazione diminuisce a 8,5% da 8,7% del mese precedente. I dati di novembre sono visti al ribasso a +100 mila occupati da +120 mila e a mille occupati del settore manifatturiero da +2 mila. Le ore settimanali lavorate aumentano a 33,7 da 33,6 di novembre. I salari medi rimangono costanti a +19,54. Il tasso di partecipazione si mantiene al 64%. I dati complessivamente sono positivi e confermano l'aspettativa di un graduale miglioramento nel 2012. Con riguardo al settore edilizio, l'avvio di nuovi cantieri a dicembre è diminuito del 4,1% m/m; su base annua si registra una variazione positiva del 24,9%. Le vendite di case esistenti a dicembre hanno segnato un aumento mensile del 5% con una variazione tendenziale del +3,6%. Le vendite di nuove case sorprendono verso il basso e scendono a +307 mila da +314 mila di novembre e attese pari a +315 mila. Su base mensile la variazione è stata -2,2% mentre su base annua si registra -7,3%. La spesa per costruzioni a novembre aumenta, oltre le attese, dell'1,2% m/m; la variazione su base annua è dello 0,5%. Il reddito personale delle famiglie nel mese di dicembre è aumentato dello 0,3% m/m mentre la spesa si è ridotta dello 0,1% segnale che l'incertezza globale arriva alle famiglie che dunque preferiscono risparmiare. Le vendite al dettaglio a dicembre aumentano dello 0,1% m/m, al di sotto delle attese. La variazione tendenziale è stata del 6,5%. Le vendite al netto delle auto calano dello 0,2% m/m. La componente *retail* rimane invariata. A dicembre i prezzi al consumo segnano una variazione mensile nulla, che porta il tendenziale a +3% in rallentamento di 0,4 punti rispetto a novembre. Il dato *core* segna +0,1% m/m e la variazione tendenziale è pari a +2,2%. La variazione mensile del prezzo dell'energia è pari a -1,3% (+6,6% a/a). I prezzi alla produzione a dicembre diminuiscono dello 0,1%. L'indice *core* aumenta dello 0,3% m/m. I prezzi dei prodotti importati sono diminuiti a dicembre dello 0,1% m/m in linea con le attese, dopo un aumento dello 0,8% a novembre. La variazione annua è stata dell'8,5%. I prezzi all'*export* sono diminuiti dello 0,5% su base mensile, +3,6% la variazione tendenziale. Lo scenario macro induce la Fed a mantenere i tassi d'interesse vicini lo zero probabilmente almeno fino alla fine del 2014; si attende un nuovo programma di *quantitative easing*.

**Giappone: la bilancia commerciale segna un nuovo deficit.** Il Pil nel terzo trimestre ha segnato un aumento dell'1,4% t/t, rivista la stima preliminare da +1,5%, dopo tre trimestri consecutivi di contrazioni. La crescita risulta sostenuta sia dalla domanda domestica sia dal canale estero. I consumi privati aumentano dello 0,7% t/t (rivista la stima preliminare da +1%, -0,6% il dato tendenziale) contribuendo per lo 0,4% t/t alla crescita. Gli investimenti fissi hanno registrato una variazione trimestrale positiva pari allo 0,2% (rivista la stima preliminare da +0,8%, -0,6% la variazione tendenziale). Riguardo al canale estero, il contributo positivo pari allo 0,6% t/t (rivista la stima preliminare da +0,4%) deriva da una crescita delle esportazioni pari al 7,3% (+0,9% a/a) superiore al risultato delle importazioni pari a +3,5% t/t (+5,5% a/a). Nell'ultimo trimestre dell'anno si presume che le esportazioni subiscano una decelerazione a causa della debole domanda mondiale e dell'apprezzamento del cambio. Nel mese di dicembre le esportazioni sono diminuite dell'8% a/a mentre le importazioni sono aumentate dell'8,1% a/a, ne deriva un saldo pari a -205,1 mln di yen. Dal lato dell'offerta la produzione industriale a dicembre è aumentata del 4% su base mensile mentre la variazione annua è pari a -4,1%. Gli ordini di macchinari industriali aumentano a novembre del 14,8% m/m, con una variazione tendenziale del 12,5%. L'indice Tankan generale migliora nel quarto trimestre a -7 da -9 del periodo precedente: per le imprese manifatturiere rimane stabile a -5 mentre per il settore non manifatturiero migliora a -7 da -12 del periodo precedente. La fiducia rimane tuttavia a livelli molto bassi. L'apprezzamento del cambio pesa sull'attività delle imprese giapponesi. I dati congiunturali recenti sono stati deboli e segnalano un rallentamento dell'attività. La crisi del debito europeo, il rallentamento della crescita mondiale e il trend del cambio pesano sulle prospettive di ripresa dell'economia giapponese. Nei prossimi trimestri dovrebbe esserci una riaccelerazione legata all'attività di ricostruzione. Il tasso di disoccupazione a novembre rimane al +4,5%. Il PMI del settore manifatturiero a gennaio aumenta a +50,7 da +50,2 del mese precedente. Il *Coincident Index of Business Condition* a novembre è diminuito a +40 da +50 di ottobre e l'indice di attività del terziario ha registrato una variazione congiunturale negativa dello 0,8%. Le vendite al dettaglio a dicembre sono aumentate del 2,5% a/a. Le vendite dei grandi magazzini hanno registrato una variazione tendenziale positiva dello 0,5%. I consumi delle famiglie nel mese di dicembre sono aumentati dello 0,7% su base annua con una variazione del reddito disponibile pari a -1,2% a/a. Il tasso d'inflazione a dicembre cala per il terzo mese consecutivo, -0,2% a/a; al netto degli alimentari freschi il calo è dello 0,1%

a/a. Su base mensile la variazione è nulla sia per l'indice generale sia per il *core*. Il trend previsto è il proseguimento di una moderata deflazione legata alla debolezza della domanda domestica e all'apprezzamento del cambio. Il dato di Tokio riferito a gennaio registra un calo dello 0,3% sia su base annua sia su base mensile.

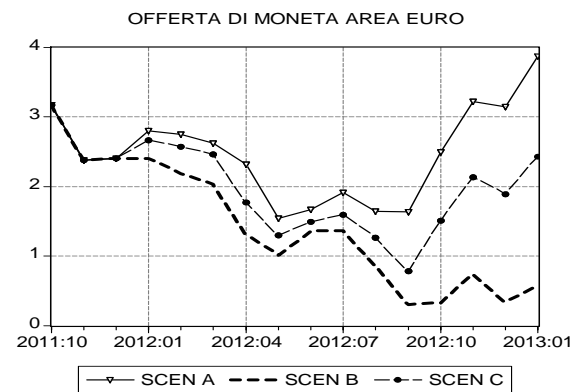
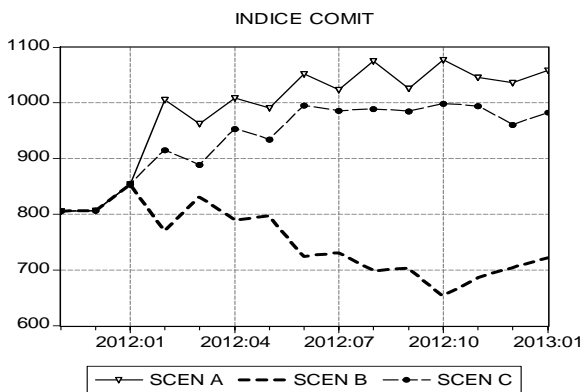
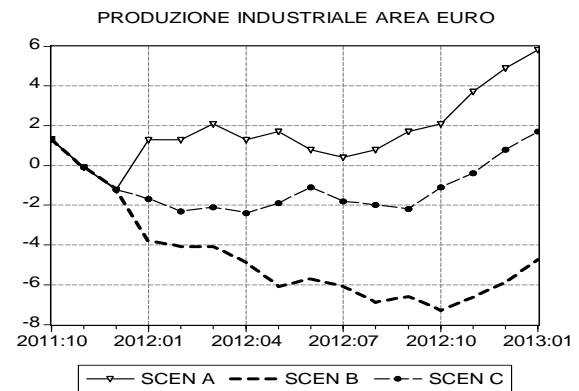
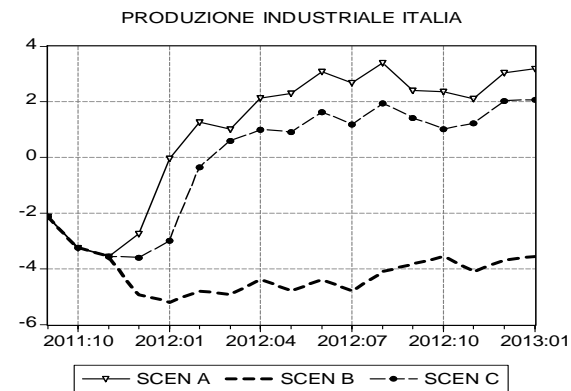
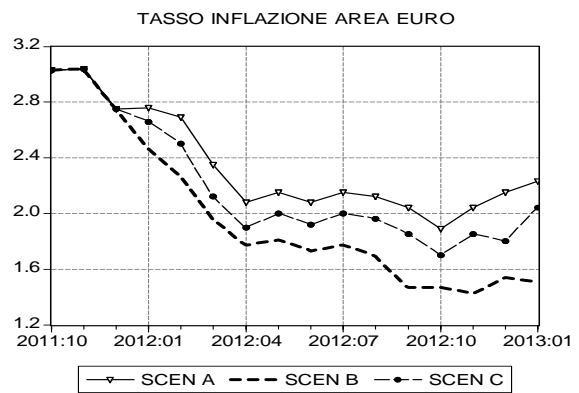
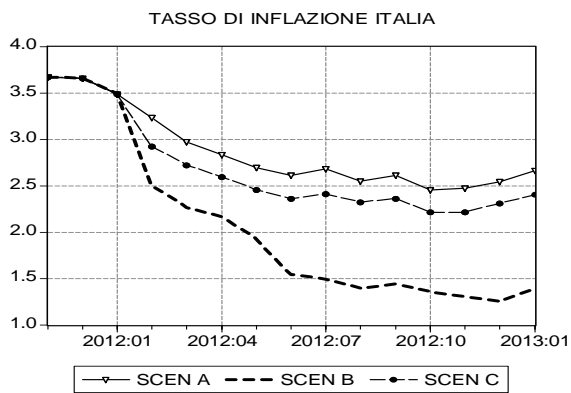
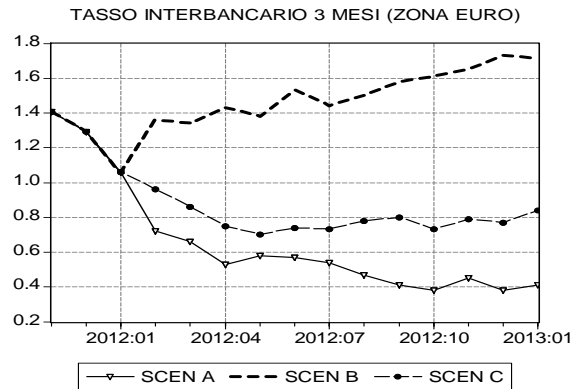
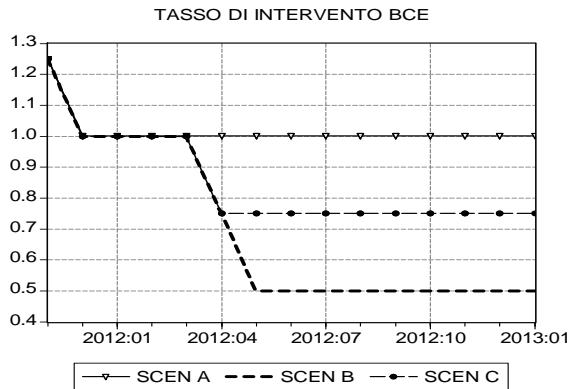
**Area Euro: buono il risultato del canale estero.** Nel terzo trimestre il Pil ha segnato una crescita dello 0,2% su base congiunturale, in linea con le attese, mentre il dato tendenziale ha rallentato a +1,4% da +1,6%. Il quarto trimestre dovrebbe mostrare un rallentamento più pronunciato per le economie minori e in particolare per quelle oggetto di incisivi interventi di consolidamento fiscale. Nel dettaglio i consumi privati aumentano dello 0,3% t/t con un contributo pari allo 0,2% alla crescita; la variazione tendenziale è stata dello 0,3%. Gli investimenti fissi sono aumentati nel periodo dello 0,1% (il contributo alla crescita risulta nullo) con una variazione su base annua dell'1,6%. Le esportazioni aumentano dell'1,5% t/t (+5,5% a/a) mentre le importazioni dell'1,1% (+3,6% a/a) togliendo alla crescita lo 0,4%. Le scorte apportano un contributo negativo pari allo 0,2% t/t (0% a/a). A novembre la bilancia commerciale ha segnato un surplus di 6,1 mld di euro in netto aumento dal dato di ottobre (+0,5 mld di euro) principalmente dovuto all'incremento delle esportazioni pari al 3,9% a fronte d'importazioni invariate. Dal lato dell'offerta, la produzione industriale è diminuita dello 0,1% a novembre, terzo mese consecutivo di flessione. La variazione tendenziale è pari a -0,3%. Su base annua le flessioni più accentuate si riscontrano per Grecia (-8,2%), Spagna (-7%), Irlanda (-4,4%) e Italia (-4,1%). Gli indici di fiducia PMI segnalano un certo miglioramento, il manifatturiero a +48,7 da +46,9 e quello dei servizi a +50,5 da +48,8. La Germania conferma la *performance* migliore all'interno dell'area mentre in Francia la fiducia cala nel manifatturiero ma mostra una ripresa nei servizi. Tuttavia il livello dei PMI resta coerente con una debole recessione nell'Area Euro e appare prematuro considerare superato il punto di minimo per la fiducia e per la crescita. Il *Leading Indicator* diminuisce a novembre dello 0,4% m/m, con una variazione tendenziale pari a -5,6%. Dal lato della domanda le vendite al dettaglio a novembre hanno segnato una riduzione dello 0,8%; la variazione tendenziale è stata pari a -2,5% da un precedente -0,7%. A dicembre l'inflazione è diminuita al +2,7% (da +3%), nel mese i prezzi sono saliti dello 0,3%. L'indice *core* rimane stabile all'1,6% mentre la variazione mensile è pari a +0,4%. La dinamica dell'offerta di moneta (M3) ha frenato a dicembre all'1,6% a/a da un precedente +2% e a fronte di attese pari a +2,3%. Nei prossimi mesi l'andamento del credito sarà ulteriormente penalizzato dal rallentamento del ciclo. Tuttavia la massiccia iniezione di liquidità avutasi con l'operazione a 36 mesi dello scorso 20 dicembre contribuirà a contenere il rischio sistemico per le banche europee e dovrebbe ridurre significativamente il rischio di una stretta sul credito. I prezzi alla produzione a novembre aumentano su base mensile dello 0,2%, con una variazione annua del +5,3%. I prezzi dei prodotti energetici aumentano dello 0,9% m/m. S&P ha declassato nove paesi dell'Eurozona: Italia, Spagna, Portogallo e Cipro di 2 *notch* (Italia ora BBB+, il Portogallo a BB non è più *investment grade*), Francia, Austria, Malta, Slovacchia e Slovenia di 1 *notch* (Francia e Austria perdono la tripla A). Fitch ha tagliato il *rating* dell'Italia di 2 *notch* portandolo ad A- con *outlook* negativo; ha declassato di un gradino anche Spagna, Belgio, Slovenia e Cipro. La BCE attenderà l'esito a febbraio dell'asta a 36 mesi per eventuali nuove misure non convenzionali e di politica monetaria. L'economia della **Germania** nel terzo trimestre 2011 ha registrato una crescita pari allo 0,5% t/t e +2,5% a/a. Il dettaglio presenta un aumento dei consumi privati nel trimestre dello 0,8% t/t (+1,3% a/a) rispetto a -0,3% t/t del periodo precedente, con un contributo alla crescita pari allo 0,6% t/t. Le esportazioni nette danno un apporto positivo pari allo 0,1%: nel periodo le esportazioni aumentano del +2,5% t/t (+7,9% a/a) e le importazioni del +2,6% t/t (+7,7% a/a). Le scorte contribuiscono negativamente alla crescita per lo 0,4% t/t. A novembre il saldo della bilancia commerciale è aumentato a 15,1 mld di euro da 12,5 mld del periodo precedente grazie a un incremento mensile delle esportazioni pari al 2,5% (+8,3% a/a) e una riduzione delle importazioni dello 0,4% m/m (+6,7% a/a). A novembre la produzione industriale è calata dello 0,6% m/m dopo +0,8% m/m di ottobre e a fronte di stime pari a -0,5% m/m. La variazione annua è del 3,6%. È probabile che l'economia tedesca abbia registrato una crescita quasi nulla nel 4° trimestre 2011. La *performance* del paese rimane comunque migliore di quella del resto dell'Area Euro poiché continua a beneficiare maggiormente della domanda extra zona EU. Gli ordinativi industriali di novembre diminuiscono del 4,8% su base mensile con una variazione annua pari a -4,4%. Le vendite al dettaglio registrano un forte calo a novembre pari allo 0,8% m/m a fronte di attese dello +0,2%; la variazione annua è pari a +2,7%. A novembre il tasso di disoccupazione è diminuito al +6,4% da +6,5% del periodo precedente; nel mese i disoccupati sono diminuiti di 24 mila. Riguardo agli indici di fiducia rilevati nel mese di gennaio, il PMI manifatturiero aumenta oltre le attese a quota +50,9 e l'indice del terziario aumenta a +54,5 da +52,4 del mese precedente. L'indicatore *Zew* a gennaio raggiunge -21,6 punti aumentando di 32,2 punti da dicembre 2011, livello più alto dell'indice da luglio 2011. L'incremento registrato nel mese suggerisce che entro i prossimi sei mesi l'attività economica tedesca probabilmente si stabilizzerà invece di deteriorarsi ulteriormente. L'indice di fiducia delle imprese *Ifo* a gennaio ha segnato il terzo rialzo consecutivo

attestandosi a +108,3 dal precedente +107,3. Il livello dell'indice si mantiene al di sopra della media storica (+100,7) dimostrando che la crescita dell'economia tedesca può mantenersi su un sentiero positivo anche se ad un ritmo decisamente inferiore rispetto a quello del 2011. La politica monetaria espansiva, l'assenza di misure fiscali restrittive e l'apporto dato dalla domanda dei paesi emergenti dovrebbero consentire alla Germania di evitare la recessione. A dicembre l'indice dei prezzi al consumo è diminuito al +2,1% a/a (+0,1% m/m) da +2,4% del mese precedente; l'indice armonizzato è diminuito al +2,3% a/a (+0,7% su base mensile). I prezzi alla produzione a dicembre sono diminuiti dello 0,2% su base mensile mentre su base annua si registra un rallentamento a +4% da +5,2% di novembre. In **Francia** nel terzo trimestre l'economia è cresciuta dello 0,3% t/t da un precedente -0,1% t/t (la stima preliminare del terzo trimestre è stata rivista da +0,4% t/t). I consumi delle famiglie sono aumentati dello 0,3% t/t (-1% il dato del secondo trimestre) mentre gli investimenti fissi dello 0,2%. Riguardo al commercio con l'estero le esportazioni aumentano dello 0,8% sul trimestre precedente e le importazioni dello 0,7%. Le scorte sostengono il dato sul Pil dello 0,1% t/t mentre le esportazioni nette hanno un contributo nullo. Positivo l'apporto della domanda domestica, +0,2% t/t. I dati relativi al commercio con l'estero per il mese di dicembre segnalano una riduzione del *deficit* della bilancia commerciale (4,41 mld di euro da 5,58 mld di euro del mese precedente) grazie a un aumento delle esportazioni (+3,24%) oltre le importazioni (+0,07%). L'indice di fiducia delle imprese a gennaio è sceso di tre punti a quota +91. L'indice PMI del settore manifatturiero a gennaio diminuisce lievemente a +48,5 da +48,9 del periodo precedente. L'indice relativo al settore dei servizi aumenta a +51,7 da +50,3. L'indice di fiducia dei consumatori calcolato dall'INSEE a gennaio aumenta a quota +81 da +80 del mese precedente. A dicembre il tasso d'inflazione è rimasto al +2,5%, con un incremento congiunturale dello 0,4%. L'indice armonizzato ha segnato una variazione mensile dello 0,4%, su base annua la variazione è stata del 2,7%. I prezzi alla produzione sono diminuiti dello 0,1% m/m, la variazione tendenziale è stata del 4,7%. In **Italia** il Pil si è contratto dello 0,2% t/t nel terzo trimestre, prima variazione congiunturale negativa da fine 2009. La crescita annua è rallentata dallo 0,7% allo 0,2% e anche in questo caso si tratta del minimo da fine 2009. Nel dettaglio il calo del Pil nel terzo trimestre è dovuto alla domanda interna: i consumi privati si sono contratti di due decimi (+0,1% a/a) e gli investimenti fissi dello 0,8% t/t (-2% a/a). Gli scambi con l'estero continuano a sostenere la crescita, +1,6% t/t (+5,7%) per le esportazioni mentre le importazioni calano dell'1,1% t/t (-0,9% a/a). In Italia dunque la recessione è già iniziata e probabilmente si aggraverà nel corso della prima parte del 2012. Per quanto riguarda il commercio con l'estero nei confronti degli altri Paesi UE, le esportazioni sono aumentate dell'1,6% m/m (+3,1% a/a) mentre le importazioni dello 0,5% m/m (-2,1% a/a). Il *deficit* della bilancia commerciale raggiunge i 386 mln di euro. Rispetto ai Paesi extra UE, le esportazioni aumentano del 5,4% m/m (+11,2% la variazione annua) mentre le importazioni diminuiscono del 3,1% (-12,4% a/a). Dal lato dell'offerta la produzione industriale a novembre è aumentata dello 0,3% su base mensile dopo il -0,9% di ottobre. Tale rialzo non appare comunque modificare il trend, la variazione annua resta ampiamente negativa (-4,1%). I dati su ordini e fatturato industriale hanno mostrato una stagnazione nel mese di novembre: ordini +0,1% da -1,6% m/m di ottobre e fatturato 0% da +0,1% m/m. Su base annua gli ordini registrano -0,7% da -4,8% del mese precedente e il fatturato rallenta a +0,2% da +1,1%. Il tasso di disoccupazione a dicembre è aumentato all'8,9% da +8,8% del mese precedente. Gli occupati restano invariati rispetto al mese precedente mentre su base tendenziale diminuiscono dello 0,4%. L'indice PMI del settore manifatturiero a dicembre si è attestato a +44,3, in leggero aumento da +44 del mese precedente, segnalando un altro peggioramento delle condizioni operative del settore. L'indice si è mantenuto al di sotto della soglia di +50 negli ultimi 5 mesi, il valore di dicembre è il più alto da settembre. I dati di fine anno hanno indicato un'ulteriore contrazione dei livelli di produzione dato un forte declino dei nuovi ordini causato dal crollo della domanda. Il PMI dei servizi a dicembre ha registrato un valore pari a +44,5, in discesa da +45,8 di novembre, segnalando una forte contrazione mensile della produzione del settore terziario. Si è registrato un netto calo dei nuovi ordini ricevuti. Le aspettative circa il futuro sono peggiorate e le aziende prevedono una contrazione nel 2012 a causa della mancanza di liquidità e della nuova manovra finanziaria. La fiducia delle imprese a gennaio è scesa a +92,1. L'indice di fiducia dei servizi a gennaio diminuisce a +76,4 da +80,2 di dicembre. L'indice di fiducia dei consumatori a gennaio è rimasto stabile a +91,6. Le vendite al dettaglio hanno segnato una diminuzione congiunturale dello 0,3%, proseguendo la debolezza registrata in primavera. Su base annua la riduzione è stata dell'1,8% dimostrando che il rallentamento dei consumi è continuato anche nell'ultima parte del 2011 con ripercussioni negative sulla dinamica del Pil nel 4° trimestre. I prezzi al consumo a dicembre rimangono al +3,3% con una variazione mensile pari a +0,4% mentre i prezzi alla produzione dei prodotti industriali sono aumentati dello 0,1% su base mensile e del 3,8% su base annua.

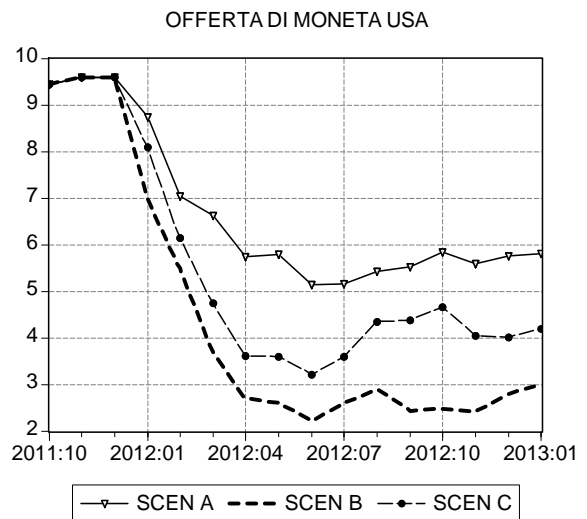
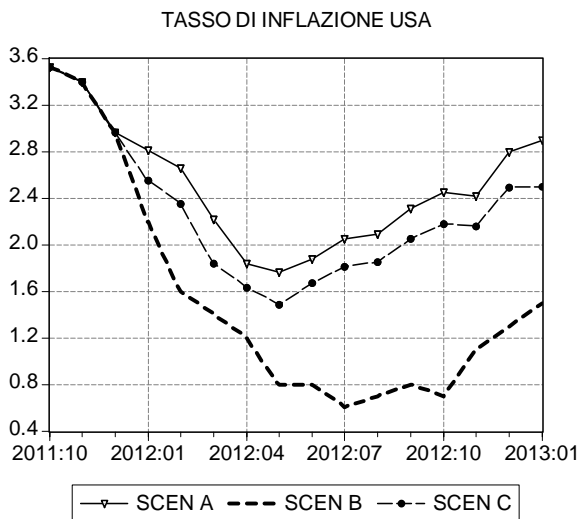
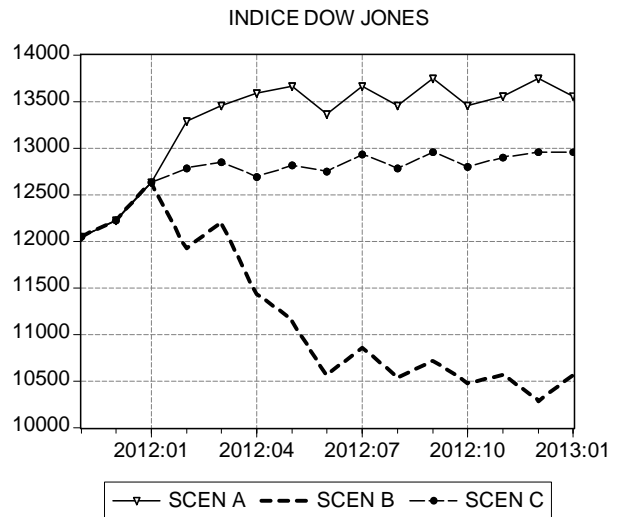
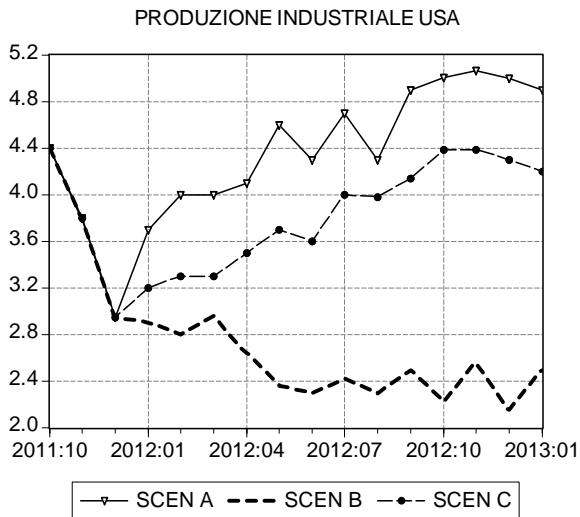
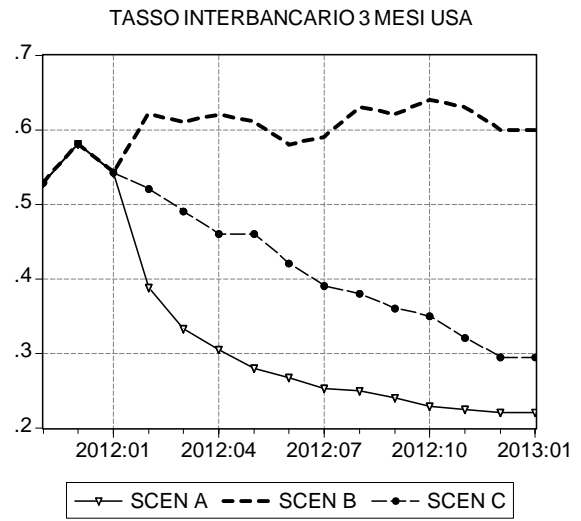
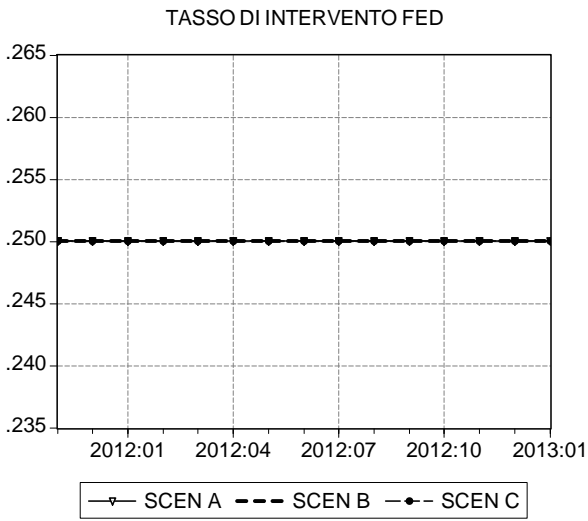
Sulla base delle considerazioni precedentemente svolte, sono stati definiti i seguenti tre scenari:

A (20%)	B (10%)	C (70%)
<p><b>Usa:</b> i dati del quarto trimestre offrono segnali positivi. Il superamento della crisi del debito nell'Area Euro, permetterà all'economia americana di continuare a crescere lungo il trend positivo del 2011 anche se a passo ridotto. La crescita si manterrà fra il 2% e il 2,5%. La <i>Federal Reserve</i>, non disponendo di alcun margine di manovra sui tassi, deciderà di attuare una nuova misura di <i>quantitative easing</i> allo scopo di aumentare la quantità di moneta circolante, sostenere il rilancio della crescita e neutralizzare gli effetti negativi di un'inevitabile politica fiscale restrittiva.</p> <p><b>Area Euro:</b> Le misure politiche adottate per superare la crisi finanziaria convincono i mercati e consentono un rientro della sfiducia generando lo sperato restringimento dei differenziali di rendimento tra i titoli governativi dei paesi periferici dell'Area Euro e il Bund tedesco. L'esito dell'asta a 36 mesi di febbraio è positivo. Grazie a tali interventi incisivi sul piano politico e monetario il rendimento dei Btp decennali si porta intorno al 5%. L'indebolimento dell'Euro per la svolta di politica monetaria della BCE nella maggior disponibilità a monetizzare il debito più che in passato, comporta un beneficio dal canale estero. Nonostante ciò e la soluzione alla crisi del debito, la crescita sarà nulla a causa dell'impatto restrittivo delle recenti manovre correttive approvate nei paesi periferici.</p>	<p><b>Usa:</b> La mancanza di soluzioni concrete alla crisi dell'Area Euro trascina verso il basso anche l'economia americana. L'insolvibilità dei paesi europei intacca i portafogli internazionali e, attraverso questo canale, il ciclo economico globale.</p> <p><b>Area Euro:</b> non viene presa alcuna misura credibile sul piano strutturale per risolvere la crisi, le tensioni sui mercati finanziari e obbligazionari esplodono. Si delinea lo scenario di crollo dell'euro e del connesso <i>default</i> dell'Italia. La BCE decide di attuare una riduzione di 25 b.p del tasso di riferimento nelle riunioni di aprile e maggio ma senza alcun effetto sullo scenario dominato dalle turbolenze finanziarie e dagli effetti a spirale negativi causati dal nuovo patto fiscale. La recessione sarà pesantemente negativa nell'intera zona Euro e a livello internazionale.</p>	<p><b>Usa:</b> nonostante l'economia presenti elementi di fragilità, il parziale superamento della crisi nella zona Euro permetterà all'economia americana di continuare a crescere anche se debolmente. La crescita si manterrà intorno al 2%. La <i>Federal Reserve</i>, non disponendo di alcun margine di manovra sui tassi, deciderà di attuare una nuova misura di <i>quantitative easing</i> allo scopo di aumentare la quantità di moneta circolante, sostenere il rilancio della crescita e neutralizzare gli effetti negativi di un'inevitabile politica fiscale restrittiva.</p> <p><b>Area Euro:</b> le misure politiche adottate entro il primo trimestre dell'anno risulteranno moderatamente adeguate, ne deriva un parziale rientro dello <i>spread</i> con rendimento dei Btp decennali intorno al 6%. La BCE, data la presenza di dati sulla crescita negativi, decide di eseguire un taglio del tasso di riferimento di 25 b.p. nella riunione di aprile. Le mosse delle Autorità sui due fronti, politico e monetario, non impediranno la recessione nei Paesi periferici, ma sarà di entità limitata con un recupero nella seconda parte dell'anno grazie all'attenuarsi delle turbolenze finanziarie.</p>

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



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



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

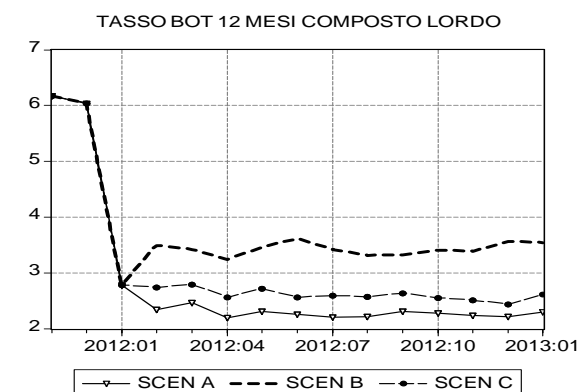
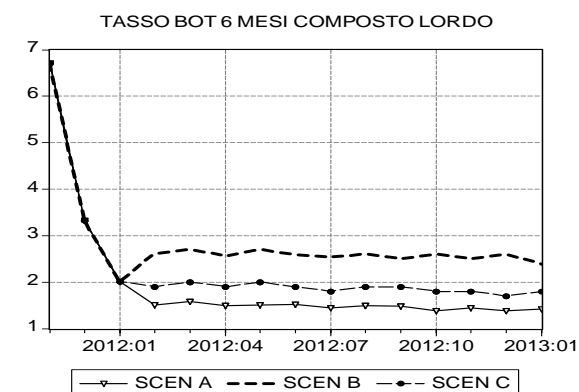
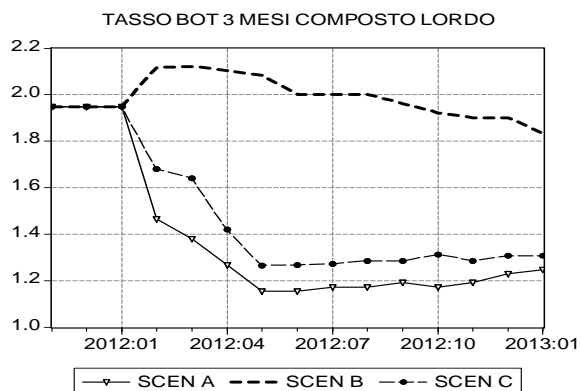
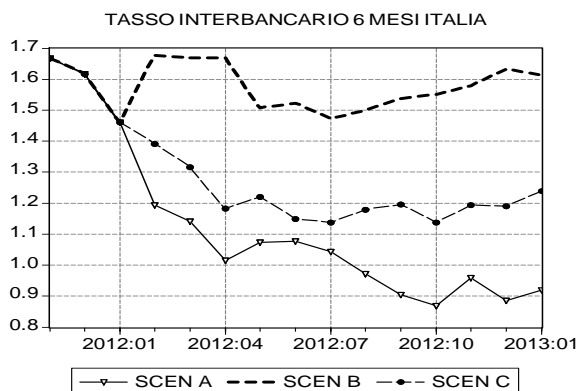
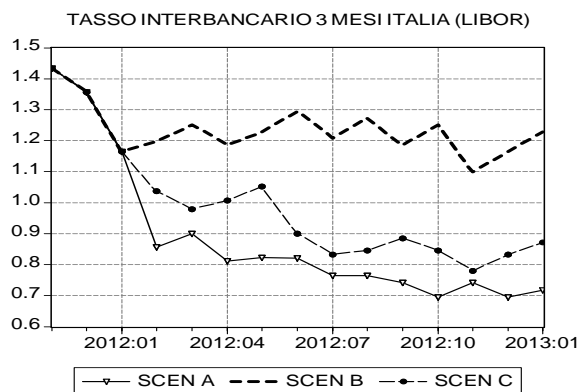
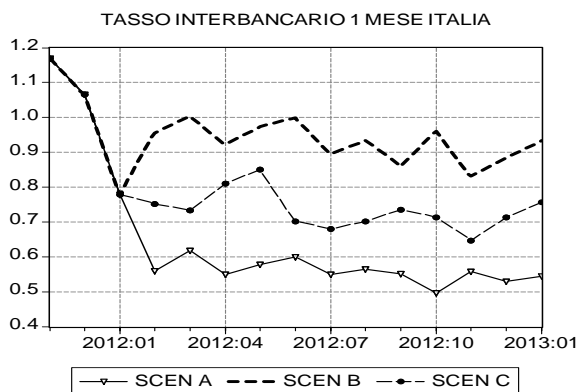
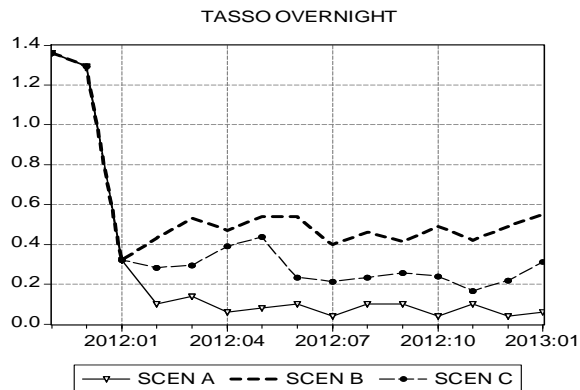
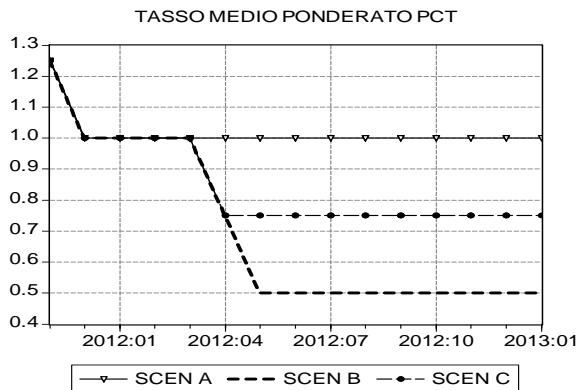
**Tassi interbancari:** nel mese di gennaio i tassi interbancari sono fortemente diminuiti grazie all'iniezione di liquidità operata dalla BCE nel sistema bancario. I nuovi dati del mese di gennaio riguardano essenzialmente gli indici di fiducia delle imprese che sono in timido miglioramento ma la probabilità di un risultato negativo nel quarto trimestre rimane alta. Sul fronte americano il risultato del quarto trimestre è positivo, sostenuto principalmente dai consumi privati e dagli investimenti fissi non residenziali e dalle scorte. La Fed ha spostato in avanti il possibile termine della strategia di politica monetaria a tassi invariati portandolo a fine 2014 e adottando misure di massima trasparenza del proprio operato fissando anche esplicitamente i propri obiettivi. La valutazione dei rischi, in Europa come negli USA, si mantiene verso il basso, in un contesto di elevata incertezza principalmente a causa delle tensioni sui mercati finanziari. Il rischio di recessione globale dunque permane. Risulta necessario un segnale credibile per ridare fiducia ai mercati nel breve termine. In mancanza di misure condivise di stampo strutturale, l'area euro rischia di attraversare un lungo periodo di scarsa crescita economica. La valutazione della posizione ciclica dell'economia europea è piuttosto delicata. Il presidente della BCE ha espressamente indicato, nella conferenza stampa che ha seguito la riunione di gennaio, che la politica monetaria è accomodante e rimarrà tale; ciò induce a ritenere che i tassi rimarranno vicini ai livelli attuali per un periodo di tempo esteso. Ci aspettiamo che non vi saranno ulteriori novità sulle misure non convenzionali prima dell'esito dell'asta a 36 mesi di febbraio. L'asta triennale di dicembre ha avuto un impatto positivo sui tassi di mercato monetario e sul tratto a breve delle curve governative. Riguardo a tali misure non convenzionali, all'asta di febbraio entreranno in vigore le nuove regole sui *collateral*. Le misure sono state adottate per sostenere il sistema bancario e alleviare le difficoltà di raccolta delle banche. Nel primo trimestre di quest'anno sono in scadenza titoli bancari per oltre 200 mld di euro. A gennaio migliorano leggermente le condizioni operative dei settori manifatturiero e dei servizi con l'indice PMI che recupera ulteriormente rimanendo sotto la soglia di 50 nel primo e superandolo leggermente nel secondo. L'aumento del PMI manifatturiero vicino alla neutralità segnala principalmente la più debole contrazione sia della produzione sia dei nuovi ordini in quattro mesi. Nel caso in cui la BCE decidesse per una riduzione del *refi* nel mese di aprile (scenario C) i tassi interbancari dovrebbero attestarsi a +0,76% per la scadenza ad un mese, +0,87% per la scadenza a tre mesi e +1,24% per quella a sei mesi. Qualora l'intervento della BCE si rivelasse senza alcun effetto sullo scenario dominato dalle turbolenze finanziarie (scenario B) i tre tassi interbancari considerati potrebbero raggiungere alla fine dell'orizzonte di previsione un valore di +0,93% (1 mese), +1,23% (3 mesi) e +1,61% (6 mesi). Nel caso in cui, invece, le misure adottate convincessero i mercati nel breve periodo (scenario A) i diversi tassi interbancari si porterebbero rispettivamente a +0,52%, +0,72% e +1,03% alla fine dell'orizzonte di previsione.

**Struttura a termine:** nel mese di gennaio i tassi della struttura a termine sono diminuiti per tutte le scadenze. Nel caso in cui la crescita globale dovesse lentamente ripartire (scenario C) i rendimenti sui Btp raggiungerebbero a gennaio 2013 quota +4,08% (3 anni), +5,25% (5 anni), +5,65% (7 anni) e +6,10% (10 anni). Nello scenario peggiore (B) i rendimenti potrebbero attestarsi su valori di +5,41%, +6,43%, +6,81%, +7,84% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni al termine dell'orizzonte previsivo considerato. Nello scenario migliore (A) il decennale non dovrebbe superare il +5,18% a gennaio 2013, il 7 anni il +4,95%, il quinquennale il 4,57% e il triennale il 3,61%.

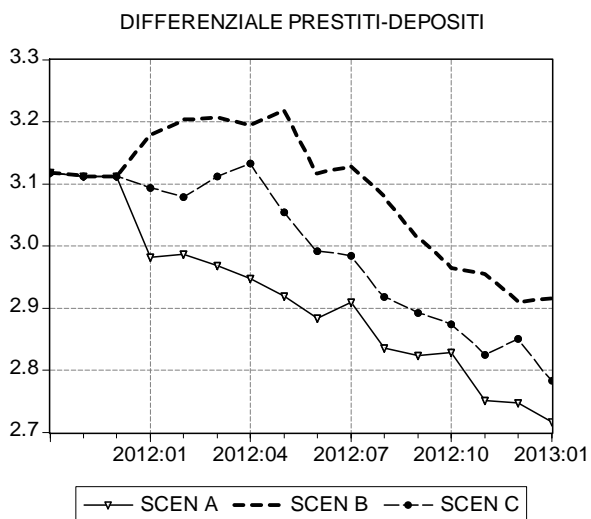
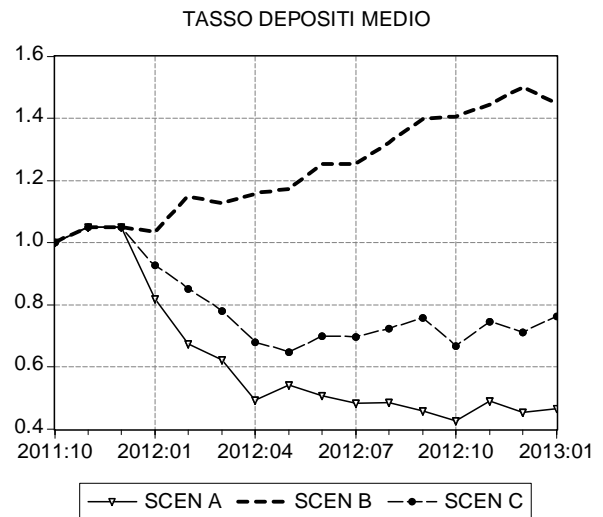
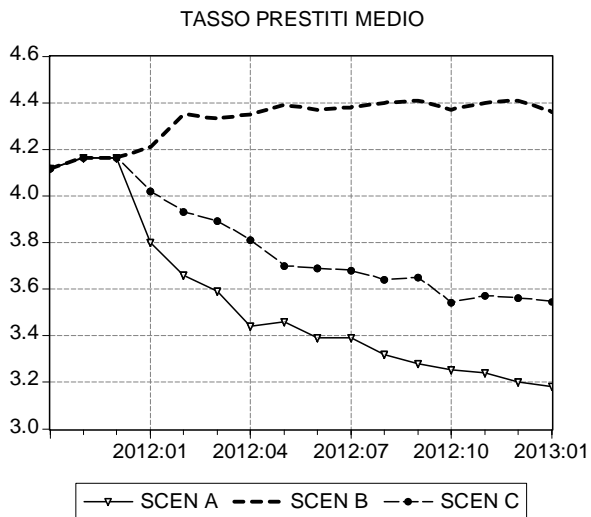
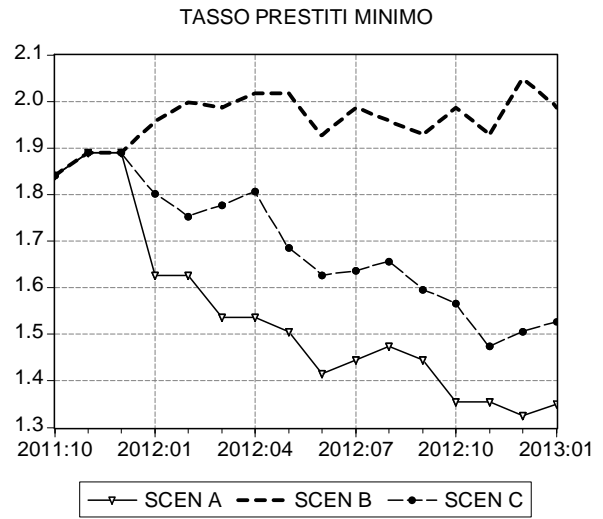
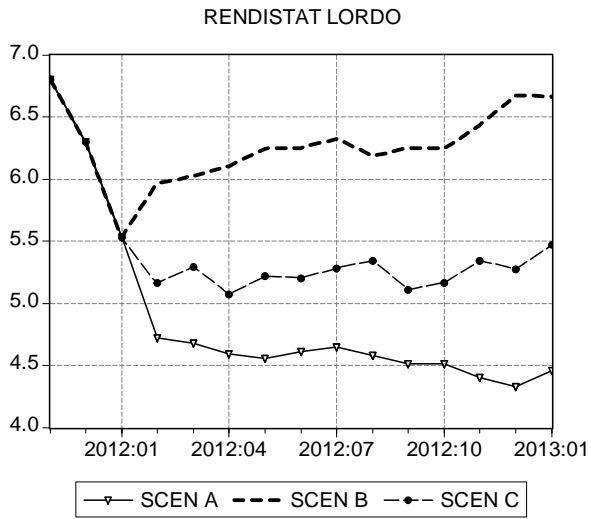
**Tassi bancari:** i tassi medi sui prestiti e sui depositi sono rimasti invariati nel mese di dicembre. Nei prossimi mesi ci si attende una certa tendenza al ribasso per i tassi sui depositi e sui prestiti. Nello scenario C ci si aspetta che il tasso medio sui prestiti diminuisca fino al 3,55%, mentre il tasso medio sui depositi si attesti a +0,76% alla fine dell'orizzonte previsivo. In uno scenario negativo (scenario B) l'andamento dei due tassi aumenterebbe raggiungendo rispettivamente quota +4,36% e +1,45% al termine dell'orizzonte di previsione. Nello scenario A il tasso sui prestiti diminuirebbe a quota +3,18% e quello sui depositi a +0,47% a gennaio 2013.

**Volumi bancari:** in base ai risultati delle simulazioni, la variazione tendenziale dei volumi seguirà un andamento incerto per i prestiti e per i depositi. Nello scenario centrale (C) il tasso di variazione tendenziale dei depositi toccherebbe un valore di +6,10% a gennaio 2013, mentre la variazione tendenziale del volume dei prestiti nello stesso periodo dovrebbe essere di +6,67%.

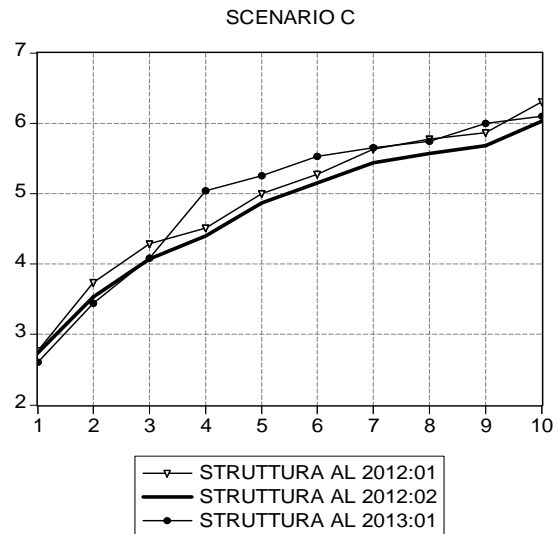
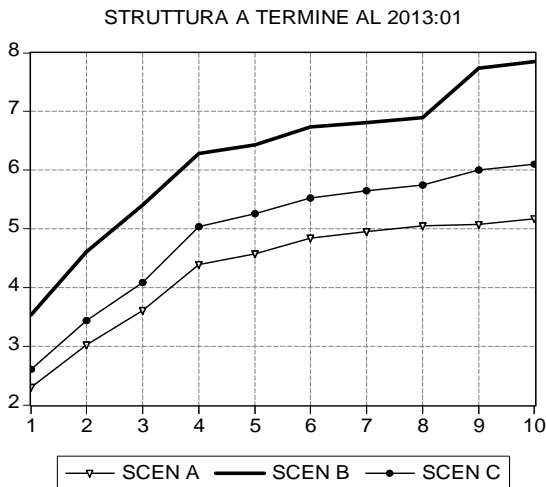
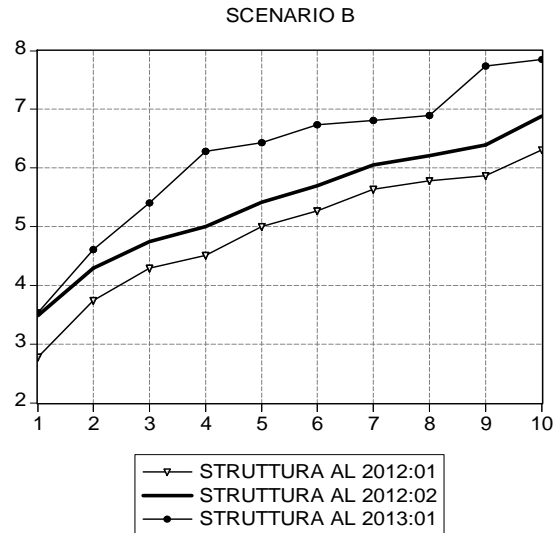
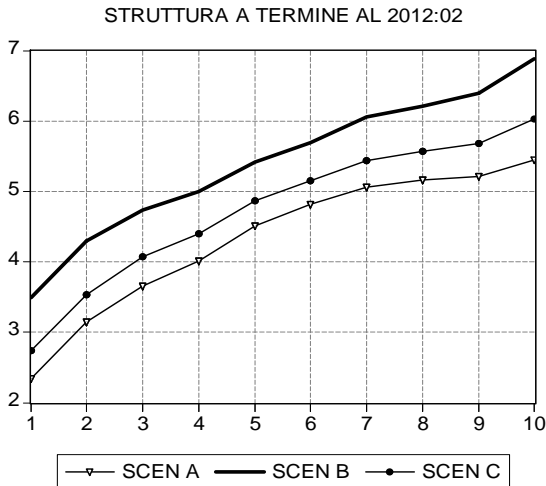
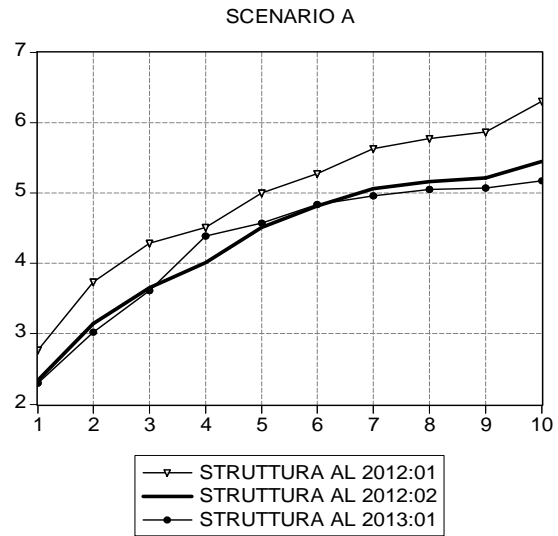
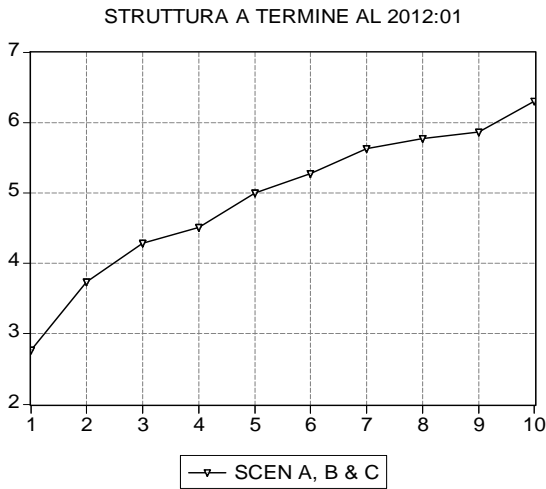
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE**  
**TASSI - Dati mensili**



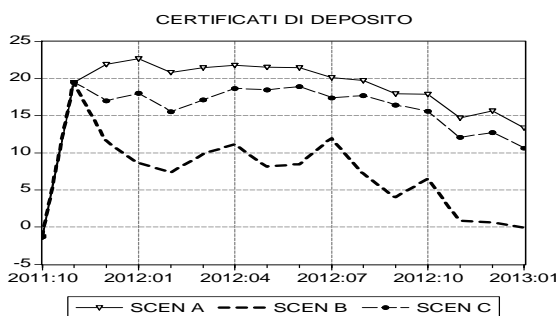
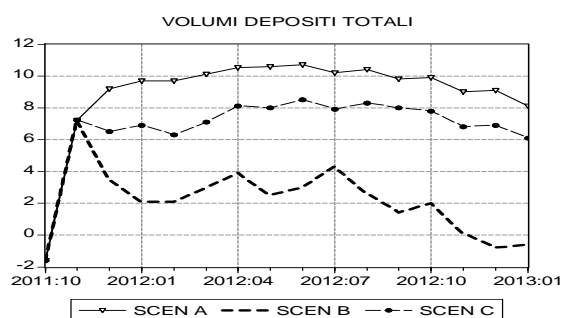
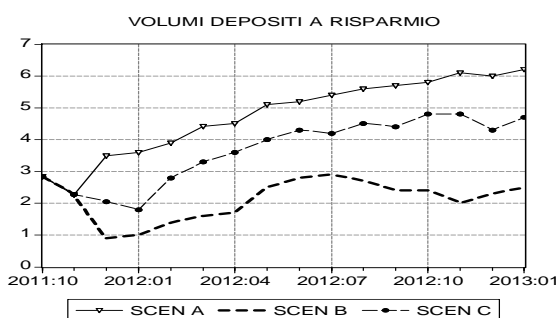
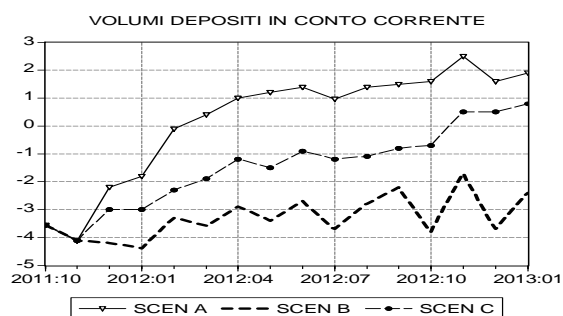
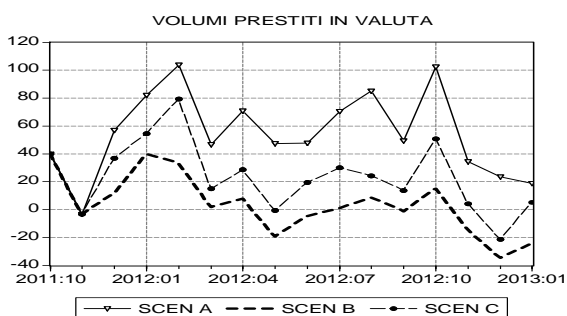
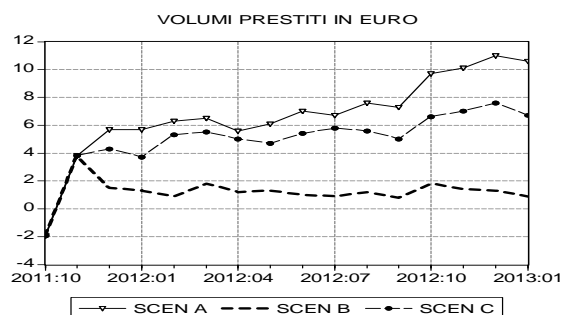
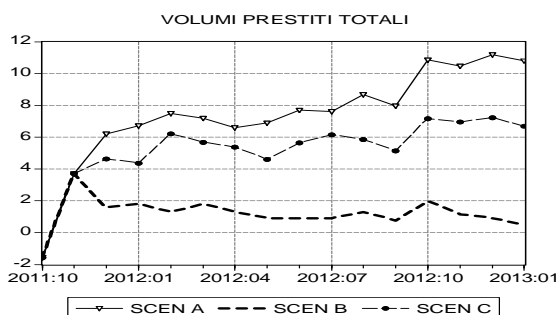
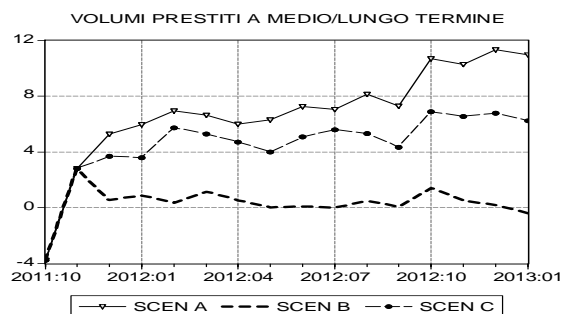
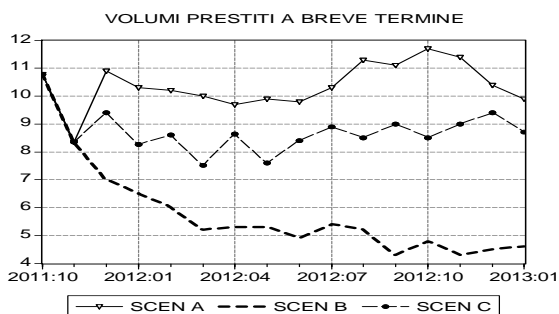
**CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE  
TASSI - Dati mensili**



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



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



SCENARIO A	11 7	11 8	11 9	11 10	11 11	11 12	12 1	12 2	12 3	12 4	12 5	12 6	12 7	12 8	12 9	12 10	12 11	12 12	13 1
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	1.50	1.50	1.50	1.50	1.25	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	965	831	796	866	805	806	854	1006	962	1009	991	1052	1023	1075	1026	1077	1046	1036	1058
Produzione Industriale	-1.1	3.0	-2.1	-3.3	-3.6	-2.7	0.0	1.3	1.0	2.1	2.3	3.1	2.7	3.4	2.4	2.4	2.1	3.1	3.2
Tasso di Inflazione (Arm.)	2.1	2.3	3.6	3.8	3.7	3.7	3.5	3.2	3.0	2.8	2.7	2.6	2.7	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.7
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	1.50	1.50	1.50	1.50	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
T. Overnight media d/1	1.07	0.91	1.22	1.19	1.36	1.29	0.32	0.10	0.14	0.06	0.08	0.10	0.04	0.10	0.10	0.04	0.10	0.04	0.06
T. Interb. 1m lett.	1.37	1.32	1.29	1.30	1.17	1.07	0.78	0.56	0.62	0.55	0.58	0.60	0.55	0.57	0.55	0.50	0.56	0.53	0.54
T. Interb. 3m lett.	1.54	1.50	1.48	1.51	1.43	1.36	1.16	0.86	0.90	0.81	0.82	0.82	0.76	0.76	0.74	0.70	0.74	0.70	0.72
T. Interb. 6m lett.	1.79	1.73	1.70	1.72	1.67	1.62	1.46	1.19	1.14	1.02	1.07	1.08	1.04	0.97	0.90	0.87	0.96	0.89	0.92
T. Depositi medio	0.91	0.94	0.96	1.00	1.05	1.05	0.82	0.67	0.62	0.49	0.54	0.51	0.48	0.49	0.46	0.43	0.49	0.45	0.47
T. Prestiti medio	4.01	4.06	4.06	4.12	4.16	4.16	3.80	3.66	3.59	3.44	3.46	3.39	3.39	3.32	3.28	3.25	3.24	3.20	3.18
T.prest. medio - T.dep. medio	3.10	3.12	3.10	3.12	3.11	3.11	2.98	2.99	2.97	2.95	2.92	2.88	2.91	2.84	2.82	2.83	2.75	2.75	2.72
T. BOT comp. lordo 3m	1.05	1.05	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95	1.47	1.38	1.27	1.15	1.15	1.17	1.17	1.19	1.17	1.19	1.23	1.25
T. BOT comp. lordo 6m	2.31	2.18	3.14	3.62	6.70	3.32	2.01	1.50	1.58	1.50	1.51	1.52	1.44	1.50	1.48	1.38	1.44	1.38	1.42
T. BOT comp. lordo 12m	3.72	3.00	4.21	3.62	6.17	6.03	2.77	2.34	2.46	2.19	2.31	2.26	2.21	2.22	2.31	2.27	2.24	2.21	2.30
Rendistat lordo	4.70	4.85	5.23	5.48	6.80	6.30	5.53	4.72	4.68	4.59	4.56	4.61	4.65	4.58	4.51	4.51	4.40	4.33	4.46
Rendistat netto	4.11	4.24	4.58	4.80	5.95	5.51	4.84	4.13	4.10	4.02	3.99	4.03	4.07	4.01	3.95	3.95	3.85	3.79	3.90
<b>S'TRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	5.05	4.00	4.75	5.67	7.59	5.97	4.29	3.65	3.80	3.62	3.80	3.65	3.66	3.56	3.55	3.53	3.56	3.45	3.61
Rend. BTP a 5 anni	5.44	4.46	5.38	6.04	7.75	6.44	4.99	4.51	4.68	4.57	4.70	4.65	4.73	4.61	4.53	4.58	4.47	4.39	4.57
Rend. BTP a 7 anni	5.76	4.74	5.57	6.23	7.63	6.76	5.63	5.06	5.10	5.15	5.16	5.24	5.18	5.19	5.05	5.06	5.02	4.90	4.95
Rend. BTP a 10 anni	6.09	5.39	5.73	6.28	7.04	7.44	6.31	5.44	5.38	5.58	5.40	5.51	5.36	5.49	5.27	5.23	5.29	5.22	5.18
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2350.153	2347.301	2389.306	2389.481	2398.346	2458.021	2498.326	2528.048	2511.559	2496.250	2521.54	2535.88	2528.76	2550.85	2579.35	2648.81	2649.66	2732.86	2767.64
Prestiti in euro	2317.055	2314.824	2352.061	2359.746	2360.734	2422.519	2442.493	2469.092	2451.604	2434.988	2454.051	2475.95	2472.298	2490.75	2523.76	2588.64	2599.17	2689.00	2701.40
Prestiti in valuta	33.098	32.477	37.245	29.735	37.612	35.502	55.833	58.957	59.955	61.263	67.487	59.929	56.467	60.101	55.588	60.164	50.490	43.863	66.243
Prestiti a breve	402.527	403.334	411.045	407.233	415.135	416.334	439.157	440.250	435.806	426.210	439.043	445.182	443.987	448.911	456.671	454.879	462.460	459.633	482.634
Prestiti a m/1	1947.626	1943.967	1978.261	1982.248	1983.211	2041.687	2059.169	2087.798	2075.753	2070.040	2082.495	2090.694	2084.777	2101.940	2122.679	2193.927	2187.198	2273.226	2285.007
Depositi totali	1830.434	1839.690	1885.337	1896.650	1905.501	1989.565	1978.890	1977.886	1956.760	1982.249	1968.535	1978.467	2017.138	2031.018	2070.100	2084.418	2076.996	2170.615	2139.180
Depositi in c/c	734.669	721.946	725.333	721.819	694.351	731.950	724.431	732.193	735.091	748.370	740.736	742.785	741.730	732.053	736.213	733.368	711.710	743.661	738.195
Depositi a risparmio	278.690	280.069	279.330	279.120	279.480	287.580	290.339	291.064	292.389	291.702	292.738	293.167	293.739	295.753	295.252	295.309	296.528	304.835	308.340
Certif. deposito	817.075	837.675	880.674	895.711	931.670	970.035	964.120	954.628	929.280	942.177	935.060	942.515	981.669	1003.212	1038.635	1055.741	1068.758	1122.120	1092.645
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	-3.01	-2.94	-2.20	-1.58	3.71	6.20	6.70	7.50	7.20	6.60	6.90	7.70	7.60	8.67	7.95	10.85	10.48	11.18	10.78
Prestiti in euro	-3.13	-2.66	-2.38	-1.95	3.83	5.70	5.70	6.30	6.50	5.60	6.10	7.00	6.70	7.60	7.30	9.70	10.10	11.00	10.60
Prestiti in valuta	6.95	-19.45	11.16	39.95	-3.43	56.82	82.04	103.90	46.60	70.94	47.28	47.59	70.61	85.05	49.25	102.34	34.24	23.55	18.65
Prestiti a breve	9.03	9.03	8.86	10.79	8.35	10.90	10.30	10.20	10.00	9.70	9.90	9.80	10.30	11.30	11.10	11.70	11.40	10.40	9.90
Prestiti a m/1	-5.17	-5.10	-4.22	-3.79	2.78	5.29	5.96	6.95	6.63	5.98	6.29	7.26	7.04	8.13	7.30	10.68	10.29	11.34	10.97
Depositi totali	-5.66	-3.67	-1.97	-1.60	7.22	9.20	9.70	9.70	10.10	10.52	10.60	10.70	10.20	10.40	9.80	9.90	9.00	9.10	8.10
Depositi in c/c	-2.60	-2.04	-1.45	-3.56	-4.12	-2.20	-1.80	-0.10	0.40	1.00	1.20	1.40	0.96	1.40	1.50	1.60	2.50	1.60	1.90
Depositi a risparmio	3.62	3.28	2.96	2.84	2.27	3.50	3.60	3.90	4.42	4.50	5.10	5.18	5.40	5.60	5.70	5.80	6.10	6.00	6.20
Certif. deposito	-10.91	-7.10	-3.84	-1.31	19.49	21.91	22.67	20.85	21.46	21.80	21.53	21.46	20.14	19.76	17.94	17.87	14.71	15.68	13.33

SCENARIO B	11 7	11 8	11 9	11 10	11 11	11 12	12 1	12 2	12 3	12 4	12 5	12 6	12 7	12 8	12 9	12 10	12 11	12 12	13 1
<b>ESOGENE</b>																			
Tasso di intervento	1.50	1.50	1.50	1.50	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Indice COMIT	965	831	796	866	805	806	854	770	831	788	797	724	730	698	703	653	686	704	722
Produzione Industriale	-1.1	3.0	-2.1	-3.3	-3.6	-4.9	-5.2	-4.8	-4.9	-4.4	-4.8	-4.4	-4.8	-4.1	-3.8	-3.6	-4.1	-3.7	-3.6
Tasso di Inflazione (Arm.)	2.1	2.3	3.6	3.8	3.7	3.7	3.5	2.5	2.3	2.2	1.9	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3	1.4
<b>ENDOGENE</b>																			
<b>TASSI</b>																			
T. P/T medio	1.50	1.50	1.50	1.50	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
T. Overnight media d/1	1.07	0.91	1.22	1.19	1.36	1.29	0.32	0.43	0.53	0.47	0.54	0.54	0.40	0.46	0.41	0.49	0.42	0.49	0.55
T. Interb. 1m lett.	1.37	1.32	1.29	1.30	1.17	1.07	0.78	0.96	1.00	0.92	0.97	1.00	0.90	0.93	0.86	0.96	0.83	0.88	0.93
T. Interb. 3m lett.	1.54	1.50	1.48	1.51	1.43	1.36	1.16	1.20	1.25	1.19	1.23	1.30	1.21	1.27	1.19	1.25	1.10	1.16	1.23
T. Interb. 6m lett.	1.79	1.73	1.70	1.72	1.67	1.62	1.46	1.68	1.67	1.67	1.51	1.52	1.47	1.50	1.54	1.55	1.58	1.63	1.61
T. Depositi medio	0.91	0.94	0.96	1.00	1.05	1.05	1.03	1.15	1.12	1.16	1.17	1.25	1.25	1.32	1.40	1.41	1.45	1.50	1.45
T. Prestiti medio	4.01	4.06	4.06	4.12	4.16	4.16	4.21	4.35	4.33	4.35	4.39	4.37	4.38	4.40	4.41	4.37	4.40	4.41	4.36
T.prest.medio - T.dep.medio	3.10	3.12	3.10	3.12	3.11	3.11	3.18	3.20	3.21	3.19	3.22	3.12	3.13	3.08	3.01	2.97	2.96	2.91	2.92
T. BOT comp. lordo 3m	1.05	1.05	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95	2.12	2.12	2.10	2.08	2.00	2.00	2.00	1.96	1.92	1.90	1.90	1.83
T. BOT comp. lordo 6m	2.31	2.18	3.14	3.62	6.70	3.32	2.01	2.61	2.70	2.56	2.70	2.58	2.53	2.60	2.50	2.60	2.50	2.60	2.38
T. BOT comp. lordo 12m	3.72	3.00	4.21	3.62	6.17	6.03	2.77	3.49	3.41	3.24	3.46	3.61	3.41	3.31	3.32	3.40	3.38	3.56	3.54
Rendistat lordo	4.70	4.85	5.23	5.48	6.80	6.30	5.53	5.96	6.02	6.10	6.24	6.25	6.32	6.18	6.25	6.24	6.43	6.67	6.66
Rendistat netto	4.11	4.24	4.58	4.80	5.95	5.51	4.84	5.22	5.27	5.34	5.46	5.47	5.53	5.41	5.47	5.46	5.63	5.84	5.83
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																			
Rend. BTP a 3 anni	5.05	4.00	4.75	5.67	7.59	5.97	4.29	4.74	4.78	4.85	5.07	5.11	5.09	5.01	4.93	5.13	5.08	5.44	5.41
Rend. BTP a 5 anni	5.44	4.46	5.38	6.04	7.75	6.44	4.99	5.42	5.58	5.58	5.84	5.92	6.02	5.92	6.06	6.08	6.20	6.44	6.43
Rend. BTP a 7 anni	5.76	4.74	5.57	6.23	7.63	6.76	5.63	6.05	6.26	6.16	6.38	6.41	6.50	6.43	6.63	6.55	6.75	6.85	6.81
Rend. BTP a 10 anni	6.09	5.39	5.73	6.28	7.04	7.44	6.31	6.88	7.16	7.10	7.30	7.23	7.37	7.50	7.76	7.65	7.95	7.99	7.84
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																			
Prestiti totali	2350.153	2347.301	2389.306	2389.481	2398.346	2351.553	2383.595	2382.245	2385.044	2372.140	2380.01	2375.77	2371.30	2377.82	2407.64	2436.43	2425.93	2373.01	2394.33
Prestiti in euro	2317.055	2314.824	2352.061	2359.746	2360.734	2326.260	2340.819	2343.663	2343.411	2333.530	2343.029	2337.11	2337.909	2342.60	2370.88	2402.22	2393.78	2356.50	2361.89
Prestiti in valuta	33.098	32.477	37.245	29.735	37.612	25.293	42.776	38.582	41.633	38.610	36.982	38.656	33.396	35.214	36.760	34.206	32.148	16.514	32.446
Prestiti a breve	402.527	403.334	411.045	407.233	415.135	401.693	424.028	423.471	416.789	409.115	420.666	425.315	424.263	424.307	428.723	426.780	432.986	419.769	443.533
Prestiti a m/1	1947.626	1943.967	1978.261	1982.248	1983.211	1949.860	1959.567	1958.774	1968.255	1963.025	1959.345	1950.450	1947.041	1953.509	1978.916	2009.648	1992.946	1953.246	1950.799
Depositi totali	1830.434	1839.690	1885.337	1896.650	1905.501	1885.714	1841.793	1840.858	1830.575	1863.578	1824.366	1840.850	1909.143	1887.522	1911.732	1934.583	1907.407	1870.628	1830.742
Depositi in c/c	734.669	721.946	725.333	721.819	694.351	716.982	705.251	708.739	705.804	719.472	707.067	712.752	707.486	701.732	709.376	694.390	682.547	690.453	688.325
Depositi a risparmio	278.690	280.069	279.330	279.120	279.480	280.356	283.053	284.061	284.487	283.886	285.496	286.523	286.772	287.631	286.034	285.819	285.070	286.804	290.129
Certif. deposito	817.075	837.675	880.674	895.711	931.670	888.377	853.490	848.058	840.283	860.220	831.803	841.575	914.884	898.160	916.322	954.374	939.790	893.371	852.289
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																			
Prestiti totali	-3.01	-2.94	-2.20	-1.58	3.71	1.60	1.80	1.30	1.80	1.30	0.90	0.90	0.90	1.30	0.77	1.96	1.15	0.91	0.45
Prestiti in euro	-3.13	-2.66	-2.38	-1.95	3.83	1.50	1.30	0.90	1.80	1.20	1.30	1.00	0.90	1.20	0.80	1.80	1.40	1.30	0.90
Prestiti in valuta	6.95	-19.45	11.16	39.95	-3.43	11.72	39.47	33.43	1.80	7.73	-19.29	-4.80	0.90	8.43	-1.30	15.04	-14.53	-34.71	-24.15
Prestiti a breve	9.03	9.03	8.86	10.79	8.35	7.00	6.50	6.00	5.20	5.30	5.30	4.90	5.40	5.20	4.30	4.80	4.30	4.50	4.60
Prestiti a m/1	-5.17	-5.10	-4.22	-3.79	2.78	0.55	0.84	0.34	1.11	0.50	0.00	0.07	-0.03	0.49	0.03	1.38	0.49	0.17	-0.45
Depositi totali	-5.66	-3.67	-1.97	-1.60	7.22	3.50	2.10	2.10	3.00	3.90	2.50	3.00	4.30	2.60	1.40	2.00	0.10	-0.80	-0.60
Depositi in c/c	-2.60	-2.04	-1.45	-3.56	-4.12	-4.20	-4.40	-3.30	-3.60	-2.90	-3.40	-2.70	-3.70	-2.80	-2.20	-3.80	-1.70	-3.70	-2.40
Depositi a risparmio	3.62	3.28	2.96	2.84	2.27	0.90	1.00	1.40	1.60	1.70	2.50	2.80	2.90	2.70	2.40	2.40	2.00	2.30	2.50
Certif. deposito	-10.91	-7.10	-3.84	-1.31	19.49	11.65	8.59	7.36	9.83	11.21	8.11	8.45	11.97	7.22	4.05	6.55	0.87	0.56	-0.14

SCENARIO C	11 7	11 8	11 9	11 10	11 11	11 12	12 1	12 2	12 3	12 4	12 5	12 6	12 7	12 8	12 9	12 10	12 11	12 12	13 1	
<b>ISOGENE</b>																				
Tasso di intervento	1.50	1.50	1.50	1.50	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Indice COMIT	965	831	796	866	805	806	854	915	889	953	934	995	986	989	984	998	994	960	982	
Produzione Industriale	-1.1	3.0	-2.1	-3.3	-3.6	-3.6	-3.0	-0.3	0.6	1.0	0.9	1.6	1.2	2.0	1.4	1.0	1.2	2.0	2.1	
Tasso di Inflazione (Arm.)	2.1	2.3	3.6	3.8	3.7	3.7	3.5	2.9	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4	2.3	2.4	2.2	2.2	2.3	2.4	
<b>ENDOGENE</b>																				
<b>TASSI</b>																				
T. P/T medio	1.50	1.50	1.50	1.50	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
T. Overnight media d/1	1.07	0.91	1.22	1.19	1.36	1.29	0.32	0.28	0.30	0.39	0.44	0.23	0.21	0.23	0.26	0.24	0.16	0.22	0.31	
T. Interb. 1m lett.	1.37	1.32	1.29	1.30	1.17	1.07	0.78	0.75	0.73	0.81	0.85	0.70	0.68	0.70	0.74	0.71	0.65	0.71	0.76	
T. Interb. 3m lett.	1.54	1.50	1.48	1.51	1.43	1.36	1.16	1.04	0.98	1.01	1.05	0.90	0.83	0.85	0.89	0.85	0.78	0.83	0.87	
T. Interb. 6m lett.	1.79	1.73	1.70	1.72	1.67	1.62	1.46	1.39	1.32	1.18	1.22	1.15	1.14	1.18	1.20	1.14	1.19	1.19	1.24	
T. Depositi medio	0.91	0.94	0.96	1.00	1.05	1.05	0.93	0.85	0.78	0.68	0.65	0.70	0.70	0.72	0.76	0.67	0.75	0.71	0.76	
T. Prestiti medio	4.01	4.06	4.06	4.12	4.16	4.16	4.02	3.93	3.89	3.81	3.70	3.69	3.68	3.64	3.65	3.54	3.57	3.56	3.55	
T.prest.medio - T.dep.medio	3.10	3.12	3.10	3.12	3.11	3.11	3.09	3.08	3.11	3.13	3.05	2.99	2.98	2.92	2.89	2.87	2.82	2.85	2.78	
T. BOT comp. lordo 3m	1.05	1.05	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95	1.68	1.64	1.42	1.26	1.27	1.27	1.29	1.29	1.31	1.29	1.31	1.31	
T. BOT comp. lordo 6m	2.31	2.18	3.14	3.62	6.70	3.32	2.01	1.90	2.00	1.90	2.00	1.90	1.80	1.90	1.90	1.80	1.80	1.70	1.80	
T. BOT comp. lordo 12m	3.72	3.00	4.21	3.62	6.17	6.03	2.77	2.74	2.79	2.56	2.71	2.56	2.59	2.57	2.63	2.55	2.51	2.43	2.61	
Rendistat lordo	4.70	4.85	5.23	5.48	6.80	6.30	5.53	5.16	5.29	5.07	5.22	5.20	5.28	5.34	5.11	5.16	5.34	5.27	5.47	
Rendistat netto	4.11	4.24	4.58	4.80	5.95	5.51	4.84	4.52	4.63	4.44	4.57	4.55	4.62	4.67	4.47	4.52	4.67	4.61	4.79	
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	5.05	4.00	4.75	5.67	7.59	5.97	4.29	4.07	4.24	3.85	4.12	4.03	4.13	3.97	3.88	3.82	3.96	3.84	4.08	
Rend. BTP a 5 anni	5.44	4.46	5.38	6.04	7.75	6.44	4.99	4.86	5.09	4.80	5.05	5.09	5.27	5.10	4.88	4.89	5.10	5.04	5.25	
Rend. BTP a 7 anni	5.76	4.74	5.57	6.23	7.63	6.76	5.63	5.44	5.67	5.37	5.58	5.60	5.75	5.57	5.34	5.35	5.57	5.47	5.65	
Rend. BTP a 10 anni	6.09	5.39	5.73	6.28	7.04	7.44	6.31	6.03	6.21	6.00	6.12	6.10	6.24	6.07	5.87	5.86	6.07	5.96	6.10	
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2350.153	2347.301	2389.306	2389.481	2398.346	2421.398	2443.704	2497.669	2475.596	2467.202	2467.13	2487.40	2494.49	2484.77	2511.99	2560.34	2565.09	2596.44	2606.70	
Prestiti in euro	2317.055	2314.824	2352.061	2359.746	2360.734	2390.433	2396.277	2445.864	2428.584	2421.152	2421.670	2438.92	2451.444	2444.45	2469.66	2515.49	2525.99	2572.11	2556.83	
Prestiti in valuta	33.098	32.477	37.245	29.735	37.612	30.965	47.427	51.805	47.012	46.050	45.456	48.479	43.047	40.320	42.325	44.848	39.104	24.339	49.875	
Prestiti a breve	402.527	403.334	411.045	407.233	415.135	410.703	431.077	433.858	425.941	422.059	429.854	439.506	438.352	437.617	448.039	441.848	452.497	449.309	468.580	
Prestiti a m/1	1947.626	1943.967	1978.261	1982.248	1983.211	2010.695	2012.627	2063.811	2049.655	2045.143	2037.272	2047.897	2056.139	2047.157	2063.950	2118.490	2112.593	2147.135	2138.123	
Depositi totali	1830.434	1839.690	1885.337	1896.650	1905.501	1940.372	1928.381	1916.584	1903.442	1938.911	1922.259	1939.148	1975.038	1992.384	2036.164	2044.589	2035.075	2074.258	2046.012	
Depositi in c/c	734.669	721.946	725.333	721.819	694.351	725.963	715.579	716.069	718.251	732.068	720.974	725.937	725.853	714.005	719.530	716.766	697.823	729.592	721.303	
Depositi a risparmio	278.690	280.069	279.330	279.120	279.480	283.553	285.295	287.983	289.247	289.190	289.674	290.704	290.383	292.672	291.621	292.518	292.895	295.745	298.703	
Certif. deposito	817.075	837.675	880.674	895.711	931.670	930.857	927.508	912.532	895.944	917.652	911.610	922.507	958.802	985.708	1025.013	1035.305	1044.357	1048.920	1026.005	
<b>VOLUMI (VAR. % ANNUA)</b>																				
Prestiti totali	-3.01	-2.94	-2.20	-1.58	3.71	4.62	4.37	6.21	5.67	5.36	4.59	5.64	6.14	5.86	5.13	7.15	6.95	7.23	6.67	
Prestiti in euro	-3.13	-2.66	-2.38	-1.95	3.83	4.30	3.70	5.30	5.50	5.00	4.70	5.40	5.80	5.60	5.00	6.60	7.00	7.60	6.70	
Prestiti in valuta	6.95	-19.45	11.16	39.95	-3.43	36.78	54.63	79.16	14.95	28.49	-0.80	19.39	30.06	24.15	13.64	50.83	3.97	-21.40	5.16	
Prestiti a breve	9.03	9.03	8.86	10.79	8.35	9.40	8.27	8.60	7.51	8.63	7.60	8.40	8.90	8.50	9.00	8.50	9.00	9.40	8.70	
Prestiti a m/1	-5.17	-5.10	-4.22	-3.79	2.78	3.69	3.57	5.72	5.29	4.71	3.98	5.07	5.57	5.31	4.33	6.87	6.52	6.79	6.24	
Depositi totali	-5.66	-3.67	-1.97	-1.60	7.22	6.50	6.90	6.30	7.10	8.10	8.00	8.50	7.90	8.30	8.00	7.80	6.80	6.90	6.10	
Depositi in c/c	-2.60	-2.04	-1.45	-3.56	-4.12	-3.00	-3.00	-2.30	-1.90	-1.20	-1.50	-0.90	-1.20	-1.10	-0.80	-0.70	0.50	0.50	0.80	
Depositi a risparmio	3.62	3.28	2.96	2.84	2.27	2.05	1.80	2.80	3.30	3.60	4.00	4.30	4.20	4.50	4.40	4.80	4.80	4.30	4.70	
Certif. deposito	-10.91	-7.10	-3.84	-1.31	19.49	16.99	18.01	15.52	17.10	18.63	18.49	18.88	17.35	17.67	16.39	15.58	12.10	12.68	10.62	

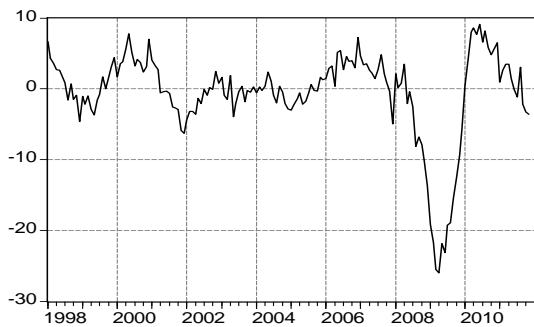
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



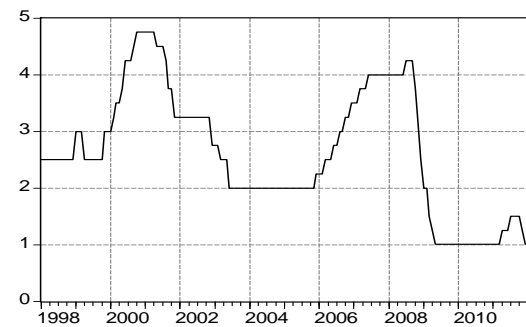
TASSO DI INFLAZIONE ITALIA



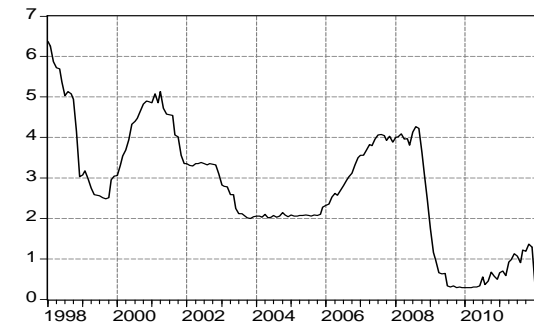
TASSO INFLAZIONE AREA EURO



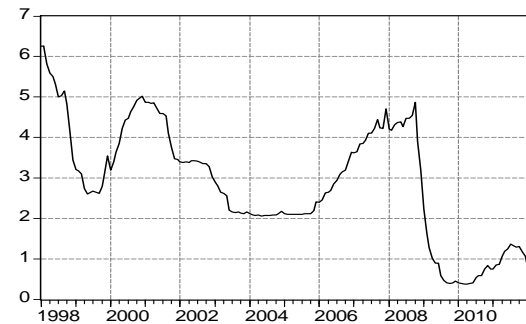
PRODUZIONE INDUSTRIALE ITALIA



TASSO DI INTERVENTO BCE



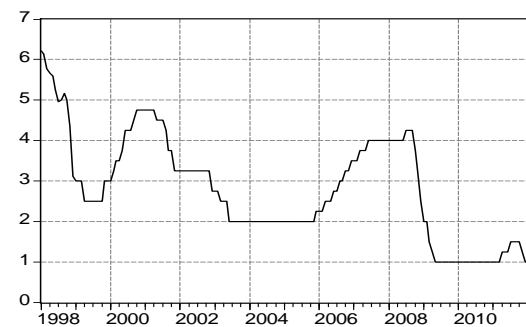
TASSO OVERNIGHT



TASSO INTERBANCARIO 1 MESE ITALIA

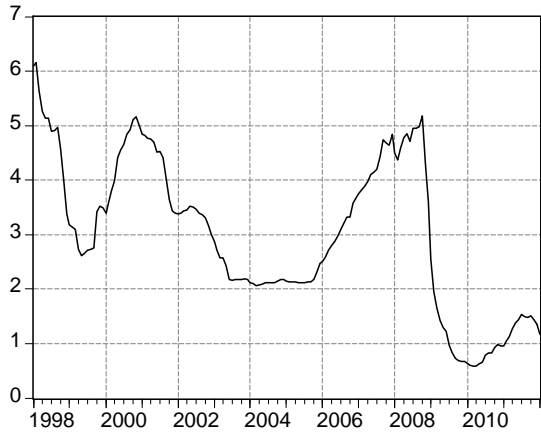


INDICE COMIT

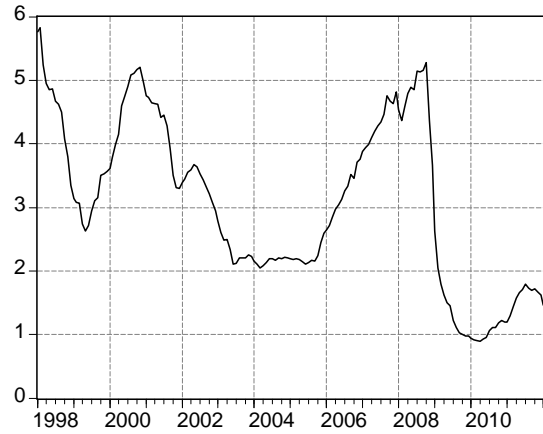


TASSO MEDIO PONDERATO PCT

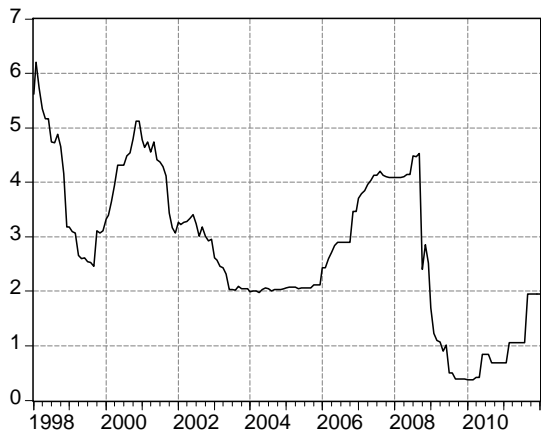
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



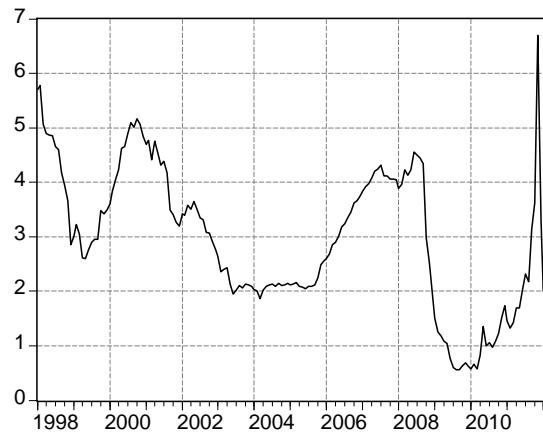
— TASSO INTERBANCARIO 3 MESI ITALIA (LIBOR)



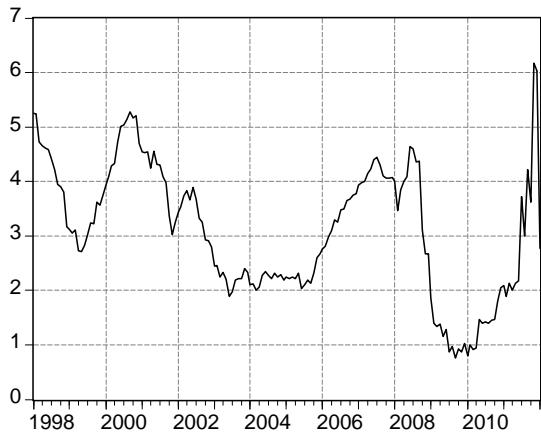
— TASSO INTERBANCARIO 6 MESI ITALIA



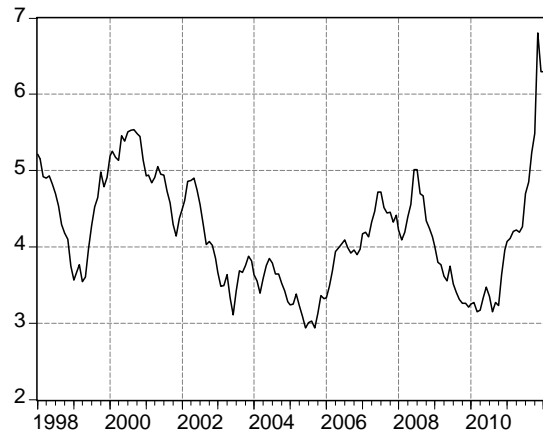
— TASSO BOT 3 MESI COMPOSTO LORDO



— TASSO BOT 6 MESI COMPOSTO LORDO

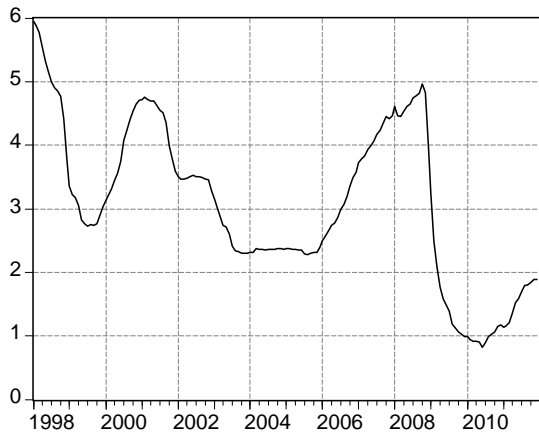


— TASSO BOT 12 MESI COMPOSTO LORDO

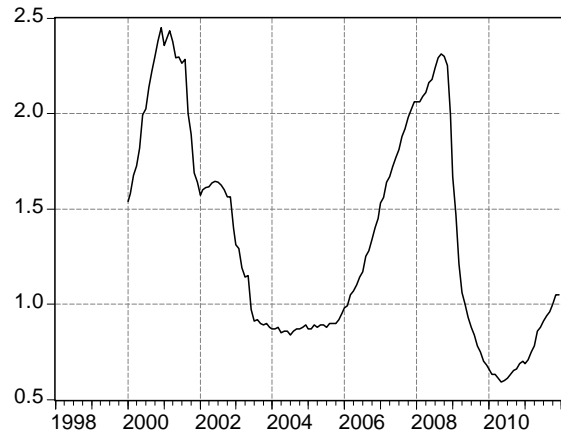


— RENDISTAT LORDO

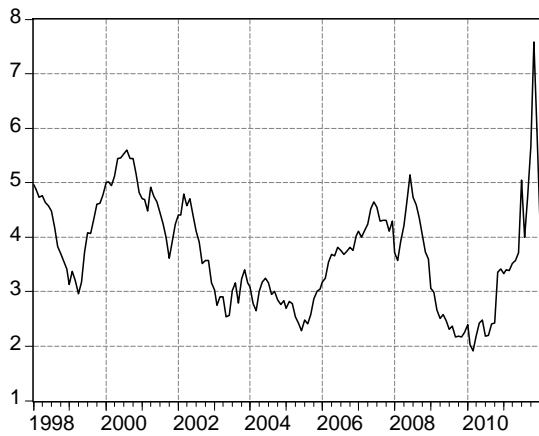
**TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI**  
*Dati mensili*



— 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)

