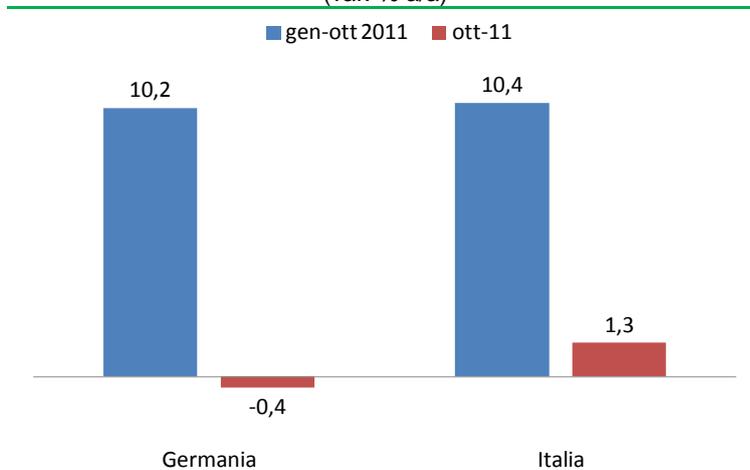


focus

settimanale del Servizio Studi BNL

Esportazioni verso l'area euro

(var. % a/a)



Fonte: DeStatis e Istat

La crisi dei rischi sovrani si riflette in una marcata decelerazione del **commercio estero all'interno dell'area euro**. A ottobre 2011 il tasso annuo di crescita delle esportazioni tedesche verso l'eurozona scende sotto zero mentre le importazioni italiane dalla Germania calano di sei punti. Per arginare la caduta e alimentare un rilancio cruciale sarà il ruolo della domanda interna tedesca – più tonica che nel resto d'Europa - e delle importazioni della Germania dai *partner* comunitari.

La crisi finanziario-economica rallenta il processo di **ricambio delle imprese**. In Italia gli ultimi dati registrano un calo del tasso di natalità delle imprese e un aumento di quello di mortalità, con un turnover ancora positivo ma in netta flessione rispetto al 2006, quando a fronte di 12,5 imprese nate ogni cento attive ne risultavano cessate 8,5. Sempre nel 2009 le imprese *high growth* risultavano 5.073, un valore in flessione rispetto a quello del 2008. Nel triennio 2006-2009 il loro contributo in termini di occupazione ha bilanciato la notevole perdita di posti di lavoro (-35,2%) registrata nelle altre imprese.

1

4 gennaio
2012

Direttore responsabile:
Giovanni Ajassa
tel. 0647028414
giovanni.ajassa@bnlmail.com

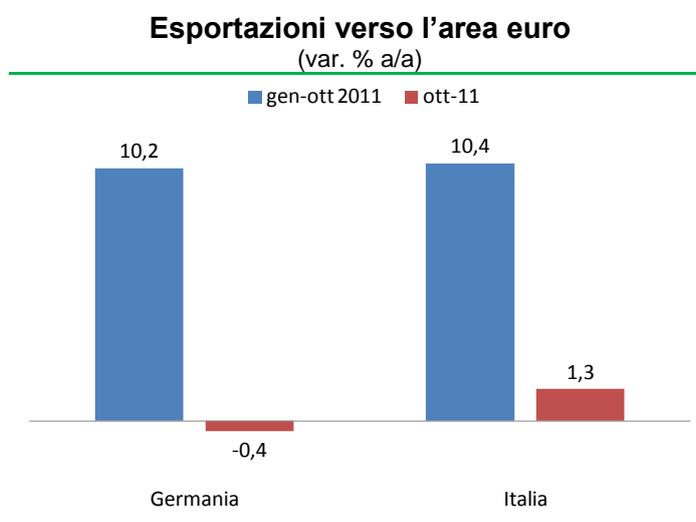
Banca Nazionale del Lavoro – Gruppo BNP Paribas
Via Vittorio Veneto 119 - 00187 Roma
Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002 del 9/4/2002

Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

Editoriale: Germania & Italia, non è solo spread



Germania e Italia sono divise dal solco dello "spread" tra i titoli pubblici. È un divario che viene quotidianamente monitorato e che l'agire della speculazione rende oltremodo ampio. Viste attraverso la lente dello spread, Germania e Italia appaiono come due soggetti profondamente diversi e distanti. Là la virtù, la stabilità. Qui i problemi, i rischi. Non è così, ma correggere la sindrome speculativa che penalizza la posizione dell'Italia chiede di continuare a procedere sul doppio binario del rigore dei conti e del rilancio della crescita. Il fronte della crescita è quello che, a dispetto dell'andamento dello spread sui titoli pubblici, vede oggi Germania e Italia oggi molto più vicine di quello che altrimenti si potrebbe ritenere. Entrambi i paesi fronteggiano un medesimo problema: il pericoloso affievolirsi della spinta dell'export verso l'area dell'euro.

I segnali che vengono dalla congiuntura dell'interscambio europeo sono netti. Nello scorso ottobre il tasso annuo di crescita delle esportazioni tedesche verso l'area dell'euro è sceso al di sotto dello zero. Le importazioni italiane dalla Germania sono calate, anno su anno, di oltre sei punti percentuali. Alla stessa data, la crescita su base annua delle esportazioni italiane verso l'eurozona si è ridotta a poco più dell'un per cento. Nei mesi precedenti del 2011, la progressione delle vendite estere destinate al bacino della moneta unica si situava in entrambi i paesi su ritmi ben più elevati, tali da collocare l'espansione complessiva del periodo compreso tra gennaio e ottobre nell'ordine dei dieci punti percentuali. Sia in Germania sia in Italia a sostenere le esportazioni sono oggi solo le vendite extra-Ue. L'implosione dei commerci intra-eurozona pesa, e peserà, dal momento che l'area conta per il 40 per cento delle esportazioni tedesche e per il 43 per cento di quelle italiane.

A tutti è noto come la Germania rappresenti il primo compratore dell'export italiano. La Germania conta per l'Italia, ma l'Italia conta anche molto per l'economia tedesca. Il nostro paese è il quinto acquirente mondiale di prodotti "made in Germany". Nel 2010 gli italiani hanno acquistato merci tedesche per ben 58 miliardi di euro, il 6,1% dell'export di Berlino. Ancora nel 2010 il mercato italiano valeva per l'esportatore tedesco più di quello, pur in forte ascesa, rappresentato dalla Cina. Sommate insieme, le esportazioni tedesche verso la Francia, l'Italia e la Spagna valgono oltre il triplo delle

vendite di prodotti “made in Germany” effettuate sul mercato cinese. I mercati extra-europei crescono a grande velocità, ma il baricentro dell’export e, quindi, del grande motore economico della Germania rimane saldamente radicato nella “core-Europe”, nel bene e nel male.

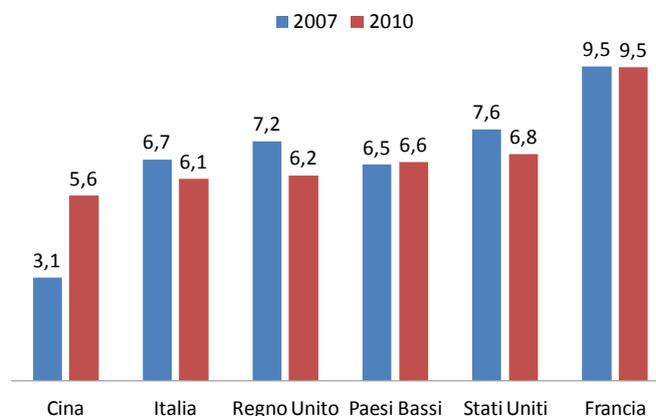
Il brusco arretramento dei flussi commerciali all’interno dell’eurozona rappresenta un serio problema per la Germania non meno di quanto lo sia per l’Italia. Le esportazioni tedesche in Europa sono per una parte non piccola le importazioni degli italiani dalla Germania, e viceversa. Se l’Italia non cresce o, peggio, va in recessione, il problema è per gli italiani, ma anche per i tedeschi. Lo stesso vale considerando gli effetti di depressione delle esportazioni tedesche che trae origine dal rallentamento segnato anche dall’economia francese. Il circolo vizioso della caduta del commercio intra-europeo è una tangibile dimostrazione di come la ripresa della crescita nell’area della moneta unica debba essere perseguita su base nazionale, ma imponga anche strategie a livello europeo e soluzioni da ricercare nel rapporto bilaterale tra i diversi partner commerciali.

I dieci anni di vita dell’euro hanno visto consolidarsi una situazione di squilibrio nei saldi commerciali e, più in generale, nei conti con l’estero dei principali paesi membri. Il grande avanzo di parte corrente della Germania equivale oggi grosso modo alla somma dei deficit individualmente registrati da Francia, Italia e Spagna. La correzione dello squilibrio dei conti con l’estero tra la Germania e i suoi principali partner commerciali dell’eurozona non va lasciata a se stessa e, quindi, alla mera e dolorosa contrazione della domanda di importazioni dei paesi deficitari che sono oggi quelli a maggior rischio di recessione. Se così accadesse, tutti ne soffrirebbero. Per quanto ci concerne, il boccino della ripresa è nelle mani del recupero di competitività che le produzioni italiane e il sistema-paese potranno mettere in campo, attraverso uno sforzo formidabile di innovazione e di coesione. Il boccino della ripresa è anche nelle mani del consumatore tedesco e delle autorità tedesche, che hanno molte risorse e altrettante ragioni per investire nel futuro della comune crescita europea.

Giovanni Ajassa

I primi sei clienti dell'export tedesco

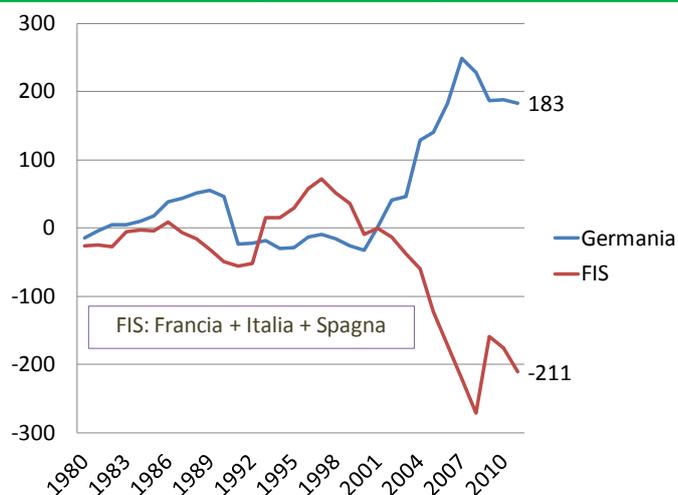
(quote % sul totale)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Statistisches Bundesamt

Saldo delle partite correnti

(miliardi di dollari)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su FMI

In calo la natalità delle imprese italiane

S. Costagli ☎ 06-47027054 – simona.costagli@bnlmail.com

La crisi finanziario-economica ha avuto come conseguenza anche quella di rallentare il processo di ricambio delle imprese. Il fenomeno è evidente negli Stati Uniti, dove nel 2009 il numero delle nuove imprese nate è inferiore di quasi 100mila unità rispetto a quello degli anni precedenti. In Europa il calo (relativo) maggiore si è avuto in Spagna, dove rispetto al 2006 il numero delle nuove imprese nate si è dimezzato.

In Italia gli ultimi dati (riferiti al 2009) registrano un calo del tasso di natalità delle imprese e un aumento di quello di mortalità, con un turnover ancora positivo ma in netta flessione rispetto a quello dell'anno precedente, e soprattutto rispetto al valore del 2006, quando a fronte di 12,5 imprese nate ogni cento attive ne risultavano cessate 8,5.

Le imprese italiane sopravvissute dopo tre anni dalla nascita hanno una dimensione media superiore a quella originaria e a quella media del sistema. Nel 2009 le imprese nate tre anni prima avevano una dimensione media di 5 addetti, contro il 3,9 complessivo. La differenza è rilevante soprattutto nei servizi, dove a una dimensione media di 3,2 addetti fa riscontro una di 4,7 delle imprese più giovani, mentre vale il contrario nell'industria, dove le nuove hanno in media 6,1 addetti contro i 9,9 generali.

Nello studio della dinamica delle imprese un ruolo importante spetta alle *high growth*: imprese che, grazie a una crescita notevole, forniscono un contributo importante alla creazione di lavoro. Secondo l'Ocse in alcuni paesi (tra cui Francia, Italia, Paesi Bassi e Grecia) una quota compresa tra il 50 e il 60% dell'incremento dell'occupazione nella seconda metà degli anni Novanta è da attribuire all'attività di queste imprese, mentre negli Stati Uniti esse hanno determinato quasi l'intero aumento dei posti di lavoro tra il 1994 e il 2006.

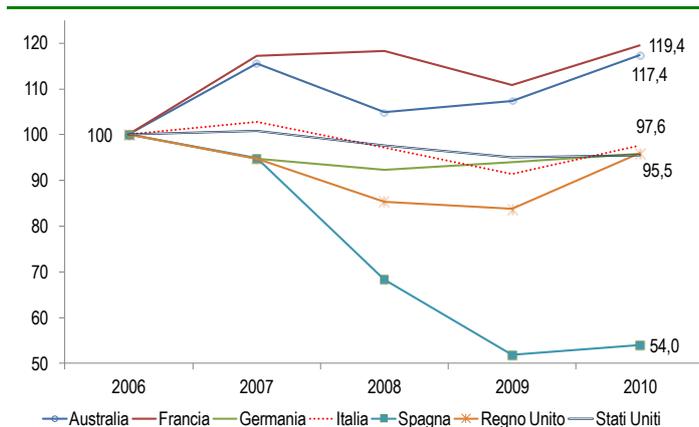
In Italia le imprese *high growth* nel 2009 risultavano 5.073, un valore in flessione rispetto a quello del 2008. La maggior parte di queste imprese (40%) opera nel comparto dei servizi (escluso il commercio) e nell'industria (27%). Nel triennio 2006-2009 il loro contributo in termini di occupazione ha bilanciato la notevole perdita di posti di lavoro (-35,2%) registrata nelle altre imprese.

La crisi finanziario-economica che ormai da oltre quattro anni attanaglia le principali economie sviluppate ha determinato, tra l'altro, anche un rallentamento nella natalità delle imprese, che in alcuni paesi ha assunto tratti preoccupanti. Alcuni economisti statunitensi si sono spinti fino a parlare di fine del "ciclo di distruzione creativa", da sempre segno distintivo dell'economia del paese. In effetti, negli Stati Uniti dalla metà degli anni Ottanta alla metà degli anni Duemila sono state create in media 450-500mila nuove imprese l'anno con almeno un dipendente; nel 2009 (ultimo anno per cui sono disponibili i dati) le nuove imprese sono state solo 400mila, mentre il numero di nuovi occupati nelle *start-up* è sceso a 2,3 milioni dai 3-3,5 milioni in media degli anni precedenti. Il fenomeno non ha riguardato solo gli Stati Uniti: posto pari a 100 il numero delle nuove imprese nei principali paesi Ocse nel 2006, a fine 2010 questo risultava superiore solo in Australia (116,9) e in Francia (118,6), mentre il calo maggiore si è avuto in Spagna, dove il numero delle nuove imprese si è praticamente dimezzato in quattro anni. In Germania la flessione è stata del 4,2%, anche se nel 2010 si è assistito a un deciso recupero (+2% a/a). La Germania, tra l'altro, presenta un tasso di

sopravvivenza relativamente basso per le imprese giovani: nel 2009 (ultimo anno per cui sono disponibili dati Eurostat) solo 52 su 100 nate tre anni prima risultavano ancora in attività, contro le 56 della Spagna e le 55 circa dell'Italia. Ben più alti risultano i tassi di sopravvivenza delle imprese giovani in alcuni paesi dell'Est Europa: in Romania, ad esempio tra 100 imprese nate nel 2006, ne risultavano in vita ancora 65 a fine 2009, a rappresentare oltre l'8% del totale delle imprese, contro percentuali decisamente inferiori nei principali paesi (intorno al 4-5% per Germania, Italia, Francia e Spagna).

La nascita delle nuove imprese in alcuni paesi Ocse

(Nuove imprese nate nel 2006 = 100)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Ocse.

La natimortalità in Italia

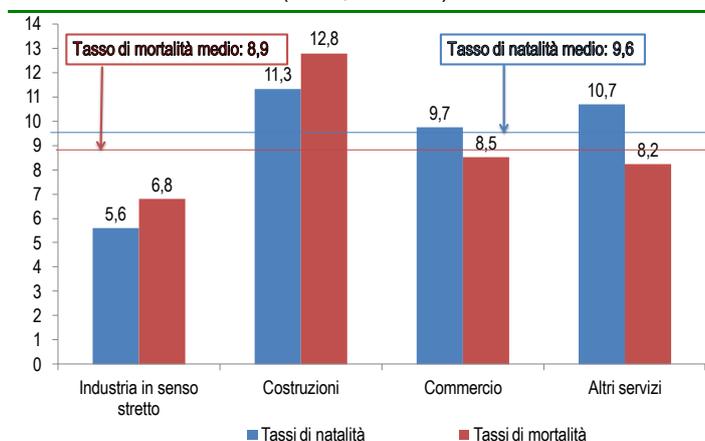
In Italia il numero delle imprese attive (4,4 milioni a fine 2009)¹ è il risultato di un movimento di natimortalità che a partire dal 2005 è risultato piuttosto variabile: il tasso di natalità,² dopo aver raggiunto un picco nel 2006, ha cominciato a scendere, registrando un minimo nel 2009 (ultimo anno per cui sono disponibili i dati di fonte Istat), quando il numero di nuove imprese nate in percentuale di quelle attive è risultato pari a 9,6, a fronte di un tasso di mortalità (numero di imprese cessate su totale delle attive) pari a 8,9, un valore in linea con quelli registrati nei quattro anni precedenti. Il turnover (differenza tra natalità e mortalità) è quindi positivo, ma in netta flessione rispetto all'anno precedente, e soprattutto rispetto al valore del 2006, quando a fronte di 12,5 imprese nate ogni cento attive ne risultavano cessate solo 8,5. A livello regionale i movimenti maggiori si osservano nelle regioni meridionali e nel Lazio, dove la quota sia delle nuove nate sia delle cessate è tradizionalmente a due cifre, con un turnover che è rimasto superiore allo zero anche nell'anno di generale flessione 2009. Nelle regioni settentrionali (dove i tassi di natalità e mortalità risultano mediamente di due punti percentuali inferiori rispetto alle regioni meridionali) il turnover è risultato pressoché nullo, con valori negativi in Friuli e in Valle D'Aosta. Il Friuli, in particolare, insieme al Veneto, è la regione che nel 2009 ha registrato il tasso di natalità più basso (7,5), seguita dall'Emilia Romagna (8,2) e dalle Marche.

¹ Si tratta delle imprese censite nell'archivio ASIA dell'Istat.

² Tasso di natalità: numero di nuove imprese in percentuale di quelle attive nello stesso anno. Si veda Istat, "L'imprenditorialità in Italia", *focus*, dicembre 2011.

Tasso di natalità e di mortalità delle imprese italiane per settore

(2009, valori %)

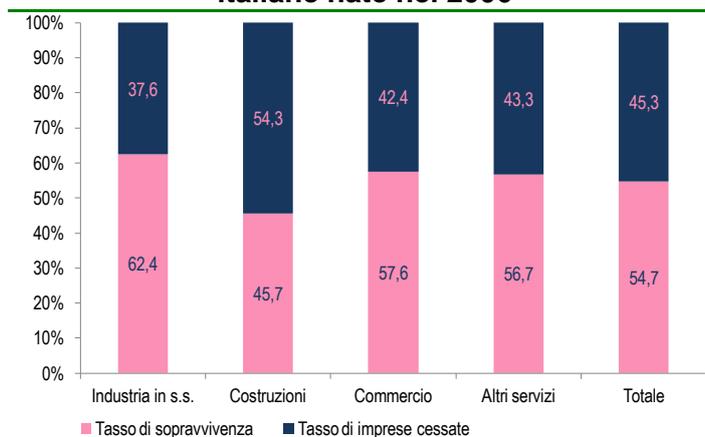


Fonte: elaborazioni Servizio studi BNL su dati Istat, 2011.

A livello settoriale la maggiore dinamicità nella natimortalità delle imprese si osserva nelle costruzioni, ma è nei servizi diversi dal commercio che si registra il valore assoluto più elevato di nuove imprese: 52.995, pari al 39,3% del totale, contro il 21,8% delle costruzioni. Nell'industria si osserva invece la minore mobilità: nel 2009 risultano nate solo 5,6 imprese ogni 100 attive, per un totale di 15.401 unità, il valore più basso da quando la serie è disponibile (2005), mentre risultano cessate 6,8 imprese ogni 100 (18.665 unità; anche in questo caso si tratta del valore più basso dal 2005).

Alla minore dinamicità osservata nel settore industriale in termini di ingressi e uscite fa riscontro un tasso di sopravvivenza decisamente più elevato che negli altri settori: per un'impresa industriale nata nel 2006, il tasso di sopravvivenza a tre anni è pari a 62,4 (ossia fatto 100 il numero di imprese industriali nate nel 2006,³ nel 2009 ne risultavano in attività 62,4), contro il 54,7% della media dei settori e il 45,7 delle costruzioni.

Tasso di sopravvivenza a tre anni delle imprese italiane nate nel 2006

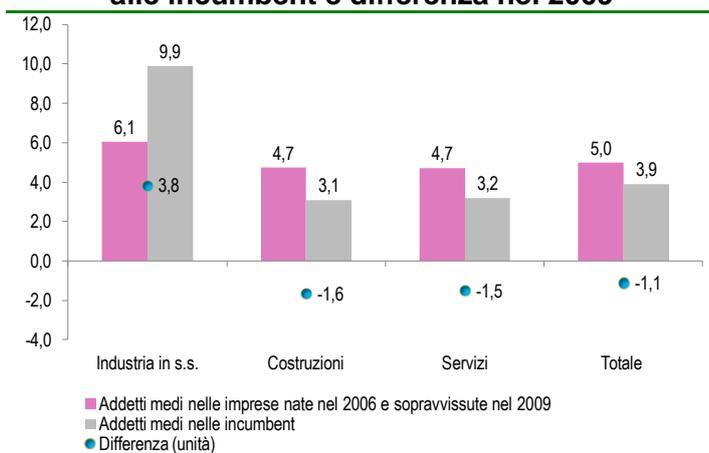


Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Istat, 2011.

³ I dati Istat sulle imprese sono aggiornati al 2009, il 2006 è pertanto l'ultimo anno per il quale è possibile calcolare il tasso di sopravvivenza a tre anni.

Le imprese della coorte 2006 sopravvissute dopo tre anni hanno una dimensione media superiore a quella originaria e alla media delle *incumbent*. I dati non permettono di stabilire se ciò sia una conseguenza della loro sopravvivenza o se ne sia invece la causa; né d'altro canto sarebbe possibile inferirlo con una serie così breve, ma l'evidenza mostra che nel 2009 le imprese nate tre anni prima avevano una dimensione media di 5 addetti contro il 3,9 del complesso del sistema produttivo (valore che quindi risulterebbe anche più basso non considerando gli addetti delle nuove nate) La differenza è rilevante soprattutto nei servizi, dove a una dimensione media di 3,2 addetti fa riscontro una di 4,7 delle imprese più giovani, mentre vale il contrario nell'industria, dove le nuove hanno in media 6,1 addetti contro i 9,9 generali. Tutti i settori sembrano condividere lo stesso trend, che vede un aumento consistente nel numero medio di addetti fino a un picco nel 2008, cui segue una lieve flessione nel 2009. Nel complesso, nel 2009 il numero degli addetti delle imprese nate nel 2006 era pari a 467mila unità, il 65% degli addetti originari delle imprese nate nello stesso anno (496mila circa). L'industria è l'unico settore nel quale il totale delle imprese sopravvissute presenta, rispetto all'anno di fondazione, un aumento del numero di addetti: +5,2% contro il -5,8% della media generale, penalizzata a sua volta dal settore delle costruzioni, in cui le imprese sopravvissute hanno perso nel complesso il 17,7% degli addetti rispetto all'anno di nascita.

Dimensione media delle nuove imprese rispetto alle incumbent e differenza nel 2009



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Istat, 2011.

Le imprese "high growth"

Nello studio della dinamica delle imprese un ruolo importante spetta alle cosiddette *high growth*, aggettivo che secondo la definizione Ocse (adottata anche da Eurostat e Istat) caratterizza le imprese che grazie a un tasso di crescita considerevole forniscono un contributo importante alla creazione di lavoro. La qualifica di impresa *high growth* non ha a che fare necessariamente con l'età, né con la dimensione: una fase *high growth* può infatti caratterizzare anche un'impresa matura. Si tratta infatti di uno stato, solitamente temporaneo, in cui si trova l'impresa (con almeno dieci dipendenti) e che, tra le altre cose, le permette di aumentare il numero dei dipendenti (o del fatturato) almeno del 20% all'anno per tre anni. Nell'ambito di questo gruppo, le imprese che

hanno fino a cinque anni di età vengono definite “gazzelle”.⁴ L’attenzione verso questo tipo di imprese è andata crescendo negli ultimi trenta anni, da quando cioè una parte sempre crescente della letteratura, soprattutto anglosassone, ha individuato nelle piccole imprese il principale motore della crescita dell’occupazione, soprattutto negli Stati Uniti. D’altro canto, come è stato giustamente osservato⁵ è sbagliato pensare alle piccole come a un gruppo omogeneo di imprese dinamiche. La maggior parte delle imprese nasce piccola e rimane piccola, solo alcune crescono rapidamente fornendo un contributo rilevante all’occupazione.

Secondo l’Ocse, in alcuni paesi (tra cui Francia, Italia, Paesi Bassi e Grecia) una percentuale compresa tra il 50 e il 60% dell’incremento dell’occupazione nella seconda metà degli anni Novanta è da attribuire all’attività di queste imprese, mentre negli Stati Uniti esse hanno determinato circa il 70% della crescita dell’occupazione nella prima parte degli anni Novanta e quasi l’intero aumento dei posti di lavoro tra il 1994 e il 2006. Nonostante il loro contributo, esse rappresentano una frazione piuttosto modesta del totale delle imprese, e la loro crescita va avanti mediamente per un periodo limitato, di pochi anni, dopodiché, nella maggior parte dei casi si fermano. Lo status di impresa *high growth* è quindi temporaneo.⁶ Secondo l’Ocse ed Eurostat nei paesi europei e in quelli sviluppati in media la percentuale di imprese *high growth* oscilla tra il 3-6% e l’8-12% del totale delle imprese con più di dieci addetti, a seconda che si consideri la crescita dell’occupazione o del fatturato. Sono soprattutto le imprese del settore industriale a crescere di più in termini di fatturato, mentre la differenza è meno netta nel settore dei servizi. Il numero delle “gazzelle” risulta molto basso in tutti i paesi: esse rappresentano in media l’1-2% del totale delle imprese (a seconda che si consideri rispettivamente la crescita dell’occupazione o del fatturato) e meno di un quinto delle imprese *high growth*. Queste ultime sono presenti in tutti i settori, le più recenti ricerche empiriche non hanno infatti evidenziato un particolare legame tra settore (soprattutto high tech) e presenza di questo tipo di imprese; in molti paesi la loro presenza è evidente soprattutto nei servizi professionali.⁷ Nella maggior parte dei casi le *high growth* sono imprese esportatrici.

Un’indagine condotta dall’Ocse su un campione di imprese *high growth* permette di tracciare un identikit piuttosto accurato dell’imprenditore/fondatore di queste imprese: si tratta, nella maggior parte dei casi, di individui provenienti dalle classi di reddito medio-alte, con un grado di istruzione elevato e con un’esperienza imprenditoriale precedente. In molti casi si tratta di dipendenti che decidono di mettersi in proprio.

In Italia nel 2009 risultavano 5.073 imprese *high growth*, un valore in flessione rispetto a quello del 2008 (5.597), ovvero all’anno di massimo da quando la serie è disponibile (2005). La maggior parte di queste imprese (40%) opera nel comparto dei servizi (escluso il commercio) e nell’industria (27%), anche se il tasso di *high growth*, ossia il peso di queste imprese sulle totali con oltre 10 dipendenti attive per il triennio che termina con l’anno considerato, è tradizionalmente più alto nelle costruzioni (4%) che nell’industria, dove si ferma poco oltre il 2%. La percentuale di gazzelle (*high growth*

⁴ Alcuni autori hanno sottolineato il limite di tale definizione derivante dal non tener conto del settore di appartenenza. In Italia, in particolare, dove una percentuale elevata di imprese ha meno di 10 dipendenti, la definizione appare quanto mai restrittiva.

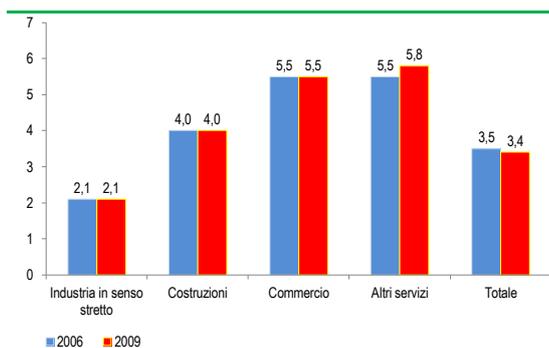
⁵ D. L. Birch “The contribution of small enterprise to growth and employment”, in H Giersch (a cura di), *New opportunities for entrepreneurship*, J C B Mohr, Tübingen, pp. 1-17, 1984.

⁶ In molti casi la crescita va avanti secondo periodi di strappi e rallentamenti che seguono il ciclo di vita del prodotto principale dell’impresa stessa.

⁷ La presenza di una elevata percentuale di imprese *high growth* nelle costruzioni e nei servizi di supporto all’immobiliare di alcuni paesi (soprattutto Spagna e Stati Uniti) è giustificata dal boom registrato dal settore immobiliare nella prima parte degli anni Duemila.

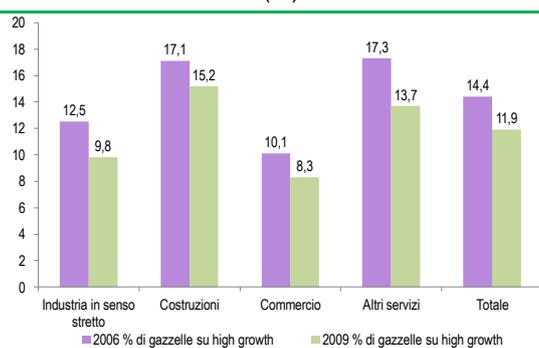
con meno di 5 anni) è risultata negli anni in continua flessione, arrivando a rappresentare l'11,9% nel 2009, dal 15,3% del 2006, segno che la maggiore crescita, tratto distintivo delle *high growth*, ha caratterizzato prevalentemente le imprese più mature.

Tasso di *high growth* sul totale delle imprese per settore in Italia (2009)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Peso delle "gazzelle" sulle *high growth* (%)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

A livello territoriale il tasso di imprese *high growth* in Italia è alto soprattutto nelle regioni del Sud e delle Isole, anche se il divario con le regioni del Centro-Nord si è decisamente ridotto all'indomani della recessione.

Come sottolineato dall'Istat, il contributo in termini di occupazione di queste imprese può essere calcolato solo a partire dal campione delle totale attive per l'intero triennio che termina nell'anno considerato. In Italia le imprese sempre attive tra il 2006 e il 2009 sono risultate 2,8 milioni, e nel corso del triennio che termina nel 2009 esse hanno aumentato l'occupazione dell'1,5%. Tale aumento è stato determinato di fatto solo dalle imprese *high growth*, che vi hanno contribuito per il 116%; il loro contributo, insieme a quello delle gazzelle (36%), ha infatti bilanciato la notevole perdita di posti di lavoro (-35,2%) nelle altre imprese. Il contributo positivo delle *high growth* è risultato rilevante soprattutto nei servizi di informazione e comunicazione, nelle attività professionali, scientifiche e tecniche e in quelle di noleggio. Nel settore manifatturiero l'apporto delle *high growth* alla crescita dell'occupazione, sebbene tra i più modesti, è risultato comunque positivo, non tanto tuttavia da bilanciare il calo registrato dalle altre imprese.

Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

Indice Itraxx Eu Financial



Fonte: Datastream

I premi al rischio nell'ultima settimana scendono a 275.

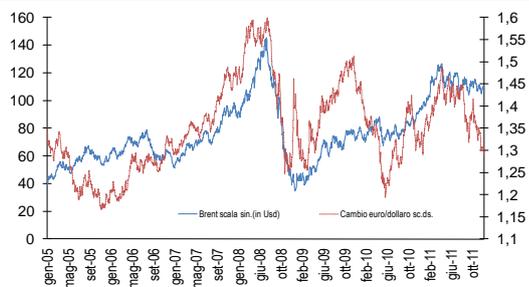
Indice Baltic Dry



Fonte: Datastream

L'indice dei noli marittimi, rimane sotto i 1.800.

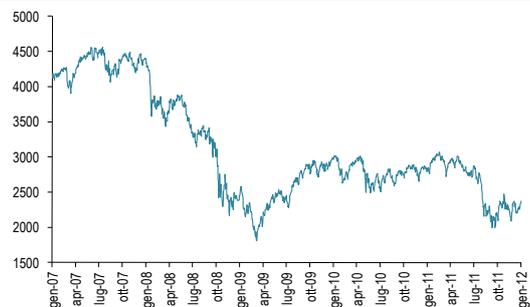
**Cambio euro/dollaro e quotazioni Brent
(Usd per barile)**



Fonte: Datastream

Il tasso di cambio €/€ a 1,29. Il petrolio qualità Brent quota 108\$ al barile, il Wti a 99\$ al barile.

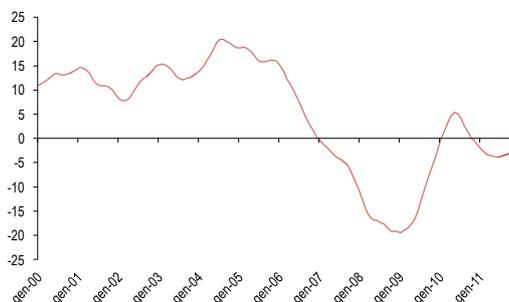
Borse europee: indice Eurostoxx 50



Fonte: Datastream

L'indice nell'ultima settimana sale da 2.290 a 2.370.

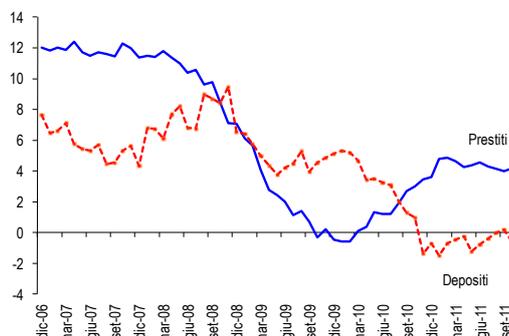
**Usa: indice dei prezzi delle abitazioni
Case-Shiller composite 10**
(var. % a/a)



Fonte: Datastream

A ottobre 2011, per il 13° mese consecutivo, le variazioni dei prezzi delle abitazioni Usa restano negative (-3% su base annua).

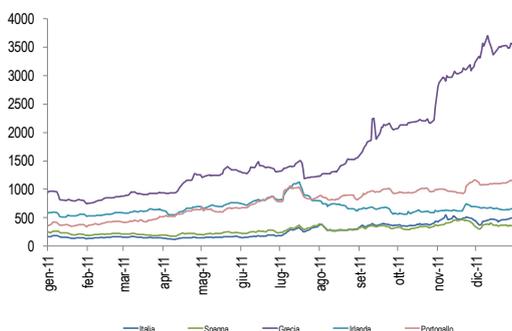
Italia: prestiti e depositi
(var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia

A ottobre 2011 il trend di crescita dei prestiti si conferma stabile intorno al 4% a/a mentre la variazione dei depositi torna negativa.

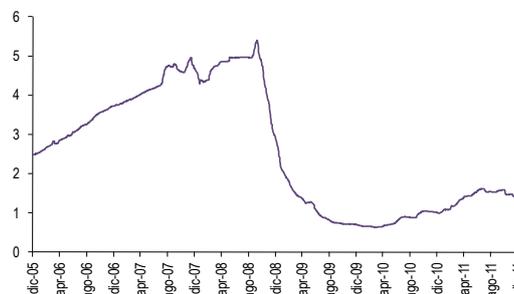
**Tassi dei benchmark decennali:
differenziale con la Germania**
(punti base)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Datastream

I differenziali con il Bund, sono pari a 3.538 pb per la Grecia, 1.143 pb per il Portogallo, 646 pb per l'Irlanda, 501 pb per l'Italia e 355 pb per la Spagna.

Tasso euribor a 3 mesi
(val.%)



Fonte: Banca d'Italia

Il tasso euribor torna sotto a 1,35%.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.