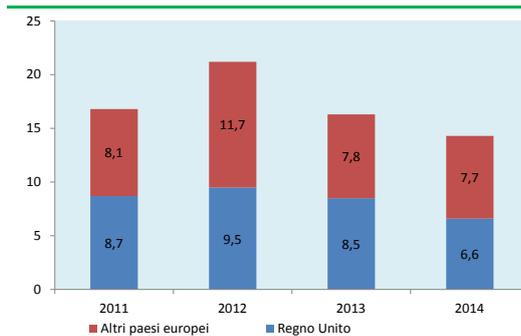


# focus

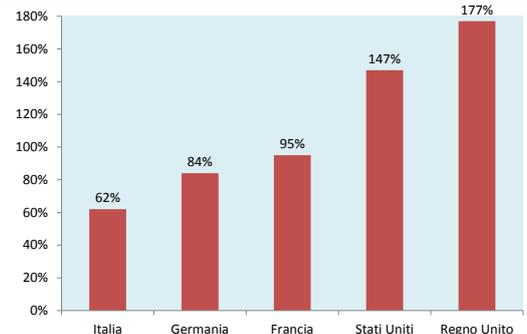
settimanale del Servizio Studi BNL

## Collocamenti privati in Europa (mld di Usd)



Fonte: Banca d'Italia, Citigroup

## Attività gestite dagli investitori istituzionali (in % del Pil: 2013)



Fonte: Banca d'Italia

Tra la fine del 2008 e la fine del 2014 nell'area euro lo **stock di prestiti alle imprese non finanziarie** si è ridotto di 553 mld di euro. La flessione è stata molto accentuata in Spagna, meno in Italia e Germania, mentre in Francia si è registrato un incremento. Tra le imprese l'impatto più evidente è stato per quelle di piccola e media dimensione, tradizionalmente più dipendenti dal credito bancario.

In Italia, per **favorire un più agevole accesso alle fonti di finanziamento**, le autorità hanno approntato una serie di interventi di natura tecnica, regolamentare e fiscale tra cui: a) il rafforzamento del Fondo di Garanzia per le PMI b) l'ampliamento delle fonti di finanziamento attraverso nuovi canali, in particolare collocamenti privati e minibond. Tra il 2012 e il 2014 i collocamenti privati avvenuti in Italia sono stati 207, per un valore complessivo di €3,9 mld. Per i minibond, dall'avvio del mercato nel 2012 ad aprile 2015 sono state effettuate circa 120 emissioni per un controvalore pari a 5,5 mld di euro. In Italia il mercato dei collocamenti privati e dei minibond risente del minor sviluppo dell'industria del risparmio gestito rispetto ad altri paesi nonché del limitato interesse degli investitori per strumenti di investimento non tradizionali.

# 16

6 maggio  
2015

## **PMI in Italia: non solo credito bancario**

**S. Ambrosetti ☎ 06-47028055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com**

Tra la fine del 2008 e la fine del 2014 nell'area euro lo stock di prestiti alle imprese non finanziarie si è ridotto di 553 mld di euro. La flessione è stata molto accentuata in Spagna (-410 mld), meno in Italia (-66 mld) e Germania (-57 mld), mentre in Francia si è registrato un incremento pari a 44 mld di euro. Tra le imprese l'impatto più evidente è stato per quelle di piccola e media dimensione, tradizionalmente più dipendenti dal credito bancario.

In Italia, per favorire un più agevole accesso alle fonti di finanziamento, le autorità hanno approntato una serie di interventi di natura tecnica, regolamentare e fiscale. Una prima linea di intervento ha riguardato l'operatività del Fondo di Garanzia per le piccole e medie imprese. Il Fondo è stato rafforzato aumentando la dotazione patrimoniale, estendendo la platea dei potenziali beneficiari e ampliando i criteri di accesso. Nei primi 10 mesi del 2014 il Fondo ha offerto garanzie per un ammontare pari a 6,5 mld di euro a supporto di un volume di prestiti pari a 10,2 mld di euro. Sempre a supporto del credito una delle priorità è costituita dal rilancio del mercato delle cartolarizzazioni il cui spessore si è ridotto durante la crisi passando da un controvalore pari a 594 mld di euro nel 2007 a 21 mld di euro nel 2014.

Una seconda linea di intervento ha riguardato l'ampliamento delle fonti di finanziamento attraverso nuovi canali. In questo filone si inseriscono i collocamenti privati. Si tratta di strumenti di finanziamento intermedi tra il prestito bancario e l'offerta pubblica di obbligazioni, rivolti a imprese che non posseggono i requisiti dimensionali o di trasparenza necessari per accedere al mercato pubblico. Secondo un recente studio tra il 2012 e il 2014 i collocamenti privati avvenuti in Italia sono stati 207, per un valore complessivo di €3,9 mld.

Tra i collocamenti privati rientrano parte delle emissioni di minibond. Dall'avvio del mercato nel 2012 ad aprile 2015 sono state effettuate circa 120 emissioni per un controvalore pari a 5,5 mld di euro. Dopo una prima fase in cui il mercato è stato caratterizzato da emissioni di minibond di taglio elevato, la crescente partecipazione di imprese di dimensione più contenuta ha determinato una riduzione nel tempo dell'importo unitario dei prestiti. Circa il 60% delle emissioni sono state caratterizzate da un controvalore inferiore ai 10 mln di euro.

In Italia il mercato dei collocamenti privati e dei minibond risente in particolar modo del minor sviluppo dell'industria del risparmio gestito rispetto ad altri paesi nonché del limitato interesse degli investitori per strumenti di investimento non tradizionali, basti pensare che i titoli non quotati risultano quasi del tutto assenti nei portafogli degli investitori istituzionali.

### **La flessione del credito alle PMI**

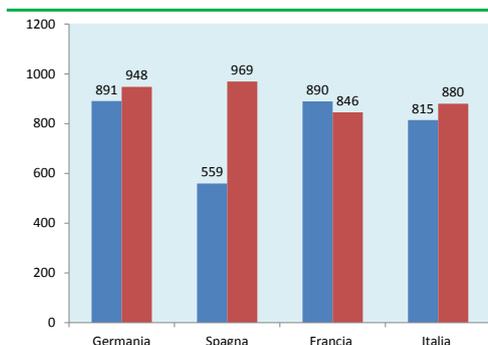
Negli anni della crisi finanziaria le banche europee hanno sperimentato una riduzione dell'attività creditizia. La persistenza della recessione e la crisi dei debiti sovrani hanno portato ad un progressivo deterioramento della qualità del credito, specie di quello concesso alle imprese non finanziarie, che ha avuto pesanti ricadute sulla rischiosità degli attivi bancari e sull'assorbimento di capitale derivante dall'inasprimento dei requisiti patrimoniali di vigilanza. Tra le imprese l'impatto più evidente è stato subito da quelle di piccola e media dimensione, tradizionalmente più dipendenti dal credito bancario per il finanziamento della propria attività.

Negli ultimi mesi il mercato del credito nell'eurozona presenta condizioni più distese. I dati più recenti evidenziano infatti nell'area euro un rallentamento nella flessione del credito alle imprese non finanziarie. Nel mese di febbraio si è registrata una moderata flessione (-0,7% a/a), riveniente tuttavia da dinamiche differenti tra i principali paesi dell'area. In Germania e Francia, i prestiti alle imprese crescono rispettivamente dell'1,9% e del 2,9% a fronte di una flessione in Italia (-3,1%) e Spagna (-6,5%).

Tra la fine del 2008 e la fine del 2014 nell'area euro lo stock di prestiti alle imprese non finanziarie si è ridotto di 553 mld di euro. La flessione è stata molto accentuata in Spagna (-410 mld), meno in Italia (-66 mld) e in Germania (-57 mld), mentre in Francia si è registrato un incremento pari a 44 mld di euro.

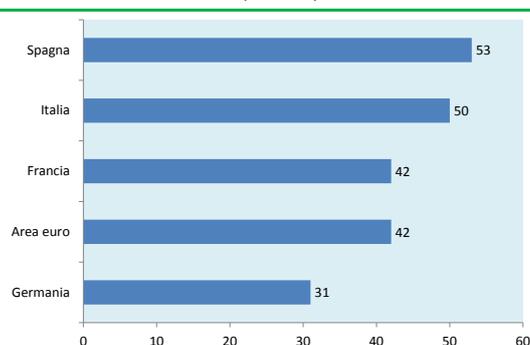
Nonostante la flessione delle nuove erogazioni il sistema italiano continua ad essere caratterizzato da una forte presenza del settore creditizio nel finanziamento alle imprese. A fine 2014 lo stock dei prestiti bancari alle imprese non finanziarie rispetto al Pil ammontava al 50% in Italia, al 31% per la Germania ed al 42% per la Francia e per l'area dell'euro. La capacità di accesso al credito si presenta tuttavia fortemente diversificata per dimensione aziendale. Le maggiori difficoltà nel reperire capitale vengono incontrate dalle PMI caratterizzate da una struttura finanziaria debole per effetto di una leva relativamente elevata, di una forte dipendenza dal credito bancario e da una bassa capacità di far ricorso al mercato. Nel caso delle imprese di dimensione piccola o media i debiti finanziari rappresentano il 54 per cento delle risorse finanziarie complessive a fronte del 45 per cento per le altre imprese. Tra i debiti finanziari, i prestiti bancari costituiscono i due terzi del totale, a fronte di un valore pari circa a un terzo del totale per le imprese di grandi dimensioni. Le PMI presentano inoltre un indebitamento sul mercato obbligazionario pressoché nullo a fronte di un valore prossimo al 14 per cento per le grandi imprese.

**Prestiti alle imprese non finanziarie**  
(mld di euro)



Fonte: Banca centrale europea

**Prestiti alle imprese non finanziarie in % del Pil**  
(val. %)



Fonte: Banca centrale europea e Eurostat

La principale limitazione nel ricorso a strumenti di finanziamento alternativi al credito bancario è costituita dalla ridotta dimensione aziendale. I dati dell'ultimo censimento evidenziano per le imprese italiane una dimensione media pari a 9,2 addetti nella manifattura e a 3,2 nei servizi privati non finanziari, valori inferiori a quelli che caratterizzano il mercato spagnolo (rispettivamente 10,3 e 4,2) e quello francese (13,9 e 4,9) e ancora più distanti dai valori registrati dalle imprese tedesche (35,2 e 10,1).

In Italia solo 25.000 imprese superano la soglia dimensionale dei 50 addetti che delimita le piccole imprese da quelle medio-grandi. Questo ristretto numero di imprese

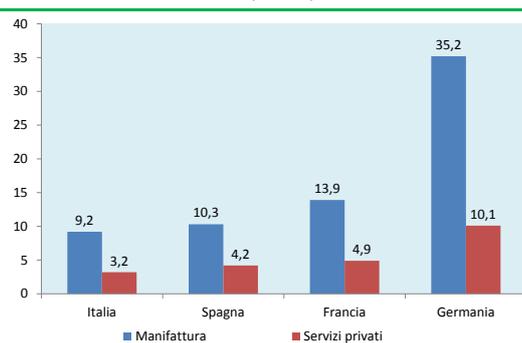
produce circa la metà del valore aggiunto impiegando 5 milioni di dipendenti, il 46 per cento del totale. Sotto la soglia dei 50 addetti operano invece 4,3 milioni, di piccole imprese che impiegano 6 milioni di dipendenti, e circa 5 milioni di autonomi (in prevalenza titolari delle aziende stesse).

Isolando il dato relativo alle grandi imprese manifatturiere, quelle con un numero di addetti superiore ai 250, è possibile osservare come in Italia esse ammontino a solo lo 0,3 per cento del totale, a fronte dello 0,7 in Francia e del 2 per cento in Germania. In queste imprese si concentra poco meno di un quarto degli occupati totali un valore di molto inferiore a quello registrato in Francia (44,6 per cento) e in Germania (53,1 per cento).

Nonostante il credito bancario continui e continuerà a rappresentare la fonte prevalente di finanziamento per le imprese italiane, queste ultime devono misurarsi con un mutato scenario del credito. Le banche devono far fronte a limiti più stringenti all'espansione dei bilanci bancari imposti dalle autorità di vigilanza a seguito della crisi finanziaria. Il gap di finanziamento non coperto dal canale bancario deve essere in una qualche misura colmato attraverso il ricorso a strumenti alternativi e/o a operatori finanziari diversi dalle banche.

### Italia: numero medio di addetti nelle imprese manifatturiere e di servizi

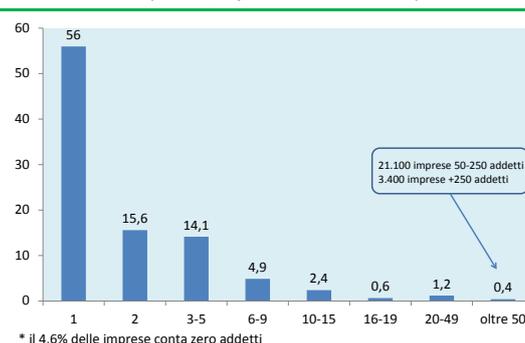
(2012)



Fonte: Banca d'Italia

### Italia: distribuzione delle imprese per numero di addetti

(2012; quota% del totale)



Fonte: Istat

Tradizionalmente in altre economie avanzate le società non finanziarie fanno ampio ricorso al mercato dei capitali. Negli Stati Uniti il 73 per cento delle passività finanziarie delle società industriali è costituito da mezzi patrimoniali, nel Regno Unito tale rapporto è pari al 65 per cento, in Francia al 61 per cento mentre in Italia e Germania il valore scende al 56 per cento. Le peculiarità del sistema imprenditoriale italiano rendono difficile ipotizzare un rapido processo di apertura delle imprese al mercato dei capitali. Dal momento che, nel breve periodo, il credito bancario continuerà ad essere la principale fonte di finanziamento le autorità si sono mosse lungo due principali linee direttrici: a) rafforzare i presidi a tutela del credito bancario attraverso interventi orientati a una logica di mercato e compatibili con i vincoli di bilancio pubblico; b) promuovere una maggior diversificazione delle fonti di finanziamento.

In relazione al primo punto sono state predisposte dalle autorità italiane una serie di misure volte al rafforzamento del Fondo di Garanzia delle PMI e al rilancio del mercato delle cartolarizzazioni; in riferimento alla seconda linea di azione sono stati introdotti nuovi strumenti, come i minibond, e operati interventi per promuovere i collocamenti privati.

## Il rafforzamento del Fondo di Garanzia, le cartolarizzazioni e l'ACE

Dall'avvio della recessione l'operatività del Fondo di Garanzia per le piccole e medie imprese (PMI) è stata rafforzata aumentando la dotazione patrimoniale, estendendo la platea dei potenziali beneficiari e ampliando i criteri di accesso. L'introduzione della garanzia di ultima istanza da parte dello Stato ha consentito alle banche di azzerare l'assorbimento di capitale sui prestiti coperti dal Fondo. Gli interventi del Fondo comportano inoltre un impegno solo contenuto a carico del bilancio pubblico grazie alla diversificazione e al meccanismo dell'effetto leva.

Il numero di operazioni effettuate con copertura del Fondo è rapidamente aumentato nel corso degli ultimi anni. Tra il 2009 e il 2012 sono stati garantiti prestiti per 31 miliardi di euro rivolti a 127.000 imprese, in prevalenza di piccole dimensioni. In termini di consistenza i finanziamenti garantiti rappresentavano alla fine del 2012 il 3,5 per cento dei prestiti a imprese con meno di 20 addetti appartenenti a settori nei quali opera il fondo. Nei primi 10 mesi del 2014 il fondo ha offerto garanzie per un ammontare pari a 6,5 mld di euro a supporto di un volume di prestiti pari a 10,2 mld di euro. Per oltre l'80% dei casi si è trattato di prestiti concessi a micro e piccole imprese. Un'analisi recente sulle attività del Fondo Centrale di Garanzia ha evidenziato che le imprese che ne hanno fatto ricorso ne hanno beneficiato avendo accesso a prestiti di ammontare più elevato piuttosto che a tassi di interesse più contenuti.

Un secondo importante obiettivo per alimentare nuovi flussi di capitale verso le imprese italiane riguarda il rilancio del mercato delle cartolarizzazioni. Gli ABS (Asset-Backed Securities) costituiscono un importante strumento atto a favorire opportunità di finanziamento per le imprese attraverso la separazione delle attività tipiche dell'intermediazione bancaria, come lo *screening* del debitore e l'*origination* del prestito, che continuano a essere svolte dalla banca, dal finanziamento vero e proprio, che viene invece trasferito al mercato. Di fatto la selezione e la scelta dei debitori vengono svolti dalla banca invece che dagli investitori come nel caso delle obbligazioni.

A seguito della crisi economica il mercato delle cartolarizzazioni ha perso gran parte della liquidità. In Italia le cartolarizzazioni nel 2014 sono scese a 21 mld di euro, un valore molto inferiore ai 594 mld del 2007. La crisi finanziaria ha generato dubbi e timori circa l'utilizzo di questo strumento a seguito dell'utilizzo estensivo, operato in passato, di strumenti caratterizzati da elementi di complessità e opacità. La Bce nell'ambito del Quantitative easing ha varato un programma di acquisti di ABS semplici e trasparenti volto a sostenere il finanziamento delle imprese medio-piccole. Lo sviluppo di un mercato delle cartolarizzazioni di prestiti alle Pmi non è, tuttavia, un compito agevole. L'eterogeneità delle caratteristiche di tali aziende e la durata spesso breve dei crediti rendono più complesso creare portafogli standardizzati di prestiti, e quindi il collocamento e la circolazione dei titoli tra gli investitori. Per meglio comprendere le difficoltà di sviluppo basti pensare che le cartolarizzazioni di prestiti alle Pmi rappresentano una quota esigua del mercato anche in paesi con una lunga tradizione nell'operatività in ABS come gli Stati Uniti.

Un'ulteriore misura di sostegno alle PMI ha riguardato il rafforzamento della disciplina relativa all'ACE (Aiuto alla crescita economica) introdotta con la legge di Stabilità del 2014. L'ACE prevede la possibilità per le imprese di dedurre dal reddito netto una percentuale degli utili reinvestiti o dei nuovi capitali investiti in azienda dai soci. Il decreto Salva Italia del 2011, con cui è stata introdotta, prevedeva un'aliquota del 3% per il primo triennio, mentre per i periodi successivi stabiliva che il rendimento

nozionale del nuovo capitale proprio si rivalutasse in base a un'aliquota determinata ogni anno da apposito decreto del Ministero dell'Economia. La legge di Stabilità nel 2014 ha fissato aliquote più vantaggiose per le imprese per il triennio 2014-2016 (4% per il periodo d'imposta fino al 31 dicembre 2014, 4,5% fino al 2015 e 4,75% fino al 2016). Per gli acconti 2014 e 2015 il calcolo deve, tuttavia, essere effettuato con le aliquote dell'anno precedente: 3% per il 2014 e 4% per il 2015.

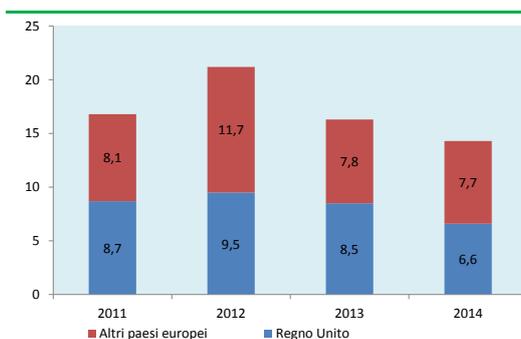
L'utilizzo di tali benefici è rimasto ancora piuttosto limitato. Una recente indagine condotta sulle PMI dal Ministero per lo Sviluppo Economico ha evidenziato che il 75% dei partecipanti alla rilevazione ha dichiarato di non conoscere le discipline relative all'aiuto alla crescita economica, mentre una maggiore notorietà si è riscontrata per il Fondo Centrale di Garanzia per le PMI, conosciuto dal 50% dei partecipanti alla rilevazione.

### Il mercato dei *private placement* e dei *minibond* in Italia

Il secondo canale di intervento a supporto delle PMI attiene lo sviluppo dei canali di finanziamento con capitale di debito alternativi al credito bancario.

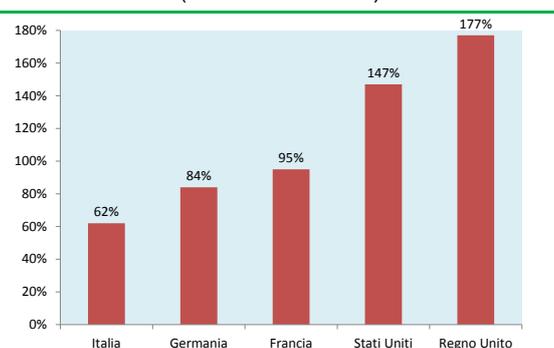
Il *private placement* o collocamento privato è uno strumento di finanziamento intermedio tra il prestito bancario e l'offerta pubblica di obbligazioni. Si rivolge prevalentemente alle imprese che non posseggono i requisiti dimensionali o di trasparenza necessari per accedere al mercato pubblico. Queste ultime attraverso i *private placement* possono infatti rivolgersi a un gruppo di investitori sufficientemente grandi e capitalizzati da poter finanziare il progetto e da valutare e gestire in modo appropriato il rischio ad esso associato. In genere gli investitori sono compagnie di assicurazione e fondi pensione, talvolta anche fondi sovrani, ma la platea degli investitori ricomprende anche altre tipologie di intermediari.

**Collocamenti privati in Europa**  
(mld di Usd)



Fonte: Banca d'Italia, Citigroup

**Attività gestite dagli investitori istituzionali**  
(in % del Pil: 2013)



Fonte: Banca d'Italia

Rispetto all'emissione di un titolo obbligazionario il collocamento privato presenta alcune peculiarità: a) minori costi di emissione; b) maggiore flessibilità contrattuale; c) importi e liquidità delle emissioni più contenute; d) un maggior flusso informativo tra investitori ed emittenti. Rispetto ad un tradizionale finanziamento bancario a fronte di costi di emissione più elevati consente un flusso di finanziamento più ampio.

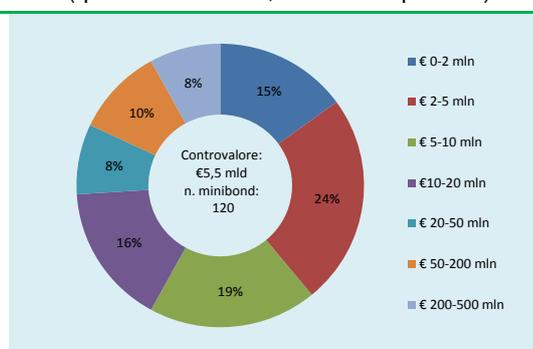
Il collocamento privato viene affidato ad un intermediario finanziario che opera come *arranger* cercando potenziali investitori e occupandosi dell'emissione. Il finanziamento può avvenire sia sotto forma di obbligazione che di prestito, sebbene la forma

dell'obbligazione sia più diffusa. Si tratta in genere di operazioni a medio e lungo termine, non garantite e a tasso di interesse fisso.

Uno dei presupposti per lo sviluppo di un mercato dei collocamenti privati è la presenza di un ampio mercato del risparmio gestito caratterizzato dalla presenza di grandi investitori istituzionali e da intermediari non bancari che offrono servizi di investimento alle imprese. Per questa ragione i primi mercati si sono sviluppati negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Alla fine del 2013 le attività gestite dagli investitori istituzionali italiani in rapporto al Pil ammontavano al 62% a fronte dell'84% in Germania, del 95% in Francia, del 147% negli Stati Uniti e del 177% nel Regno Unito. Nonostante una più ampia diffusione, anche in questi paesi la dimensione del mercato risulta contenuta rispetto ad altri segmenti. Negli Stati Uniti, ad esempio, i *private placement* ammontano solo al 4% delle emissioni obbligazionarie delle imprese e allo 0,3% del Pil.

### Il mercato italiano dei *minibond* per controvalore di emissione

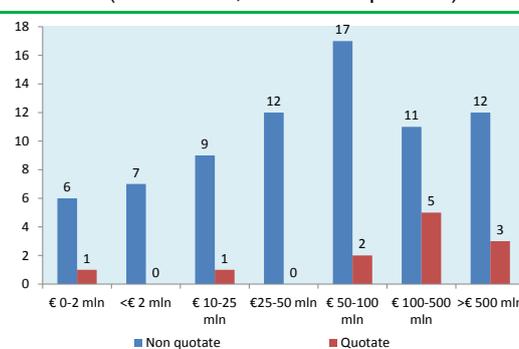
(quote % sul totale; nov 2012-apr 2015)



Fonte: Osservatorio minibond, Politecnico di Milano.

### Società emittenti di minibond per controvalore di emissione

(mln di euro; nov 2012-apr 2015)



Fonte: Osservatorio minibond, Politecnico di Milano.

In Europa questa forma di finanziamento si è sviluppata solo in tempi recenti, in concomitanza con la minor disponibilità di credito bancario durante la crisi finanziaria. La dimensione del mercato europeo risulta comunque ancora contenuta rispetto a quella statunitense. Si stima che nel 2014 le emissioni di *private placement* nei principali paesi dell'Europa continentale siano state complessivamente pari a 6,6 mld di dollari a fronte di circa 7,7 mld del Regno Unito e di 50 mld di dollari degli Stati Uniti. Occorre tuttavia sottolineare che in Europa il mercato dei collocamenti privati presenta una certa disomogeneità tra i diversi paesi in merito a caratteristiche dei titoli, dinamiche di mercato e normative. Questa evenienza rende anche più approssimativa la stima del mercato europeo per le difficoltà di aggregazione dei dati nazionali.

Secondo un recente studio tra il 2012 e il 2014 i collocamenti privati avvenuti in Italia sono stati 235. Sottraendo a questo numero i titoli con una durata all'emissione superiore all'anno (in modo da non considerare le cambiali finanziarie) e quelli di taglio inferiore ai 300.000 euro, per escludere i collocamenti molto piccoli, il numero di emissioni scende a 207, per un valore complessivo di 3,9 mld di euro. L'importo mediano ammonta circa 3,4 mln di euro e la durata mediana all'emissione pari a circa 3 anni. Nel 90% dei casi si tratta di titoli non quotati emessi tre volte su quattro da imprese di piccola e media dimensione. I collocamenti con prospetto informativo, non rientranti nel novero dei collocamenti privati, invece, hanno importi mediamente maggiori (5,8 milioni) e sono caratterizzati da una quota inferiore di titoli emessi da PMI (55%).

Un maggior sviluppo del mercato europeo dei collocamenti privati consentirebbe alle imprese di avere oltre ad un aumento della disponibilità di finanziamenti, anche una riduzione dei costi dello stesso. Vista la domanda ancora limitata di *private placement* da parte degli investitori istituzionali europei, molte imprese si sono rivolte al mercato statunitense, accettando costi più elevati. Secondo i dati Dealogic, tra il 2012 e il 2014 le imprese italiane hanno effettuato 36 collocamenti privati sui mercati esteri. Si tratta tuttavia di imprese in prevalenza di grandi dimensioni con un importo medio dei singoli collocamenti nell'ordine dei 50 mln di euro.

Tra i collocamenti privati rientrano anche i cosiddetti *minibond*, introdotti in Italia nel 2012. Dal momento che una parte dei *minibond* presenta il prospetto informativo, non tutti rientrano nella definizione di collocamento privato.

Secondo alcuni recenti dati<sup>1</sup> dall'avvio del mercato ad aprile 2015 sono state realizzate circa 120 emissioni, per un valore complessivo di circa 5,5 mld di euro. Dopo una prima fase in cui il mercato è stato caratterizzato da emissioni di minibond di taglio elevato, la crescente partecipazione di imprese di dimensione più contenuta ha determinato una riduzione nel tempo dell'importo unitario dei prestiti. Anche nel caso dei minibond di taglio più elevato le società emittenti sono risultate per lo più società non quotate. Circa il 60% delle emissioni sono state caratterizzate da un controvalore inferiore ai 10 mln di euro. Quasi tutti gli emittenti di minibond non avevano mai collocato titoli sul mercato in precedenza. Per rafforzare ulteriormente questo segmento di mercato i minibond e i portafogli di minibond sono stati ammessi alla garanzia del Fondo Centrale di Garanzia per le PMI.

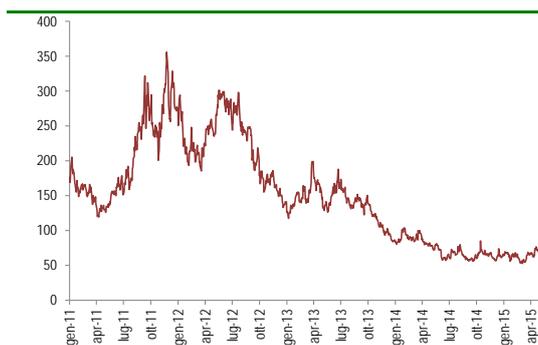
In Italia la domanda di collocamenti privati e minibond risente ancora del limitato sviluppo dell'industria del risparmio gestito rispetto ad altri paesi nonché del limitato interesse degli investitori per strumenti di investimento non tradizionali, basti pensare che i titoli non quotati risultano quasi del tutto assenti nei portafogli degli investitori istituzionali. Una parte degli investitori istituzionali italiani non è ancora attrezzata per valutare e gestire le problematiche associate a queste forme di investimento, caratterizzate da scarsa liquidità e rischi elevati. Un fattore che può favorire l'acquisizione delle competenze necessarie per operare in questo mercato è la crescita dimensionale degli intermediari non bancari, la cui dimensione rispetto al Pil risulta inferiore, oltre a quella dei paesi anglosassoni, anche a quella relativa alle principali economie europee.

---

<sup>1</sup> Osservatorio minibond – Politecnico di Milano. I dati si riferiscono a titoli di debito con scadenza fino a 36 mesi) emessi da società di capitali o cooperative (escludendo banche e assicurazioni) quotate o non quotate in Borsa, di importo massimo fino a €500 mln.

## Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

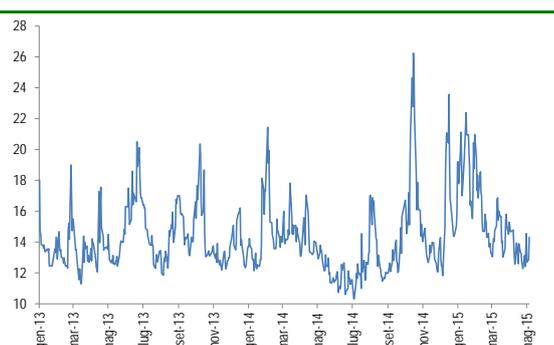
### Indice Itraxx Eu Financial



Fonte: Thomson Reuters

I premi al rischio rimangono su livelli storicamente bassi. L'indice si attesta a 70.

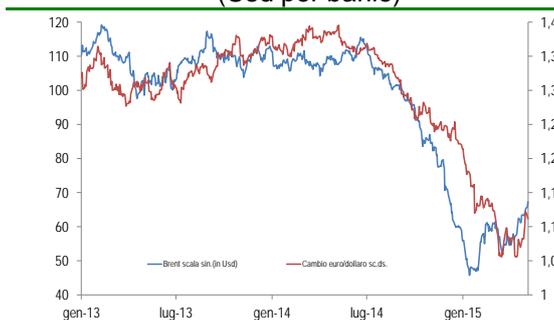
### Indice Vix



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Vix si stabilizza intorno a 14 nell'ultima settimana.

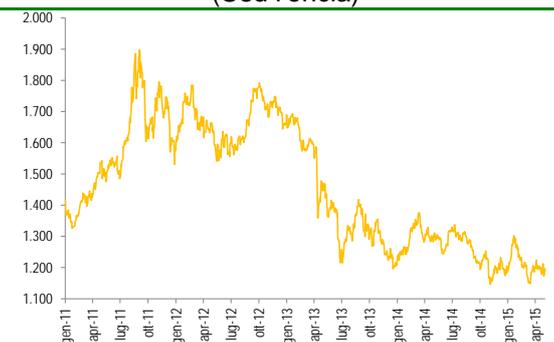
### Cambio euro/dollaro e quotazioni Brent (Usd per barile)



Fonte: Thomson Reuters

Il tasso di cambio €/€ si attesta a 1,11. Il prezzo del petrolio di qualità Brent quota \$67 al barile.

### Prezzo dell'oro (Usd l'oncia)



Fonte: Thomson Reuters

L'oro quota 1.196 dollari l'oncia.

**Borsa italiana: indice Ftse Mib**



Fonte: Thomson Reuters

Il Ftse Mib nell'ultima settimana scende sotto 23.000.

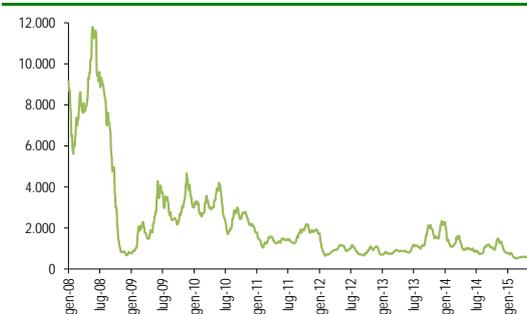
**Tassi dei benchmark decennali: differenziale con la Germania (punti base)**



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Thomson Reuters

I differenziali con il Bund sono pari a 165 pb per il Portogallo, 42 pb per l'Irlanda, 127 pb per la Spagna e 130 pb per l'Italia.

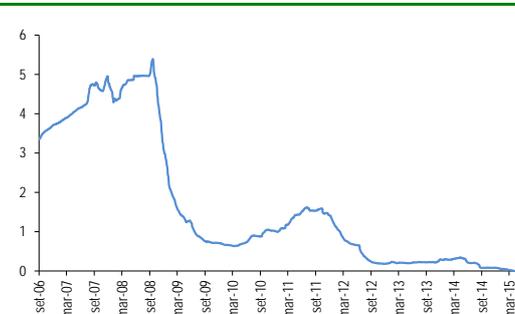
**Indice Baltic Dry**



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Baltic Dry torna alla soglia di 600.

**Euribor 3 mesi (val. %)**



Fonte: Thomson Reuters

L'euribor 3m si mantiene sotto quota zero.

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.

