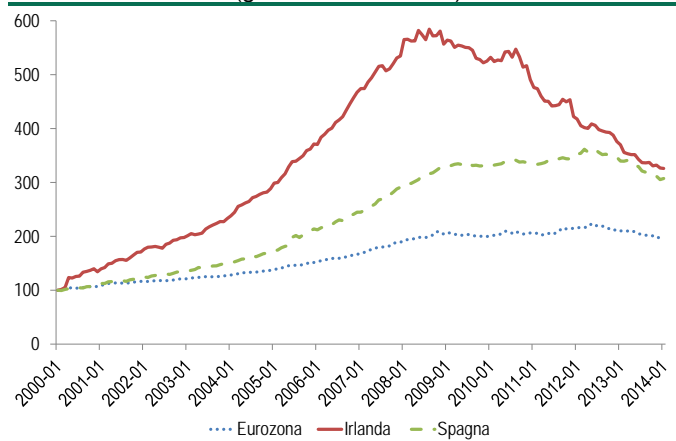


focus

settimanale del Servizio Studi BNL

Crescita degli attivi bancari
(gennaio 2000 = 100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi Bnl su dati Bce

Bad bank è espressione assai diffusa nella stampa economica ma molto rara nei documenti ufficiali. Diverso può essere il suo possibile “posizionamento” sotto il profilo societario. Il rilievo (minoritario o di pieno controllo) della presenza statale ha significative conseguenze per la finanza pubblica.

In **Spagna** una funzione di *bad bank* è svolta dalla SAREB, al cui capitale le istituzioni private contribuiscono per il 55%. Nel 2013 risultava avere in carico attività per circa €51 mld (20% immobili e 80% prestiti). In **Irlanda** dal 2010 è attiva NAMA, anche essa un’istituzione finanziaria privata pur con una rilevante presenza pubblica (49%). Dalla sua costituzione ha realizzato ricavi pari a €16,5 mld. Diversamente da istituzioni simili, l’attività di NAMA si estende fino al finanziamento di progetti immobiliari. Di dimensione più importante e per molti aspetti diverse le due *bad bank* operanti in **Germania**: EAA e FMS-WM. Devono provvedere alla liquidazione di attivi bancari che ammontano (in termini nominali) a oltre €350 mld.

09

13 marzo
2014

Bad bank: indicazioni da alcune esperienze europee

S. Carletti ☎ 06-47028440 – silvano.carletti@bnlmail.com

La costituzione di una *bad bank* è spesso indicata come procedura idonea per superare il rilevante deterioramento dell'attivo bancario determinatosi con la crisi finanziaria iniziata a metà 2007. Secondo questa tesi, le esperienze del passato dimostrano che istituzioni di questo tipo favorirebbero una più accelerata dismissione delle attività deteriorate e/o divenute *non-core*.

Bad bank è espressione assai diffusa nella stampa economica ma molto rara nei documenti ufficiali. Molto diverso può essere il suo possibile "posizionamento" sotto il profilo societario. Il rilievo (minoritario o di pieno controllo) della presenza statale ha significative conseguenze per la finanza pubblica.

In Spagna una funzione di *bad bank* è svolta dalla SAREB, un'istituzione al cui capitale il settore privato contribuisce per il 55%. Nel 2013 risultava avere in carico attività per circa €51 mld (20% immobili e 80% prestiti), acquisite con uno sconto del 53%, per oltre i due terzi concentrate in 4 regioni del Paese. La sua attività di cessione procede, seppure rallentata da due circostanze: a) la situazione di forte eccesso di offerta che permane nel mercato immobiliare; b) l'attività di alleggerimento/ricomposizione dell'attivo attuata da parte di numerose banche (anche di grande dimensione).

In Irlanda dal 2010 è attiva NAMA, anche essa un'istituzione finanziaria privata pur con una rilevante presenza pubblica (49%). Dalla sua costituzione alla fine del 2013 ha realizzato ricavi pari a €16,5 mld. NAMA non opera solo come *bad bank*: diversamente da istituzioni simili, la sua attività si estende fino al finanziamento di progetti immobiliari (quasi €1 mld a fine 2013), a volte per completare progetti rimasti incompiuti, ma anche per esigenze immobiliari non soddisfatte.

Di dimensioni più importante e per molti aspetti diverse le due *bad bank* tedesche: Erste Abwicklungsanstalt (EAA) e FMS Wertmanagement (FMS-WM). Gli attivi bancari loro affidati ammontano (in termini nominali) a oltre €350 mld. In entrambi i casi si tratta di istituzioni che rientrano nel perimetro della finanza pubblica. La loro costituzione ha di conseguenza contribuito in misura rilevante all'incremento del rapporto debito pubblico/Pil registrato dalla Germania nel biennio 2010-11.

Un'espressione con molte sfumature

La profondità della crisi finanziaria iniziata a metà 2007 ha determinato un rilevante deterioramento dell'attivo di molte banche. Questa situazione sta gradualmente rafforzando la tesi che vuole la costituzione di una *bad bank* come componente importante del processo di sostegno del circuito del credito. Secondo questa tesi, le esperienze del passato dimostrerebbero che tali istituzioni consentono di affrontare in modo più efficiente situazioni come l'attuale, favorendo una gestione differenziata delle attività in bilancio e in particolare accelerando la dismissione di quelle deteriorate e/o divenute *non-core*.

Bad bank, peraltro, è espressione assai diffusa nella stampa economica ma molto rara nei documenti ufficiali¹ dove è in genere sostituita da altre espressioni (non core/

¹ La tedesca Erste Abwicklungsanstalt (cfr. più avanti) nel suo sito ci tiene a precisare di non essere una *bad bank* ma piuttosto "un'istituzione specializzata nella soluzione di problemi associati con portafogli complessi".

legacy assets, wind down department, value bank, etc). Molto diverso può essere, inoltre, il suo possibile “posizionamento” sotto il profilo societario: divisione interna alla banca, struttura legalmente indipendente all’interno del perimetro del gruppo, struttura esterna. Quando la struttura è parzialmente o totalmente finanziata dallo Stato l’obiettivo da conseguire è quello di recuperare la stabilità finanziaria del sistema e di ripristinare il più rapidamente possibile un ordinato funzionamento del mercato del credito. Una presenza pubblica solo minoritaria consente di posizionare queste istituzioni nell’ambito del settore finanziario privato, evitando quindi riflessi su importanti indicatori della finanza pubblica.

Secondo uno studio di McKinsey² all’inizio del 2012 nei paesi avanzati operavano più di 15 *bad bank* costituite dal 2008 in poi; ad esse risultava affidato il compito di liquidare attività per oltre €1.200 mld. Da allora molte altre ne sono state costituite.

Il caso spagnolo

La Spagna sta progredendo nel riequilibrio della sua struttura finanziaria. A metà 2013, l’indebitamento delle famiglie rapportato al Pil risultava sceso sotto quota 80% mentre quello delle imprese era posizionato poco sopra al 129% (7,5 e 14 punti percentuali in meno dei rispettivi massimi toccati nel corso del 2010). Il ridimensionamento del settore immobiliare è componente fondamentale di questo processo di aggiustamento: nel 2013 i nuovi permessi di costruzione sono scesi ad appena 30mila a fronte degli oltre 600mila rilevati prima del 2008; il peso del settore delle costruzioni già ridottosi di un terzo (dal 12,2% del Pil nel 2007 al 7,7% nel 2012) è destinato a scendere ancora.

Un contributo fondamentale a questo processo di aggiustamento è venuto dal settore pubblico e dal sostegno europeo. La prima mossa risale a metà 2009 quando venne costituito il FROB (Fondo de Reestructuración Ordenado Bancaria), un’istituzione interamente pubblica, dipendente dal Ministero dell’Economia, con l’obiettivo di forzare i tempi del consolidamento del sistema bancario nazionale, decisamente fragile soprattutto sul versante delle casse di risparmio. Affiancato dalla messa a punto di nuovi e più impegnativi requisiti patrimoniali, il FROB ha offerto un consistente sostegno a questo processo (complessivamente circa €15 mld), sostegno concretizzatosi nella sottoscrizione di obbligazioni convertibili a 5 anni (il loro mancato rimborso apriva la strada ad una nazionalizzazione dell’istituto coinvolto). In breve tempo l’intero settore delle casse di risparmio è stato ridisegnato radicalmente (le *cajas* risultano quasi tutte convertite in banche e ridotte da 45 a 12 gruppi). Vicende come quelle di Bankia hanno però evidenziato anche la non sempre adeguata qualità di questo processo di ristrutturazione³.

Condizioni di eccezionale instabilità finanziaria a livello internazionale determinarono la necessità di un ampio e tempestivo sostegno europeo. Nel luglio 2012 il governo spagnolo e la Commissione Europea sottoscrissero un MoU (Memorandum of Understanding) che aprì la strada ad un intervento dell’ESM (European Stability Mechanism) per finanziarie la completa rimozione dall’attivo delle banche spagnole

² McKinsey, Good riddance. Excellence in managing wind-down portfolios, Working Papers on Risk, n.31, aprile 2012.

³ Bankia fu creata nel marzo 2011 dalla fusione di sette *cajas* spagnole, con la Caja Madrid pivot dell’operazione. Realizzata con il supporto del FROB (€4,5 mld circa), la fusione rappresentava la risposta alle difficoltà finanziarie delle entità coinvolte. Il nuovo gruppo, per dimensione il terzo operatore bancario spagnolo (attivo di circa €330 mld), fu quotato con successo in Borsa nel luglio 2011. Nel 2012 la crisi finanziaria mise in piena evidenza la fragilità dell’intera costruzione e rese necessario un intervento di salvataggio di rilevante dimensione (circa €20 mld).

delle poste non più esigibili. A fronte di questo sostegno la Spagna si è impegnata a realizzare profonde riforme nel sistema economico e finanziario.

L'ESM fu autorizzato ad intervenire fino ad un massimo di €100 mld. In realtà, alla fine del 2013, quando il programma di assistenza finanziaria è stato chiuso, l'esborso effettivo è risultato rilevante ma decisamente inferiore (€41,3 mld, quasi interamente utilizzati nei mesi immediatamente successivi alla firma del MoU). L'intervento si è realizzato attraverso l'erogazione al FROB di finanziamenti a lungo termine (15 anni circa), da restituire senza interessi con rate uguali negli anni finali del prestito⁴.

Nei mesi centrali del 2012 venne condotto dalle autorità un approfondito esame della condizione delle principali banche ed un esercizio di stress per valutare la loro capacità di resistere ad un grave deterioramento dello scenario economico-finanziario. Sulla base delle indicazioni raccolte gli istituti vennero divisi in quattro gruppi⁵: banche senza deficit patrimoniale (gruppo zero, comprende tutte le principali banche), istituti già nazionalizzati (gruppo 1), banche con gravi problemi patrimoniali e incapaci di farvi fronte (gruppo 2), istituti con carenze patrimoniali ma in grado di risolvere autonomamente il problema (gruppo 3, tra essi Banco Popular). Le banche inserite nei gruppi 1 e 2 rappresentano in termini di attivo poco più del 20% dell'intero sistema.

Il portafoglio della SAREB

(situazione a novembre 2013)

Totale attività (mln euro)	50.780
composizione:	
attività fondiarie	22%
di cui: immobili	13%
terreni	7%
prestiti	78%
distribuzione geografica:	
Madrid	24%
Catalogna	19%
Valenziana	17%
Andalusia	9%

Fonte: SAREB

Ad utilizzare effettivamente i fondi europei è stata la SAREB (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria), un'istituzione con una dotazione

⁴ Più in dettaglio. Il sostegno di €41,3 mld è stato erogato quasi interamente nel 2012 (€ 39,5 mld nel 2012, €1,9 nel 2013). La prima parte deve essere rimborsata entro il 2027 in 6 rate annuali di eguale importo (€6,6 mld) a partire dal 2022; la seconda entro novembre 2025 in 2 rate annuali di €1 mld dal 2024. (nb. importi arrotondati).

⁵ In un recente studio della Comunità Europea (Financial Assistance Programme for the Recapitalisation of Financial Institutions in Spain. Fourth Review, Occasional Papers n. 163, November 2013.) si sostiene che lo stress test condotto nel 2012 (dalla società di consulenza Oliver Wyman) sovrastimò la fragilità effettiva del sistema bancario spagnolo.

patrimoniale di €4,8 mld (€1,2 mld capitale + €3,6 mld di prestiti subordinati) versata per il 45% dal FROB e per il 55% da 27 soggetti privati⁶. Nell'ambito di questi ultimi, due dei maggiori gruppi bancari spagnoli (Santander e Caixa) detengono quasi il 30% del capitale totale. Viceversa, il BBVA risulta assente.

SAREB è stata costituita con l'obiettivo di gestire le attività trasferite dalle banche del gruppo 1 e 2. È una vera e propria *bad bank* con il mandato di ricollocare (possibilmente con profitto) le attività ricevute entro un massimo di 15 anni (novembre 2027).

Nel 2013 risultava avere in carico attività per circa €51 mld (20% immobili e 80% circa prestiti), acquisite con uno sconto del 53% rispetto al valore di carico nel bilancio della banca cedente. Il 70% dei prestiti di problematico recupero ha una garanzia; oltre i due terzi degli immobili e dei prestiti sono concentrati in 4 regioni (Madrid, Andalusia, Valenziana, Catalogna).

Per la cessione degli immobili risultano individuati tre possibili percorsi: "al dettaglio" (privati e famiglie); a investitori specializzati; a investitori istituzionali. Nel primo caso il contratto non è perfezionato da SAREB ma da un istituto che ha concordato la messa a disposizione di fondi per l'accensione di mutui (sono la maggior parte delle banche del gruppo zero). Negli altri due percorsi di vendita le cessioni hanno per oggetto interi portafogli.

SAREB ha ricevuto un sostegno europeo in due modi: con un apporto diretto di capitali (attraverso il FROB) e con lo status riconosciuto alle sue obbligazioni che le rende utilizzabili come collaterale nelle operazioni di rifinanziamento presso la Bce. I titoli emessi beneficiano della garanzia statale. Per ridurre l'esposizione al rischio finanziario SAREB ha completato una delle più importanti operazioni di *interest rate swap* dalla costituzione dell'euro, predeterminando così l'ammontare del periodico flusso delle cedole nei prossimi nove anni⁷.

SAREB sta procedendo nella sua attività di cessione: a novembre 2013 ha trasferito a Deutsche Bank due portafogli del valore di €323 mln mentre altre due cessioni per complessivi €280 mln erano state completate tra maggio e agosto. Due circostanze, rendono faticosi i progressi di questo processo: a) nel mercato immobiliare permane una situazione di forte eccesso di offerta (ancora invenduti 700mila-1 milione di immobili malgrado una flessione dei prezzi rispetto al 2007 del 37% in termini nominali e del 43% in termini reali); b) concorrenza esercitata dalla contemporanea attività di alleggerimento/ricomposizione dell'attivo attuata da parte di numerose banche (anche di grande dimensione).

L'esperienza irlandese

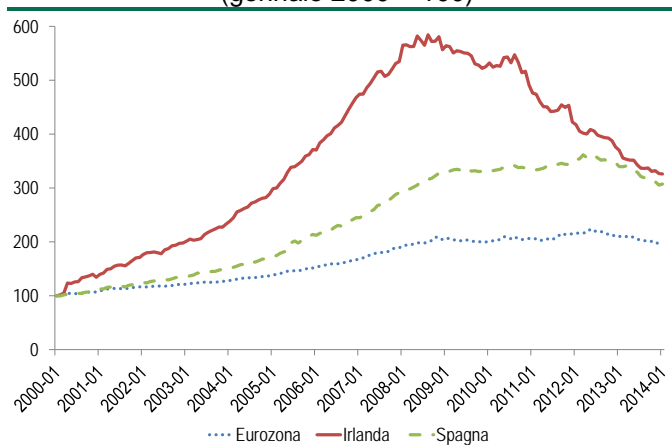
La genesi della crisi bancaria irlandese è in parte simile a quella della Spagna. Anche in Irlanda si è assistito al formarsi e allo scoppio di una bolla immobiliare ma questa si è combinata ad un'ipertrofia dell'intermediazione bancaria decisamente più importante di quanto rilevabile in Spagna. Pochi dati per dare contenuto a questa affermazione: in Irlanda nel 2005 (anno di picco dell'espansione immobiliare) è stato completato un numero di abitazioni pari (in termini pro-capite) a cinque e tre volte quelle realizzate, rispettivamente, nel Regno Unito e negli Stati Uniti; prima dello scoppio della crisi circa un quinto della forza lavoro irlandese risultava direttamente o indirettamente legata

⁶ Si tratta di 14 istituti di credito spagnoli, 2 banche estere, 10 compagnie di assicurazione, la principale compagnia elettrica spagnola.

⁷ Il rendimento dei titoli è composto dal tasso euribor 3 mesi + spread. Con il contratto *interest rate swap* si sostituisce un tasso fisso al tasso euribor 3 mesi.

all'attività del settore immobiliare; tra il 2000 e il 2009 il rapporto tra totale degli attivi bancari e il Pil a prezzi di mercato è salito in Irlanda da 3,5 a 8,1 volte, a fronte di una crescita da 2,5 a 3,3 volte nell'insieme dell'area euro. Entrambi i fenomeni, ovviamente, si trovano riflessi nella posizione finanziaria delle famiglie e delle società non finanziarie il cui indebitamento rispetto al Pil risultava a inizio 2010 pari, rispettivamente, al 118% e al 210%, valori all'incirca doppi rispetto alle corrispondenti medie dell'area euro.

Crescita degli attivi bancari
(gennaio 2000 = 100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi Bnl su dati Bce

Per evitare il tracollo del sistema bancario le autorità irlandesi furono costrette ad un ampio intervento di salvataggio per la cui realizzazione si è rivelato decisivo il sostegno finanziario ricevuto da Bce e Fmi (complessivamente quasi €70 mld). L'intervento di salvataggio ha comportato l'insorgere di un rilevante squilibrio nei conti pubblici (tra il 2007 e il 2013 il rapporto debito pubblico/Pil è passato dal 29% al 132%).

In questi mesi gli indicatori congiunturali segnalano concordemente l'inizio di un processo di risalita, seppure ancora non vigoroso: terzo anno consecutivo di crescita economica non negativa (nel 2013, +0,3% vs -0,4% per l'insieme dell'eurozona), malgrado una congiuntura internazionale non favorevole⁸; tasso di disoccupazione ancora a doppia cifra ma stabilmente in flessione (11,9% a febbraio 2014, oltre 3 punti percentuali in meno rispetto al massimo toccato a inizio 2012); vendite al dettaglio in crescita a/a di oltre il 7% (gennaio 2014); etc.

Anche gli squilibri strutturali sono in graduale riassorbimento: le quotazioni immobiliari sono (inizio 2014) di oltre un terzo inferiori rispetto ai massimi di inizio 2009; l'indebitamento bancario delle famiglie e delle imprese risulta (fine 2013) ridotto, rispettivamente del 20% e del 53% rispetto ai massimi toccati nell'ultimo quinquennio; il totale dell'attivo del sistema bancario è (gennaio 2014) inferiore del 44% rispetto al massimo toccato a metà 2008. Nel dicembre 2013 la Bank of Ireland (primo gruppo bancario del Paese) ha concluso un aumento di capitale, attirando anche nuovi

⁸ Il rapporto tra valore delle esportazioni di beni e servizi e Pil è intorno al 100%, un valore che posiziona l'Irlanda tra i paesi con la più elevata proiezione internazionale.

investitori; nel gennaio successivo il governo irlandese è tornato con successo a collocare titoli decennali⁹.

A fine 2013, come per la Spagna, anche per l'Irlanda è terminato il programma di assistenza finanziaria varato dalla Comunità Europea. Il processo di riaggiustamento economico-finanziario del Paese è però ben lontano dall'essere terminato (5 dei 6 gruppi bancari maggiori sono ancora sotto controllo pubblico e nel sesto lo stato ha una presenza significativa). Nel recupero di una normale funzionalità creditizia un ruolo importante è attribuito al NAMA (National Asset Management Agency), istituzione creata negli ultimi giorni del 2009. Finanziata con fondi europei, nel marzo successivo la NAMA ha cominciato ad operare acquisendo dagli istituti di credito nazionalizzati attività per un ammontare superiore a €71 mld (oltre 11mila prestiti garantiti da 16mila proprietà immobiliari, localizzati per due terzi in Irlanda e per il resto quasi interamente nel Regno Unito). I prestiti risultano in media acquisiti al 42% dell'importo nominale, uno sconto che riflette anche il deprezzamento delle garanzie.

NAMA monitora l'intero processo ma la gestione di questo portafoglio di attività è delegata a una struttura separata (Special Purpose Vehicle) la cui proprietà è per il 49% di NAMA e per il 51% di tre istituzioni finanziarie private (17% ciascuno)¹⁰.

In cambio delle attività acquisite NAMA trasferisce *senior bonds* agli istituti di credito. Dei circa €30 mld di titoli emessi nel 2010-11, a fine 2013 ne risultavano rimborsati €7,5 mld (€2,75 mld nel 2013). Nel 2013 è stato anche rimborsato €1 mld di titoli simili sottoscritti dalla Banca Centrale che quindi ne detiene ancora per €11,9 mld.

Le operazioni di rimborso sono finanziate con quanto ricavato dalle operazioni di cessione. Dalla sua costituzione alla fine del 2013 queste ammontano a €10,6 mld, importo cui si sommano redditi di altra natura (ad esempio, affitti) per un totale di incassi pari a €16,5 mld.

NAMA è sicuramente una *bad bank* che persegue l'obiettivo di liquidare immobili e attività finanziarie di istituti beneficiari di un salvataggio pubblico. Diversamente da istituzioni simili, però, la sua attività si estende fino al finanziamento di progetti immobiliari (quasi €1 mld a fine 2013), a volte per completare progetti rimasti incompiuti, a volte per risolvere esigenze immobiliari insoddisfatte (ad esempio, ha previsto nel prossimo triennio la costruzione di 4.500 nuovi appartamenti a Dublino).

Il caso tedesco

Di dimensione più importante e per molti aspetti diverse le due *bad bank* tedesche: Erste Abwicklungsanstalt (EAA) e FMS Wertmanagement (FMS-WM).

La prima, costituita nel dicembre 2009, ha l'obiettivo di procedere alla cessione della quota più importante delle attività di Westdeutsche Landesbank (WestLB). Nono gruppo tedesco per dimensione dell'attivo (€290 mld circa nel 2008), WestLB è stato diviso in tre parti. Tra il 2009 e il 2012 con due successive operazioni sono state trasferite a EAA attività per un ammontare nominale di €177 mld.

⁹ L'emissione di €3,75 mld ha suscitato una domanda di quasi 4 volte superiore; il rendimento è risultato pari al 3,543%. Pochi giorni dopo (18 gennaio 2014) Moody's, ultima tra le tre principali agenzie di rating, ha riattribuito all'Irlanda una valutazione *investment grade*.

¹⁰ Inizialmente si trattava di tre istituzioni irlandesi che avevano ricevuto un rilevante sostegno finanziario pubblico. Di esse è rimasta Bank of Ireland (unica tra le grandi banche non passata sotto controllo pubblico ma ancora con una rilevante presenza dello Stato, 15% del capitale e €1,8 mld di azioni privilegiate) affiancata dagli operatori finanziari stranieri che hanno acquisito il controllo di Irish Life and Permanent e di Allied Irish Banks.

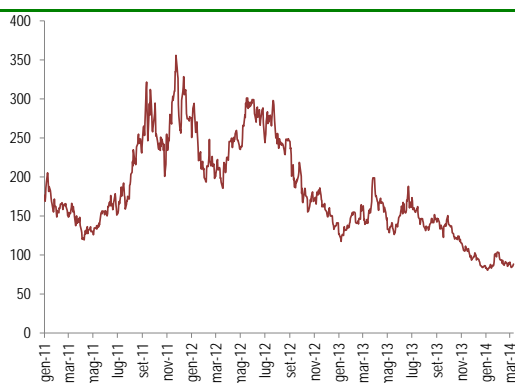
FMS-WM, invece, è stata costituita nel 2010 per cercare acquirenti per le attività di Hypo Real Estate Holding AG, un'istituzione nel 2008 con un bilancio superiore a €400 mld e focalizzata soprattutto sul finanziamento del settore immobiliare e delle infrastrutture. Come altri gruppi tedeschi, le cause del suo fallimento sono da ricercarsi oltre che nello sfavorevole evolvere della congiuntura anche nell'orientamento poco prudente della gestione finanziaria.

Le attività conferite a FMS-WM ammontavano inizialmente (in termini nominali) a €175 mld: oltre 6mila contratti derivati e 5000 finanziamenti concessi a più di 2500 diverse controparti residenti in 65 paesi, tra i quali in particolare Stati Uniti, Italia, Regno Unito, Germania e Spagna. Tra ottobre 2010 e dicembre 2012 (ultimo dato disponibile) il valore (nominale) del portafoglio è stato ridotto del 23%. Dei circa €137 mld di attività rimaste, il 31% è costituito da prestiti, il resto da titoli. Nell'ambito di questi ultimi, quelli cosiddetti strutturati sono molto rilevanti (quasi 40% dei titoli e quindi oltre un quarto della attività da liquidare), in gran parte illiquidi e con scadenze particolarmente lunghe. Quasi metà dell'intero portafoglio è riferibile al settore pubblico.

EAA è una struttura pubblica. Lo stato della Nordrhein-Westfalen (Renania Settentrionale-Vestfalia, il più popoloso della Germania) ne è il principale azionista così come lo era stato di WestLB. FMS-WM, da parte sua, è totalmente controllata dal SoFFin, un'istituzione pubblica creata nel 2008 con l'obiettivo di sostenere in vario modo le istituzioni finanziarie tedesche (ricapitalizzazioni per quasi €30 mld e garanzie su emissioni di obbligazioni per oltre €60 mld). In entrambi i casi si tratta quindi di istituzioni che rientrano nel perimetro della finanza pubblica. La loro costituzione ha di conseguenza contribuito in misura rilevante all'incremento del rapporto debito pubblico/Pil registrato dalla Germania nel biennio 2010-11(+16 punti percentuali rispetto al 2008).

Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

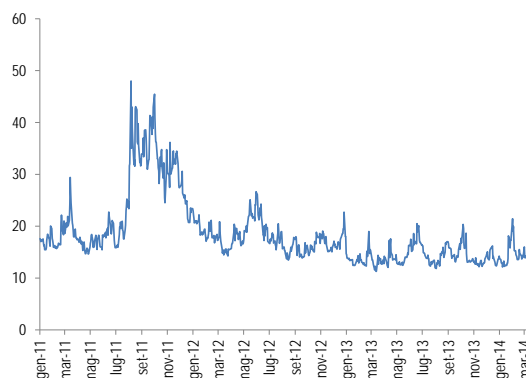
Indice Itraxx Eu Financial



Fonte: Thomson Reuters

I premi al rischio restano stabili a quota 88.

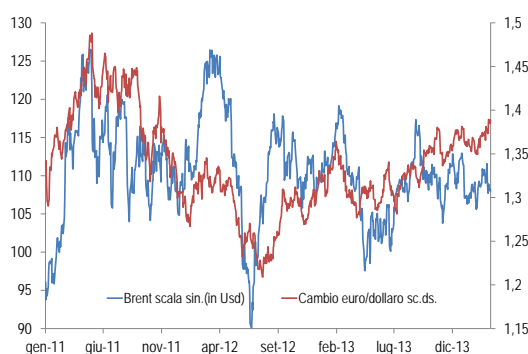
Indice Vix



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Vix nell'ultima settimana passa da 14 a 15 pb.

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



Fonte: Thomson Reuters

Il tasso di cambio €/€ a 1,39. Il petrolio di qualità Brent quota \$108 al barile.

Prezzo dell'oro
(Usd l'oncia)



Fonte: Thomson Reuters

Il prezzo dell'oro raggiunge i 1.300 dollari l'oncia.

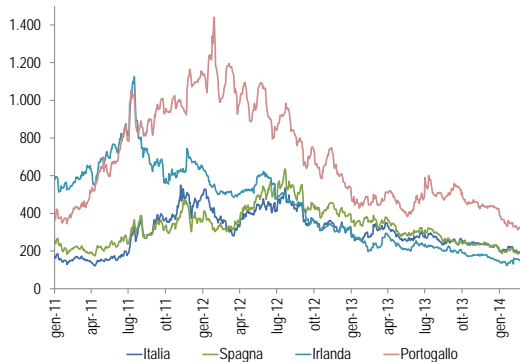
Borsa italiana: indice Ftse Mib



Fonte: Thomson Reuters

Il Ftse Mib sale oltre quota 20.700.

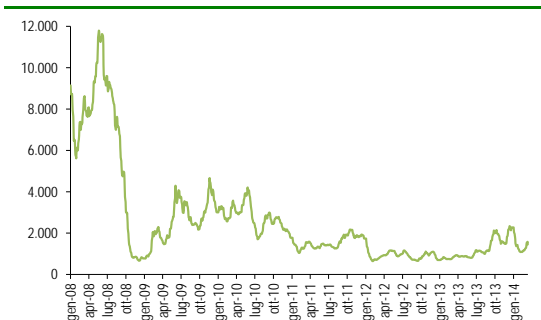
**Tassi dei benchmark decennali:
differenziale con la Germania
(punti base)**



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Thomson Reuters

I differenziali con il Bund sono pari a 292 pb per il Portogallo, 142 pb per l'Irlanda, 175 pb per la Spagna e 182 pb per l'Italia.

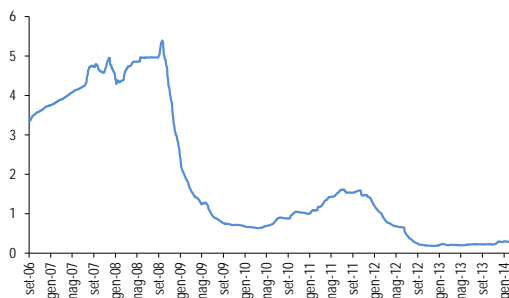
Indice Baltic Dry



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Baltic Dry nell'ultima settimana sale oltre i 1.400 pb.

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



Fonte: Thomson Reuters

L'euribor 3m resta stabile a 0,30%.

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.

