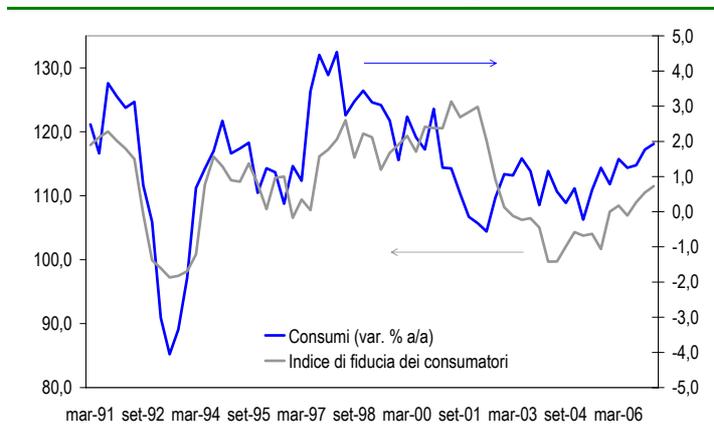


Italia, la fiducia dei consumatori e la spesa per consumi delle famiglie



Fonte: elaborazioni su dati Istat e ISAE

Editoriale - La **moneta** cresce più velocemente del prodotto, ma senza creare inflazione al consumo. E' quanto accade nel mondo e, in particolare, nell'area dell'euro. Tra il 1997 e il 2006 il PIL mondiale è aumentato del 60% mentre le riserve ufficiali delle banche centrali, sotto la spinta dei surplus valutari asiatici, sono cresciute del 200%. Nell'area dell'euro tra il 1998 e il 2006 l'accumulo di moneta in eccesso rispetto alla crescita obiettivo del 4,5% all'anno è stimabile in circa 750 miliardi di euro. In Europa, come nel resto del mondo, l'abbondante liquidità non è detenuta da famiglie e imprese bensì dagli operatori finanziari e questo impedisce rimbalzi significativi sull'inflazione al consumo. Rimane, tuttavia, aperto il tema della tendenziale crescita dei prezzi delle attività finanziarie e di quelle reali, la cosiddetta "asset inflation".

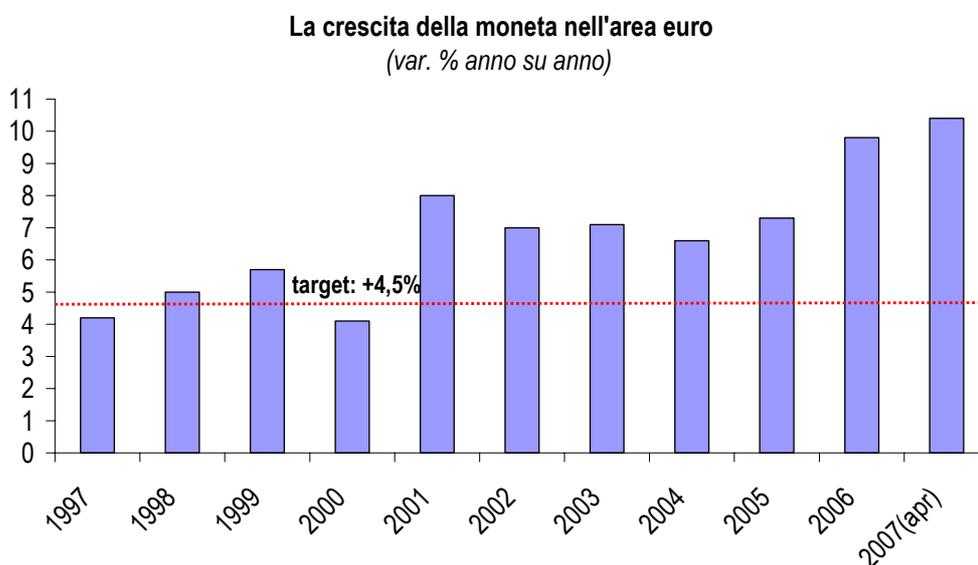
Pag. 4 - Il **manifatturiero** si trasforma in Italia e nel mondo. Nel nostro paese il peso del settore in termini di valore aggiunto totale dell'economia è sceso dal 30% del 1970 al 20,5% del 2006. L'Italia si è allineata alla media europea della UE-27 (20,3%). Il manifatturiero italiano perde peso, ma recupera produttività: è quanto emerge dai dati del 2006 dell'ISTAT e dall'indagine campionaria della Banca d'Italia che sottolinea gli effetti favorevoli dell'innalzamento della qualità del capitale umano e del ringiovanimento del ceto imprenditoriale. Il tema dei guadagni di produttività è una chiave di lettura importante per aggiornare lo scenario del manifatturiero anche nella cornice dei paesi emergenti. Anche in Cina il basso costo del lavoro perde importanza come fattore di competitività e la ricerca di una maggiore produttività conduce alla ristrutturazione di impianti inefficienti.

23

2007

15 giugno 2007

Editoriale: troppa moneta?



Fonte: Banca centrale europea

C'è sempre più moneta nel mondo. Gli aggregati monetari si espandono più velocemente della crescita nominale del PIL, ma senza che ciò generi inflazione. Accade soprattutto nell'area dell'euro. La tanta liquidità odierna non sembra presagio di aumenti futuri dei prezzi al consumo. Qualcosa sta cambiando nella distribuzione della moneta così da ridurre i rischi di rimbalzi inflazionistici nel medio periodo.

Proviamo a mettere qualche numero in fila. Partiamo dal mondo. Tra il 1997 e il 2006, dati dell'ultimo Outlook del Fondo monetario internazionale, il PIL mondiale è cresciuto del 60%, passando da 30 a 48 trilioni di dollari. Non esiste una corrispondente statistica ufficiale della moneta mondiale. Esistono, però, i dati sull'incremento di quello che è il cuore di ogni aggregato monetario e cioè le riserve ufficiali detenute dalle banche centrali. Tra il 1997 e il 2006 la consistenza delle riserve ufficiali è cresciuta a livello mondo del 200%, passando da 1,7 a 5 trilioni di dollari. Dietro questa "escalation" c'è soprattutto l'accumulo di valuta pregiata da parte delle economie emergenti non esportatrici di energia come la Cina e la Corea le cui riserve sono quadruplicate dagli 830 miliardi di dollari del 1997 ai 3.300 miliardi del 2006. Il boom delle riserve in Asia non ha però causato in una proporzionale crescita della moneta in quella area del mondo. Attraverso operazioni di sterilizzazione e una politica monetaria restrittiva, le autorità di Pechino impediscono che le maggiori riserve del paese si traducano in un trasferimento troppo brusco e consistente di liquidità nelle mani delle famiglie con rischi di pressioni eccessive dal lato dei consumi e dell'inflazione.

Diversa è la situazione in Giappone, dopo c'è pure tanta moneta con tassi di interesse che rasentano lo zero, ma sono i consumatori giapponesi a non voler accrescere le proprie spese. Il bocchettone nipponico della liquidità mondiale alimenta invece gli arbitraggi finanziari – i cosiddetti "carry trades" – delle banche e dei fondi speculativi internazionali. Ma le operazioni di arbitraggio, per quanto ingenti ed estese, si rivolgono all'investimento in attività finanziarie a breve termine su cui lucrare un differenziale di interesse e non all'acquisto di beni di consumo. Aumenta la moneta, ma non l'inflazione.

Veniamo in Europa. Nel dicembre del 1998, alla vigilia della nascita dell'euro, la consistenza della moneta circolante nella nascente Eurolandia ammontava a 4.400 miliardi di euro e aumentava al ritmo del 4,8% annuo. L'inflazione al consumo era compresa tra l'1 e il 2%, mentre il PIL nominale cresceva di poco meno del 4% all'anno. Alla fine del 1998 la Banca centrale europea fissò nel 4,5% l'obiettivo annuo di crescita della massa monetaria europea. Tra il 1998 ed oggi il target non è stato mai cambiato. Se l'obiettivo del 4,5% fosse stato rispettato anno dopo anno, alla fine del 2006 la consistenza della massa monetaria europea avrebbe dovuto aggirarsi intorno ai 6.300 miliardi di euro. Nel dicembre 2006 l'ammontare effettivo della moneta "M3" censita dalla BCE è risultato molto più alto e pari a circa 7.700 miliardi di euro. Nel gergo, l'aggregato M3 identifica la somma di circolante, depositi e titoli emessi da banche e istituzioni finanziarie con scadenza non superiore a due anni. Anche tenendo conto che, rispetto al 1998, Grecia e Slovenia si sono aggiunte agli 11 membri originari del club dell'euro, l'eccedenza di moneta accumulata nel corso di otto anni ammonta a circa il 17% dello stock iniziale. Sono 750 miliardi di euro in più. La tanta moneta non ha creato, però, inflazione. Nel 2006, ad esempio, la massa monetaria nell'area euro è cresciuta del 9,2%, il PIL nominale del 4,5% e l'inflazione al consumo solo del 2,2%. Rispetto alla fotografia del 1998, abbiamo più o meno gli stessi risultati in termini di crescita e di inflazione ma con una espansione monetaria doppia. Perché non è cresciuta l'inflazione? Perché la tanta moneta in più è andata nelle mani di operatori finanziari e non di famiglie e imprese. A questa conclusione giunge un interessante studio recentemente pubblicato da tre economisti della Banca d'Italia e intitolato "The sectoral distribution of money supply in the euro area". Le famiglie europee, che pure detengono circa la metà della consistenza della moneta "M3", hanno contribuito per solo un quinto all'accumulo di liquidità in eccesso verificatosi tra il 2001 e il 2006.

In Europa e altrove la moneta in mano a famiglie e imprese aumenta a ritmi sostanzialmente coerenti con il controllo dell'inflazione al consumo. Ciò che cresce oltre misura è la liquidità agibile per operazioni di tipo finanziario e investimenti speculativi. La correzione in senso restrittivo delle politiche monetarie da parte della Fed e della BCE contribuisce a moderare gli eccessi dell'"asset inflation" ovvero gli eccessivi aumenti di prezzo di attività finanziarie, immobili e materie prime. Alcuni risultati in questa direzione sono già visibili, ad esempio, nel rallentamento dei prezzi delle abitazioni negli USA e anche in Europa e nei segni di risalita dei tassi a lungo termine. In assenza di tangibili rischi dal lato dell'inflazione al consumo, le strette monetarie non andranno avanti troppo a lungo. La globalizzazione delle produzioni e il miglior controllo delle finanze pubbliche che c'è oggi rispetto al passato aiutano il lavoro dei banchieri centrali. Ma drenare un palmo della liquidità in eccesso serve a vedere meglio il fondo su cui avanza la crescita dell'economia. Per evitare inciampi inattesi e conservare la capacità del mercato di prezzare correttamente i rischi e fungere da bussola per i futuri investimenti produttivi.

Giovanni Ajassa

Il manifatturiero perde peso, ma guadagna produttività

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

Il settore manifatturiero in Europa impiega circa 34 milioni di occupati generando un valore aggiunto pari a oltre 1.500 miliardi di euro. Germania, Francia, Italia e Regno Unito risultano i principali paesi per contributo in termini di occupati e valore aggiunto.

In Italia dal 1970 al 2006 il comparto ha subito un forte ridimensionamento: il peso in termini di valore aggiunto sul totale è passato dal 30% al 20,5%. Nello stesso periodo il numero degli occupati è sceso di oltre 500 mila unità (-24%). La compressione del peso del settore lo ha riportato in linea con i valori medi europei. Nella Ue-27 il peso dell'industria (esclusa l'energia) dal 1995 al 2006 è passato dal 23,7% al 20,3%.

Il manifatturiero italiano mostra vivaci segnali di ripresa. Negli ultimi anni la riduzione del numero delle imprese si è accompagnata a una crescita della produttività del lavoro, a un ricambio generazionale degli imprenditori e a un aumento della specializzazione degli occupati. Molte imprese hanno intrapreso significative modifiche delle loro strategie di prodotto che hanno permesso una tenuta sui mercati esteri.

La perdita di peso in termini di occupati del settore manifatturiero è un fenomeno comune (sia pure con diverse intensità) a tutti i paesi sviluppati. Alcune indagini recenti indicano come la causa principale non sia dovuta alla delocalizzazione, quanto piuttosto a un aumento della produttività globale. In alcuni paesi emergenti (Cina) il settore ha infatti perso occupati grazie anche alla chiusura di impianti inefficienti.

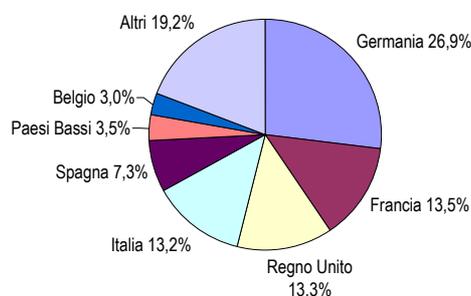
Una fotografia del manifatturiero in Europa

Secondo le ultime rilevazioni Eurostat (2006), in Europa circa un quinto della produzione complessiva è realizzata dal settore manifatturiero, che impiega 34 milioni di occupati generando un fatturato di quasi 6.000 miliardi di euro e un valore aggiunto (dati al 2003) di poco più di 1.500 miliardi di euro. Tra i diversi comparti, il principale contributo in termini di valore aggiunto è dato dal settore alimentare, bevande e tabacco (12,6%), seguito da metalli e prodotti in metallo; settori che occupano posizioni invertite in termini di contributo all'occupazione. Le imprese manifatturiere della Ue-25 sono circa 2,2 milioni, per la maggior parte di dimensioni micro, piccole e medie (99%), cui corrisponde un contributo all'occupazione e al valore aggiunto meno che proporzionale al loro peso numerico (rispettivamente 59 e 45%).

In termini di contributo al valore aggiunto complessivo, la Germania occupa il primo posto, con un valore quasi doppio rispetto a quello di ognuno dei tre paesi successivi (Francia, Regno Unito e Italia). Il manifatturiero tedesco presenta anche una produttività elevata (valore aggiunto per addetto), superiore al valore medio Ue-25.

Principali paesi europei per contributo al settore manifatturiero

(% di valore aggiunto)



Fonte: Eurostat

Le particolarità del settore manifatturiero in Italia

La composizione del settore manifatturiero italiano presenta alcune sostanziali diversità rispetto alla struttura prevalente nei principali paesi europei, in primo luogo la minore dimensione d'impresa. Nel nostro paese le imprese micro e piccole (fino a 50 addetti) impiegano circa la metà degli occupati nel manifatturiero, contro il 30% di Francia e Regno Unito e il 20% della Germania. Per contro, gli occupati nelle grandi imprese (oltre 250 addetti) non superano il 26% della forza lavoro manifatturiera italiana (e di questi solo il 16% in imprese con oltre 500 addetti) contro il 55% in Germania, e il 48 e 45% rispettivamente di Francia e Regno Unito. La minore dimensione d'impresa viene spesso indicata come la principale causa della minore produttività del lavoro (in Italia pari a 42.300 euro per addetto contro i 56.500 della Germania e i 52.300 euro della Francia). Alcuni studi,¹ attraverso simulazioni econometriche, giungono a quantificare in circa il 21% l'aumento di produttività del lavoro che si avrebbe nel manifatturiero italiano qualora la composizione dell'industria e la dimensione media delle imprese fossero simili a quella tedesca, francese o del Regno Unito.

Oltre che alla dimensione, la peculiarità del manifatturiero italiano è relativa allo sbilanciamento verso settori tradizionali. Sebbene l'Italia risulti in buona posizione in alcuni settori a elevata tecnologia (ad esempio aerospazio, nautica, industria automobilistica e materiale medico), il nucleo più consistente della produzione è rappresentato da settori ad elevata intensità di lavoro. Al valore aggiunto del manifatturiero italiano contribuiscono per oltre il 40% settori dal contenuto tecnologico medio o medio basso, in cui spiccano l'alimentare e il tessile e abbigliamento. Nella Ue-25 il contributo di tali settori non supera il 32% (22% in Germania e 31% circa in Francia). Al contrario, mentre in Italia una quota pari a circa il 33% è coperta da settori ad "elevate economie di scala" (primi fra tutti carta, stampa ed editoria, chimica e gomma e materie plastiche) tali settori pesano in media per il 40,5% nella Ue-25. Il contributo dei settori a "offerta specializzata" risulta in linea con l'Europa (17,2%), ma nel nostro paese proviene quasi interamente dal settore delle macchine e apparecchi meccanici (12,3% primo settore nel manifatturiero). Il peso dei settori a "elevata intensità di ricerca e sviluppo", infine, risulta inferiore alla media Ue.

¹ Si veda, ad esempio Carabelli, A., G. Hirsch e R. Rabellotti, "Italian SMEs and industrial districts on the move: where they are going?", Progetto MIUR PRIN, *working paper*, n. 3, 2006.

L'evoluzione negli anni

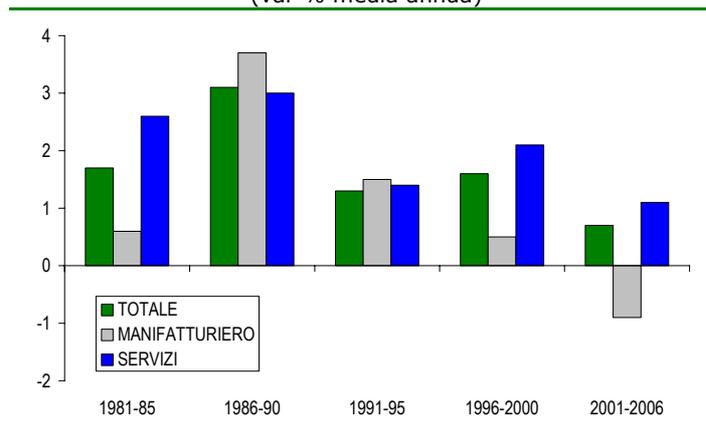
Negli ultimi decenni in Italia l'industria in senso stretto² ha conosciuto un consistente ridimensionamento: secondo i dati Istat, dal 1970 al 2006 il peso in termini di valore aggiunto sul totale è passato dal 30% al 20,5%. Nello stesso periodo il comparto ha perso oltre 500 mila occupati (-24%), registrando una contestuale diminuzione del peso sul totale economia passato dal 28,5% al 20,9%.

In particolare, i dati di confronto tra gli ultimi due censimenti dell'industria e dei servizi mostrano una contrazione dell'occupazione soprattutto nei settori tradizionali: il tessile e abbigliamento (-26%), pelli e calzature (-15%) e alimentare (-6%).

Alla diminuzione del peso sul totale economia ha corrisposto una performance non soddisfacente: negli ultimi 25 anni, la crescita del valore aggiunto realizzato dal manifatturiero è stata superiore a quella complessiva solo nel decennio 1986-95 (e in particolare nei primi 5 anni). In seguito, è risultata ampiamente inferiore, fino a risultare negativa nel periodo 2001-2006 (-0,9%).

La scomposizione del contributo dei fattori produttivi alla performance del comparto mostra un apporto leggermente positivo del capitale e pressoché nullo del lavoro, mentre la produttività totale dei fattori è risultata ampiamente negativa.

Italia: crescita complessiva del valore aggiunto e crescita dei singoli settori
(var % media annua)

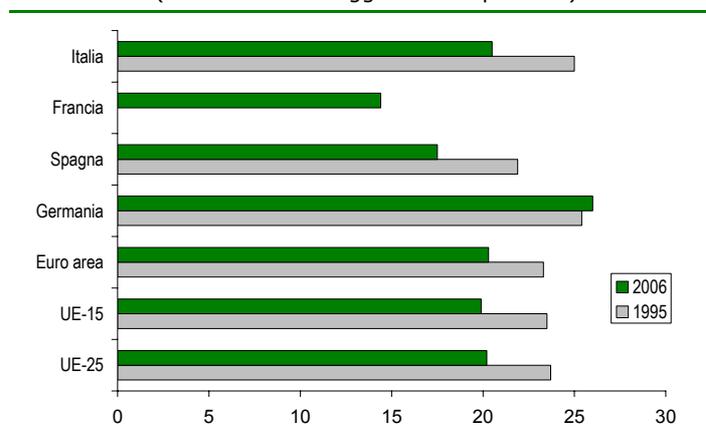


Fonte: Istat

L'esperienza italiana non è unica nel suo genere; semmai, la compressione del peso del settore lo ha riportato in linea con i valori medi europei. Nella Ue-27 il peso dell'industria (esclusa l'energia) dal 1995 al 2006 è passato dal 23,7% al 20,3%, valori superiori alla media si registrano in Germania (26%), che durante gli ultimi dieci anni ha percorso un sentiero opposto aumentando leggermente il contributo del settore industriale alla sua economia. In Francia il peso dell'industria è al contrario ampiamente inferiore alla media Ue: 14,4%.

² Il settore manifatturiero rappresenta una quota pari al 90% circa dell'industria in senso stretto.

Il peso dell'industria in alcuni paesi europei
(in % del valore aggiunto complessivo)



Fonte: Eurostat

La ripresa del manifatturiero italiano

Dopo un periodo in cui le imprese manifatturiere italiane hanno avuto difficoltà sui mercati internazionali, a partire dal 2004 si è assistito a una fase di ripresa accompagnata anche da un aumento della produttività del lavoro tornata a crescere a ritmi positivi (+1,2% nel 2006). Questo fattore, insieme alla ripresa dell'export, ha rappresentato il segnale dell'avvio di una fase di ristrutturazione del comparto che ha determinato una contrazione del numero delle imprese e un maggior peso dato dalle rimanenti a fattori qualitativi. Secondo una recente indagine condotta dalla Banca d'Italia³ tra il 2000 e il 2006 la metà delle imprese intervistate ha introdotto importanti cambiamenti di strategia, questi si sono accompagnati a una buona performance, soprattutto sui mercati esteri, che ha permesso di frenare il calo di quote di mercato. Nel 2006 la porzione di vendite di beni italiani sui mercati esteri è risultata pari al 3,5% (valore simile a quello del 2005). Per alcuni settori la tenuta dovrebbe essere stata anche migliore. La meccanica, ad esempio, nel 2006 ha aumentato le vendite all'estero del +10,7% a/a, mentre settori come l'alimentare e la carta dovrebbero aver consolidato le loro quote su livelli più elevati.

La ristrutturazione del sistema delle imprese è frutto anche di un processo di ricambio generazionale degli imprenditori e di un contestuale aumento del loro grado di istruzione. Secondo la Banca d'Italia,⁴ nelle imprese con oltre 50 addetti la quota di imprenditori laureati è passata dal 23% del 2002 al 37,4% nel 2006, mentre è scesa quella degli imprenditori con titolo di licenza media o inferiore. Analogamente, risulta in aumento l'incidenza del personale laureato e di quello qualificato (la quota dei tecnici è passata da meno del 12% nel 1993 a oltre il 17% nel 2006).

L'aumento del livello medio di istruzione si è accompagnato a una crescente attenzione alla qualità e a cambiamenti di strategia imprenditoriale che, in una buona percentuale dei casi (12%), ha portato le imprese a modificare il tipo di prodotti offerti sui mercati, o a rinnovarli (30,8% dei casi).

Lo scenario globale: dove va il manifatturiero mondiale?

In generale, la riduzione del peso del settore manifatturiero registrata (sia pure con intensità diversa) in tutti i paesi sviluppati (Ocse) ha indotto alcuni a ritenere che il fenomeno sia solo all'inizio; ma in tal caso, soprattutto con riferimento all'Europa, come può scomparire proprio il comparto destinato a essere uno dei pilastri sui cui si basa una parte importante

³ Banca d'Italia, *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*, 2007.

⁴ Banca d'Italia, 2007 cfr nota 3.

dell'Agenda di Lisbona?⁵ A tale domanda non è possibile tentare di rispondere senza inserire nel quadro il peso crescente che nel comparto stanno acquistando alcuni paesi non Ocse tra cui, prima fra tutti, la Cina.

Se infatti l'occupazione manifatturiera è scesa nei paesi sviluppati, cosa è successo negli altri, in particolare negli emergenti? Si è trattato semplicemente di uno spostamento di posti di lavoro? Secondo recenti indagini Ocse⁶ (basate su dati ILO) non sembra essere questo lo scenario attuale. Al contrario, in alcuni paesi (tra cui Cina, Brasile e Russia) l'occupazione manifatturiera sarebbe addirittura scesa: in Cina, tra il 1995 e il 2002 il settore manifatturiero avrebbe perso oltre 4 milioni di lavoratori, il fenomeno sarebbe frutto di una accresciuta produttività ottenuta dalla ristrutturazione e dalla chiusura di alcuni impianti inefficienti di proprietà statale. Nello stesso periodo l'occupazione nel settore sembra essere rimasta stabile in altri due grandi paesi emergenti: India e Indonesia. La causa principale della diminuzione di occupati nel manifatturiero dei paesi Ocse non sembra essere quindi solo lo spostamento della produzione nei paesi non Ocse (sebbene in alcuni settori e per alcuni paesi ciò abbia giocato un ruolo importante) quanto piuttosto un generale aumento della produttività. Sebbene la crescita sia stata piuttosto diseguale tra i paesi (in alcuni nel periodo 1990-2003 non ha superato il 2-4%), essa è risultata tuttavia superiore alla crescita della produttività dell'economia in generale. Ciò giustifica direttamente la contrazione dell'occupazione del settore, ma indirettamente anche il minore peso che questo ha oggi in termini di valore aggiunto attraverso un "effetto prezzo". Infatti, l'aumento della produttività ha fatto sì che i prezzi dei prodotti manufatti siano cresciuti in modo modesto (quando non diminuiti). Al contrario, nel settore dei servizi, dove la crescita della produttività è stata più lenta, i prezzi sono cresciuti in modo più consistente. In tal modo i prodotti manufatti sono divenuti relativamente più economici riducendo il loro peso sul valore aggiunto complessivo. D'altro canto, che il ruolo del manifatturiero sia superiore a quanto traspare dal suo contributo al valore aggiunto è testimoniato dalla crescita sia della produzione mondiale, sia, soprattutto, dal fatto che negli ultimi quindici anni circa le vendite all'estero di prodotti manufatti (in particolare di beni a elevata tecnologia) risultano aumentate in modo consistente nei paesi Ocse, anche se non in modo omogeneo. L'aumento del commercio intra-industria, tra l'altro, ha reso il settore molto integrato a livello globale portando a una forte frammentazione della produzione e rendendolo molto dipendente dalle decisioni di localizzazione delle imprese multinazionali.

Il futuro del comparto manifatturiero nei paesi Ocse rappresenta un tema di fondamentale rilevanza, non solo perché il progressivo calo dell'occupazione comporta (e comporterà sempre più) l'adozione di politiche in grado di ricollocare parte degli occupati espulsi verso il comparto dei servizi (con relative implicazioni in termini di formazione, apertura dei mercati, investimenti) ma anche perché a oggi rappresenta la principale fonte di progresso tecnologico.

⁵ Si veda la COM (2005) 474, "Implementing the Community Lisbon Programme: a policy framework to strengthen EU manufacturing – towards a more integrated approach for industrial policy", in cui si legge, tra l'altro: «The health of manufacturing industry is essential for Europe's ability to grow» (p. 3).

⁶ Ocse, "The changing nature of manufacturing in Oecd economies", *working paper*, n. 9, 2006.

Usciti in Italia: dati e fatti dell'economia italiana

P. Ciocca ☎ 06-47028431 – paolo.ciocca@bnlmail.com

In Italia, la crescita del Pil nel I trimestre (+0,3% t/t) è stata trainata dai consumi. La spesa delle famiglie è aumentata dello 0,7% fornendo un contributo pari allo 0,4%. La domanda interna, penalizzata dal rallentamento degli investimenti e dal decumulo di scorte, ha sottratto alla crescita lo 0,1%. Il contributo della componente estera netta si è mantenuto positivo (0,4%) favorito dalla contrazione delle importazioni (-0,9%). Le esportazioni hanno rallentato, crescendo dello 0,4% t/t dal +4,3% dell'ultimo trimestre del 2006.

L'inflazione al consumo, misurata dall'indice dei prezzi per l'intera collettività, si è mantenuta stabile ad aprile a +1,5%, il livello più basso degli ultimi otto anni. L'inflazione armonizzata è risultata pari all'1,9%, in linea con quella relativa all'intera area dell'euro.

Nei primi quattro mesi del 2007 la produzione industriale ha rallentato in maniera significativa. L'indice corretto per i giorni lavorativi è cresciuto dello 0,9% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno a fronte del +2,6% rilevato nell'intero 2006.

I consumi delle famiglie trainano la crescita italiana nel I trimestre del 2007

L'Istat ha leggermente rivisto al rialzo la crescita italiana nel I trimestre del 2007. Nel periodo gennaio-marzo il Pil, espresso in valori concatenati, corretto per i giorni effettivamente lavorati e depurato dagli effetti della stagionalità, è aumentato dello 0,3% t/t dal +0,2% precedentemente stimato, in rallentamento dal +1,1% del IV trimestre dello scorso anno. La crescita tendenziale è rimasta invariata al 2,3%.

Nel I trimestre dell'anno, indicazioni positive sono giunte dal comparto delle famiglie. Nonostante si fossero diffuse incertezze sulla tenuta dei consumi, la spesa è aumentata dello 0,7% t/t fornendo un contributo alla crescita complessiva pari allo 0,4%. Su base annuale i consumi sono aumentati di quasi il 2%. Nei primi mesi dell'anno in corso, i consumatori italiani hanno tratto sostegno nelle proprie decisioni di spesa dal ricorso all'indebitamento. Tale considerazione trova conferma nell'evoluzione delle singole componenti dei consumi. La spesa in beni durevoli è aumentata del 3,5% a/a e quella in beni semi durevoli del 2,7%. Il prestito al consumo, utilizzato prevalentemente per tali tipologie di beni, è cresciuto nel I trimestre su ritmi annuali prossimi al 20%. Nello stesso periodo, è risultata debole la crescita della spesa in beni non durevoli (+0,7%). Il ricorso all'indebitamento potrebbe avere integrato il debole sostegno fornito ai consumi dalla dinamica salariale: la crescita delle retribuzioni orarie nominali ha, infatti, rallentato nel I trimestre al 2,8% dal +3,3% del periodo ottobre-dicembre.

Nonostante il positivo andamento dei consumi, la domanda interna ha sottratto alla crescita complessiva lo 0,1%. Ha pesato il forte decumulo di scorte con un contributo negativo pari allo 0,7% su base trimestrale.

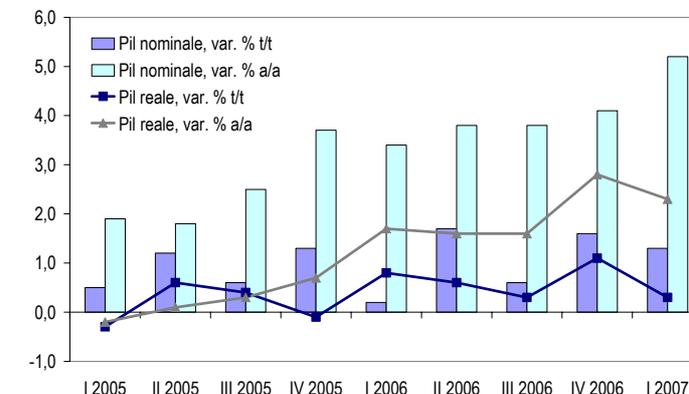
La domanda interna è stata penalizzata anche dal forte rallentamento degli investimenti fissi lordi (+0,7% t/t dal +2% dei tre mesi precedenti). La robusta crescita del settore delle costruzioni (+1,5%) ha compensato la contrazione registrata dal comparto dei mezzi di trasporto (-0,6%). La spesa in macchinari è apparsa debole (+0,2%). Il contributo fornito dagli investimenti alla crescita si è dimezzato dallo 0,4% del trimestre precedente allo 0,2%. Su base annuale il tasso di sviluppo degli investimenti è risultato prossimo al 3%.

Il contributo alla crescita fornito dalla componente estera netta si è mantenuto positivo (+0,4%). A fronte di un rallentamento delle esportazioni (+0,4% t/t dal +4,3% del IV trimestre 2006), le importazioni hanno registrato una contrazione dello 0,9% t/t. Su base annuale la crescita delle esportazioni è risultata, comunque, ancora solida (+4,1%).

A livello settoriale, la crescita nel I trimestre è stata trainata dai servizi. Il valore aggiunto in questo settore è aumentato dello 0,5% t/t. L'industria ha, invece, sperimentato una contrazione (-0,5%) confermando il trend negativo della produzione. Il risultato dell'industria è il frutto di un aumento dell'1% del valore aggiunto delle costruzioni a fronte di una

contrazione dello 0,9% di quello relativo al comparto dell'industria in senso stretto. L'agricoltura ha registrato un robusto incremento pari al 3,6%.

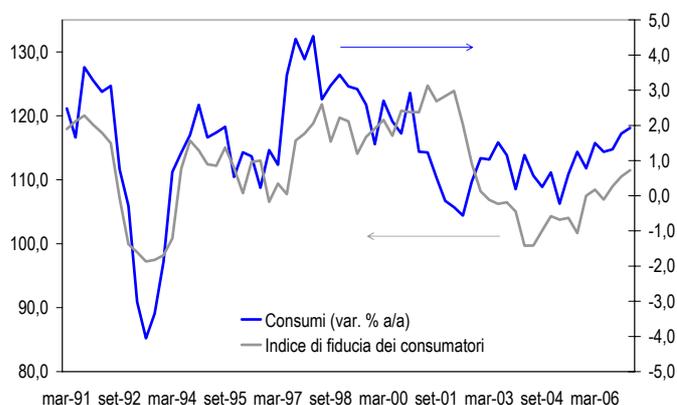
Italia, la crescita del Pil



Fonte: elaborazioni su dati Istat

Analizzando l'evoluzione del Pil in termini nominali il rallentamento del I trimestre appare meno evidente. La crescita in valore è risultata pari all'1,3% t/t, non lontana dal +1,6% degli ultimi tre mesi dello scorso anno. Su base trimestrale il deflatore del Pil è cresciuto dell'1%, ben al di sopra del +0,4% del periodo precedente. In termini tendenziali, la crescita nominale del Pil, molto importante anche per l'evoluzione dei principali indicatori di finanza pubblica, è risultata pari al 5,2%, dal +4,1% del IV trimestre del 2006.

Italia, la fiducia dei consumatori e la spesa per consumi delle famiglie



Fonte: elaborazioni su dati Istat e ISAE

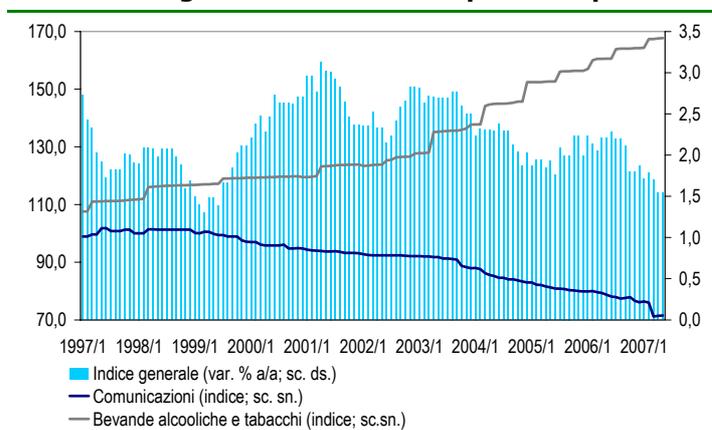
Alla luce del dato del I trimestre la crescita acquisita per il 2007, quella che si realizzerebbe se il Pil rimanesse invariato nei prossimi tre trimestri, è pari all'1,4%. L'economia italiana è attesa mantenere nell'anno in corso un ritmo di sviluppo in linea con quello realizzato nel 2006. Dopo la forte crescita dei consumi, il consolidamento della fiducia dei consumatori su livelli elevati porta a ritenere che la spesa delle famiglie possa continuare a sostenere l'economia nel corso del 2007. Negli ultimi quindici anni, infatti, fiducia e spesa delle famiglie hanno conosciuto un andamento apparentemente correlato.

Rimane stabile sui minimi degli ultimi otto anni l'inflazione in Italia

L'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività (NIC) è cresciuto a maggio dello 0,3% m/m, rispetto al +0,4% originariamente stimato dall'Istat. Gli effetti sull'indice generale delle pressioni provenienti dal comparto dei mobili, articoli e servizi per la casa (+0,9%) e da quello dei trasporti (+0,8%) sono stati contenuti dalla contrazione dell'indice relativo al comparto ricreazione, spettacoli e cultura (-0,3%).

L'inflazione su base annua si è mantenuta stabile all'1,5%, il livello più basso degli ultimi otto anni. La moderata dinamica sperimentata dal NIC è stata favorita dalla brusca contrazione dei prezzi nel comparto delle comunicazioni, il cui indice è sceso del 9,1% rispetto a maggio dello scorso anno. A livello di singole componenti del NIC, i maggiori incrementi su base tendenziale si sono avuti nelle bevande alcoliche e tabacchi (+4,4%), nei mobili, articoli e servizi per la casa (+2,6%) e nei servizi ricettivi e di ristorazione (+2,6%).

**Italia, prezzi al consumo per l'intera collettività:
l'indice generale ed alcuni capitoli di spesa**



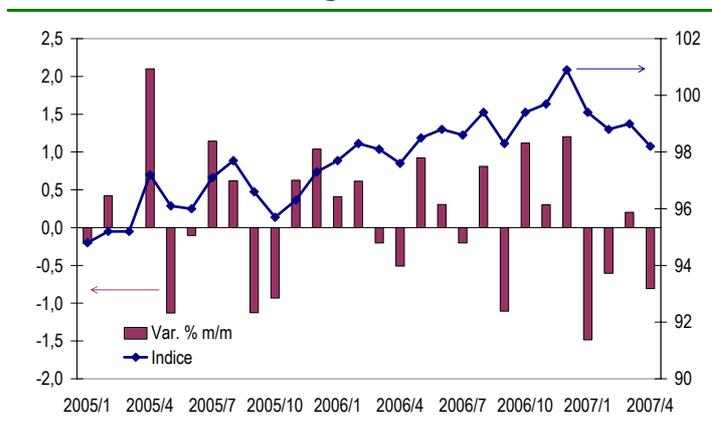
Fonte: elaborazioni su dati Istat

L'inflazione armonizzata ha leggermente accelerato in Italia. A maggio l'indice è risultato in aumento dell'1,9% a/a, dall'1,8% di aprile, in linea con la crescita dei prezzi nell'intera area dell'euro.

Ad aprile, l'indice destagionalizzato della produzione industriale ha registrato una contrazione dello 0,8% m/m. Con l'eccezione di marzo, mese in cui era stato rilevato un debole progresso pari al +0,2%, la produzione nei primi quattro mesi dell'anno ha registrato solo risultati negativi. A livello di raggruppamenti di industrie, la produzione di beni di consumo si è ridotta ad aprile dell'1,8% m/m, con un calo meno intenso per i beni durevoli (-0,8%) rispetto a quelli non durevoli (-1,9%). L'indice relativo ai beni strumentali si è ridotto del 4,1% rispetto al mese precedente mentre quello riferito ai beni intermedi dello 0,9%. L'unico comparto che ad aprile ha registrato un segno positivo è quello dell'energia cresciuto dell'1%. A livello di settore, le attività manifatturiere hanno registrato una contrazione dell'1,1% m/m. Tra tutti i comparti che compongono questo settore solo l'industria della carta, stampa ed editoria ha registrato ad aprile una variazione positiva (+4,1%). Significative sono apparse le contrazioni della produzione di pelli e calzature (-5,9%), di prodotti chimici e fibre sintetiche (-4,1%), dei mezzi di trasporto (-3,4%) e di metallo e prodotti in metallo (-3,3%).

Prosegue il rallentamento della produzione industriale

Italia, l'indice della produzione industriale: dati destagionalizzati



Fonte: elaborazioni su dati Istat

Nei primi quattro mesi del 2007, l'indice della produzione industriale corretto per i giorni lavorativi è cresciuto dello 0,9% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, risultando in rallentamento dal +2,6% registrato nell'intero 2006. L'indice generale è stato penalizzato dalla produzione del settore dell'energia elettrica, gas e acqua ridottasi dell'8,2%. Nel periodo gennaio-aprile la produzione del comparto manifatturiero è aumentata del 2,1% rispetto agli stessi mesi dello scorso anno. Tra le attività manifatturiere, i settori che hanno registrato i maggiori incrementi sono il tessile (+8,1%), la raffinazione di petrolio (+7,4%), la gomma e materie plastiche (+5,8%) e le macchine e apparecchi meccanici (+5,3%). Una contrazione dell'attività produttiva è stata, invece, rilevata nei settori della carta, stampa ed editoria (-3,7%), degli apparecchi elettrici e di precisione (-2,2%) e del legno e dei prodotti in legno esclusi i mobili (-2%).

Tassi & cambi nel mondo

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

Nell'area dell'euro i prezzi al consumo evidenziano nel mese di maggio un aumento dell'1,9% a/a per il terzo mese consecutivo. Tra i diversi paesi si registra una moderazione in Francia e Spagna, un aumento in Italia, mentre resta stabile l'evoluzione dei prezzi al consumo in Germania.

Negativo il dato sulla produzione industriale europea di aprile (-0,8% m/m) dopo i progressi evidenziati nei due mesi precedenti. I dati nazionali hanno segnato una contrazione in tutte le principali economie dell'eurozona. Il rallentamento è stato più pronunciato in Germania (-2,3% m/m), Francia (-0,8% m/m) e Italia (-0,8% m/m). Trichet nel suo intervento dinanzi al Parlamento europeo ha sottolineato che le attuali condizioni monetarie sono da ritenersi ancora accomodanti, lasciando intendere che c'è ancora spazio per un aumento del tasso di riferimento.

Negli Usa si registrano alcuni segnali incoraggianti dal lato della domanda. Le vendite al dettaglio nel mese di maggio sono cresciute dell'1,4% m/m, segnando l'incremento più elevato degli ultimi sedici mesi. I dati positivi delle ultime settimane relativi al mercato del lavoro e ai due indici di fiducia ISM hanno inoltre trovato riscontro nelle indicazioni provenienti dal Beige book diffuso nei giorni scorsi dalla Federal Reserve di Filadelfia.

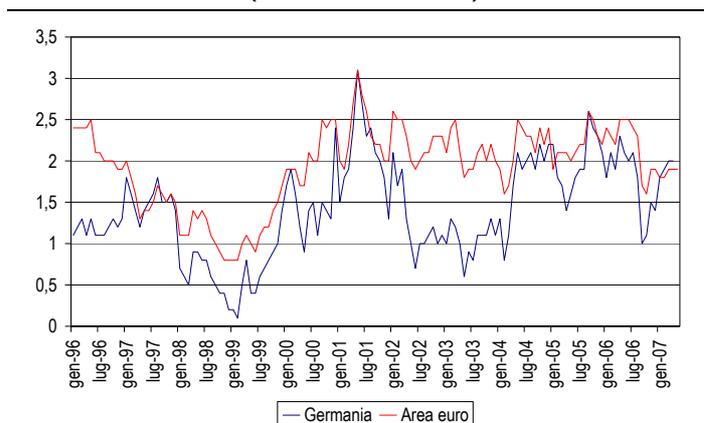
Area dell'euro: stabile l'inflazione, in calo la produzione industriale

Pur in una fase di rallentamento, le dinamiche attualmente in corso vedono per l'eurozona una crescita più solida e su base più ampia rispetto a quanto inizialmente previsto. Le attese per la crescita economica sono migliorate per effetto dei positivi risultati del I trimestre e di una domanda estera rimasta sostenuta. Nel 2007 il tasso di crescita del Pil potrebbe raggiungere il 2,6%, in lieve decelerazione rispetto al 2006.

I principali indicatori economici mostrano una moderazione nell'andamento del settore manifatturiero, per effetto di un andamento meno favorevole degli ordini e degli indici di produzione, ai livelli minimi dell'anno. Anche la produzione industriale mostra segni di rallentamento che potrebbero continuare a manifestarsi nel corso del 2007.

Area euro e Germania: prezzi al consumo

(var % media annua)



Fonte: Datastream

Nel mese di aprile la produzione industriale europea ha mostrato infatti una variazione negativa (-0,8% m/m) dopo due mesi consecutivi di crescita (0,5% m/m a febbraio e marzo); su base tendenziale la produzione è cresciuta del 2,8% da 4% di marzo.

La produzione industriale è diminuita in tutti i settori con l'eccezione di quello energetico. I due cali più evidenti sono stati quelli relativi ai beni di consumo durevoli (-1,6% m/m) e ai beni intermedi (-1,4% m/m), mentre le altre sue componenti (beni capitali e beni di consumo non durevoli) hanno mostrato una flessione meno accentuata. I dati nazionali hanno segnato una contrazione in tutte le principali economie dell'eurozona. Il rallentamento è stato più pronunciato in Germania (-2,3% m/m), Francia (-0,8% m/m) e Italia (-0,8% m/m).

In Germania il dato della produzione di aprile ha scontato una forte contrazione in tutti i settori. I più penalizzati sono stati quello dei beni durevoli di consumo (-4,3% m/m) e quello dei beni intermedi (-3,6% a/a). Su base annuale dopo diversi mesi consecutivi di crescita tra il 7 e l'8%, nel mese di aprile tale valore scende a 5,2%. Il dato attuale sulla produzione industriale appare tuttavia difficile da riconciliare con le indicazioni delle indagini Ifo e Pmi degli ultimi mesi, anche se la dinamica della produzione potrebbe aver risentito di effetti di calendario inusuali.

Nell'area dell'euro si conferma stabilità la dinamica inflazionistica. I prezzi al consumo evidenziano nel mese di maggio un aumento dell'1,9% a/a per il terzo mese consecutivo. I prezzi dei beni alimentari hanno mostrato una decelerazione dal 2,5% di aprile al 2,1% in maggio. L'incremento del prezzo dell'energia (0,9%) è invece stato compensato da un favorevole effetto base.

Anche l'inflazione core rimane all'1,9% per il quarto mese consecutivo, dopo un processo graduale di crescita negli ultimi mesi che aveva portato il dato dall'1,3% di maggio all'1,9% di inizio 2007. A questo andamento, seppure in misura minore rispetto a quanto inizialmente atteso, ha contribuito il rialzo dell'aliquota Iva in Germania. Nel complesso l'inflazione core potrebbe continuare a crescere per effetto di un aumento nella capacità di utilizzazione degli impianti e di possibili pressioni salariali, mentre gli indicatori a breve termine mostrano una moderazione nella dinamica dei prezzi alla produzione, per i quali le aspettative rimangono elevate ma non più ai livelli massimi.

Finora la moderazione salariale combinata con una produttività più elevata ha influito sulla dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto. In questa fase del ciclo economico l'inflazione salariale è stata molto più contenuta rispetto ad altri cicli economici. La fase di rafforzamento dell'euro potrebbe mostrare segni di attenuazione, ma il ritardo con cui si manifestano gli effetti sull'economia porterà ancora benefici al contenimento dei prezzi. Il tasso di inflazione nel 2007 potrebbe mantenersi in media prossimo al 2,0%, in linea con le attese della banca centrale europea.

Nel suo discorso dinanzi al Parlamento europeo, il presidente della Banca centrale europea Jean-Claude Trichet ha affermato in riferimento alla recente strategia monetaria della Bce di aumento graduale dei tassi d'interesse di non aver mai parlato di una "pausa" e ha invece ribadito che la Bce è pronta ad agire con fermezza e tempestività per contrastare le pressioni inflazionistiche nella zona euro. Trichet ha lasciato intendere che i tassi d'interesse potrebbero essere destinati ad aumentare nuovamente, tenuto conto della crescita economica sostenuta, dei rischi di inflazione e dell'abbondante liquidità sui mercati finanziari. Ha inoltre tenuto a ripetere come, nonostante i recenti aumenti del costo del denaro e alla luce della situazione economica positiva, la politica monetaria sia da considerarsi ancora accomodante. La Bce prevede per il 2007 una crescita del 2,6% in moderato rallentamento rispetto al 2006.

Per effetto della crescita monetaria sostenuta e dei rischi al rialzo dei prezzi la Bce dopo aver portato i tassi al 4% è attesa intervenire ancora per portare i tassi al 4,25%, cosa che potrebbe avvenire in una delle sedute di settembre o ottobre. Vista la moderazione del ciclo e la divergenza negli andamenti dei diversi paesi dell'area potrebbe non essere semplice trovare il consenso per eventuali ulteriori rialzi entro il 2007.

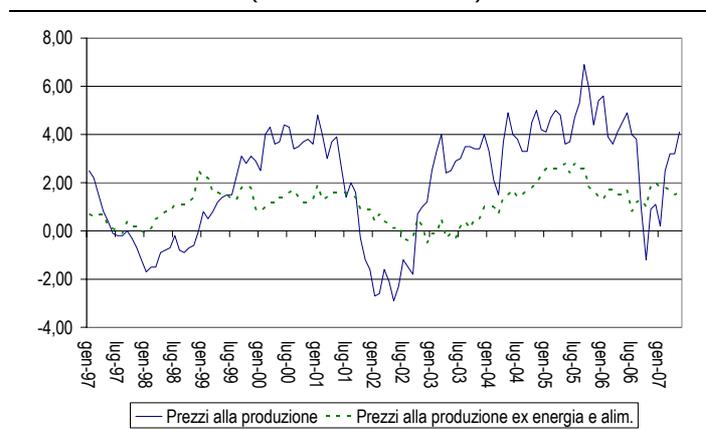
Stati Uniti: riprendono i consumi, positivo il Beige book

Migliorano i conti del commercio estero ad aprile. Il deficit diminuisce di quasi 4 mld di Usd arrivando -58,5 mld di Usd mentre marzo viene rivisto al rialzo di 1,5 mld (a -62,4 mld di Usd). Il miglioramento è rilevante in considerazione del fatto che il petrolio non ha giocato alcun ruolo nella riduzione del deficit commerciale. Al netto di questa voce si registra un deficit di 36,2 mld (in calo da -40,0 mld). L'effetto del canale estero insieme a quello della probabile revisione al rialzo delle scorte sosterranno l'evoluzione del Pil che potrebbe espandersi dell'1,9% a/a nel corso del 2007.

Positivi segnali provengono dal lato della domanda. Le vendite al dettaglio nel mese di maggio sono cresciute dell'1,4% m/m, segnando l'incremento più elevato degli ultimi sedici mesi. Tutti i comparti rilevati hanno evidenziato un aumento, il più accentuato è stato quello relativo ai carburanti, legato al rialzo dei prezzi (+3,8%). Nel mese di maggio il prezzo pagato per un gallone di benzina è stato pari in media a 3,12 Usd contro i 2,83 Usd del mese precedente. Tuttavia anche al netto della componente benzina le vendite sono aumentate dell'1,2%. Molto positivi anche i contributi forniti dal settore auto (1,8%) e dalle vendite nei grandi magazzini (1,3%).

I dati diffusi dal Dipartimento del Lavoro hanno evidenziato un aumento dei prezzi alla produzione che nel mese di maggio sono cresciuti dello 0,9% m/m dallo 0,7% di aprile, spinti al rialzo dal prezzo dell'energia. La componente core registra infatti una crescita più contenuta (0,2% m/m). Su base annua la variazione di maggio è pari al 4,1%, che fa seguito al 3,2% dei due mesi precedenti, mentre la componente core evidenzia un incremento dell'1,6%, di poco superiore a quello di aprile (1,5%)

Usa: prezzi alla produzione e prezzi alla produzione "core"
(Var % media annua)



Fonte: Datastream

I dati delle ultime settimane relativi al mercato del lavoro e ai due indici di fiducia Ism hanno trovato riscontro nelle indicazioni positive provenienti dal Beige book diffuso nei giorni scorsi dalla Federal Reserve di Filadelfia. L'attività economica viene vista in espansione e in particolare la produzione manifatturiera ha ripreso slancio dopo i segnali di debolezza rilevati nella precedente indagine, in linea con i progressi registrati nell'andamento della produzione industriale e negli ordinativi di beni durevoli. Permane la debolezza nel settore industriale legato all'edilizia residenziale, anche se rispetto al precedente rapporto sono solo alcuni i distretti in cui tale debolezza appare in modo accentuato. In particolare si registra in alcuni distretti un calo significativo della vendita di case e una diminuzione dei prezzi, mentre in nessuna delle aree sottoposte a rilevazione si è segnalato una ripresa nella costruzione di nuovi immobili residenziali. Migliora invece la situazione nel mercato dell'edilizia commerciale per il quale si riscontrano "diffusi segnali di ripresa".

Una lettura del quadro economico statunitense è stata data nei giorni scorsi da Moskow, il Presidente della Fed di Chicago. Moskow considera ormai superato il rallentamento della crescita del primo trimestre e prevede una crescita sostenuta dopo questa fase di moderazione. L'inflazione resta il rischio predominante, anche se ha ribadito che lo scenario più probabile è che l'inflazione rallenti gradualmente e le aspettative inflazionistiche restino contenute. Moskow ha notato inoltre segnali di un lieve aumento del costo del lavoro e ha sottolineato che non sempre la crescita economica e gli occupati si muovono nella stessa direzione. Per ora secondo Moskow, uno dei membri del Fomc, i fed funds al 5,25% possono essere considerati a un livello appropriato.

					Scorsa sett.	Attuale
	II trim 06	III trim 06	IV trim 06	I trim 07	06/06/2007	14/06/2007
Tassi di cambio						
yen-dollaro	114	118	119	118	121,1	122,9
dollaro-euro	1,28	1,27	1,32	1,33	1,351	1,330
yen-euro	146	149	157	157	163,7	163,6
sterlina-euro	0,69	0,68	0,67	0,68	0,678	0,677
Eurotassi a 3 mesi						
dollaro	5,48	5,37	5,36	5,35	5,36	5,36
euro	3,06	3,42	3,73	3,92	4,13	4,15
yen	0,36	0,43	0,57	0,67	0,70	0,75
sterlina	4,75	5,07	5,32	5,62	5,84	5,84
Titoli di Stato a 10 anni						
Stati Uniti	5,15	4,63	4,70	4,65	4,96	5,12
Germania	4,07	3,71	3,96	4,06	4,45	4,63
Giappone	1,93	1,68	1,69	1,65	1,83	1,94
Italia	4,37	4,00	4,22	4,27	4,61	4,82
Gran Bretagna	4,70	4,52	4,74	4,96	5,27	5,46

Fonte: Datastream, dati di fine periodo

Le previsioni sui prezzi

PREZZI AL CONSUMO													
EURO 12 (indice MUICP - EUROSTAT) base 2005=100													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	100,7	100,9	101,5	102,2	102,5	102,6	102,4	102,5	102,5	102,6	102,6	103,0	102,2
2007	102,5	102,8	103,5	104,2	104,5	104,5	104,2	104,3	104,3	104,5	104,3	104,7	104,0
2008	104,1	104,5	105,3	106,1	106,4	106,6	106,6	106,8	106,9	107,0	107,0	107,4	106,2
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	-0,5	0,3	0,6	0,7	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,4	0,2
2007	-0,6	0,2	0,7	0,7	0,2	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,3	0,1
2008	-0,5	0,3	0,8	0,8	0,3	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	0,4	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	2,4	2,3	2,2	2,5	2,5	2,5	2,4	2,3	1,7	1,6	1,9	1,9	2,2
2007	1,8	1,9	2,0	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7	1,6	1,8
2008	1,6	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,2	2,3	2,4	2,4	2,5	2,6	2,1
ITALIA (indice armonizzato IPCA - ISTAT) base 2005=100													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	100,3	100,2	101,4	102,3	102,5	102,7	102,4	102,2	102,9	103,1	103,2	103,3	102,2
2007	102,2	102,3	103,5	104,1	104,5	104,5	104,2	103,9	104,5	104,7	104,9	105,0	104,0
2008	104,0	104,1	105,4	106,2	106,5	106,7	106,5	106,3	107,1	107,4	107,5	107,6	106,3
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	-0,9	-0,1	1,2	0,9	0,3	0,1	-0,3	-0,2	0,7	0,2	0,1	0,1	0,2
2007	-1,1	0,1	1,2	0,6	0,4	0,0	-0,3	-0,3	0,6	0,2	0,1	0,1	0,1
2008	-0,9	0,1	1,2	0,8	0,3	0,2	-0,2	-0,2	0,7	0,3	0,1	0,1	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	2,2	2,2	2,2	2,3	2,0	2,4	2,3	2,3	2,4	1,9	2,0	2,1	2,2
2007	1,9	2,1	2,1	1,8	1,9	1,8	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,8
2008	1,8	1,8	1,8	2,0	1,9	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,5	2,5	2,2
ITALIA: prezzi al consumo per l'intera collettività (indice NIC incluso i tabacchi) base 1995=100													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	128,4	128,7	129	129,4	129,8	129,9	130,3	130,5	130,4	130,3	130,4	130,5	129,8
2007	130,6	131,0	131,2	131,4	131,8	131,9	132,5	132,7	132,7	132,9	133,0	133,1	132,1
2008	133,3	133,7	133,9	134,2	134,6	134,7	135,3	135,5	135,5	135,5	135,7	135,8	134,8
<i>variazioni congiunturali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	0,3	0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1
2007	0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
2008	0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	0,1	0,4	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2
<i>variazioni tendenziali</i>													
	gen	feb	mar	apr	mag	giu	lug	ago	set	ott	nov	dic	media
2006	2,2	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,2	2,2	2,1	1,8	1,8	2,0	2,1
2007	1,7	1,8	1,7	1,5	1,5	1,6	1,7	1,7	1,8	2,0	2,0	2,0	1,7
2008	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	2,1

Fonte EUROSTAT, ISTAT e ns previsioni

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.