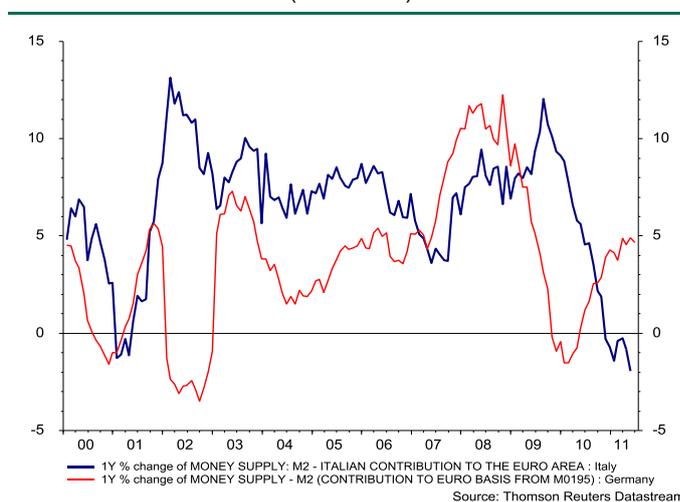


## Italia e Germania: massa monetaria

(var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia, Istat

Da sempre, la **moneta** è metro e segnale di andamenti e tendenze economiche. Nell'eurozona la decelerazione della massa monetaria è coerente con l'azione di contrasto delle aspettative inflazionistiche intrapresa dalla BCE. In paesi come l'Italia la flessione delle componenti più liquide degli aggregati monetari è anche riflesso della debole congiuntura economica, che influisce sul reddito disponibile e sui saldi monetari detenuti dalle famiglie.

Il **mercato immobiliare** mostra ancora un andamento fortemente differenziato a livello mondiale. In crescita le quotazioni a Hong Kong, Singapore e in Francia, mentre risultano in forte calo i prezzi degli immobili in Irlanda, Spagna e Stati Uniti. In Italia le ultime rilevazioni condotte da Nomisma indicano una flessione delle quotazioni degli immobili residenziali dell'ordine dello 0,7% nel 1° semestre dell'anno rispetto ai sei mesi precedenti.

30

29 luglio

2011

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

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

Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.

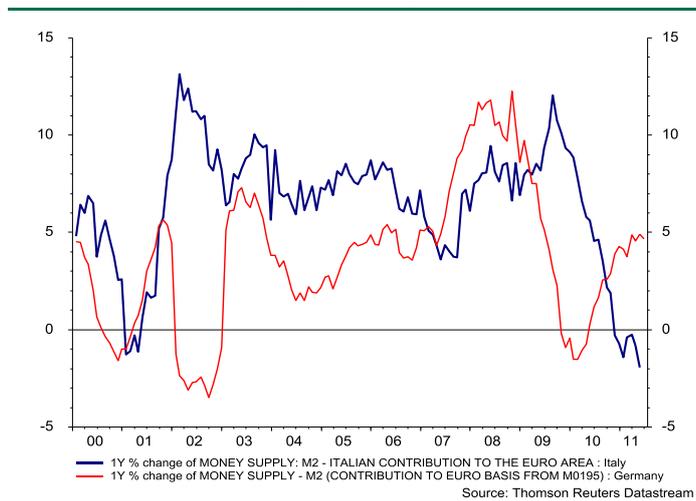


**BNL**  
GRUPPO BNP PARIBAS

## Editoriale: Il valore della moneta

### Italia e Germania: massa monetaria

(var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia, Istat

La parola “moneta” deriva dal verbo latino “monēre” che significa avvertire. Diversamente, nel greco antico la parola equivalente al latino “moneta” è il termine “nomisma”, che significa metro con cui misurare il valore reale delle cose. Segnale e metro di misura. La moneta continua esattamente ad essere questo. Con alterne vicende, e con diverse attenzioni da parte di esperti, policy makers e comunità socio-economiche.

Il valore della moneta, insegnano i libri di scuola, è dato dalla quantità di beni che con essa è possibile comprare. Tecnicamente, gli economisti dicono che il valore della moneta è il reciproco del livello generale dei prezzi. Tanto più i prezzi salgono, tanto meno vale una moneta. Raffinando un po' questo concetto, una moneta capace di produrre valore economico e sociale potrebbe dirsi quella che si associa ad un sistema di prezzi stabili e, possibilmente, giusti. Giusti nel senso di essere prezzi coerenti con una crescita economica il più sostenibile e il meno squilibrata possibile.

La moneta è stata al centro dei dibattiti economici, politici e sociali degli scorsi decenni. Ora non lo è più. La ragione è semplice. Negli anni Settanta, Ottanta e ancora negli anni Novanta dello scorso secolo quelli che erano i paesi avanzati avevano tutti, più o meno, un problema di inflazione. Mettere le redini alla corsa dei prezzi costituiva un obiettivo prioritario, di politica economica e sociale. L'obiettivo, alle nostre latitudini, è stato raggiunto. Un sistema economico che lavora con un'inflazione bassa e stabile è stato realizzato in Europa attraverso l'introduzione di un comune metro monetario, l'euro.

Noi italiani non dovremmo mai dimenticare la nostra storia passata. Alla metà degli anni Settanta l'inflazione toccava in Italia punte del venticinque per cento l'anno. Una media superiore al dieci per cento caratterizzò gli anni Ottanta. Ancora all'inizio del 1996, alla vigilia della decisione italiana di aderire all'impegnativo percorso di

*convergenza verso l'euro, nel nostro paese l'inflazione superava i cinque punti percentuali.*

*Vivere in un ambiente con un'inflazione alta e instabile produce effetti negativi sui tassi di interesse che aumentano perché incorporano l'attesa di un'ulteriore futura erosione inflazionistica. La moneta vale di meno in una situazione in cui il denaro costa di più. Anche questa è stata un'esperienza vissuta in Italia, quando, ancora nella prima metà degli anni Novanta, i tassi di interesse a breve termine gravitavano intorno ai dieci punti percentuali in termini nominali e ai cinque punti percentuali al netto dell'inflazione. Per non parlare dei momenti di crisi. Nel settembre del 1992, quando la lira usciva dal sistema monetario europeo (SME), il tasso interbancario a tre mesi raggiunse i diciassette punti percentuali per un costo reale del denaro dell'ordine del dodici per cento. Nello stesso periodo, lo spread di rendimento tra BTP e Bund decennali si muoveva tra i 600 e gli 800 punti base. Per memoria, all'inizio di luglio 2011 lo spread tra BTP e Bund è arrivato a punte di 330 punti base in presenza di un tasso euribor a tre mesi di poco superiore al punto e mezzo percentuale e, quindi, addirittura negativo in termini reali.*

*Transitare dalla lira all'euro ha segnato per l'Italia sicuramente un miglioramento strutturale nella capacità della moneta di assicurare un valore per l'economia e per la società. Si può dibattere se il merito della riduzione dell'inflazione sia da condividere tra la moneta unica e gli effetti, potenti, della globalizzazione delle produzioni a basso costo delle grandi economie emergenti. Certo è che la politica monetaria dell'euro ha consegnato all'Italia il grande dividendo di un onere reale sul debito pubblico assai più basso di quello che altrimenti avremmo dovuto corrispondere. Anche su questo, un piccolo esercizio di memoria storica aiuta. Tra il 1985 e il 1995 gli interessi passivi corrisposti annualmente sul debito pubblico italiano ammontarono mediamente al dieci per cento del prodotto interno lordo. Per dirla con gli euro di oggi, parliamo di qualcosa come centocinquanta miliardi l'anno, il doppio di quanto pagato nel 2010. Guardando in avanti, si calcola in mezzo punto di PIL l'impatto dopo tre anni dell'aumento permanente di un punto della struttura dei rendimenti dei titoli di Stato. Tradotto in euro, se lo spread tra BTP e Bund salisse verso i livelli raggiunti a luglio 2011 dai titoli greci, l'aggravio degli interessi passivi nel volgere di un triennio si avvicinerebbe ad una cinquantina di miliardi, l'importo di un'ulteriore consistente manovra triennale.*

*Il valore di una moneta dipende dal livello e dalla variabilità dei sistemi dei prezzi che ad essa si associano. Sul fronte dell'inflazione al consumo – e del sistema dei tassi di interesse ad essa correlati – l'esperienza dell'euro è sicuramente assai positiva, specie per un paese come il nostro. Il punto che per l'euro, come per il dollaro o lo yuan, rimane aperto è però un altro.*

*Non sono solo i prezzi dei beni di consumo a contare per lo sviluppo di un'economia e nella vita delle persone. Oltre ai prezzi dei beni a contare sono anche i prezzi dei cespiti patrimoniali, degli assets, reali e finanziari. Contano i prezzi delle materie prime e dei beni rifugio, che sono una sorta di ibrido tra cose reali e oggetti di investimento e di speculazione. Contano, infine, i prezzi che le varie monete registrano tra loro stesse ovvero i tassi di cambio delle principali valute, come il dollaro, lo yuan e l'euro. È rispetto anche a questi altri sistemi di prezzi che la domanda sul valore della moneta, sulla sua capacità di aiutare la realizzazione di uno sviluppo quanto più sostenibile ed equilibrato, dovrebbe essere riproposta.*

*Oltre all'inflazione al consumo, a livello planetario ciò che continua a minacciare il valore delle monete è la sussistenza di "bolle", di eccessi di accumulazione di cespiti finanziari scollegati da sostenibili realtà economiche sottostanti. Nel 2009 nel mondo ancora si contavano quattro dollari di finanza – al netto dei derivati – per ciascun*

*dollaro di prodotto interno lordo: lo stesso moltiplicatore rilevato nel 2007, all'inizio della crisi. Il processo globale di riduzione degli indebitamenti – quello che in inglese si chiama “deleveraging” – è solo agli inizi. Ciò che è stato fatto tra il 2007 ed oggi è soprattutto un grande intervento di emergenza nel quale “finanza cattiva” è stata rimpiazzata con “moneta buona”. Lo testimonia la dilatazione degli attivi delle principali banche centrali. Nel caso della BCE la somma degli assets è raddoppiata tra il 2006 ed oggi, passando da uno a due trilioni di euro. Nel caso, ancora più eclatante, della Fed il bilancio delle autorità monetarie americane è addirittura triplicato passando dai 900 miliardi di dollari del 2006 a poco meno di 2.700 miliardi di dollari del primo trimestre 2011.*

*Il percorso di riequilibrio dei rapporti tra finanza, moneta ed economia sarà lungo e complesso. Per avere successo dovrà essere un percorso globale, tale da coinvolgere tutti i protagonisti dell'arena planetaria, i vecchi e i nuovi. Se Atene piange, infatti, Sparta non ride. Anche le grandi economie emergenti – la Cina come il Brasile e l'India – sono oggi esposte a tensioni e rischi che mettono in discussione il valore economico e sociale della moneta. In Cina, per fare un esempio, l'impetuosa crescita dei prezzi delle case è tale da chiedere ad un operaio ben pagato (sui 200 euro al mese!) tra 30 e 60 anni dell'intera propria retribuzione lorda per acquistare un'abitazione di un'ottantina di metri quadri: decisamente troppo per un paese che ha visto la popolazione urbana aumentare di venti milioni all'anno negli ultimi dieci anni e che ha ancora oltre 700 milioni di abitanti residenti nelle zone agricole dell'interno.*

*Se entrate in un McDonald di Pechino o Shenzhen e comprate un Big Mac lo pagate quattordici yuan e mezzo. Se fate la stessa cosa a New York o San Francisco il prezzo che vi viene chiesto - i dati sono quelli di un'indagine di The Economist di qualche tempo fa – non arriva a quattro dollari. Se il cambio tra le principali monete fosse stabilito dall'equiparazione dei prezzi globali dello stesso hamburger oggi un dollaro varrebbe circa quattro yuan invece di sei. La metafora del Big Mac è utile per comprendere come e quanto i riallineamenti tra monete ed economie dovranno riguardare anche i rapporti di cambio tra le principali valute, il dollaro americano, lo yuan cinese e il nostro euro tra i primi. Curioso, infatti, è il paradosso di un'area della moneta unica europea che negli ultimi dieci anni è cresciuta poco più della decima parte della Cina e che, nonostante ciò, ha visto la propria valuta apprezzarsi nei confronti della divisa di Pechino. Ciò è accaduto perché, prima di essere la moneta dell'economia europea, l'euro riveste il ruolo di “anti-dollaro” nel grande gioco di riallocazione delle riserve cinesi, giunte lo scorso giugno a lambire i 3.200 miliardi di dollari di ammontare.*

*I segnali che la moneta – e le monete – ci mandano sono articolati e complessi. Non ultimo, tra i vari, c'è quello di una crescita della massa monetaria “M2” che in Italia si contrae mentre in Germania si espande, come evidente riflesso dei diversi ritmi di ripresa delle due economie. Cogliere questi segnali è importante, per riannodare nel tempo un legame virtuoso tra la moneta e lo sviluppo, nella nostra casa europea e nella grande arena globale.*

Giovanni Ajassa

## Un mattone poco liquido

S. Costagli ☎ 06-47027054 – [simona.costagli@bnlmail.com](mailto:simona.costagli@bnlmail.com)

**Il mercato immobiliare mostra ancora un andamento fortemente differenziato a livello mondiale. Risultano in forte crescita le quotazioni a Hong Kong (+23,9% su base annua), a Singapore (10,1%), e in Francia (+8,7%), mentre flessioni vistose si osservano in Irlanda (-12,2%), Spagna (-4,7%) e Stati Uniti (-3,1%). In quest'ultimo paese tuttavia i segnali sono contraddittori: c'è chi ipotizza un ulteriore calo dei prezzi fino al 25%, sebbene le quotazioni appaiano ormai in linea con le variabili fondamentali del mercato. A maggio inoltre il numero dei contratti firmati per l'acquisto di nuove abitazioni è salito dell'8,2% rispetto ad aprile e del 13,4% a/a superando ampiamente le previsioni e recuperando il forte calo di aprile.**

**In Italia il calo dei prezzi nel primo semestre dell'anno è stato contenuto (-1,2% su base annua per le abitazioni). Nell'intero periodo di flessione del ciclo immobiliare (dal secondo semestre del 2008), il calo cumulato dei prezzi è stato poco più del 7% in termini nominali e rispetto al 2006 i prezzi risultano ancora in lieve crescita (+1%). La caratteristica principale del mercato immobiliare italiano è il forte calo delle compravendite, arrivato nel I trimestre 2011 a 298.946 unità, di cui 136.718 residenziali; si tratta del numero più basso di transazioni dal I trimestre del 2004 (inizio della serie).**

**Nei prossimi mesi la fase di forte rallentamento delle compravendite dovrebbe riflettersi anche sull'andamento sui prezzi. Secondo le ultime previsioni Nomisma, a fine 2011 le quotazioni delle abitazioni nelle 13 principali aree urbane dovrebbero registrare un calo del 3% circa; nel 2012 il calo proseguirebbe, anche se a ritmo meno sostenuto (-1,2%), per poi fermarsi nel 2013.**

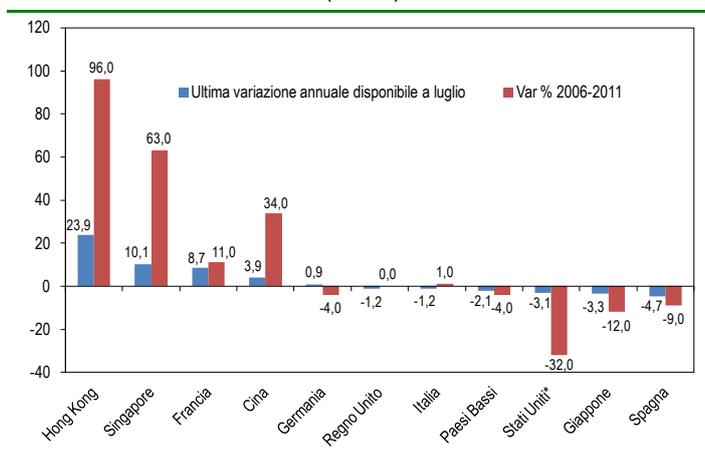
Lo sgonfiamento della bolla immobiliare procede a passo molto lento: secondo l'ultima rilevazione dell'Economist (inizio luglio), la metà dei paesi considerati ha registrato una crescita dei prezzi, l'altra metà una flessione, in entrambi i casi con picchi anche elevati. A Hong Kong i prezzi ad aprile sono cresciuti del 23,9% su base annua, a Singapore del 10,1%, mentre in Francia l'ultimo aumento è stato dell'8,7% a/a. Rispetto al 2006, anno nel quale si colloca la fine del ciclo mondiale di crescita dei prezzi degli immobili, i tre paesi in questione hanno registrato un aumento rispettivamente del 96, del 63 e dell'11%. A Hong Kong, come nel resto della Cina, il governo sta tentando di raffreddare il mercato imponendo, tra l'altro, un aumento dell'ammontare richiesto in contanti per l'acquisto. Le compravendite nell'area mostrano comunque una flessione ininterrotta negli ultimi sei mesi. In Francia l'aumento dei prezzi rappresenta un forte rimbalzo, dopo la caduta (tra le più ampie dei paesi sviluppati) seguita allo sgonfiamento della bolla.

Tra i paesi in cui le quotazioni sono in flessione, il calo peggiore si è registrato in Irlanda (-12,2%), seguita dalla Spagna (-4,7%) e dagli Stati Uniti (-3,1% secondo l'indice Case Shiller riferito alle dieci principali città). In Giappone il calo delle quotazioni prosegue senza sosta: la flessione relativa alla prima metà dell'anno (-3,3%) porta il calo complessivo dal 2006 a oggi al -12%. Nello stesso periodo negli Stati Uniti il calo è stato del 30% circa (una flessione simile a quella registrata durante la Grande Depressione del 1929), mentre in Irlanda del 35%. Questi due paesi però avevano sperimentato una consistente crescita dei prezzi tra il 1997 e il 2006. In Irlanda i prezzi degli immobili residenziali sono in discesa ininterrottamente da gennaio 2008 (40 mesi); rispetto alla fase di picco (dicembre 2007), risultano inferiori del 40,8%;

nonostante ciò, a causa del forte aumento registrato negli anni precedenti, il mercato risulta ancora oggi sopravvalutato del 23%.<sup>1</sup>

### I prezzi delle abitazioni in alcuni paesi

(var %)



Fonte: Economist, fonti nazionali, Nomisma.

In Spagna il calo dei prezzi dal 2006 è arrivato al 9%, ma le quotazioni risultano ancora ampiamente sopravvalutate (39,2% circa). Il paese è ancora alle prese con un consistente eccesso di offerta: secondo alcune stime, tra il 2004 e il 2008 nel paese iberico si è dato il via alla costruzione di oltre 3,2 milioni di nuove abitazioni, e alla fine del 2009 700mila erano rimaste invendute. A dicembre 2010 tale cifra si era ridotta a 200mila unità, un valore tale da far stimare un ulteriore calo dei prezzi (15% circa) nei prossimi due anni.

Negli Stati Uniti l'indice Case Shiller riferito alle dieci e alle venti principali città ha registrato ad aprile una variazione positiva su base congiunturale (+0,8 e +0,7% rispettivamente). È la prima volta da luglio 2010, ma non è sufficiente ad eliminare l'idea che il comparto stia vivendo una seconda fase di discesa. Su base annua i due indici risultano ancora in flessione, rispettivamente del 3,1 e del 4%, con picchi negativi soprattutto a Phoenix (-8,8% a/a), a Portland (-9,2%) e a Chicago (-8,6%). Secondo uno dei "padri" dell'indice, Robert Shiller, la flessione del mercato immobiliare americano non è ancora terminata, e per assorbire l'eccesso attuale di offerta sarà necessario un ulteriore calo che per alcuni potrebbe sfiorare un altro 25%. L'indicazione che proviene da altri indicatori è tuttavia meno negativa: a maggio il numero dei contratti firmati per l'acquisto di nuove abitazioni nel paese è salito dell'8,2% rispetto ad aprile e del 13,4% a/a superando ampiamente le previsioni, dopo la flessione di aprile.

Nel Regno Unito, dove si era verificato uno degli aumenti maggiori durante il periodo di boom (e dove i prezzi risultano ancora sopravvalutati del 28% circa) le quotazioni degli immobili sono scese dell'1,2% e i prezzi sono previsti in ulteriore calo almeno fino al 2012. Secondo un rapporto della PwC's pubblicato a inizio luglio, le quotazioni immobiliari nel paese dovrebbero recuperare il valore del 2007 solo nel 2015. La lunga fase di aumento dei prezzi ha determinato nel Regno Unito un abbassamento del livello del tasso di proprietà, e la nascita di quella che viene ormai definita la generazione degli affittuari. In particolare, si stima che due terzi di coloro i quali oggi

<sup>1</sup> Confronto con la media di lungo periodo del rapporto tra prezzo di vendita e affitto.

hanno un'età compresa tra i 20 e i 45 anni non abbia alcuna speranza di acquistarne una durante l'intera vita, anche a causa dell'inasprimento delle condizioni richieste dalle banche per concedere un mutuo. A partire dall'autunno del 2008, infatti, le banche inglesi richiedono un deposito di importo pari ad almeno il 20-25% del valore dell'immobile, contro il 5-10% del periodo precedente la crisi finanziaria.

### I prezzi delle abitazioni negli Stati Uniti

(var % a/a dell'Indice Case Shiller ten)



Fonte: S&P

### In Italia forte calo delle compravendite

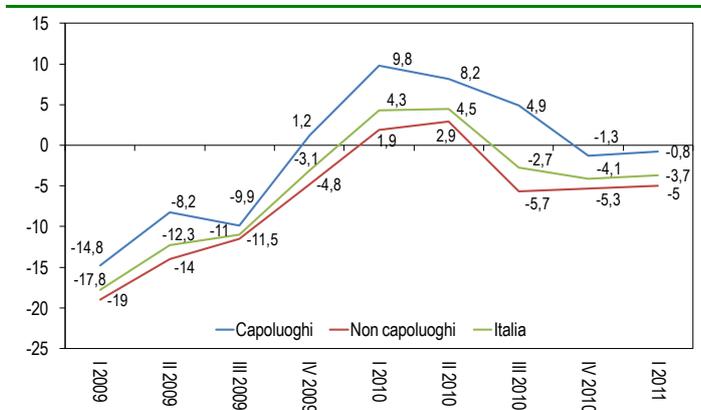
La caratteristica principale del mercato immobiliare italiano, in questa fase di discesa del ciclo, è rappresentata soprattutto dal forte calo del numero delle compravendite, cui non ha fatto seguito una flessione analoga dei prezzi. In Italia le ultime rilevazioni condotte da Nomisma indicano una flessione delle quotazioni degli immobili residenziali dell'ordine dello 0,7% nel 1° semestre dell'anno rispetto ai sei mesi precedenti, e pari a -1,2% su base annua. I prezzi riferiti alle 13 principali aree urbane nel nostro paese risultano in flessione dal secondo semestre del 2008, ma in quasi tre anni il calo cumulato è stato poco più del 7% in termini nominali, mentre rispetto al 2006 i prezzi risultano ancora in lieve crescita (+1%).

Dopo aver toccato il massimo di 869.000 compravendite nel 2007, il mercato ha iniziato una lunga fase di contrazione. Nel primo trimestre del 2011 il numero delle compravendite complessive in Italia è sceso del 3,6% a/a, dopo il -3,4% e il -2,3% del IV e del III trimestre del 2010. Il calo è stato particolarmente evidente nel comparto commerciale, dove la consistente flessione del periodo gennaio-marzo (-8,9%) segue un intero 2010 di flessione che nel terzo trimestre ha toccato il punto più basso (-10% su base annua).

Il numero di unità immobiliari residenziali compravendute, secondo i dati dell'Agenzia del Territorio, è arrivato nel I trimestre 2011 a 136.718; si tratta del numero più basso di transazioni registrate in un primo trimestre. Rispetto a questa data, il calo peggiore si osserva nelle regioni del Nord (-28%), seguite da quelle del Centro (-23%) e del Sud (-21%). La flessione è maturata soprattutto nei comuni non capoluogo (-5% a/a nel I trimestre), che registrano la terza flessione trimestrale consecutiva. Nei comuni capoluogo il dato di gennaio-marzo (-0,8%), insieme a quello relativo al IV trimestre 2010, tende a rinnovare una fase di flessione che sembrava terminata dopo i quattro trimestri consecutivi di crescita (IV 2008-II 2009).

### Andamento delle compravendite residenziali nei comuni capoluogo e non capoluogo

(var % a/a)



Fonte: Agenzia del Territorio.

In controtendenza risulta il dato relativo alle compravendite residenziali nelle otto principali città italiane per numero di abitanti (+2% a/a). Il dato si compone di andamenti divergenti tra le varie città: positivi i dati relativi a Roma (+1,3%), Torino (+8,7%), Genova (+5,2%), Palermo (+2,4%) e Bologna (+5,7%), mentre risultano in flessione, anche se in alcuni casi modesta, Milano (-0,9%), Napoli (-1,5%) e Firenze (-0,6%). Roma e Genova sono le uniche due città in cui il mercato risulta in crescita ininterrottamente dal III trimestre del 2009.

Secondo Nomisma, a fine anno il numero complessivo delle compravendite (residenziali e non) dovrebbe scendere fino a 590.663, per poi cominciare a salire nel 2012 (+0,7% circa) e recuperare la soglia delle 600mila unità nel 2013.

Il consistente calo dei volumi scambiati si è accompagnato anche a un aumento dell'offerta di nuove abitazioni: secondo le ultime rilevazioni Nomisma, il rapporto tra il numero di concessioni rilasciate per la costruzione di nuove abitazioni e il numero di nuove famiglie è risultato pari a circa uno a Venezia, Padova, Milano, Torino, Cagliari, Bari e Bologna, mentre in altre città è sceso a 3,6 nuove famiglie per ogni nuova concessione. A Palermo, Genova, Napoli, Catania, Firenze e Roma è stata rilasciata 1 concessione per ogni due nuove famiglie. Se l'offerta appare abbondante, lo stesso non accade per la domanda; l'eccesso di offerta, unito a una certa vischiosità dei prezzi, rende il mercato illiquido, cosa che ha come conseguenza soprattutto un allungamento dei tempi medi di vendita, arrivati a quasi sette mesi dai poco più di tre del 2002.

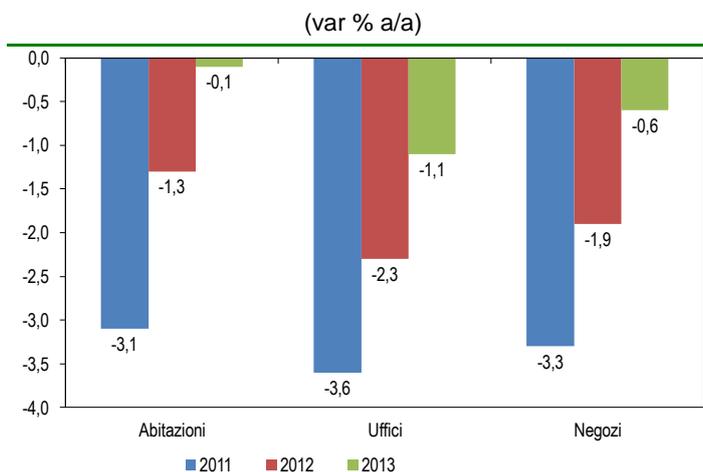
Per cercare di quantificare il livello di liquidità dei diversi mercati metropolitani, Nomisma ha elaborato un indicatore che combina una serie di variabili, quali l'andamento delle compravendite, l'aggiustamento tra prezzo iniziale di offerta e di domanda, il tempo medio necessario per portare a termine la transazione. Nell'indicatore vengono inoltre considerate variabili macroeconomiche, ad esempio l'effetto della dinamica inflazionistica.

Rispetto al valore base dell'indice riferito al mercato di Milano (considerato il meno illiquido) nel primo semestre dell'anno sono risultati sufficientemente liquidi (valore dell'indice prossimo a 100) anche quelli di Padova e Roma, mentre Genova, Torino,

Bari, Napoli e Palermo mostrano le situazioni più complesse in termini di liquidità (valori più elevati dell'indice). L'osservazione di una serie storica a partire dal 2000 mostra come l'indice abbia cominciato una fase di stabile ascesa dal I semestre del 2008, a ridosso della crisi economica, per poi ripiegare a fine 2010 e tornare a descrivere una situazione di elevata illiquidità nei primi sei mesi del 2011.

La fase di forte rallentamento delle compravendite dovrebbe riflettersi anche sull'andamento sui prezzi. Secondo le ultime previsioni, a fine 2011 le quotazioni delle abitazioni nelle 13 principali aree urbane dovrebbero registrare un calo del 3% circa, duplicando la caduta prevista a inizio anno; nel 2012 il calo proseguirebbe, anche se a ritmo meno sostenuto (-1,2%), per poi fermarsi nel 2013. Leggermente più accentuata è la flessione prevista a fine di quest'anno per il comparto uffici (-3,6%), anche in questo caso in peggioramento rispetto alle previsioni precedenti, mentre per i negozi il calo sarebbe del 3,3%.

### Previsioni sull'andamento dei prezzi degli immobili delle 13 principali grandi aree metropolitane italiane



Fonte: Nomisma.

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.