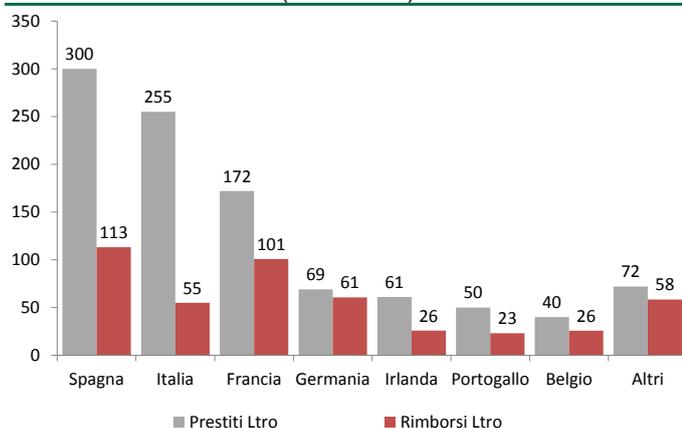


focus

settimanale del Servizio Studi BNL

Prestiti e rimborsi tra la Bce e le banche europee con operazioni Ltro

(mld di euro)



Fonte: Sole 24 Ore, Bce, banche centrali nazionali.

Tra le misure straordinarie adottate dalla Bce durante la crisi finanziaria, le due operazioni aggiuntive di **rifinanziamento a lungo termine (Ltro)** di dicembre 2011 e marzo 2012 sono quelle ad aver avuto maggiori effetti sulla liquidità. Il sistema bancario europeo ha registrato una liquidità in eccesso che ha raggiunto il livello massimo di 850 mld di euro a marzo 2012 provocando considerevoli effetti sulla dinamica dei tassi del mercato monetario a breve termine. A partire da inizio 2013 la liquidità in eccesso del sistema bancario è andata progressivamente calando. Molte banche hanno esercitato la facoltà di rimborso anticipato prevista dalle operazioni Ltro a tre anni. In Germania, Olanda e Austria le banche hanno rimborsato la gran parte dei fondi, in Francia e Belgio i rimborsi sono stati superiori al 50%, in Spagna (38%), Italia (22%) e Portogallo (14%) la quota rimborsata è stata molto inferiore.

Alcuni studi hanno stimato come dal punto di vista macroeconomico **l'insieme delle misure messe in campo dalla Bce** durante la crisi abbia fornito, principalmente attraverso il canale del credito, un notevole sostegno all'economia italiana, con un effetto cumulato sulla crescita del Pil pari a 2,7 punti percentuali nel periodo 2012-2013, evitando una riduzione dei finanziamenti e una flessione del Pil ancora più accentuate.

03

28 gennaio
2014

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



La Bce e gli interventi a sostegno della liquidità

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

L'avvio della prima crisi finanziaria e le tensioni sui debiti sovrani hanno richiesto da parte della Bce l'adozione di misure straordinarie per garantire al sistema bancario liquidità sufficiente per il finanziamento dell'economia.

Nell'ultimo biennio i maggiori effetti sulla liquidità complessiva del sistema sono stati prodotti da due operazioni addizionali di rifinanziamento a lungo termine (Ltro) entrambe con scadenza a tre anni. Dopo tali operazioni la liquidità del sistema bancario europeo è divenuta particolarmente abbondante. Il sistema ha registrato una liquidità in eccesso che ha raggiunto il livello massimo di 850 miliardi di euro a marzo 2012 provocando considerevoli effetti sulla dinamica dei tassi del mercato monetario a breve termine.

A partire da inizio 2013 molte banche hanno esercitato la facoltà di rimborso anticipato prevista dalle operazioni Ltro a tre anni e la liquidità in eccesso del sistema bancario è andata progressivamente calando. Tra dicembre 2012 e novembre 2013 la liquidità in eccesso è stata in media pari a 168 mld di euro, in calo di oltre 450 mld di euro.

La distribuzione geografica delle banche che a fine 2013 hanno restituito anticipatamente i prestiti Ltro denota una certa disomogeneità. In Germania, Olanda e Austria le banche hanno rimborsato la gran parte dei fondi, in Francia e Belgio i rimborsi sono stati superiori al 50%; in Spagna (38%), Italia (22%) e Portogallo (14%) la quota rimborsata è stata molto inferiore.

Secondo alcuni studi l'immissione di liquidità da parte delle banche centrali sarebbe inefficace durante i periodi di crisi, perchè verrebbe accumulata dalle singole banche e non fluirebbe quindi né all'interno del sistema bancario né verso l'economia reale. Una recente analisi evidenzia come questo fenomeno non abbia trovato riscontro nel sistema italiano. Nel periodo 2007-2011 le banche italiane che hanno fatto maggiore ricorso al rifinanziamento della banca centrale sono quelle che più hanno prestato alle altre banche attraverso il mercato interbancario e hanno fornito più credito a imprese e famiglie.

Alcuni studi hanno stimato che dal punto di vista macroeconomico l'insieme delle misure messe in campo dalla Bce abbia fornito, principalmente attraverso il canale del credito, un notevole sostegno all'economia italiana, con un effetto cumulato sulla crescita del Pil pari a 2,7 punti percentuali nel periodo 2012-2013, evitando una riduzione dei prestiti e una flessione del Pil ancora più accentuate.

La politica monetaria in condizioni neutrali di liquidità

I meccanismi di funzionamento della politica monetaria prima della crisi finanziaria del 2008 erano fondati sulla determinazione da parte dell'Eurosistema (costituito dalla Banca centrale europea e dalle Banche centrali nazionali) di un'offerta complessiva di liquidità determinata dal fabbisogno aggregato di liquidità del settore bancario. Il fabbisogno di liquidità era determinato dalla necessità delle banche di assolvere all'obbligo di riserva presso la Banca centrale e dai cosiddetti fattori autonomi, quali ad esempio il fabbisogno di circolante da parte del pubblico e quello derivante dalle movimentazioni dei conti delle Pubbliche amministrazioni. Grazie alle previsioni che le banche centrali nazionali (Bcn) elaborano quotidianamente su tali fattori, la Bce può commisurare l'entità del finanziamento all'effettivo fabbisogno del sistema.

L'aggregato di riferimento era relativo al fabbisogno complessivo di liquidità del mercato e non a quello relativo alle singole banche. L'importo fissato veniva poi aggiudicato settimanalmente mediante le c.d. "operazioni di rifinanziamento principale", ossia mediante un'asta a tasso variabile con un tasso minimo di offerta determinato dal Consiglio direttivo della Bce.

Attraverso questo meccanismo la Bce è stata in grado di manovrare i tassi del mercato monetario a breve termine grazie a una redistribuzione dei fondi tra le banche con liquidità in eccesso verso quelle con carenza di liquidità. La possibilità di accedere facilmente al credito privato non incentivava le banche a mantenere riserve in eccesso dal momento che il tasso di remunerazione risultava inferiore a quello di mercato. Questo meccanismo consentiva, a livello di sistema, di mantenere la liquidità in eccesso su livelli molto contenuti.

La Bce e la gestione della liquidità durante la crisi

L'avvio della prima crisi finanziaria del 2008 e le tensioni sui debiti sovrani hanno richiesto da parte della Bce l'adozione di misure straordinarie. Nel 2008 all'indomani del fallimento di Lehman Brothers, la Bce, oltre ad intervenire sul tasso di riferimento con una serie di tagli (per complessivi 325 pb tra ottobre 2008 e maggio 2009), ha messo in atto una politica di supporto al credito attraverso l'utilizzo di un mix di strumenti non convenzionali.

Una delle misure adottata ad ottobre del 2008 riguardò l'erogazione di liquidità a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti e durata variabile da una settimana a un anno. Il meccanismo ha riguardato quindi anche le cosiddette operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (Ltro). Di fatto, con questo provvedimento, la Bce ha reso disponibile alle banche una liquidità illimitata, vincolata solo alla disponibilità di un collaterale per accedere al finanziamento. L'obiettivo era quello di mantenere sufficiente liquidità nel sistema bancario per supportare il credito a imprese e famiglie a fronte delle difficoltà registrate sul mercato interbancario. Inoltre, considerando che le banche potevano avere accesso ai finanziamenti della Bce solo se in possesso di un collaterale adeguato la Bce ha lanciato un programma di ampliamento della lista di strumenti da poter fornire a garanzia.

A livello di sistema il nuovo meccanismo d'asta ha generato liquidità in eccesso poiché la domanda di rifinanziamento da parte delle banche è stata superiore al fabbisogno aggregato di fondi derivante dagli obblighi di riserva e dai fattori autonomi di liquidità. Le banche, nel timore di non poter accedere al mercato monetario a costi sostenibili, hanno pertanto aumentato la domanda di liquidità anche a scopo precauzionale.

Le operazioni Ltro con opzione di rimborso e gli effetti sulla liquidità e sui tassi

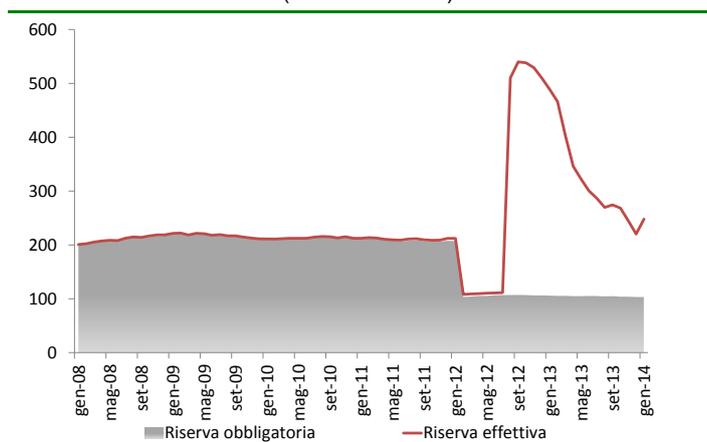
I maggiori effetti sulla liquidità complessiva del sistema sono stati prodotti da due Ltro addizionali, entrambe con scadenza a tre anni che la Bce ha regolato il 22 dicembre del 2011 e l'1 marzo del 2012. Per rendere più attrattive tali operazioni, è stata data alle controparti l'opzione di rimborsare su base settimanale, in tutto o in parte, gli importi ottenuti dall'Eurosistema a partire da un anno circa dalla data dell'operazione. Le difficili condizioni di raccolta prevalenti sul mercato in quel momento, il tasso di interesse vantaggioso rispetto ai tassi di mercato e l'opzione di rimborso anticipato hanno generato una domanda significativa per entrambe le Ltro. La prima operazione ha visto la partecipazione di 523 controparti, per un ammontare di circa 490 miliardi di euro. La seconda operazione è stata ancora più ingente, con 800 controparti e un volume di circa 530 miliardi di euro. Nel complesso, le aggiudicazioni nelle due

operazioni hanno dato luogo a un incremento netto dell'offerta di liquidità da parte dell'Eurosistema di circa 480 miliardi di euro.

Dopo tali operazioni la liquidità del sistema bancario europeo è diventata particolarmente abbondante. A inizio marzo 2012 la liquidità in eccesso (definita come le giacenze dei depositi overnight presso l'Eurosistema, più le giacenze del conto di riserva eccedenti l'obbligo di riserva) ha raggiunto il livello massimo di 850 miliardi di euro.

Area dell'euro: requisito di riserva bancaria obbligatoria e riserva effettiva

(miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Bce

La maggiore o minore liquidità produce effetti sui tassi di interesse del mercato monetario. In presenza di liquidità in eccesso aumenta la probabilità che una singola banca a fine giornata debba ricorrere ai depositi presso la banca centrale, inducendo un calo dei tassi del mercato monetario a breve termine. Di fatto la liquidità in eccesso ha spinto i tassi di interesse medi del mercato monetario a breve termine su un livello di poco superiore al tasso sui depositi presso la banca centrale e quindi al di sotto del tasso di interesse applicato sulle operazioni di rifinanziamento principale.

A partire da inizio 2013, tuttavia, la liquidità in eccesso del sistema bancario è andata progressivamente calando. Molte banche hanno esercitato la facoltà di rimborso anticipato prevista dalle operazioni Ltro a tre anni. Tra dicembre 2012 e novembre 2013 la liquidità in eccesso è stata in media pari a 168 mld di euro, registrando un calo di oltre 450 mld di euro di cui circa 380 provenienti dai rimborsi delle Ltro a tre anni e oltre 50 mld di euro dalla dinamica dei fattori autonomi di liquidità.

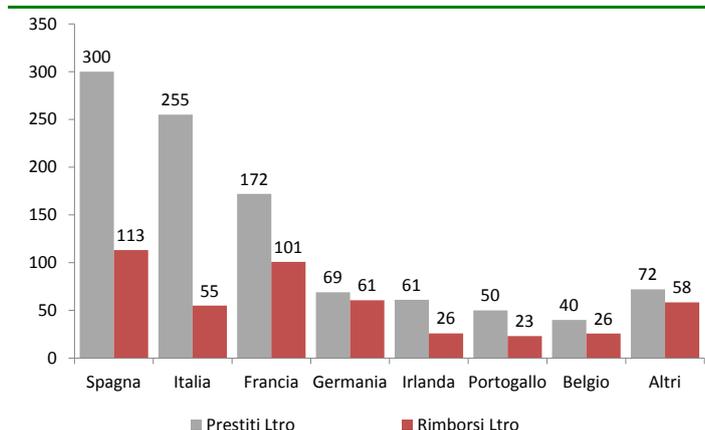
A gennaio 2014 la liquidità detenuta dalle banche presso l'Eurosistema in eccesso rispetto all'obbligo di riserva si è ulteriormente ridotta, pur mantenendosi ancora abbondante (155 miliardi). Alla fine di dicembre 2013 il totale dei rimborsi ammontava a 446 miliardi, pari a circa il 44 per cento dei finanziamenti forniti mediante queste due operazioni.

La distribuzione geografica delle banche che hanno restituito anticipatamente i prestiti Ltro denota una certa disomogeneità: le banche tedesche hanno rimborsato 61 dei 69 mld presi in prestito (88% del totale) e anche in Olanda e Austria le banche hanno rimborsato la gran parte dei fondi; in altri paesi come Francia e Belgio i rimborsi superano il 50%, mentre nei paesi cosiddetti periferici le quote rimborsate sono state molto inferiori. A fine 2013 le banche italiane hanno rimborsato poco più del 20% (55

dei 255 mld di euro) dei fondi ottenuti nelle due Ltro, quelle spagnole circa il 38% dei 300 mld presi in prestito, quelle portoghesi meno del 15%. Nel complesso Italia, Spagna, Portogallo e Irlanda detengono oltre l'80% dei fondi ancora da restituire.

Prestiti e rimborsi tra la Bce e le banche europee con operazioni Ltro

(mld di euro)



Fonte: Sole 24 Ore, Bce, banche centrali nazionali.

Un'analisi condotta dalla Bce sui bilanci di 393 banche ha evidenziato come la maggioranza delle banche che avevano rimborsato (in tutto o in parte) i fondi ricevuti ha indicato come principali motivi di rimborso la disponibilità di finanziamenti di mercato a condizioni concorrenziali e la minore necessità di riserve di liquidità.

In media, dalla conduzione della seconda Ltro a tre anni nel febbraio 2012, le banche che hanno effettuato rimborsi hanno beneficiato di un afflusso molto maggiore di depositi rispetto a quelle che non ne hanno effettuati, e che invece hanno subito, in media, un deflusso di depositi da parte del settore non finanziario.

La migliorata raccolta di depositi, di conseguenza, sembra essere stata un importante fattore all'origine delle decisioni di rimborso. L'afflusso di depositi registrato dal marzo 2012 dalle banche che hanno effettuato rimborsi è stato di circa 150 miliardi di euro, un ammontare considerevole rispetto al rimborso aggregato di 380 miliardi di euro.

Le banche che non hanno rimborsato fondi hanno dichiarato invece che la loro decisione era motivata dall'accesso ai finanziamenti presso l'Eurosistema a condizioni convenienti in termini di prezzo o dalla volontà di mantenere riserve di liquidità.

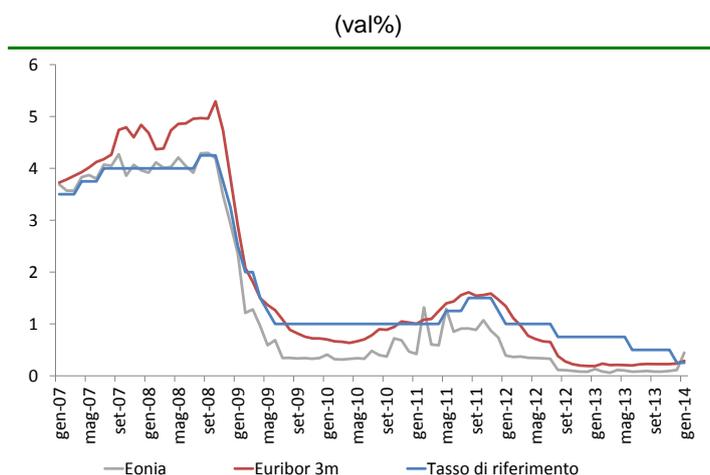
I rimborsi, quindi, riflettono in ampia misura il miglioramento delle condizioni del mercato finanziario. La raccolta di depositi a condizioni più favorevoli rispetto a prima e un più agevole accesso al mercato obbligazionario hanno rappresentato un'importante determinante delle decisioni di rimborso anticipato da parte delle banche nell'area dell'euro. Resta comunque aperto l'accesso delle banche a quantitativi illimitati di liquidità per effetto del mantenimento della procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi richiesti. Il presidente della Bce Mario Draghi ha sottolineato che questo meccanismo rimarrà in essere "fino a quando sarà necessario" e quantomeno fino al luglio 2015, come stabilito dalla decisione presa dalla Bce il 7 novembre 2013.

La recente dinamica dei tassi monetari

La Bce regola l'offerta di liquidità bancaria mediante le operazioni di mercato aperto con l'obiettivo di stabilizzare i tassi di mercato a breve termine. Prima della crisi finanziaria, in condizioni bilanciate di liquidità, l'indice Eonia (*euro overnight index average*)¹ risultava stabilmente in linea con il tasso di riferimento deciso dal Consiglio direttivo della Bce. Gli effetti delle manovre non convenzionali e la liquidità sul mercato hanno portato l'Eonia stabilmente al di sotto del tasso di riferimento.

A fine 2013 si è registrato nell'Area euro un aumento della volatilità e dei livelli dei tassi di interesse del mercato monetario in un contesto caratterizzato da una maggiore domanda di riserve di liquidità a scopo precauzionale dovuto all'avvicinarsi della fine dell'anno. I valori registrati dall'Eonia e la volatilità delle quotazioni, a fine 2013 sono aumentati per effetto della domanda precauzionale di riserve di liquidità per far fronte alle scadenze di fine anno. I valori nel mese di dicembre sono stati compresi tra lo 0,14 e lo 0,22 per cento a fronte di una media relativa all'intero 2013 pari a 0,9. Il 31 dicembre 2013 l'Eonia ha segnato un brusco rialzo, raggiungendo lo 0,45 per cento, per poi tornare su livelli compresi tra lo 0,10 e lo 0,15 per cento agli inizi di gennaio 2014.

Eurozona: tassi del mercato monetario



Fonte: Thomson Reuters

Parallelamente, lo scorso dicembre anche i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono aumentati per poi ridiscendere dopo la fine dell'anno. Con l'inizio del nuovo anno, tuttavia, le pressioni sui tassi del mercato monetario si sono attenuate, con la riduzione della domanda di liquidità. A inizio gennaio 2014 i tassi Euribor nelle scadenze comprese tra uno e dodici mesi quotavano tra 0,20 e 0,55%, mantenendosi alcuni punti base sopra il livello registrato un mese prima.

A metà gennaio 2014 l'Eonia e l'Euribor (il tasso sui prestiti interbancari a tre mesi senza garanzia) erano pari a 0,15 e a 0,28 per cento rispettivamente, da 0,08 e 0,22 alla fine di settembre.

¹ L'indice Eonia è pari alla media ponderata dei tassi di interesse sui depositi interbancari a un giorno praticati dai principali operatori dell'area.

Liquidità e credito durante la crisi in Italia

Alcuni studi² sugli effetti degli interventi della Bce a favore della liquidità hanno ipotizzato in periodi di crisi un effetto di accaparramento della liquidità da parte delle banche. Secondo questa ipotesi, l'immissione di liquidità da parte delle banche centrali sarebbe inefficace durante i periodi di crisi, perché verrebbe accumulata dalle singole banche e non fluirebbe quindi né all'interno del sistema bancario né verso l'economia reale. Una recente analisi³ evidenzia come questo fenomeno non abbia trovato riscontro nel sistema italiano. Il lavoro indaga congiuntamente i due principali mercati all'ingrosso della liquidità, le operazioni di rifinanziamento della banca centrale (mercato primario) e il mercato interbancario (mercato secondario della liquidità) dove la liquidità ottenuta nel mercato primario viene ridistribuita tra le banche. I dati evidenziano come la liquidità immessa dalla banca centrale non sia rimasta improduttiva, ma sia stata canalizzata all'economia attraverso il sistema bancario. L'analisi empirica evidenzia come nel periodo 2007-2011 le banche italiane che hanno fatto maggiore ricorso al rifinanziamento della banca centrale sono quelle che più hanno prestato alle altre banche attraverso il mercato interbancario e hanno fornito più credito a imprese e famiglie. I risultati sembrano dunque contraddire l'ipotesi di accaparramento della liquidità dimostrando l'efficacia delle misure di politica monetaria adottate durante la crisi.

L'effetto delle misure non convenzionali della Bce sull'economia italiana

Un recente studio della Banca d'Italia⁴ ha stimato l'impatto sull'economia italiana delle principali misure di politica monetaria non convenzionali adottate dalla Bce nel biennio 2011-2012. L'analisi prende in esame gli effetti delle misure non convenzionali adottate dalla Bce a seguito dell'acuirsi delle tensioni sui debiti sovrani, in particolare: a) la riattivazione del Securities Market Programme (Smp), esteso ai titoli governativi italiani e spagnoli; b) l'offerta di prestiti a tre anni alle banche attraverso le due operazioni di rifinanziamento a lungo termine (Ltro) operate a dicembre 2011 e febbraio 2012; c) l'annuncio a settembre 2013 delle Outright Monetary Transactions (Omt).

L'Smp è stato introdotto dalla Bce con l'intento di ridurre la volatilità dei rendimenti assicurando liquidità e spessore ai segmenti del mercato dei titoli sovrani caratterizzati da disfunzioni rispetto alle condizioni di normalità. Le Ltro, come evidenziato in precedenza, miravano invece a migliorare le condizioni di liquidità delle banche in modo da ridurre il rischio di una restrizione del credito all'economia. La finalità delle Omt è invece quella di impedire che forti tensioni sui mercati del debito sovrano possano portare a innalzamenti eccessivi dei tassi di interesse, che porterebbero ad un inasprimento delle condizioni di finanziamento di banche e imprese e di conseguenza a un'accentuazione della fase recessiva del ciclo economico di un paese.

Le Omt consistono nell'acquisto diretto da parte della Bce di titoli di stato a breve termine (con scadenza compresa tra uno e tre anni) senza limiti ex ante all'ammontare complessivo degli interventi ed emessi da paesi in difficoltà macroeconomica grave. Il presupposto è che il paese abbia avviato un programma di aiuto finanziario o un

² Cfr. Edlin A.S., Jaffee D.M. (2009): "Show me the money", The Economist Voice, Berkeley Electronic Press 6(4). Brunetti C., Di Filippo, M., Harris JH (2011): "Effects of Central Bank Intervention on the Interbank Market During the Subprime Crisis", Review of Financial Studies, 24-6.

³ Affinito M. (2013): "Central bank refinancing, interbank markets and the hypothesis of liquidity hoarding: evidence from a euro-area banking system", Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 928.

⁴ Casiraghi M., Gaiotti E., Rodano L. Secchi A. (2013): "The impact of unconventional monetary policy on the Italian economy during the sovereign debt crisis". Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza.

programma precauzionale con il Meccanismo Europeo di Stabilità o con la Struttura Europea per la Stabilità Finanziaria.

Con riferimento all'Italia le misure non convenzionali introdotte dalla Bce hanno avuto come effetti: a) l'acquisto da parte della Bce di un ammontare pari a circa 100 mld di euro di titoli pubblici nell'ambito del programma Smp; b) un ammontare totale di 255 mld di euro presi a prestito dalle banche italiane con le operazioni Ltro.

Nessun paese dell'eurozona ha invece fatto ricorso alle Omt. I mercati, tuttavia, hanno reagito positivamente registrando il segnale di policy che la Bce ha voluto inviare predisponendo questo strumento nel caso i cui uno dei paesi membri si dovesse trovare a fronteggiare un andamento economico particolarmente avverso.

Le stime effettuate dallo studio della Banca d'Italia consentono di verificare il grado di coerenza tra gli obiettivi delle azioni e gli effetti conseguiti. In particolare i dati hanno evidenziato come l'Smp abbia avuto successo nel contrastare l'incremento dei rendimenti dei titoli, portando a una riduzione di due punti base per ogni miliardo di euro di acquisti effettuati dalla Bce.

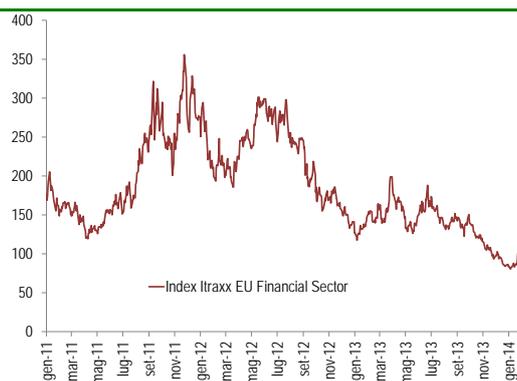
Le Ltro hanno avuto un impatto positivo sull'offerta di credito e sui mercati monetari, contribuendo a ridurre gli spread del mercato monetario e a rivitalizzare il canale di finanziamento interbancario. Nonostante la flessione nella dinamica dei prestiti, le evidenze empiriche segnalano che le operazioni Ltro hanno contribuito a rendere tale flessione meno accentuata.

L'annuncio delle Omt effettuato dal Presidente della Bce Mario Draghi il 26 luglio 2013 è stato seguito da una immediata flessione dello spread dei titoli decennali rispetto al Bund tedesco, flessione che si è consolidata nei mesi di agosto e settembre in concomitanza con gli annunci del Consiglio direttivo della Bce in merito a questa tipologia di interventi.

Nel complesso è stato stimato che dal punto di vista macroeconomico l'insieme delle misure messe in campo dalla Bce ha fornito principalmente attraverso il canale del credito, un forte sostegno all'economia italiana, con un effetto cumulato sulla crescita del Pil pari a 2,7 punti percentuali nel periodo 2012-2013. Le misure, pur non avendo evitato all'economia italiana di entrare in recessione, hanno tuttavia evitato una riduzione dei prestiti e una flessione del Pil ancora più accentuate.

Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

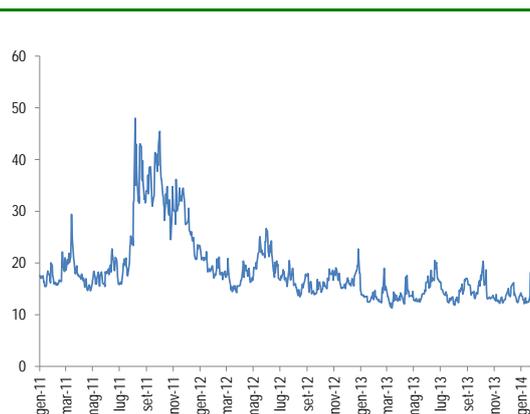
Indice Itraxx Eu Financial



Fonte: Thomson Reuters

I premi al rischio passano da 84 a 101 pb.

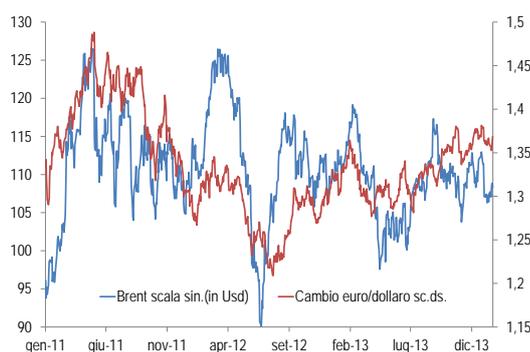
Indice Vix



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Vix nell'ultima settimana sale a quota 18.

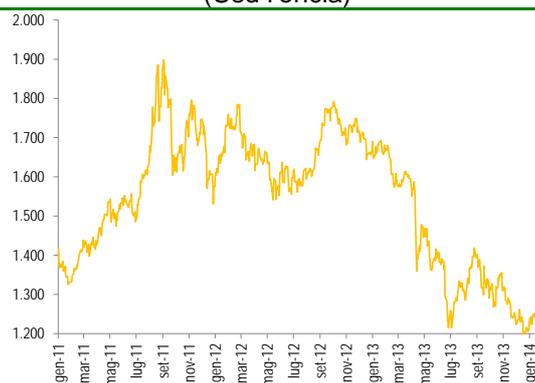
Cambio euro/dollaro e quotazioni Brent (Usd per barile)



Fonte: Thomson Reuters

Il tasso di cambio €/€ a 1,37. Il petrolio di qualità Brent quota \$108 al barile.

Prezzo dell'oro (Usd l'oncia)



Fonte: Thomson Reuters

Il prezzo dell'oro rimane sotto i 1.300 dollari l'oncia.

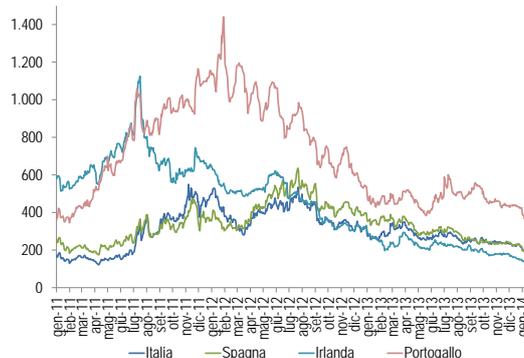
Borsa italiana: indice Ftse Mib



Fonte: Thomson Reuters

Il Ftse Mib sale oltre quota 19.000.

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



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Thomson Reuters

I differenziali con il Bund sono pari a 362 pb per il Portogallo, 139 pb per l'Irlanda, 213 pb per la Spagna e 224 pb per l'Italia.

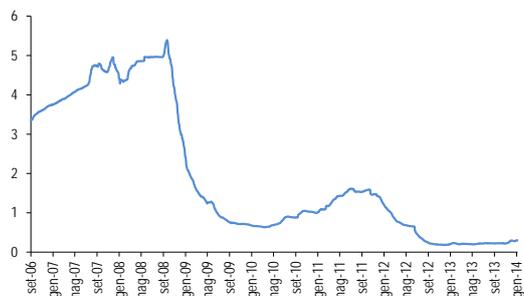
Indice Baltic Dry



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Baltic Dry nell'ultima settimana continua a scendere sotto quota 2.000.

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



Fonte: Thomson Reuters

L'euribor 3m resta costante 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.

