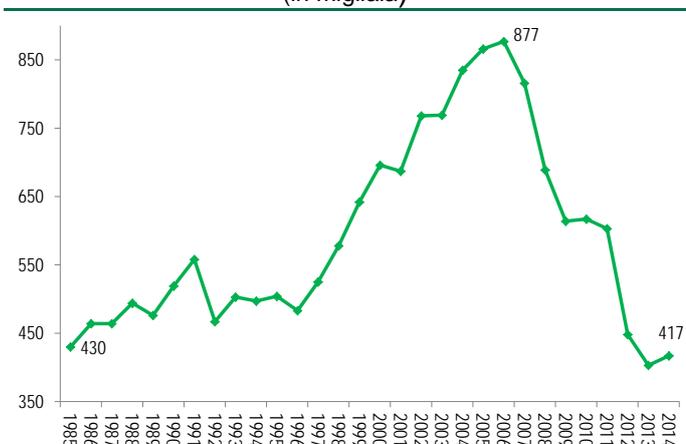


# focus

settimanale del Servizio Studi BNL

## Numero delle compravendite immobiliari in Italia

(in migliaia)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Agenzia delle entrate

Il **mercato immobiliare** mostra segnali di ripresa sia in Europa sia Negli Stati Uniti. A fronte di una crescita generalizzata dei prezzi si osservano tuttavia alcune criticità.

Dopo più di tre anni di variazioni tendenziali negative, i prezzi delle abitazioni nei paesi dell'area euro hanno ricominciato a salire, in particolare in Irlanda e Germania, dove il valore delle compravendite nel 2014 è arrivato a €190 mld, il 50% in più del 2009.

Negli **Stati Uniti l'indice Case Shiller National a gennaio ha registrato un aumento del 4,5% a/a** mentre i pignoramenti sono scesi del 61% rispetto al picco del 2010. L'andamento del comparto immobiliare nel paese continua ad avere un forte impatto sul mercato del lavoro: la forte crescita dei prezzi in alcune grandi città che concentrano produzioni ad elevato valore aggiunto ha determinato la carenza di personale specializzato, che preferisce lavori meno qualificati e pagati in regioni dove però le quotazioni immobiliari sono più basse.

**In Italia il mercato immobiliare mostra segnali contrastanti:** Istat in media d'anno nel 2014 i prezzi sono scesi del 4,2% a/a. Nel corso dell'anno passato è tornato però a crescere il numero delle compravendite residenziali arrivate a 417 mila, pari al 3,6% in più del 2013 ma il 52% in meno del picco registrato nel 2006. La fase di discesa delle quotazioni immobiliari e delle compravendite in Italia ha avuto un impatto rilevante soprattutto sul settore delle costruzioni il cui valore aggiunto nel IV trimestre del 2014 risultava del 33% inferiore al livello di inizio 2008.

14

17 aprile  
2015

## Immobiliare: si riparte?

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

Le implicazioni sistemiche che l'andamento del mercato immobiliare ha sull'economia globale sono ormai evidenti. Negli Stati Uniti 11 delle passate 14 recessioni hanno visto la loro origine nel mercato immobiliare. Secondo il Fondo Monetario Internazionale, due terzi delle ultime 50 crisi bancarie sistemiche sperimentate a livello mondiale sono state precedute da una brusca flessione dei prezzi degli immobili seguita a una fase di crescita eccessiva. In base a tali considerazioni il Fondo stesso e numerose banche centrali (tra cui la BCE) hanno avviato un monitoraggio sistematico delle condizioni del settore.

Dopo più di tre anni di variazioni tendenziali negative, i prezzi delle abitazioni nei paesi dell'area euro hanno ricominciato a salire. I rialzi si osservano in particolare in Irlanda, Germania, Portogallo e marginalmente in Spagna, sul fronte opposto spicca invece l'Italia. In Germania la variazione media dei prezzi oscilla intorno al +4%, e il valore delle compravendite nel 2014 è arrivato a 190 mld di euro, il 50% in più del 2009.

Negli Stati Uniti l'indice Case Shiller National a gennaio ha registrato un aumento del 4,5% a/a dopo il +4% del 2014 e nel paese si assiste a un calo generalizzato dei pignoramenti, scesi a 1,12 milioni di unità (il 61% in meno rispetto al picco del 2010). L'andamento del comparto immobiliare nel paese continua ad avere un forte impatto sul mercato del lavoro: la forte crescita dei prezzi in alcune grandi città che concentrano produzioni ad elevato valore aggiunto ha determinato la carenza di personale specializzato, che preferisce lavori meno qualificati e pagati in regioni dove però le quotazioni immobiliari sono più basse.

In Italia il mercato immobiliare mostra segnali contrastanti: secondo le rilevazioni Istat in media d'anno nel 2014 i prezzi sono scesi del 4,2% rispetto al 2013. Nel corso dell'anno passato è tornato però a crescere il numero delle compravendite residenziali arrivate a 417 mila, pari al 3,6% in più del 2013 ma il 52% in meno del picco registrato nel 2006. La fase di discesa delle quotazioni immobiliari e delle compravendite in Italia ha avuto un impatto rilevante soprattutto sul settore delle costruzioni il cui valore aggiunto nel IV trimestre del 2014 risultava del 33% inferiore al livello di inizio 2008.

### Immobiliare, i perché dell'interesse

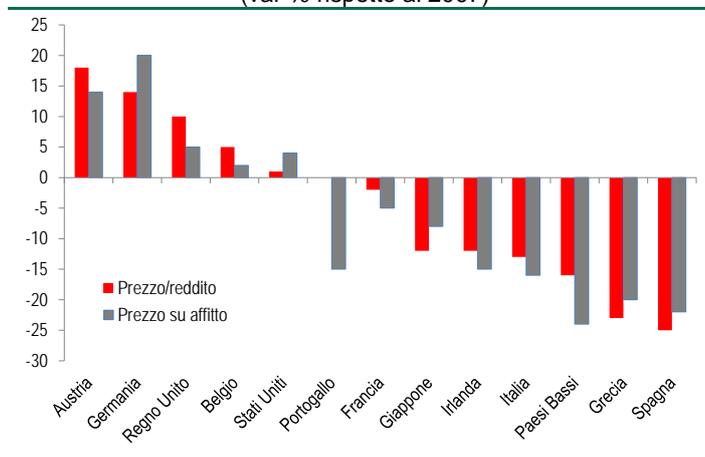
Le implicazioni sistemiche che l'andamento del mercato immobiliare ha sull'economia globale sono ormai evidenti. Negli Stati Uniti, i problemi del settore sono stati tra i fattori scatenanti sia della Grande Depressione del 1929 sia della Grande Recessione del 2007, ma a prescindere da questi due episodi (considerati "rari" per la virulenza che li ha caratterizzati) nel paese si contano altre undici recessioni minori (su quattordici complessive a partire dalla depressione del '29) in cui il mercato immobiliare ha giocato un ruolo fondamentale e in cui l'andamento degli investimenti nel settore si è dimostrato una variabile previsiva tra le più affidabili nell'indicare la durata e la profondità della crisi stessa. In tredici di queste recessioni la ripresa si è accompagnata a un forte aumento degli investimenti in costruzioni. Secondo il Fondo Monetario Internazionale, due terzi delle ultime 50 crisi bancarie sistemiche sperimentate a livello mondiale sono state precedute da una brusca flessione dei prezzi degli immobili seguita a una fase di crescita eccessiva.

Di recente l'interesse verso l'andamento del comparto è stato rivitalizzato dal dibattito sul ruolo che la rendita del capitale immobiliare avrebbe nel determinare la concentrazione della ricchezza nelle mani di una percentuale ridotta della popolazione, fenomeno osservato in molte economie occidentali negli ultimi anni.<sup>1</sup> Tali evidenze, insieme al peso che l'immobiliare ha nel portafoglio delle famiglie nei paesi sviluppati, ne hanno fatto uno dei comparti più seguiti dalle istituzioni finanziarie internazionali.

Il Fondo monetario internazionale ha di recente avviato un monitoraggio sistematico di alcuni indicatori ritenuti fondamentali per osservare l'insorgere di eventuali situazioni critiche, tra questi soprattutto il rapporto tra prezzo delle abitazioni e affitto e tra prezzo e reddito. Per ammissione degli stessi analisti del Fondo una tale valutazione è ancora allo stadio di "arte", lungi cioè dall'essere una scienza, poiché andrebbe corredata di informazioni su altre variabili, tra cui l'andamento del credito al comparto, l'indebitamento delle famiglie, eventuali altri canali di finanziamento, nonché valutazioni di natura qualitativa.

Tra i paesi analizzati dal Fondo (un gruppo assimilabile più meno ai paesi Ocse) circa la metà mostra valori degli indici del rapporto tra prezzi e reddito e tra prezzi e affitto superiori al valore del 2007, tra questi spiccano la Germania e il Regno Unito, mentre dal lato opposto Italia, Spagna, Grecia e Irlanda mostrano valori ampiamente inferiori a quelli del 2007. Per gli Stati Uniti entrambi i rapporti risultano vicini ai valori 2007, mentre per il Giappone, unico tra i paesi sviluppati a non aver conosciuto una fase di aumento dei prezzi né durante il periodo di boom, né successivamente, gli indicatori sono di oltre il 10% inferiori rispetto al 2007.

**Rapporto prezzo delle abitazioni su reddito e su affitto in alcuni paesi**  
(var % rispetto al 2007)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati FMI

### I prezzi in Europa e negli Stati Uniti

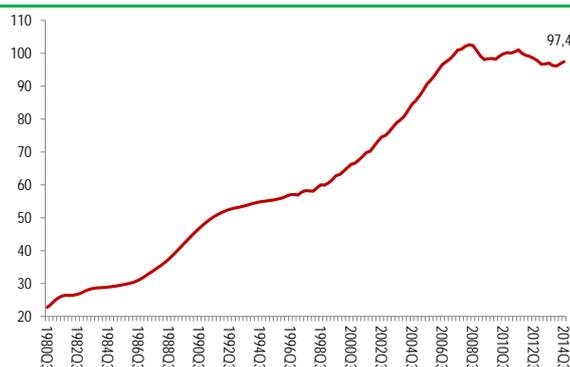
Dopo più di tre anni di variazioni tendenziali negative, i prezzi delle abitazioni nei paesi dell'area dell'euro hanno ricominciato a salire, sia pure lievemente. Il valore dell'indice calcolato dalla BCE in riferimento al prezzo medio delle abitazioni vecchie e nuove nei 19 paesi della moneta unica, dopo aver sperimentato notevoli oscillazioni negli ultimi

<sup>1</sup> Su questo punto si veda: Thomas Piketty, *Il capitale nel XXI secolo*, Bompiani, 2014 e The Economist, "NINMYs in the twenty-first century", 25 marzo 2015.

anni, si trova ora più o meno al livello di fine 2006. Secondo alcuni istituti specializzati questa nuova fase di crescita del ciclo immobiliare è alimentata anche dal *quantitative easing* e dal deprezzamento dell'euro, che favorisce la domanda anche di investitori esterni all'area.

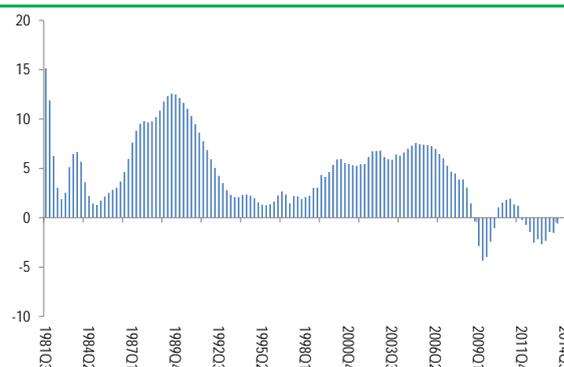
### Andamento dei prezzi delle abitazioni nell'area euro

(Numero indice, 2010=100)



### Variazione dei prezzi delle abitazioni nell'area euro

(var % a/a)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati BCE

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati BCE

Il valore dell'indice europeo dei prezzi è sintesi di andamenti molto divergenti tra i diversi paesi, a fronte di variazioni positive in Irlanda, Germania, Portogallo e marginalmente in Spagna e in alcuni dei paesi più piccoli dell'area, si osservano cali negli altri, tra cui soprattutto l'Italia. I mercati di Germania, Spagna e Irlanda mostrano alcuni elementi di particolare interesse.

In Germania i prezzi delle abitazioni registrano variazioni positive ininterrotte da inizio 2007 e l'indice ha raggiunto il valore più alto da quando la serie è disponibile (2003). Negli ultimi due trimestri del 2014 la variazione media ha viaggiato intorno al 4%, ma secondo alcune agenzie tedesche specializzate nel real estate nelle grandi città le quotazioni degli immobili residenziali sarebbero cresciute al ritmo del 6% circa su base annua cumulando (tra il 2010 e il 2014) una crescita superiore al 40%. In tutta la Germania nel solo 2014 il valore delle transazioni immobiliari sarebbe arrivato a 190 miliardi di euro, il 50% in più del valore compravenduto nel 2009.

La forte dinamica della quotazioni è all'origine delle preoccupazioni espresse più volte dalla Bundesbank riguardo la politica monetaria estremamente espansiva adottata dalla BCE, che potrebbe alimentare il gonfiamento di una bolla immobiliare. Secondo la Banca centrale tedesca i prezzi sarebbero cresciuti molto più di quanto giustificabile considerando l'andamento dell'economia e la crescita demografica. Negli ultimi anni la ricerca di asset sicuri e in grado di garantire buoni rendimenti ha determinato una forte crescita della domanda di immobili tedeschi (in particolare nelle principali città tra cui Berlino) soprattutto da parte di investitori provenienti da Italia, Israele, Russia, Stati Uniti e Cina. Nonostante il periodo di grande fermento dell'immobiliare tedesco, la percentuale di famiglie proprietaria dell'abitazione di residenza rimane comunque tra le più basse tra i paesi sviluppati (pari al 46%).

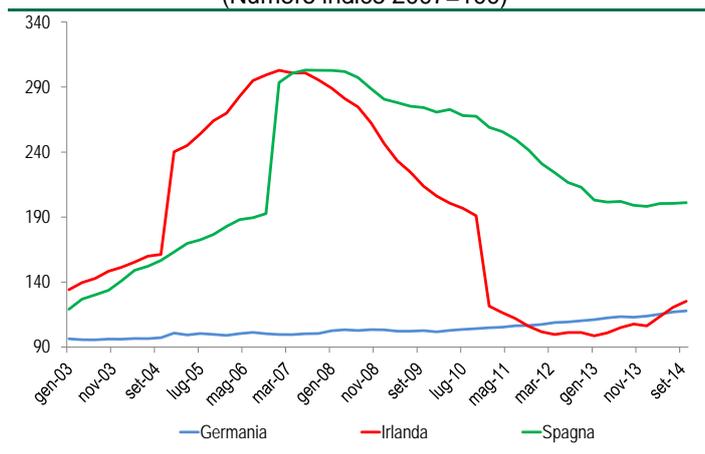
In Spagna dopo 25 trimestri di flessione ininterrotta, che hanno riportato l'indice dei prezzi degli immobili indietro a inizio 2007, le quotazioni delle abitazioni nell'ultimo trimestre dell'anno hanno registrato una crescita dell'1% su base annua. Per la Spagna

si tratta della prima volta in cui il recupero del comparto immobiliare non fa da traino alla ripresa economica, ma ne è al contrario trainato. Segnali di ripresa del comparto sono divenuti evidenti già da marzo, quando il numero delle domande di mutuo approvate, per la prima volta in quattro anni, ha ricominciato a crescere a doppia cifra, mettendo a segno a fine anno un incremento del 29% rispetto al 2013.

In Irlanda il mercato delle abitazioni si caratterizza per avere una volatilità ben superiore a quello degli altri paesi dell'area euro. Dopo una crescita straordinaria delle quotazioni registrata tra il 1993 e il 2006 (durante la quale l'indice dei prezzi con base 2010 è passato da 19,8 a 300,8) i prezzi sono crollati fino a gennaio 2013 (quando l'indice è sceso a 98) per poi ricominciare una crescita sostenuta. Nei quattro trimestri del 2014 le variazioni tendenziali sono state in media superiori al 10% e l'indice è ora a 125, lo stesso valore che si registrava nel 2002. L'aumento del prezzo degli immobili si deve sia a un normale rimbalzo, sia al fatto che la superficie edificabile è scesa del 90% circa anche per favorire l'allevamento equestre, attività che vede l'Irlanda all'avanguardia e che attira la domanda di terreni da parte di acquirenti dall'Arabia Saudita, Dubai e dalla Cina attirati anche da costi di transazione estremamente bassi.

### Andamento dei prezzi delle abitazioni in Germania, Spagna e Irlanda

(Numero indice 2007=100)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati BCE

Fuori dall'area euro un'attenzione particolare merita l'andamento del mercato statunitense, che mostra segnali contrastanti. Il Case Shiller National, che fa riferimento a tutte le divisioni censuarie Usa, a gennaio ha registrato un aumento del 4,5% a/a dopo il +4% del 2014 e il +13% del 2013, con città come Denver e Miami che hanno messo a segno incrementi superiori all'8% su base annua. A registrare i rialzi più consistenti sono soprattutto i prezzi delle case nuove: a fine 2014 il prezzo mediano di un'abitazione nuova era pari a 305.000 dollari, il 15% in più rispetto all'anno precedente; sempre nel 2014 è sceso drasticamente il numero di abitazioni pignorate a 1,12 milioni di unità, il 18% in meno rispetto al 2013 e il 61% in meno rispetto al picco registrato nel 2010. La quota di case pignorate vendute sul totale delle vendite è scesa al 9% dal 14% di un anno prima.

Durante gli anni dello scoppio della bolla i prezzi bassi hanno rallentato la ripresa del mercato limitandone la flessibilità. L'ingente numero di abitazioni "sott'acqua", ossia abitazioni su cui pende un mutuo complessivo superiore al valore corrente (che

secondo alcune stime recenti riguarda ancora 7,3 milioni di abitazioni, il 19% delle quali in Florida) ha impedito a molte famiglie di accettare lavori in altri stati, poiché ciò avrebbe comportato la necessità di mettere in vendita abitazioni a un prezzo non adeguato a coprire il mutuo sottostante. Oggi la forte crescita dei prezzi in molte città provoca un effetto per alcuni versi opposto: a San Francisco (dove i prezzi delle abitazioni a gennaio sono cresciuti del 7,9%), e in alcune altre città che concentrano produzioni ad elevato valore aggiunto, le imprese lamentano la mancanza di personale qualificato che preferisce lavori meno retribuiti in altri stati dove gli affitti e i prezzi delle abitazioni sono inferiori.<sup>2</sup> L'elevato prezzo delle abitazioni starebbe cioè determinando un movimento dei lavoratori (anche qualificati) verso regioni dove si concentrano produzioni a basso valore aggiunto e dove però è più semplice e meno costoso trovare un'abitazione. I prezzi medi degli immobili d'altro canto stanno crescendo a ritmo doppio rispetto ai salari ponendo a rischio la stabilità della ripresa americana, soprattutto in vista di un possibile aumento dei tassi di interesse in un futuro non più troppo remoto.

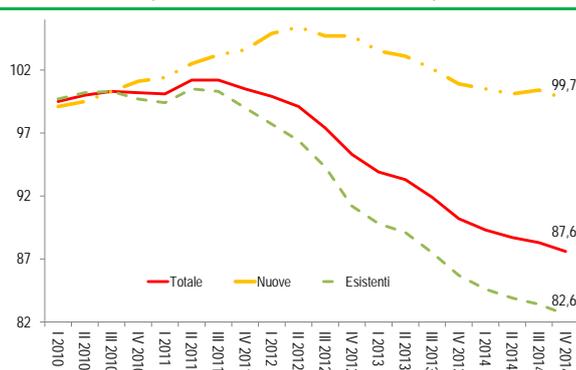
Tutto ciò si somma a problemi dal lato dell'offerta: il numero delle nuove costruzioni rimane inferiore al milione, un valore che negli anni precedenti il 2008 si registrava solo nei periodi di recessione.

### I prezzi e le compravendite in Italia

In Italia il mercato immobiliare mostra segnali contrastanti: a fronte di un calo dei prezzi che continua a ritmi ancora sostenuti, le compravendite nel 2014 hanno registrato una variazione positiva. Secondo le rilevazioni Istat nel IV trimestre del 2014 i prezzi degli immobili residenziali sono scesi dello 0,8% rispetto al trimestre precedente e del 2,9% rispetto allo stesso trimestre del 2013; in media d'anno la flessione si attesta così sul -4,2% (dopo il -5,7% dell'anno precedente) frutto di un -7,2% a/a registrato dai prezzi delle abitazioni esistenti e un -2,2% da quelle nuove.

#### Andamento dei prezzi delle abitazioni in Italia

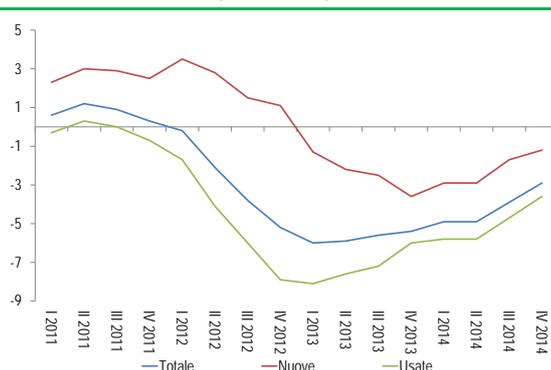
(Numero indice, 2010=100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

#### Variazione dei prezzi delle abitazioni nell'area euro

(var % a/a)



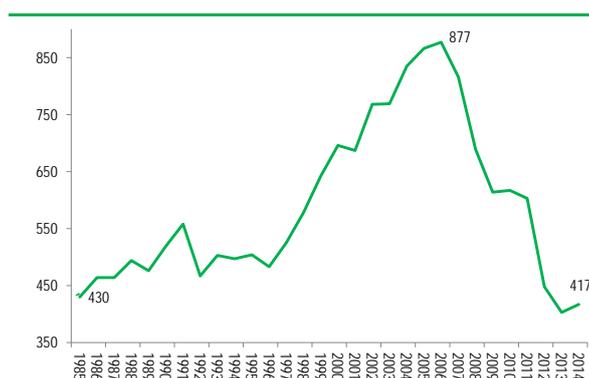
Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

<sup>2</sup> Chang-Tai Hsieh (University of Chicago Booth School of Business) ed Enrico Moretti (University of California, Berkeley).

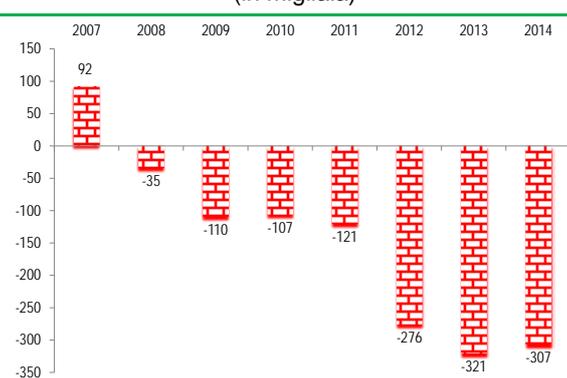
La flessione cumulata rispetto al 2010 (primo anno dal quale sono disponibili le rilevazioni Istat) è arrivata in tal modo all'11,5%, a causa soprattutto del calo delle quotazioni delle vecchie abitazioni (-16,4%) e di una sostanziale tenuta (+0,2%) delle nuove. Per queste ultime i prezzi hanno cominciato la fase di calo con molto ritardo (I trimestre del 2013) e il valore dell'indice è sceso sotto il livello del 2010 solo nell'ultimo trimestre del 2014.

Segnali positivi arrivano però dal lato delle compravendite: nel corso dell'anno passato il numero delle transazioni residenziali in Italia è tornato ad aumentare. Grazie a tre trimestri su quattro di variazione positiva la crescita in media d'anno è risultata pari al +3,6% rispetto al 2013, il primo dato positivo dal 2007 (se si esclude lo 0,5% registrato nel 2010). Il numero delle compravendite residenziali si attesta in tal modo a 417mila unità, pari al 52% in meno del picco massimo (877mila) registrato nel 2006. Rispetto al numero medio di compravendite realizzate tra l'inizio della fase di crescita del mercato (1997) e il picco del 2006 il numero cumulato di transazioni potenziali perse negli otto anni terminati nel 2014 supera il milione e cento.

**Numero delle compravendite immobiliari in Italia**  
(in migliaia)



**Deficit di compravendite rispetto alla media del periodo di crescita del settore immobiliare (1997-2006)**  
(in migliaia)



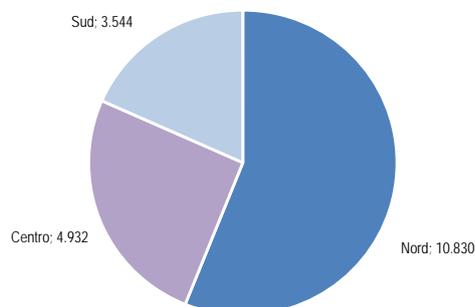
Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Agenzia delle entrate

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Agenzia del territorio

La crescita delle compravendite ha interessato tutte le aree geografiche del paese, anche se nelle regioni del Sud la variazione è stata di poco superiore allo zero. In particolare, sono risultate in aumento le transazioni nelle grandi città, con Bologna, Genova, Roma e Firenze a guidare la graduatoria grazie a rialzi superiori alle due cifre. Alla crescita complessiva hanno contribuito in modo rilevante gli acquisti effettuati grazie a un mutuo con iscrizione ipotecaria sugli immobili stessi, cresciuti in un anno del 12,7%. Anche in questo caso il contributo positivo è arrivato da tutte le aree geografiche, anche se è risultata fondamentale la crescita nelle regioni del Nord dove si è stipulata oltre la metà dei mutui (91.990 su un totale di 161.842). Complessivamente il valore dei mutui erogati nel corso dell'anno è risultato pari a 19,3 miliardi di euro (+10% rispetto al 2013), per un ammontare medio per abitazione intorno ai 119mila euro (135 mila nel caso delle regioni del Centro) e una durata media di 22 anni (sostanzialmente invariata rispetto all'anno precedente).

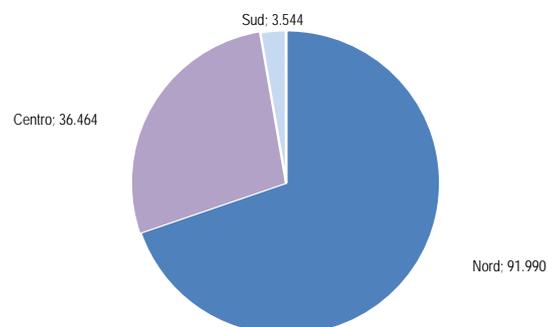
### Mutui immobiliari erogati per area geografica

(in milioni di euro)



### Abitazioni acquistate con un mutuo per area geografica

(Numero)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Agenzia delle entrate

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Agenzia del territorio

### La filiera immobiliare in Italia

L'attenzione prestata all'andamento del comparto immobiliare in Italia deriva da molteplici fattori: il peso che la proprietà immobiliare ha nel portafoglio delle famiglie, il contributo alla formazione del valore aggiunto nazionale, all'occupazione, nonché la rilevante porzione di credito che va alle imprese e alle famiglie in forma di prestiti e di mutui.

Secondo la Banca d'Italia<sup>3</sup> nel 2013 (ultimo dato disponibile) il valore delle abitazioni in Italia rappresentava oltre il 56% della ricchezza netta complessiva e circa l'85% della ricchezza reale. L'intera filiera immobiliare (che secondo una definizione adottata dalla Banca d'Italia comprende le imprese di costruzioni, quelle attive in alcuni comparti dell'estrattivo, della lavorazione di minerali non metalliferi, e i servizi di architettura e ingegneria) rappresenta circa il 22% del valore aggiunto del paese, e assorbe un ammontare di prestiti pari al 34% di quelli alle imprese e (includendovi anche i mutui alle famiglie) il 43% del totale dei prestiti al settore privato non finanziario.

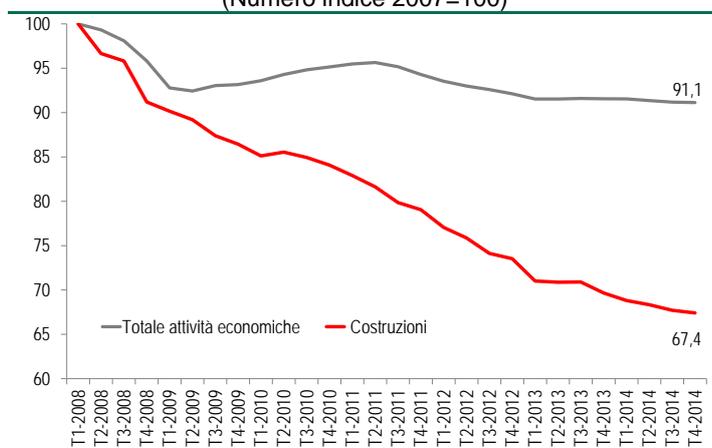
La fase di discesa delle quotazioni immobiliari e delle compravendite in Italia ha avuto un impatto rilevante soprattutto sul settore delle costruzioni. Oggi il comparto realizza il 4,3% del valore aggiunto complessivo dell'intera economia (dal 6,1% del 2008) e nel IV trimestre del 2014 risultava del 33% inferiore a livello di inizio 2008, contro una flessione che per l'intera economia nello stesso periodo è risultata pari al 9% circa.

Gli investimenti in costruzioni nello stesso periodo hanno mostrato una flessione analoga (-33,6%), come pure quelli in abitazioni scesi del 29,7% frutto di un aumento degli investimenti in manutenzione straordinaria (+20,9%) e di un calo pesantissimo registrato per quelli in nuove abitazioni che l'Ance stima in un -65,6%. Pesante è stata anche la perdita di posti di lavoro; nel complesso del settore nel IV trimestre del 2014 si contavano 529 mila occupati in meno rispetto allo stesso trimestre del 2008, con una larga preponderanza di posti persi tra i lavoratori dipendenti (-34,6% nel periodo, pari a -446mila unità), a fronte di una flessione del 12% per quelli indipendenti (-83 mila unità).

<sup>3</sup> Banca d'Italia, "Mercato immobiliare, imprese della filiera e credito: una valutazione degli effetti della lunga recessione", *Questioni di economia e finanza*, n. 263, marzo 2015; e Banca d'Italia, "La ricchezza delle famiglie", *Supplemento al bollettino statistico*, dicembre 2014.

### Andamento del valore aggiunto totale e delle costruzioni

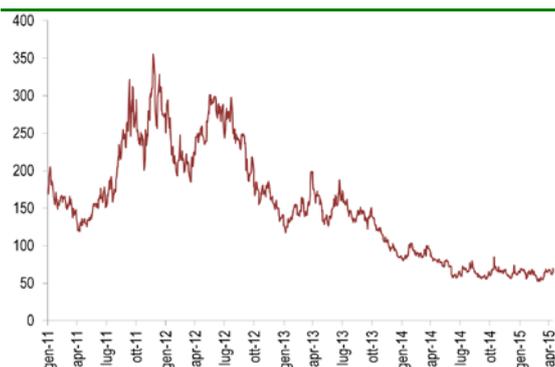
(Numero indice 2007=100)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati BCE

## Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

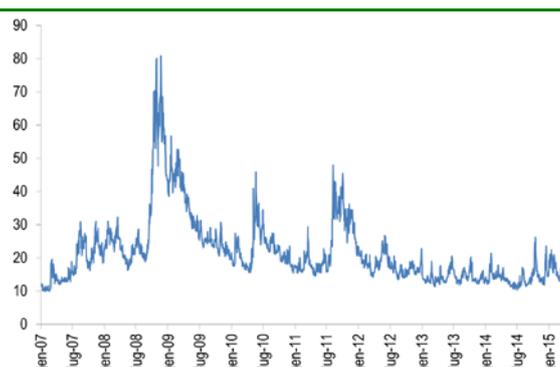
**Indice Itraxx Eu Financial**



Fonte: Thomson Reuters

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

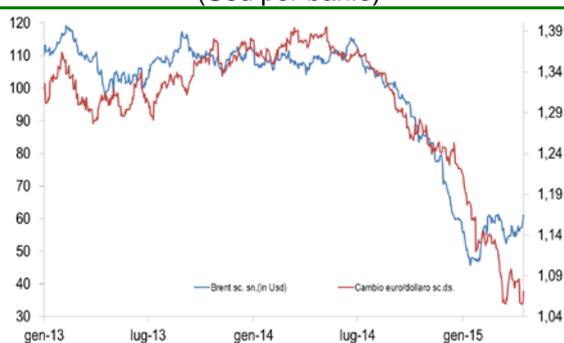
**Indice Vix**



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Vix si stabilizza intorno a 13 nell'ultima settimana.

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



Fonte: Thomson Reuters

Il tasso di cambio €/€ si attesta a 1,07, in ulteriore ribasso rispetto alla scorsa settimana. Il prezzo del petrolio di qualità Brent si mantiene intorno ai \$60 al barile.

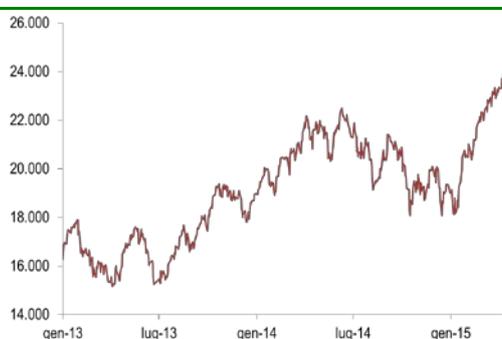
**Prezzo dell'oro  
(Usd l'oncia)**



Fonte: Thomson Reuters

L'oro quota 1.198 dollari l'oncia.

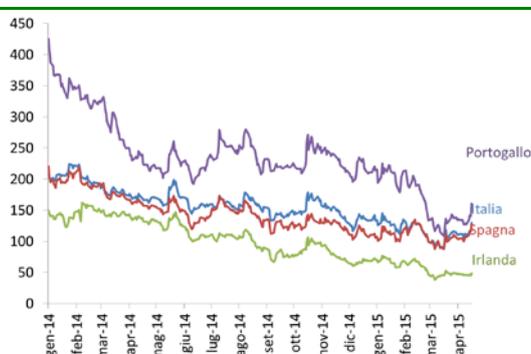
**Borsa italiana: indice Ftse Mib**



Fonte: Thomson Reuters

Il Ftse Mib segna +24% rispetto a inizio anno. L'indice si attesta a 23.611.

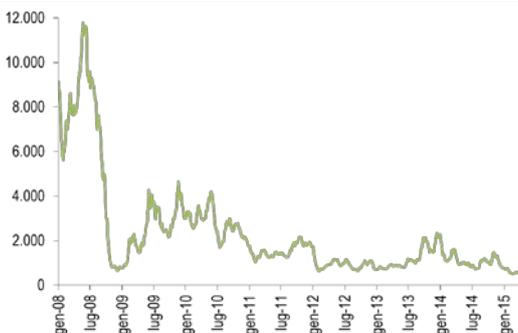
**Tassi dei benchmark decennali: differenziale con la Germania (punti base)**



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Thomson Reuters

I differenziali con il Bund sono pari a 161 pb per il Portogallo, 49 pb per l'Irlanda, 127 pb per la Spagna e 130 pb per l'Italia.

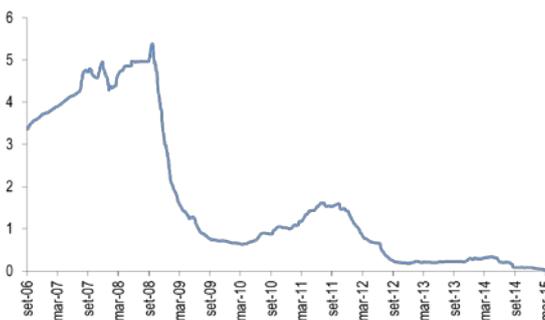
**Indice Baltic Dry**



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Baltic Dry è pari a quota 593.

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



Fonte: Thomson Reuters

L'euribor 3m scende verso valori prossimi a zero.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.

