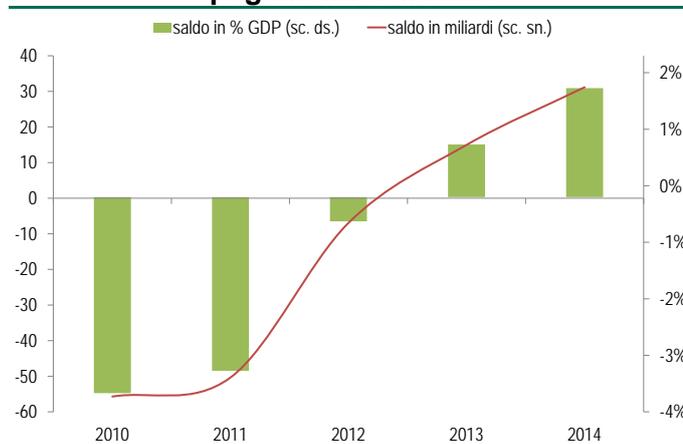


focus

settimanale del Servizio Studi BNL

Il saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti dell'Italia



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Negli ultimi anni, in Italia, il **saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti** è migliorato sensibilmente, passando, in termini di Pil, da un deficit del 3,5% a un surplus dell'1,9%, con un aumento di oltre 80 miliardi di euro. Nel confronto con i principali paesi dell'area euro, i conti con l'estero italiani appaiono alquanto equilibrati. Un surplus pari all'1,9% si confronta con un saldo positivo dello 0,8% in Spagna e con un deficit dell'1% in Francia. Diversa la situazione della Germania, con un surplus pari al 7,6%.

In Italia, **la principale spinta al miglioramento delle partite correnti proviene dal conto delle merci**, ma anche i servizi hanno fornito un contributo positivo. In particolare, **i servizi hanno beneficiato del miglioramento dei conti relativi al turismo**, mentre per i viaggi legati a motivazioni di lavoro si evidenzia un peggioramento del saldo, in parte rappresentativo dell'incertezza che caratterizza l'economia, che spinge sempre più gli imprenditori italiani a cercare nuove opportunità all'estero.

15

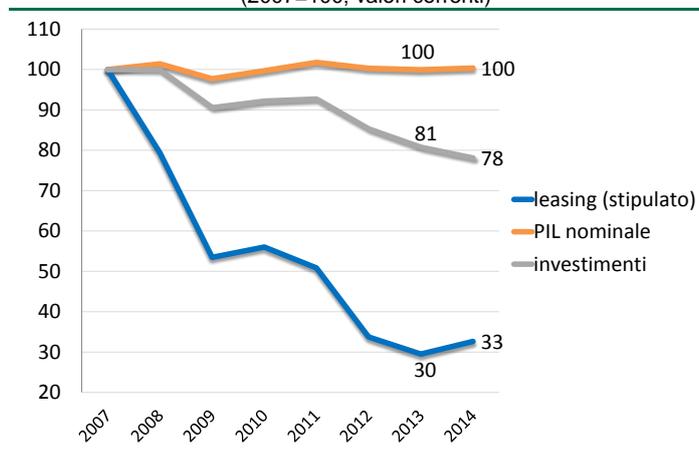
24 aprile

2015

Editoriale: Ripartire con investimenti e leasing

Giovanni Ajassa ☎ 06-47028414 giovanni.ajassa@bnlmail.com

PIL, investimenti e leasing in Italia
(2007=100; valori correnti)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat e Assilea

C'è un grande intoppo che frena gli investimenti. Lo afferma il Fondo Monetario Internazionale nell'edizione di aprile del *World Economic Outlook*¹. La caduta di venticinque punti percentuali in sei anni del volume dell'accumulazione di capitale produttivo in capo alle imprese private dei paesi avanzati rappresenta il più grosso ostacolo sul cammino della ripresa economica e della stabilità finanziaria. Senza investimenti il motore globale dello sviluppo perde colpi e la navigazione diventa meno governabile tra i marosi di una finanza planetaria mai come oggi così abbondante eppure, talvolta, così poco vicina all'economia reale.

Che fare per rimuovere l'intoppo? Il Fondo suggerisce due cose. Primo, tornare ai fondamentali. L'astenia degli investimenti è figlia di una debolezza della domanda aggregata. Meno investimenti discendono da una minore crescita. Meno crescita dipende da minori investimenti. Sono i due meccanismi, ben noti, dell'acceleratore della domanda e del moltiplicatore degli investimenti. È un circuito vizioso da interrompere chiamando la mano pubblica a sanare un "market failure", un intoppo del mercato. In Europa un'opportunità per spezzare la spirale al ribasso e innescare un circolo virtuoso tra investimenti e PIL è offerta dal piano Juncker. Uno strumento importante, non sufficiente.

Oltre agli interventi diretti per la realizzazione di importanti infrastrutture, di reti fisiche e digitali, ciò che serve alla ripresa degli investimenti sono politiche fiscali e riforme strutturali che creino un ambiente favorevole al rinnovo del capitale produttivo dell'impresa. È il secondo suggerimento che si ricava dall'analisi del Fondo Monetario Internazionale. Occorre introdurre norme fiscali lungimiranti che stimolino la

¹ IMF, "Private Investment: What's the holdup?", capitolo IV del *World Economic Outlook*, aprile 2015, pp. 111-143.

convenienza a investire. Per convincersene non sono necessarie le equazioni “cross-country” dei macroeconomisti. In Italia basterebbe solo apprezzare a fondo quanto segnalato da un paio di dati “microeconomici” usciti nelle ultime settimane. Parliamo dei numeri sull’andamento dei contratti di leasing e degli ordini di macchine utensili. Macchinari e leasing da sempre si combinano nella chimica degli investimenti produttivi. Lo sono ancor più oggi, nello scenario di cicli tecnologici più veloci e mutevoli che rendono l’affitto del bene di investimento la scelta preferita dalle nostre PMI.

La buona notizia è che sia i contratti di leasing sia gli ordini di macchine utensili sono cresciuti nel 2014 e continuano a aumentare nel primo trimestre di quest’anno². Incrementi consistenti, a volte a due cifre, figli dei primi sintomi di ripresa economica e, soprattutto, di alcuni lungimiranti incentivi fiscali decisi negli ultimi due anni. La riduzione della durata fiscale e la nuova disciplina della deduzione dei canoni di leasing dal reddito di impresa introdotte con la Legge di Stabilità 2014. Gli incentivi concessi per l’acquisto di beni strumentali nel quadro della “nuova Sabatini” che la Legge di Stabilità 2015 ha rifinanziato con un plafond salito a cinque miliardi di euro. Si tratta di piccoli interventi che hanno però innescato effetti positivi che ora si combinano con i vantaggi apportati dal calo dei tassi promosso dal “quantitative easing”.

Occorre continuare su questa strada, con misure di alleggerimento fiscale per le imprese che investono e di semplificazione a supporto di quelle forme di finanza che come il leasing sono più vicine al mondo produttivo. Gli imprenditori italiani chiedono la liberalizzazione degli ammortamenti dei nuovi beni strumentali acquistati. Le società di leasing da tempo auspicano il varo di una norma che tipizzi il contratto di locazione finanziaria superando le attuali incertezze. Sono richieste da prendere in seria considerazione, anche perché i nostri concorrenti europei stanno agendo in questa direzione. Il più recente è il caso della Francia, il cui governo per i dodici paesi decorrenti dallo scorso 15 aprile ha deciso di consentire un ammortamento supplementare del 40 per cento sui nuovi investimenti industriali. Gli altri tolgono intoppi alla ripresa degli investimenti. Noi, quantomeno, cerchiamo di non crearne di nuovi.

² ASSILEA, Rapporto sul leasing: anno 2014, presentato a Roma il 21 aprile 2015.

Conti con l'estero: aumenta il surplus dell'Italia

M. Longobardi ☎ 06-47020398 – maria.longobardi@external.bnmail.com

Negli ultimi anni, in Italia, il saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti è migliorato sensibilmente, ritornando su valori positivi già a partire dal 2013 e arrivando quasi a sfiorare i 30 miliardi di euro nel 2014. In quattro anni, in termini di Pil, si è passati da un deficit del 3,5% a un surplus dell'1,9%, con un miglioramento di oltre 80 miliardi di euro.

Nel confronto con i principali paesi dell'area euro, i conti con l'estero italiani appaiono alquanto equilibrati. Un surplus pari all'1,9% del Pil si confronta con un saldo positivo dello 0,8% in Spagna e con un deficit dell'1% in Francia. Diversa la situazione della Germania, con un surplus pari al 7,6%. A differenza delle altre economie, il miglioramento degli ultimi anni appare in Italia maggiormente distribuito tra le due componenti delle merci e dei servizi. Nel 2014 è, infatti, l'unica tra le principali economie europee ad aver registrato un surplus in entrambi i conti.

In Italia, la principale spinta al miglioramento delle partite correnti proviene dal conto delle merci, il cui saldo è passato in cinque anni da un deficit di 21 miliardi di euro ad un surplus di circa 50 miliardi. Anche i servizi hanno contribuito positivamente all'andamento dei conti con l'estero italiani, rimanendo in surplus sia nel 2013 sia nel 2014, dopo aver registrato un deficit per più di 10 anni.

Il saldo dei servizi ha beneficiato del miglioramento dei conti relativi al turismo, che nel 2014 hanno registrato un surplus di 14 miliardi di euro. Per i viaggi legati a motivazioni di lavoro si evidenzia invece un peggioramento del saldo, divenuto negativo per quasi 2 miliardi. Negli ultimi anni si è infatti assistito ad una riduzione della spesa degli stranieri che si recano in Italia per affari a fronte di un aumento di quella effettuata all'estero dagli italiani. Questo dato potrebbe essere rappresentativo dell'incertezza che caratterizza l'economia, che spinge sempre più gli imprenditori italiani a cercare nuove opportunità all'estero.

Il miglioramento dei conti con l'estero italiani

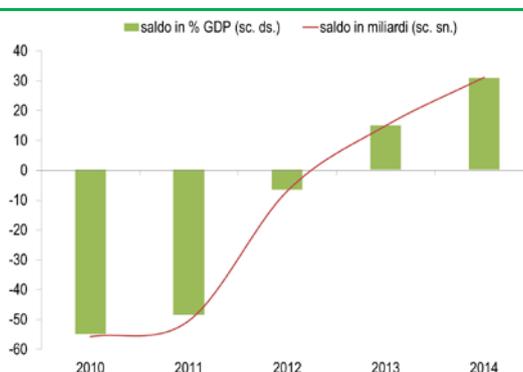
Negli ultimi due anni la bilancia dei pagamenti italiana ha mostrato alcuni segnali di miglioramento.

Dal 2002, il saldo di conto corrente, dato dalla differenza tra "crediti" (che comprendono, tra le altre cose, transazioni quali le esportazioni di merci e servizi e i trasferimenti relativi ai redditi derivanti dalla proprietà da parte dei residenti di attività finanziarie estere come, ad esempio, i dividendi e gli interessi) e "debiti" (che comprendono le importazioni di merci e servizi e i redditi trasferiti a soggetti non residenti derivanti dalla proprietà di attività finanziarie nazionali), si era attestato su valori negativi. Nel 2010, il disavanzo si era ampliato fino a superare i 55 miliardi di euro, il dato peggiore degli ultimi dieci anni. Nel 2012, il deficit dei conti con l'estero era migliorato sensibilmente, riducendosi di oltre 43 miliardi di euro rispetto all'anno precedente. Il saldo è poi tornato positivo nel 2013, dopo ben 11 anni, attestandosi a circa 15 miliardi. Nel 2014, l'avanzo di conto corrente ha continuato a crescere, raggiungendo un ammontare di circa 30 miliardi. In quattro anni, in termini di Pil, si è passati da un deficit del 3,5% ad un surplus dell'1,9%, un miglioramento di oltre 80 miliardi di euro.

La dinamica dei flussi di merci è la principale responsabile di questo risultato. Ad eccezione del periodo 2005-2011, il conto merci del nostro paese è sempre risultato in

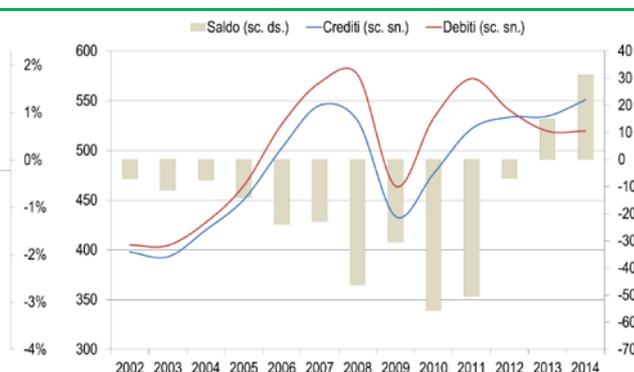
surplus. Nel 1996 l'avanzo della bilancia commerciale aveva superato i 40 miliardi, crescendo di oltre il 30% in un anno. Successivamente, il saldo aveva, però, intrapreso un trend di peggioramento: nel 2004 si era attestato al di sotto degli 8 miliardi e nel 2005 era diventato negativo per la prima volta in 10 anni, a causa di un'accelerazione nella crescita dell'import. Nel 2010 il deficit aveva raggiunto un picco di 21 miliardi di euro, il valore più alto degli ultimi 20 anni. A partire dal 2011 il disavanzo aveva, però, cominciato a ridursi e nel 2012 il saldo era ritornato positivo e pari a circa 17 miliardi di euro. Nonostante la bilancia commerciale abbia continuato a migliorare anche nel 2013, è solo nel 2014 che il surplus ha superato il valore del 1996, attestandosi intorno ai 50 miliardi di euro.

Il saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti dell'Italia



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

La bilancia dei pagamenti dell'Italia (miliardi di euro)



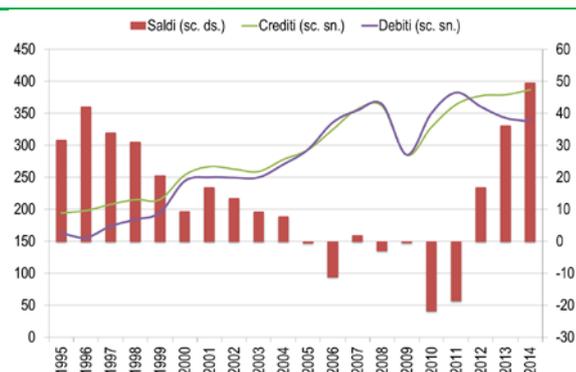
Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Le motivazioni che si nascondono dietro il miglioramento del saldo merci sono da rintracciare nella crescita delle esportazioni da un lato e nella forte flessione della domanda di beni esteri dall'altro. Dopo essersi ridotte nel 2009 di oltre il 20%, le esportazioni di beni avevano sperimentato variazioni positive sia nel 2010 sia nel 2011, quando erano aumentate rispettivamente del 15% e dell'11% su base annua. Successivamente i flussi in entrata avevano subito un rallentamento, rimanendo sostanzialmente stabili nel 2013 ma nuovamente in ripresa nel 2014, con una crescita di quasi il 2%. Le importazioni di beni, invece, a partire dal 2012, sono risultate costantemente in diminuzione, penalizzate dalla debole domanda interna, che ancora stenta a riprendersi dalla crisi, ma beneficiando anche del calo dei prezzi energetici. La flessione delle importazioni di merci ha contribuito in maniera quasi esclusiva (per circa il 90%) all'aumento del saldo registrato nel 2013. Nel 2014, invece, si è verificato un cambiamento di tendenza: il contributo fornito dalla crescita delle esportazioni è infatti aumentato in maniera rilevante e ha guidato il miglioramento dell'avanzo del conto merci per circa il 60%.

Il surplus di parte corrente della bilancia dei pagamenti italiana ha però beneficiato anche del favorevole andamento del saldo dei servizi, che includono, tra gli altri, i trasporti (di persone e beni, purchè offerti da un residente di un'economia a favore di quello di un'altra), i viaggi (ossia i beni e servizi acquistati dai viaggiatori in un paese in cui non sono residenti e in cui, tranne per alcune eccezioni, si trattengono per una durata inferiore all'anno) e alcuni servizi alle imprese (quali quelli di ricerca e sviluppo, professionali, di consulenza, etc.). Dopo il surplus che aveva caratterizzato la seconda metà degli anni Novanta, con un massimo di 6 miliardi di euro nel 1997, il saldo dei

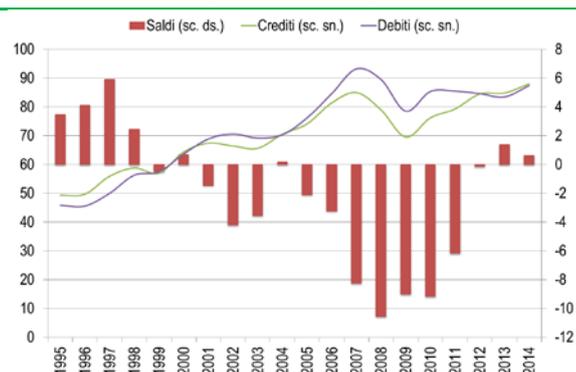
servizi era deteriorato, registrando un deficit prossimo ai 10 miliardi negli anni della crisi. Il conto è tornato nuovamente positivo nel 2013 e nel 2014 per effetto di un aumento delle esportazioni, cresciute di oltre il 20% dal 2009, e di importazioni pressoché stabili.

Il commercio con l'estero dell'Italia nelle merci (miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Il commercio con l'estero dell'Italia nei servizi (miliardi di euro)

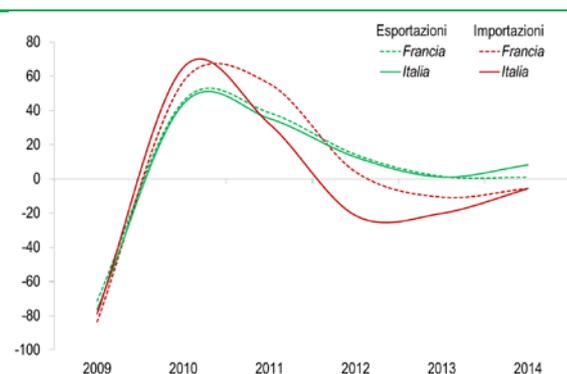


Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Un confronto europeo

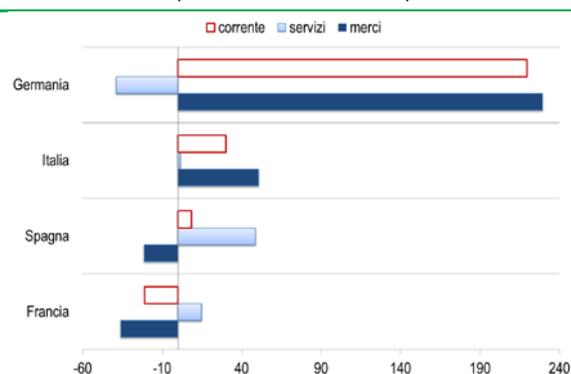
Confrontando le informazioni fornite dalla bilancia dei pagamenti italiana con quelle degli altri principali paesi europei, emergono alcune particolarità.

L'andamento dei conti con l'estero dell'Italia e della Francia con riferimento alle merci (var. a/a; miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Salda della bilancia dei pagamenti nei principali paesi europei (miliardi di euro, 2014)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

In Spagna, il saldo di conto corrente si era da sempre posizionato su valori negativi, principalmente per effetto del deficit strutturale registrato dalle merci. Nel 2013, per la prima volta dopo più di 10 anni, era diventato positivo attestandosi intorno ai 15 miliardi di euro ed è rimasto positivo anche nel 2014, sebbene in calo rispetto all'anno

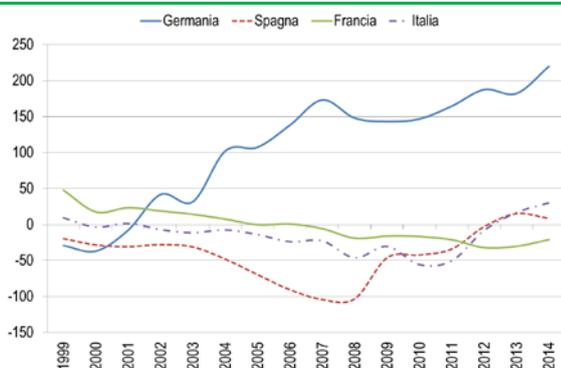
precedente per effetto di un aumento delle importazioni di beni di quasi 15 miliardi. La riduzione del disavanzo nel conto merci ha sicuramente rappresentato una condizione necessaria ai fini del miglioramento delle partite correnti spagnole, ma solo la presenza strutturale di un saldo positivo e in crescita nel settore dei servizi, fattore che differenzia la Spagna dalle altre principali economie europee, ha reso possibile la formazione dell'avanzo di bilancia registrato nel 2013.

Negli anni precedenti la crisi, in Spagna, il deficit dei conti con l'estero relativo alle merci era infatti arrivato a toccare i 93 miliardi di euro. Successivamente, il disavanzo aveva iniziato a ridursi, scendendo nel 2014 ad un valore di circa 21 miliardi. Dal lato dei servizi, il saldo si è invece mantenuto strutturalmente positivo e nel 2008 si attestava al di sotto dei 30 miliardi di euro. Nel corso della crisi, mentre i crediti relativi ai servizi continuavano ad aumentare, la domanda spagnola di servizi esteri ha smesso di crescere e le importazioni si sono fermate attorno ad un valore di 50 miliardi. Il surplus è ulteriormente cresciuto arrivando nel 2014 a sfiorare i 50 miliardi, un livello particolarmente elevato, soprattutto se confrontato con gli altri principali paesi europei.

La Germania, si caratterizza, invece per la presenza di un surplus di conto corrente estremamente ampio. Guardando l'andamento degli ultimi venti anni emergono, però, elementi di interesse. Alla fine degli anni Novanta, i conti tedeschi con l'estero registravano un deficit prossimo ai 40 miliardi di euro. Dal 2001 si è assistito ad un rapido e sensibile miglioramento arrivando nel 2014 ad un surplus di 220 miliardi. Questo andamento riflette quanto accaduto nelle merci, il cui saldo, strutturalmente positivo, risulta quasi triplicato tra il 2000 e il 2014, pari a 230 miliardi di euro. Al contrario, il conto relativo ai servizi, da sempre in deficit, ha continuato a registrare un saldo negativo, sebbene in miglioramento.

Saldo di conto corrente nelle principali economie europee

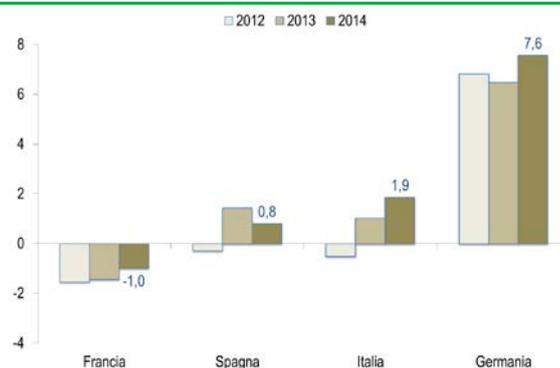
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Saldo di conto corrente nelle principali economie europee

(% del Pil)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

In Francia, la bilancia dei pagamenti rivela un andamento differente. Rispetto alle altre principali economie europee, il saldo francese tra il 1999 e il 2012 ha registrato un sensibile peggioramento. In 13 anni, si è passati da un avanzo di 48 miliardi di euro ad un deficit di 32. Il conto corrente era risultato in surplus fino al 2004, grazie alla presenza di saldi positivi sia nel conto merci sia in quello dei servizi. Successivamente, la differenza tra esportazioni e importazioni di beni è diventata negativa, con un deficit che si è ampliato fino a raggiungere i 65 miliardi nel 2011. Alcuni accenni di miglioramento sono emersi solo negli ultimi due anni. In particolare nel 2014 il deficit si

è ridotto di circa 10 miliardi rispetto al 2012, scendendo a 36 miliardi, per effetto di una flessione delle importazioni di merci. L'attenuazione del disavanzo dei beni ha reso possibile una riduzione del deficit corrente complessivo nonostante il peggioramento che ha interessato lo scambio dei servizi negli ultimi due anni. Il surplus che da sempre ha caratterizzato questo conto in Francia si è infatti ridotto di circa 10 miliardi, ritornando allo stesso valore del 2001.

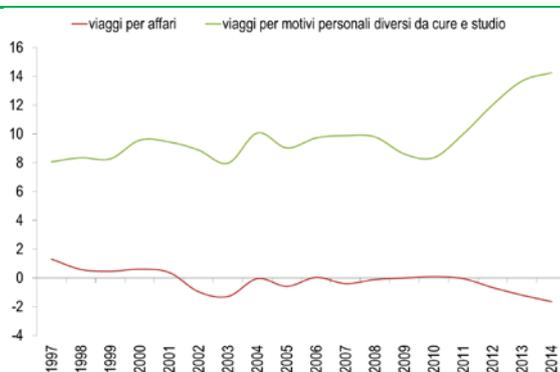
Nel confronto con le altre economie, i conti con l'estero italiani appaiono dunque alquanto equilibrati. Un surplus pari all'1,9% del Pil si confronta con un saldo positivo dello 0,8% in Spagna e con un deficit dell'1% in Francia. Diversa la situazione della Germania, con un surplus pari al 7,6%. Il miglioramento degli ultimi anni appare, inoltre, in Italia maggiormente distribuito tra le due componenti delle merci e dei servizi. Nel 2014, l'Italia è infatti l'unica tra le principali economie dell'area euro ad aver registrato un surplus in entrambi i conti.

Il turismo sostiene il saldo dei servizi nonostante la crisi

Se, da un lato, il miglioramento della bilancia dei pagamenti dell'Italia è primariamente da attribuire alle merci, dall'altro, un dato altrettanto sorprendente è rappresentato dall'aumento del saldo dei servizi, ritornato positivo nel 2013 dopo quasi quindici anni. Per analizzare i flussi relativi ai servizi e comprenderne i movimenti è necessario considerare le diverse tipologie singolarmente, a partire da quelle con il peso maggiore.

Saldo dei conti con l'estero relativo ai servizi di viaggio in Italia

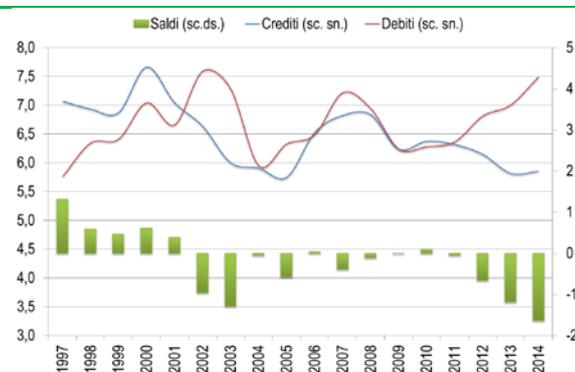
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Andamento dei conti con l'estero relativi ai servizi di viaggio per motivo d'affari in Italia

(miliardi di euro)



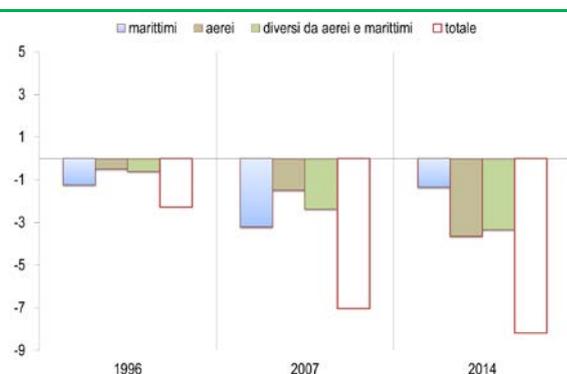
Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

La gran parte dei flussi con l'estero riferiti ai servizi deriva dai viaggi. I beni e i servizi acquistati in Italia dai viaggiatori stranieri non residenti rappresentano circa il 40% dei crediti provenienti dai servizi totali. Dal confronto con i relativi debiti, che comprendono i beni e i servizi acquistati all'estero dai viaggiatori italiani, emerge la presenza di un surplus che tra il 2009 e il 2014 è aumentato di circa 4 miliardi di euro, portando il saldo viaggi al di sopra dei 12 miliardi. Tale risultato è da attribuire interamente al turismo, il cui surplus è passato in 7 anni da 8 a 14 miliardi di euro. Per quanto riguarda i viaggi legati a motivazioni d'affari, invece, il saldo continua ad attestarsi su valori negativi. Dopo alcuni anni di equilibrio, infatti, i debiti provenienti dall'acquisto di beni e servizi

all'estero da parte degli italiani in viaggio per motivi di lavoro hanno definitivamente sorpassato i relativi crediti. Negli ultimi tre anni il deficit si è ampliato ulteriormente, avvicinandosi ai 2 miliardi. L'aumento del disavanzo è da imputare innanzitutto alla riduzione delle entrate derivanti dagli stranieri che decidono di recarsi in Italia per affari, una flessione che sembrerebbe derivare dal peggioramento generale della nostra economia negli ultimi anni. Infatti, si è contestualmente assistito ad un aumento della spesa effettuata dagli italiani che si recano all'estero per motivi di lavoro, che probabilmente vedono in altri paesi un ambiente più favorevole per i loro affari.

Saldo dei conti con l'estero relativo ai servizi di trasporto in Italia per tipologia di mezzo di trasporto

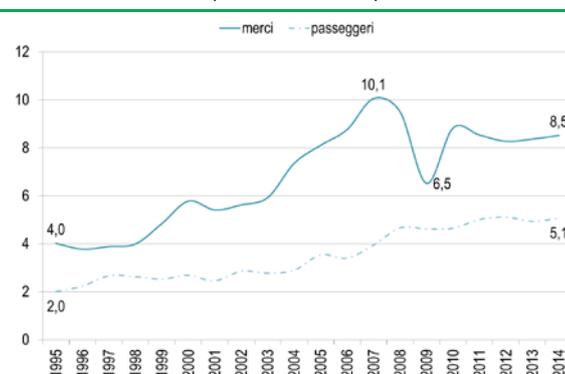
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Importazioni di servizi di trasporto in Italia per oggetto del trasporto

(miliardi di euro)

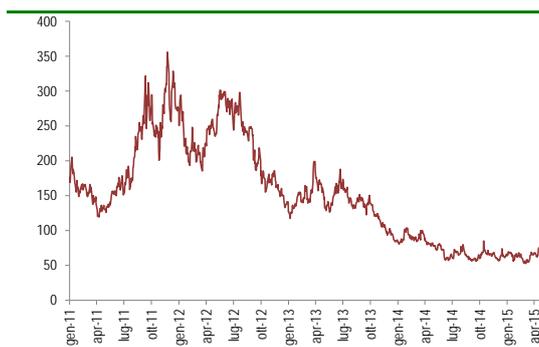


Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

I trasporti contribuiscono invece negativamente alla formazione del saldo dei servizi, a causa di un deficit strutturale e in peggioramento che ha caratterizzato il settore fin dalla metà degli anni Novanta e che riguarda tutti i mezzi di trasporto (marittimi, aerei, diversi), sia in relazione alle merci che ai passeggeri. Dal 1995 al 2014 il deficit dei conti con l'estero relativo ai trasporti si è quadruplicato, passando da poco più di 2 miliardi di euro a circa 8. Tale aumento è stato più marcato tra il 1995 e il 2007 (con un peggioramento di circa 5 miliardi), e ha invece rallentato negli anni successivi, con una variazione poco al di sopra del miliardo. Le motivazioni di questo andamento sono da rintracciare nella crescita delle importazioni di servizi di trasporto che, in poco meno di vent'anni, sono quasi raddoppiate, arrivando a superare i 20 miliardi di euro nel 2014. L'aumento dei debiti ha riguardato sia i servizi di trasporto di merci sia quelli di passeggeri, con alcune differenze. Fino al 2007, i debiti erano quasi raddoppiati per i passeggeri e triplicati per le merci. Con lo scoppio della crisi, complice il forte calo della produzione industriale, le importazioni di servizi di trasporto di merci hanno subito una forte flessione, che ha portato il loro valore da 10 miliardi del 2007 a 6,5 miliardi nel 2009. La spesa italiana relativa ai servizi esteri di trasporto passeggeri ha invece continuato a crescere, interamente trainata dal comparto dei trasporti aerei.

Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

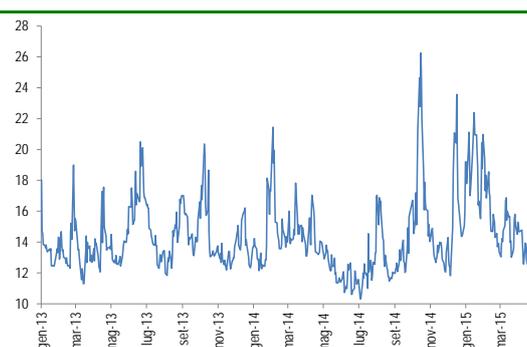
Indice Itraxx Eu Financial



Fonte: Thomson Reuters

I premi al rischio rimangono su livelli storicamente bassi. L'indice si attesta a 71.

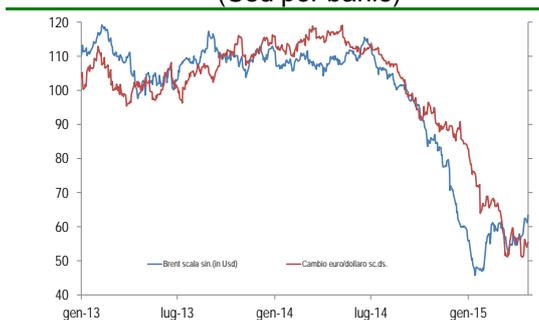
Indice Vix



Fonte: Thomson Reuters

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

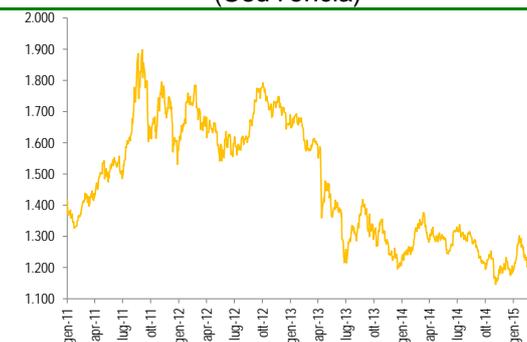
**Cambio euro/dollaro e quotazioni Brent
(Usd per barile)**



Fonte: Thomson Reuters

Il tasso di cambio €/€ si attesta a 1,07. Il prezzo del petrolio di qualità Brent quota \$63 al barile.

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



Fonte: Thomson Reuters

L'oro quota 1.192 dollari l'oncia.

Borsa italiana: indice Ftse Mib



Fonte: Thomson Reuters

Il Ftse Mib passa nell'ultima settimana da 23.611 a 23.199.

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 162 pb per il Portogallo, 62 pb per l'Irlanda, 110 pb per la Spagna e 117 pb per l'Italia.

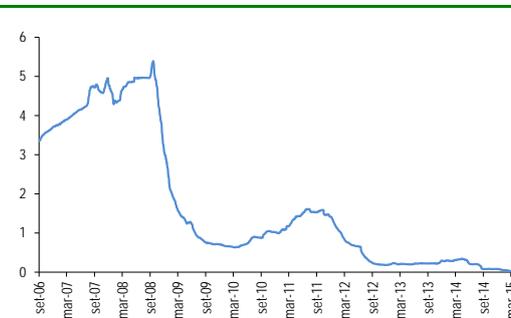
Indice Baltic Dry



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Baltic Dry si avvicina a quota 600.

Euribor 3 mesi (val. %)



Fonte: Thomson Reuters

L'euribor 3m scende sotto quota 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.

