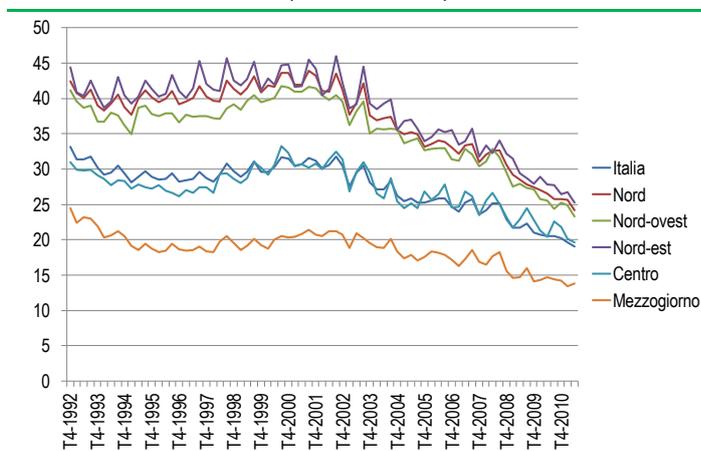


focus

settimanale del Servizio Studi BNL

Tasso di occupazione giovanile (%; 15-24 anni)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

In Italia la quota di **giovani** in età compresa tra i 15 e i 24 anni che ha un lavoro è scesa dal 24,2% del primo trimestre del 2008 al 19% del secondo trimestre del 2011. Il capitale umano dei giovani – le loro abilità, l'istruzione, la proiezione all'innovazione e alla globalità – è la risorsa strategica che la crisi ha reso drammaticamente scarsa e che il progetto di una sostenibile ripresa può ora tornare a valorizzare. Gli incentivi fiscali all'impiego a tempo indeterminato di giovani sotto i 35 anni rappresentano un primo passo verso il recupero della "generazione esclusa".

La fase di ripresa del **mercato immobiliare** mondiale procede a fasi alterne: a fronte di riduzioni consistenti dei prezzi registrate negli Stati Uniti (-27,6%), in Irlanda (-45%) e Spagna, alcuni paesi mostrano quotazioni in crescita e una sopravvalutazione del mercato superiore al 25%. In Cina una lieve discesa dei prezzi e un calo di oltre il 50% a/a delle compravendite sembra aver scongiurato l'eccessivo gonfiamento della bolla immobiliare. Nei prossimi due anni il piano di edilizia popolare attuato dal governo dovrebbe ulteriormente raffreddare il mercato. Anche in Italia i prezzi continuano a viaggiare su un sentiero di moderata discesa, mentre risulta più consistente il calo delle compravendite (-3,1% nel II trimestre). Nel nostro paese oggi è proprietario dell'abitazione di residenza il 69,2% delle famiglie.

49

7 dicembre
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

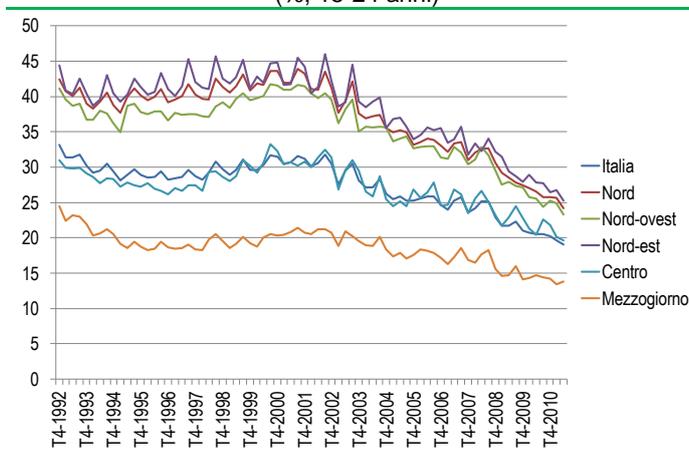
Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

Editoriale: Il capitale dei giovani

Tasso di occupazione giovanile
(%; 15-24 anni)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

La vera vittima della crisi sono i giovani, almeno in Italia. Tra l'inizio della recessione del 2008 e la scorsa estate, il tasso di disoccupazione dei residenti in età compresa tra i 15 e i 24 anni è salito in Italia dal ventuno per cento a poco meno del trenta per cento. I media dicono che un giovane su tre non è occupato in Italia. Omettono di aggiungere che quei tre giovani sono solo quelli che partecipano attivamente al mercato del lavoro e che ad essi vanno aggiunti altri due ragazzi che, per scoraggiamento o altro, non si impegnano in alcuna ricerca di impiego. Oggi in Italia risulta occupato solo un giovane su cinque contro un giovane su due in Germania e uno su tre nella media dell'area dell'euro. Guardando ai tassi di occupazione, la quota di giovani in età compresa tra i 15 e i 24 anni che ha un lavoro è scesa dal 24,2% del primo trimestre del 2008 al 19% del secondo trimestre del 2011. È questo, secondo i dati confrontabili di Eurostat, il conto salato che la crisi ha chiesto a quella che è stata definita come la "generazione esclusa".

Meno lavoro. Ma anche un impiego mediamente più precario e meno remunerativo. Numeri che parlano chiaro sono quelli contenuti nell'ultimo Rapporto Annuale dell'ISTAT. La crisi ha ridotto la probabilità per i giovani di passare da un lavoro atipico a uno standard. Ogni 100 giovani con contratto atipico nel primo trimestre 2009, solo 16 risultavano occupati stabilmente dopo un anno (10 in meno dell'anno precedente) ovvero nella primavera del 2010. Contestualmente, la crisi fa crescere la quota di giovani rimasti occupati a tempo determinato o con un rapporto di collaborazione (da 51 nel 2008-2009 a 60 nel 2009-2010). La diffusione dei contratti atipici ha permesso di sostenere l'occupazione, ma al prezzo di affermare sul mercato del lavoro un iniquo dualismo che assegna ai giovani maggiori rischi e minori ritorni rispetto ad una fascia di lavoratori anziani sicuramente più tutelati. Come ha osservato Fabrizio Saccomanni, "oggi un giovane che si affacci per la prima volta sul mercato del lavoro in Italia ha il 55 per cento di probabilità di vedersi offrire soltanto un lavoro in qualche modo precario". Un eccessivo ricorso alla flessibilità sull'impiego giovanile potrebbe avere anche contribuito – come ha di recente osservato Luigi Abete – alla realizzazione in Italia di una dinamica degli investimenti fissi inferiore a quella realizzata dalle imprese di altri paesi nostri concorrenti.

La crisi ha accentuato il dualismo del mercato del lavoro aggiungendo alla precarietà anche un peggioramento delle condizioni economiche del lavoro giovanile. Al netto dell'inflazione i salari di ingresso dei giovani sul mercato del lavoro sono fermi da oltre un decennio. Né, come osservano le analisi compiute dalla Banca d'Italia, sono nel frattempo migliorati gli "itinerari retributivi" che ai giovani si prospettano nel corso della carriera retributiva. Occorre riequilibrare la flessibilità.

Più della liquidità o dell'energia, è il capitale umano dei giovani – le loro abilità, l'istruzione, la proiezione all'innovazione e alla globalità - la vera risorsa strategica che la crisi ha reso drammaticamente scarsa in Italia. Lo indica, tra l'altro, l'aumento dei cosiddetti NEET, ovvero dei giovani che non lavorano, non cercano occupazione, non studiano né sono impegnati in attività di formazione. Nel solo 2010 i NEET in età compresa tra i 15 e i 29 anni sono cresciuti in Italia di 134mila unità raggiungendo i 2,1 milioni di unità. Avere oltre un quinto dei propri giovani in panchina è un lusso che l'Italia non si può più permettere. I nuovi incentivi fiscali all'impiego a tempo indeterminato di giovani sotto i 35 anni previsti nel Decreto "salva-Italia" rappresentano un primo passo nella direzione di un recupero strutturale della "generazione esclusa". Altri ne dovranno seguire.

Giovanni Ajassa

Il puzzle dell'immobiliare mondiale

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

La fase di ripresa del mercato immobiliare mondiale procede a fasi alterne: a fronte di riduzioni consistenti registrate negli Stati Uniti (-27,6% dal 2007 a oggi), in Irlanda (-45%), in Spagna (-15,2%) e nel Regno Unito (-8,7%), altri paesi (Australia, Svezia, Canada) presentano oggi una sopravvalutazione del mercato superiore a quella registrata negli Stati Uniti nel momento di massima espansione della bolla.

Gli Stati Uniti sono oggi il paese con la maggiore sottovalutazione del mercato immobiliare: -8 e -22% rispettivamente rispetto alla media di lungo periodo del rapporto prezzi/affitti e prezzi/reddito disponibile. Si tratta di valori comparabili solo a quelli tedeschi e giapponesi, due paesi rimasti estranei alla bolla degli anni Duemila. Il paese è oggi alle prese con un notevole aumento degli affitti che però stenta a far da traino alla ripresa degli acquisti.

In Cina il timore di un ulteriore gonfiamento della bolla immobiliare appare scongiurato. I prezzi hanno cominciato a scendere, sia pure lievemente, da settembre, registrando a novembre un -0,28%. Ben più rilevante si è rivelato nell'ultimo anno il calo delle compravendite, risultato pari a -50%. A raffreddare il mercato cinese ha contribuito anche il piano di edilizia popolare che prevede, per il 2015, la costruzione di 36 milioni di unità abitative, un ammontare in grado di ospitare l'intera popolazione di Polonia e Regno Unito insieme.

In Italia il rallentamento del mercato immobiliare è avvenuto soprattutto attraverso un forte calo delle compravendite, mentre i prezzi hanno mostrato una flessione contenuta. Nel II semestre di quest'anno i prezzi delle abitazioni, secondo stime Nomisma, sarebbero scesi dell'1,6%, dopo il -0,7% del primo semestre. Per le compravendite l'Istat registra nel secondo trimestre un calo del 3,1%.

In Italia è proprietario dell'abitazione di residenza il 69,2% delle famiglie. La percentuale sale nei casi di capofamiglia con età superiore ai 55 anni, laureato e impiegato nei servizi. Le percentuali di possesso maggiore si osservano nelle regioni del Centro.

La ripresa del mercato immobiliare mondiale procede a fasi alterne, e con un ritmo diverso in ogni paese, riflettendo le peculiarità del precedente periodo di boom, che ha rappresentato la fase più lunga di crescita dei prezzi da quando esistono rilevazioni omogenee, e ha coinvolto un numero di paesi senza precedenti.

Nei paesi dell'area euro il ciclo di crescita degli anni Duemila è durato in media 57 trimestri (46 di ascesa e 11 di discesa), contro i 41 del ciclo precedente (28 di crescita e 13 di discesa), mettendo a segno, secondo stime della BCE,¹ una variazione cumulata media dei prezzi del 46,8% (contro il 42,4% del ciclo precedente). Negli Stati Uniti l'ultimo ciclo immobiliare ha visto 47 mesi di ascesa, mentre non è ancora possibile quantificare la lunghezza della fase di discesa, non essendo questa ancora terminata.

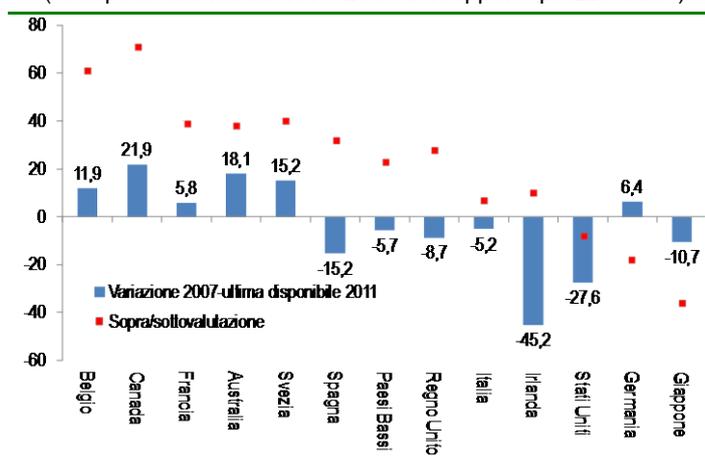
Il lungo periodo di aumento dei prezzi immobiliari, peraltro, è risultato molto più omogeneo e diffuso di quanto non sia stato il successivo sgonfiamento (partito in media nel 2007): negli Stati Uniti, ad esempio, da quella data a oggi i prezzi degli

¹ Banca Centrale Europea, *Bollettino mensile*, novembre 2011.

immobili residenziali sono scesi del 27,6%, in Irlanda del 45%, in Spagna del 15,2%, nel Regno Unito dell'8,7%. Nello stesso periodo, tuttavia, in altri paesi si è assistito a una nuova fase di crescita vigorosa delle quotazioni: in Australia, Canada e Svezia gli aumenti sono stati rispettivamente del 18,1, 21,9 e 15,2%. Al di là delle semplici quotazioni, il quadro mondiale dipinto dai principali indicatori di sostenibilità e sopravvalutazione del mercato è complesso e variegato. La combinazione di due indici, uno relativo alla media di lungo periodo (1975-2011) del rapporto tra prezzo di acquisto e rendita (affitto), l'altro dato dal rapporto tra prezzo di acquisto e reddito disponibile, mostrano una sopravvalutazione ancora superiore al 25% per Australia, Belgio, Canada, Francia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Paesi Bassi, Spagna e Svezia. Secondo le elaborazioni dell'Economist, in particolare, i primi quattro paesi hanno oggi un livello di sopravvalutazione del mercato e un rapporto debito su reddito disponibile delle famiglie superiori a quanto si registrava negli Stati Uniti nel momento di massima espansione della bolla.

Sopra/sottovalutazione del mercato immobiliare in alcuni paesi

(% rispetto alla media 1975-2011 del rapporto prezzo/affitto)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Economist.

Gli Stati Uniti alla fine del sogno americano?

Gli Stati Uniti sono oggi il paese con la maggiore sottovalutazione del mercato immobiliare: i rapporti prezzi/affitti e prezzi/reddito disponibile presentano divari pari a -8 e -22% rispettivamente rispetto alla media di lungo periodo; si tratta di valori comparabili solo a quelli tedeschi e giapponesi, due paesi rimasti estranei al gonfiamento della bolla.

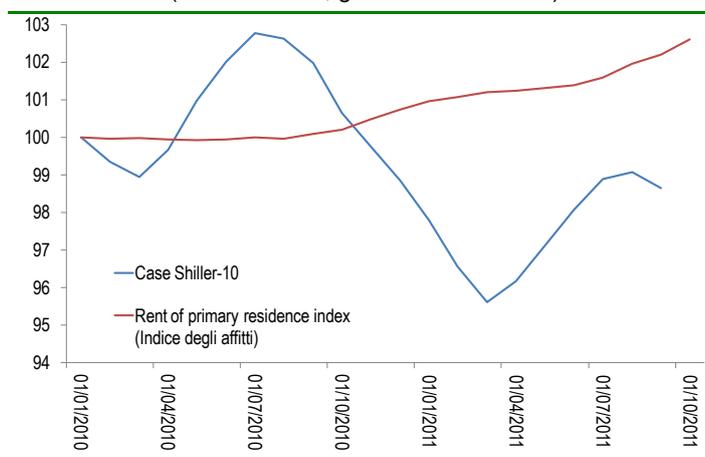
La crescita americana dopo le passate recessioni è sempre stata caratterizzata da una forte ripresa del settore delle costruzioni, cosa che non è avvenuta questa volta. Nei due anni successivi alla recessione dei primi anni Ottanta, ad esempio, gli investimenti in costruzioni residenziali erano cresciuti del 56%; oggi, dall'avvio della ripresa, sono scesi del 6,3%. Il boom del mercato immobiliare americano dei primi anni Duemila, accompagnato dai mutui a basso costo, ha modificato la struttura stessa del mercato, permettendone l'accesso a tutta una fascia di popolazione prima esclusa e portando il tasso di proprietà al valore più alto mai registrato (69% dei residenti proprietari). Nello stesso periodo la crescita del settore delle costruzioni, pur superiore alla media di lungo periodo, non è risultata elevata, soprattutto a causa del modesto andamento

della seconda parte degli anni Novanta. Lo scoppio della bolla, per contro, ha portato l'attività del settore su livelli mai registrati in precedenza: quest'anno si stima che il numero di nuove abitazioni costruite sarà il più basso mai registrato dal 1968, ossia da quando la rilevazione è disponibile. Relativamente ai prezzi, a settembre l'indice Case Shiller Composite riferito alla prime dieci città ha continuato a scendere, registrando l'undicesimo calo tendenziale consecutivo. Il valore dell'indice è ora del 31% inferiore rispetto al picco registrato nel giugno del 2006.

Nonostante questi dati negativi, tuttavia, alcuni segnali lasciano intravedere uno spiraglio di ripresa, anche se su sentieri diversi dai precedenti; soprattutto, sembra che il ruolo dell'abitazione di proprietà nel sogno americano sia destinato a ridimensionarsi. Negli ultimi anni il ritmo di crescita delle compravendite è infatti rimasto su livelli molto bassi, ma il numero delle case in vendita è diminuito in modo consistente, raggiungendo il valore minimo dal 2006. Per contro, il tasso delle case sfitte nel terzo trimestre è sceso al 9,8%, dall'11% del 2009. In alcune grandi città l'indice è sceso ulteriormente: a New York è risultato pari a 2,4%, mentre a San Francisco a 3,6%; ciò ha ovviamente comportato un aumento degli affitti, che ad ottobre, su base annua, sono cresciuti del 2,4% mettendo a segno il quattordicesimo aumento consecutivo dopo la lieve flessione dei mesi centrali del 2010 e confermando un trend opposto rispetto a quello dei prezzi di vendita. Posto pari a 100 il valore dei due indicatori a gennaio 2010, essi risultavano pari a 98,6 (Case Shiller) e 102,2 (indice degli affitti) a settembre 2011.

Prezzi degli immobili e affitti negli Stati Uniti

(Numeri indice, gennaio 2010 = 100)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati BLS e Standard & Poor's.

Il rinnovato dinamismo del mercato degli affitti non ha fornito finora il traino alle compravendite che l'amministrazione Obama attende per potersi disfare delle oltre 200.000 abitazioni pignorate e ora in possesso delle due istituzioni nazionalizzate nel 2008 (Fannie Mae e Freddie Mac). A parte un lieve aumento della fiducia dei costruttori, la crescita degli affitti non ha determinato un aumento delle compravendite soprattutto per le condizioni ancora molto restrittive del credito. D'altro canto, lo scoppio della bolla immobiliare sembra aver determinato negli Stati Uniti la fine del sogno americano inteso come possesso dell'abitazione: secondo alcune indagini, anche coloro i quali ne avrebbero la possibilità preferiscono oggi non acquistare l'abitazione, privilegiando la flessibilità che l'affitto comporta, anche a causa delle

cattive condizioni del mercato del lavoro che rendono la disponibilità alla mobilità geografica un requisito in più.

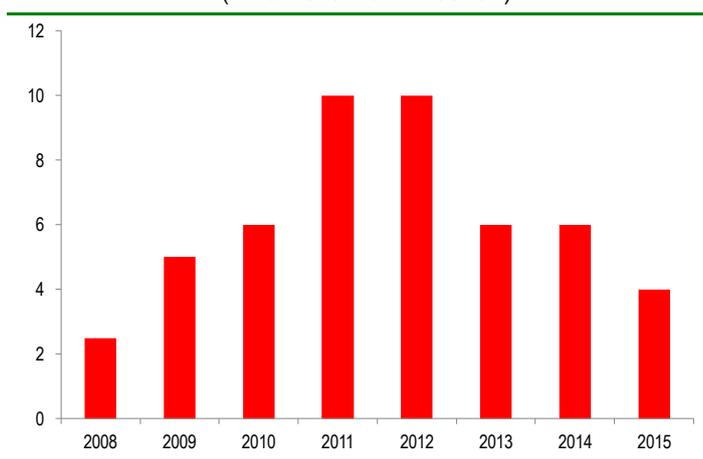
Secondo stime recenti (Goldman Sachs, dicembre 2011), il mercato immobiliare americano sconterà un'ulteriore discesa dei prezzi del 2-3%, per ricominciare a crescere solo nella seconda metà del 2012.

In Cina si sgonfia la bolla

Una nota a parte meritano alcuni paesi emergenti asiatici. A partire dal 2007 in molti di questi i prezzi hanno conosciuto incrementi notevoli: a Hong Kong le quotazioni sono salite del 77,2%, con una crescita del 17,5% nel solo ultimo anno; a Singapore sono aumentati del 33,8% (+8,5% nell'ultimo anno), in Cina del 22,5% (+3,3% è la crescita tendenziale rilevata nel III trimestre). L'attenzione verso il mercato cinese è dovuta all'ipotesi, avanzata nella prima parte dell'anno, che il mercato immobiliare stesse assumendo dimensioni tali da configurare una bolla prossima allo scoppio. Gli ultimi dati disponibili sembrano mitigare tale timore: secondo l'andamento del rapporto prezzi/affitti, le quotazioni del residenziale cinese sarebbero sopravvalutate solo del 10%. Nel paese asiatico, dove l'abitazione è considerata un bene privato solo da 17 anni, i prezzi hanno registrato una prima rilevante frenata la scorsa estate: ad agosto circa la metà delle 70 principali città ha registrato una variazione nulla dei prezzi rispetto al mese precedente, mentre questi hanno cominciato a scendere, sia pure lievemente, da settembre. Secondo la Banca centrale cinese, a novembre le quotazioni immobiliari hanno registrato una flessione pari a -0,28%. Il calo è risultato più brusco nelle principali città: a Shangai e Pechino, dove il prezzo al metro quadro ha ormai raggiunto da tempo livelli "occidentali" (oltre 2.000 euro al metro quadro), i prezzi a novembre hanno registrato la variazione più bassa degli ultimi 15 mesi. Ben più rilevante della diminuzione dei prezzi si è rivelata nell'ultimo anno quella delle compravendite, scese, secondo gli ultimi dati disponibili, di oltre il 50% rispetto a fine 2010.

Edilizia immobiliare in Cina

(milioni di unità immobiliari)



Fonte: Financial Times su dati China Index Academy.

A raffreddare il mercato cinese ha contribuito anche il piano di edilizia popolare avviato nel paese: secondo dichiarazioni ufficiali, a ottobre risultava avviata la costruzione del 98% delle 10 milioni di unità abitative previste; 1,2 milioni di queste sono state avviate

nel solo mese di settembre. Si tratta di un numero di abitazioni pari al doppio di quelle avviate negli Stati Uniti in tutto il 2010. Il piano prevede, entro il 2015, la costruzione di 36 milioni di unità abitative. Se in ognuna di queste potessero vivere tre persone, esse sarebbero in grado di ospitare l'intera popolazione di Polonia e Regno Unito insieme.

In Italia compravendite in calo

In Italia il rallentamento del mercato immobiliare è avvenuto soprattutto attraverso un forte calo delle compravendite, mentre i prezzi hanno conosciuto una flessione contenuta: dal 2007 a oggi la diminuzione è stata infatti inferiore al 6%, con un livello generale delle quotazioni che risulta solo di poco sopravvalutato (7%).

Nel II semestre di quest'anno i prezzi delle abitazioni, secondo stime Nomisma,² sarebbero scesi di un ulteriore 1,6%, dopo il -0,7% registrato nella prima parte dell'anno.³ A risultare in flessione sarebbero i prezzi residenziali di tutte le principali città, in particolare di Firenze (-3,8%), Bologna (-2,8%), Catania (-1,5%), Napoli (-1,4%) e Roma (-1,4%).⁴ Per il prossimo anno le stime appaiono leggermente più pessimiste di quanto non riportato nei mesi precedenti: le quotazioni registrerebbero ancora un calo, seppure inferiore all'unità, nel 2012 e nel 2013 (quest'ultimo peraltro prossimo allo zero), mentre ricomincerebbero a crescere nel 2014, sull'ordine dell'1%. Il prossimo anno tra le principali città sarebbero ancora Firenze e Bologna a registrare i maggiori cali, mentre a Roma tornerebbero a crescere lievemente (+0,2%).

A perdere terreno nel mercato immobiliare italiano, soprattutto nell'ultimo anno, più che i prezzi sono state le compravendite. Secondo l'Istat, che considera le sole compravendite di unità immobiliari contenute negli atti notarili, nel secondo trimestre del 2011 queste sono scese del 3,2% rispetto allo stesso periodo del 2010, attestandosi sulle 219.905 unità. La diminuzione ha riguardato tutte le ripartizioni geografiche, ad eccezione delle isole, dove si è registrato un aumento dell'8,2%. Il calo complessivo delle compravendite relative alle sole abitazioni (e relativi accessori), è risultato analogo a quello generale (-3,1%, a 205.030 unità), anche in questo caso nelle isole si è invece registrata una crescita (+7,6%). La flessione maggiore si è verificata nelle regioni del Sud (-8,4%), seguite da quelle del Nord-Est (-4,4%), Centro (-3,1%) e Nord-Ovest (-2,3%), dove continua a essere stipulato il maggior numero di compravendite di unità immobiliari (il 34% circa del totale).

Sempre secondo le rilevazioni Istat, e con riferimento alle sole convenzioni contenute negli atti notarili, nel II trimestre dell'anno risulta in calo anche il numero di mutui stipulati: per le sole unità immobiliari la flessione si attesta a -5,5% a/a (118.834 stipule). Anche in questo caso ad andare in controtendenza sono state le isole, in cui il numero risulta in aumento del 19,3% pur rappresentando appena il 9,6% del totale.

A questo stato di cose fa eco un aumento dei tempi medi di vendita che, secondo Nomisma, dal II semestre del 2001 è salito ininterrottamente, passando da 3,3 mesi medi a oltre sei nella seconda parte di quest'anno.

L'attenzione per il mercato immobiliare in Italia deriva dal ruolo che la proprietà ha nei bilanci delle famiglie. Secondo la Banca d'Italia⁵ nel 2008 (ultimo dato disponibile) risultavano proprietarie dell'abitazione di residenza il 69,2% delle famiglie italiane, una percentuale che sale fino al 72% nelle regioni del Centro. Relativamente alle caratteristiche del capofamiglia, si osservano le percentuali più elevate nei casi in cui

² Nomisma, "Quadro congiunturale del mercato immobiliare italiano", *III Rapporto 2011*, novembre.

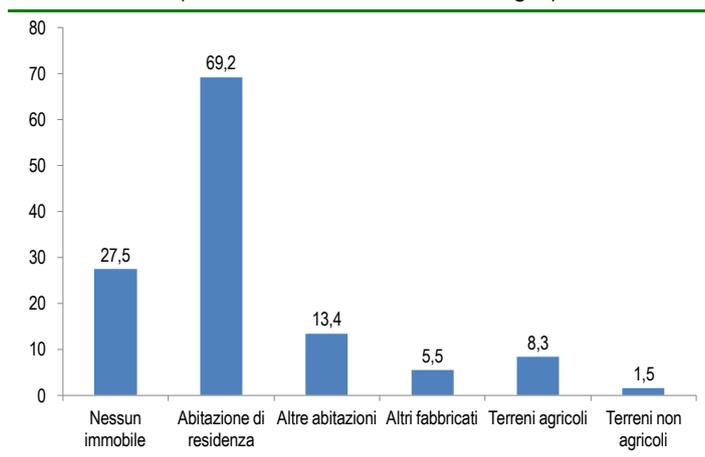
³ Valori a prezzi correnti.

⁴ Valori a prezzi costanti.

⁵ Banca d'Italia, "I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2008", *Supplemento al bollettino statistico*, febbraio 2010.

questo abbia oltre 55 anni (intorno al 78%, contro il 47% circa dei giovani con meno di 34 anni), un livello di istruzione elevato (tra le famiglie con capofamiglia laureato quasi 8 su 10 posseggono l'abitazione di residenza) e risulta impiegato nei servizi (75%). Per contro, tra chi non ha alcun titolo di studio solo 6 su 10 posseggono l'abitazione, mentre la percentuale crolla a 1,8% nel caso di famiglie con un capofamiglia con reddito nel percentile più basso della distribuzione. Infine, 27,5% delle famiglie italiane non risulta proprietaria di alcun immobile.

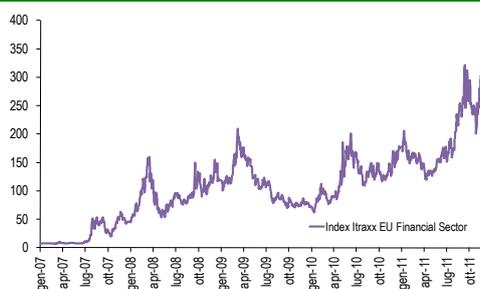
Immobili posseduti dalle famiglie italiane
(2008, in % del totale delle famiglie)



Fonte: Banca d'Italia.

Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

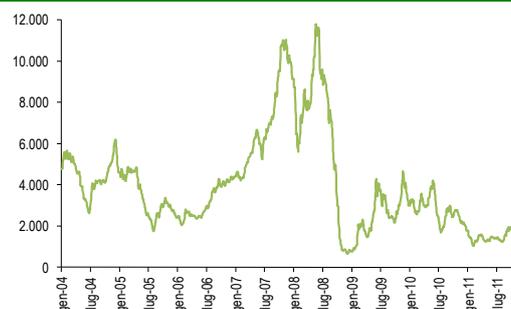
Indice Itraxx Eu Financial



Fonte: Datastream

I premi al rischio nell'ultima settimana scendono da 330 a 260.

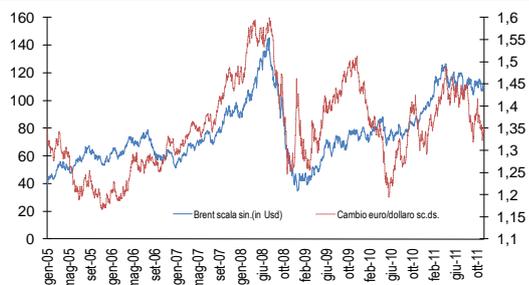
Indice Baltic Dry



Fonte: Datastream

L'indice dei noli marittimi, in lieve ripresa, oscilla intorno a 1.850.

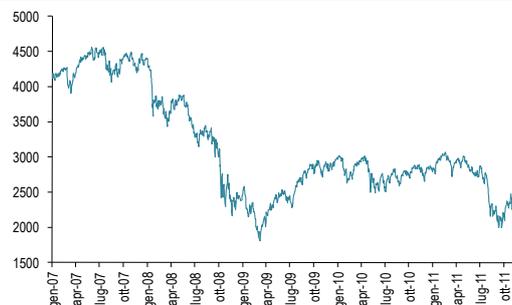
Cambio euro/dollaro e quotazioni Brent (Usd per barile)



Fonte: Datastream

Il tasso di cambio €/€ a 1,34. Il petrolio qualità Brent quota 110\$ al barile, il Wti 101\$ al barile.

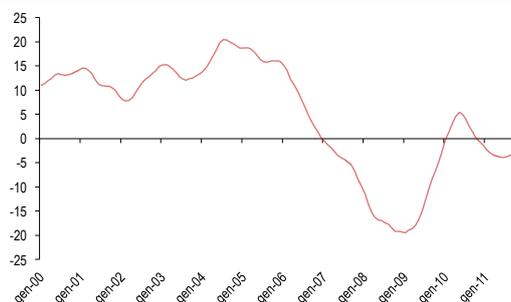
Borse europee: indice Eurostoxx 50



Fonte: Datastream

L'indice nell'ultima settimana sale a quota 2.350 da 2.300.

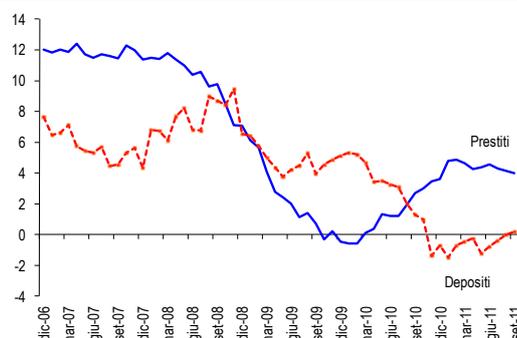
**Usa: indice dei prezzi delle abitazioni
Case-Shiller composite 10**
(var. % a/a)



Fonte: Datastream

A settembre 2011, per il 12° mese consecutivo, le variazioni dei prezzi delle abitazioni Usa restano negative (-3,3% su base annua).

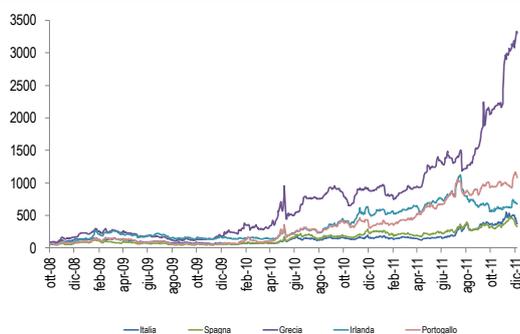
Italia: prestiti e depositi
(var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia

A settembre 2011 il trend di crescita dei prestiti si attenua leggermente (+4% a/a) mentre risulta in ulteriore riduzione la flessione dei depositi.

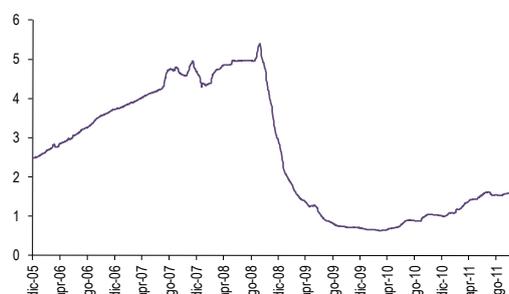
**Tassi dei benchmark decennali:
differenziale con la Germania**
(punti base)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Datastream

I differenziali con il Bund, sono pari a 3.306 pb per la Grecia, 1.082 pb per il Portogallo, 676 pb per l'Irlanda, 370 pb per l'Italia e 334 pb per la Spagna.

Tasso euribor a 3 mesi
(val.%)



Fonte: Banca d'Italia

Il tasso euribor si conferma sotto a 1,50%.

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.