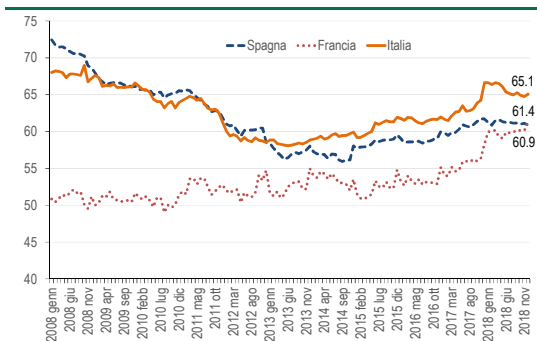
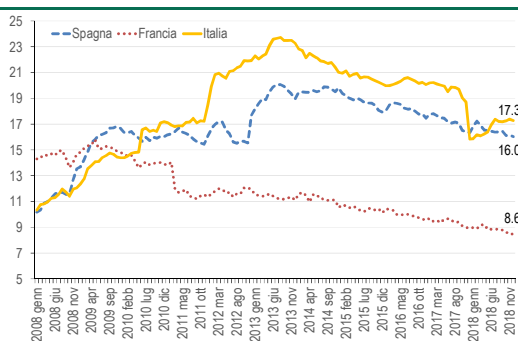


**Quota % dei prestiti
nel totale attivo dei sistemi bancari di
Spagna, Francia e Italia**



Fonte: elaborazione Servizio Studi Bnl su dati Bce

**Quota % del portafoglio titoli nel totale
attivo dei sistemi bancari di
Spagna, Francia e Italia**



Fonte: elaborazione Servizio Studi Bnl su dati Bce

Alla fine del 2018 il **portafoglio titoli** rappresentava l'11,4% dell'attivo delle banche dell'eurozona. In tutti i paesi l'incidenza di questa voce di bilancio ha registrato una significativa contrazione. Rispetto al massimo del periodo 2008-18 il dato più recente dell'eurozona è inferiore di circa 5 punti percentuali. Alla stessa data i **titoli di stato** costituivano il 41% del portafoglio titoli dell'eurozona. In 7 dei 19 paesi dell'area non ne rappresentano la componente dominante. Francia, Paesi Bassi e Germania sono sensibilmente al di sotto del dato medio dell'area; Spagna e soprattutto Italia, invece, sono su livelli decisamente più elevati.

In Italia, dopo aver raggiunto il massimo tra la fine del 2015 e i primi mesi del 2016 l'investimento in titoli di stato da parte delle banche ha cominciato a ridursi, un processo durato fino alla fine del 2017 quando ha ripreso ad aumentare.

Ad attirare l'interesse sui titoli di stato delle banche è anche l'ampia preferenza accordata ai titoli domestici, un fenomeno che si è manifestato con intensità fortemente variabile: in significativo ridimensionamento negli anni successivi alla nascita dell'euro, in forte aumento dopo lo scoppio della crisi finanziaria del 2008-09, di nuovo in tendenziale ridimensionamento negli anni più recenti, anni in cui l'**home bias** nazionale sta subendo uno stemperamento a favore di una **home bias** europea.

n. 09

18 marzo 2019

Rischio bancario, rischio sovrano e *home bias*

S. Carletti  silvano.carletti@bnlmail.com

Alla fine del 2018 il portafoglio titoli rappresentava l'11,4% dell'attivo delle banche dell'eurozona. In tutti i paesi l'incidenza di questa voce di bilancio ha registrato una significativa contrazione. Rispetto al massimo del periodo 2008-18 il dato più recente dell'eurozona è inferiore di circa 5 punti percentuali.

Rispetto al massimo toccato nell'agosto 2013 (23,7%) il valore più recente dell'Italia (17,3%) è inferiore di 6,4 p.p. Salvo qualche mese in cui è prevalso il dato spagnolo, da gennaio 2012 il sistema bancario italiano è nell'area euro quello in cui l'investimento in titoli ha il peso maggiore nel totale dell'attivo.

Alla fine del 2018 i titoli di stato costituivano il 41% del portafoglio titoli dell'eurozona. In 7 dei 19 paesi dell'area non ne rappresentano la componente dominante. Francia, Paesi Bassi e Germania sono sensibilmente al di sotto del dato medio dell'area; Spagna (56,7%) e soprattutto Italia (66,7%), invece, sono su livelli decisamente più elevati.

Nel nostro Paese, dopo aver raggiunto il massimo tra la fine del 2015 e i primi mesi del 2016 l'investimento in titoli di stato da parte delle banche ha cominciato a ridursi, un processo durato fino alla fine del 2017 quando ha ripreso ad aumentare.

Ad attirare l'interesse sull'investimento in titoli di stato delle banche è anche l'ampia preferenza accordata ai titoli domestici (*home bias*), un fenomeno che si è manifestato con intensità fortemente variabile: in significativo ridimensionamento negli anni successivi alla nascita dell'euro, in forte aumento dopo lo scoppio della crisi finanziaria del 2008-09, di nuovo in tendenziale ridimensionamento negli anni più recenti.

L'*home bias* nazionale sta subendo uno stemperamento a favore di una *home bias* europea. La normativa europea assegna un coefficiente zero non solo all'esposizione sovrana domestica ma anche a qualsiasi altra esposizione sovrana denominata in euro e quindi anche al possesso di titoli di stato di altri paesi europei.

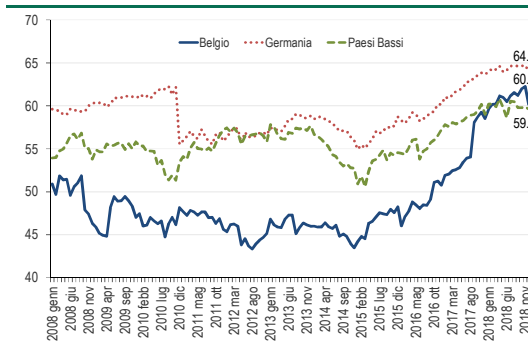
Il profilo dei sistemi bancari europei sta registrando in questi anni un costante processo di trasformazione, che in qualche caso riduce le reciproche differenze mentre altre volte spinge in direzione opposta. Il processo è di indubbio interesse perché sistemi con profili simili hanno più probabilità di condividere soluzioni ai problemi esistenti.

Analizzando i dati Bce indicazioni favorevoli si ricavano dall'andamento dei finanziamenti. Alla fine del 2018 la quota dei prestiti nell'attivo totale delle banche differiva tra i principali paesi solo di pochi punti percentuali, con Paesi Bassi (59,6%), Belgio (60,2%), Spagna (60,9%) e Francia (61,4%) a ridosso della media rilevata per l'intera eurozona (60,8%); Germania (64%) e Italia (65,1%) si discostano da questo riferimento ma in misura complessivamente moderata. Ancora a inizio 2016 la differenza tra il valore minimo e quello massimo superava nel complesso dell'area euro i 15 punti percentuali.

Questo tendenziale allineamento si è realizzato nell'ambito di una dinamica assai diversa dei due aggregati che partecipano al rapporto. Ne deriva che in ben quattro dei maggiori paesi l'incidenza dei prestiti nel totale dell'attivo è ora posizionata in prossimità del massimo del periodo 2008-18. Per Italia e soprattutto Spagna il processo di convergenza è, invece, avvenuto in senso opposto, con un sostanziale

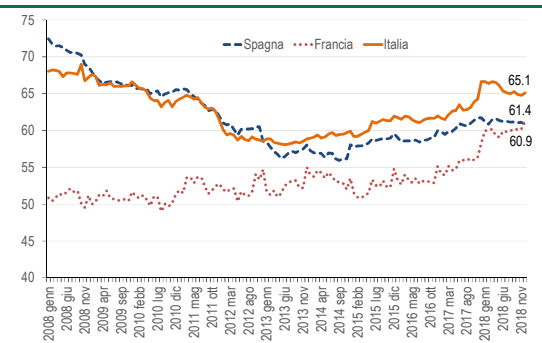
allontanamento dai rispettivi massimi, per entrambi i Paesi posizionati negli ultimi mesi del 2008 (3,9 e 11,5 punti percentuali, rispettivamente, le loro distanze da questo riferimento).

**Quota % dei prestiti
nel totale attivo dei sistemi bancari di
Belgio, Germania e Paesi Bassi**



Fonte: elaborazione Servizio Studi Bnl su dati Bce

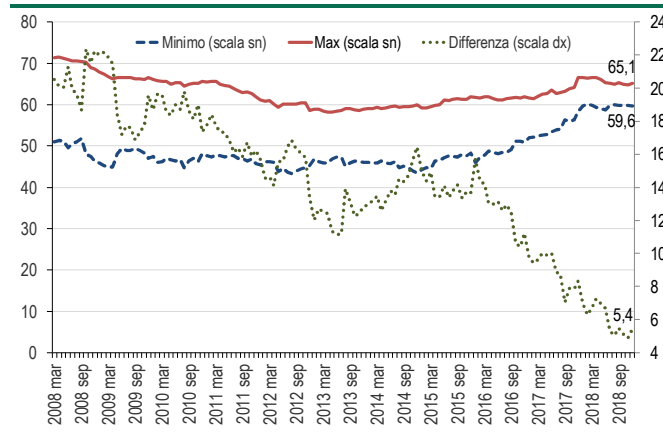
**Quota % dei prestiti
nel totale attivo dei sistemi bancari di
Spagna, Francia e Italia**



Fonte: elaborazione Servizio Studi Bnl su dati Bce

**Quota % dei prestiti nel totale attivo:
il processo di convergenza europeo**

(minimo, massimo e loro differenza della quota % dei prestiti nel totale attivo rilevata in sei paesi* dell'area euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi Bnl su dati Bce

(*): Belgio, Germania, Paesi Bassi, Francia, Spagna e Italia.

L'andamento del portafoglio titoli nell'eurozona

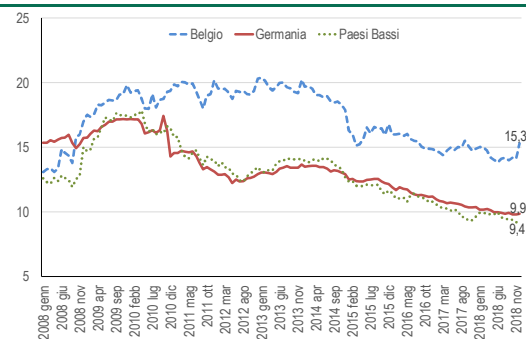
Indicazioni in parte diverse si traggono quando si guarda al portafoglio titoli. Nella media dell'eurozona, alla fine del 2018 questo tipo di investimento rappresentava l'11,4% dell'attivo. A quella data Francia, Paesi Bassi e Germania si collocavano al di sotto della doppia cifra (rispettivamente all'8,4%, 9,4% e 9,9%); il Belgio era al 15,3%, la Spagna al 16%. Il dato dell'Italia (17,3%) è una volta e mezzo il dato medio dell'area euro.

In tutti i paesi l'incidenza di questa posta nel totale dell'attivo ha registrato una significativa contrazione. Rispetto al massimo del periodo 2008-18 il dato più recente dell'eurozona è inferiore di circa 5 punti percentuali, e lo stesso avviene per il Belgio. In Germania e Francia la flessione è prossima a 7,5 p.p., in Olanda supera gli 8 punti percentuali. In Spagna la contrazione si ferma a 4 punti percentuali.

Rispetto al massimo toccato nell'agosto 2013 (23,7%) il valore più recente dell'Italia (17,3%) è inferiore di 6,4 p.p. Salvo qualche mese in cui prevale (di poco) il dato spagnolo, da gennaio 2012 il sistema bancario italiano è nell'area euro quello in cui l'investimento in titoli ha il peso maggiore nel totale dell'attivo.

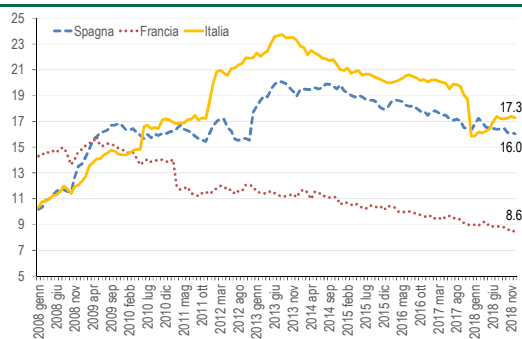
Oltre che in relazione al totale dell'attivo, il portafoglio titoli ha subito un significativo ridimensionamento in termini assoluti. Assumendo come riferimento l'inizio del 2014, anno di avvio della ripresa economica, la contrazione a livello di intera eurozona ammonta a 1.235 mld di euro (-26%). Tra i paesi maggiori il fenomeno è relativamente più intenso in Italia (-32%), in Spagna e Olanda (-31%); viceversa è più contenuto in Francia (-20%).

Quota % del portafoglio titoli nel totale attivo dei sistemi bancari di Belgio, Germania e Paesi Bassi



Fonte: elaborazione Servizio Studi Bnl su dati Bce

Quota % del portafoglio titoli nel totale attivo dei sistemi bancari di Spagna, Francia e Italia



Fonte: elaborazione Servizio Studi Bnl su dati Bce

Il dato sul portafoglio titoli comunicato dalla Bce può essere scomposto in tre componenti: titoli governativi, titoli emessi da istituzioni private non finanziarie (quasi esclusivamente imprese), titoli emessi da istituzioni finanziarie. Il contributo di ciascuna di queste tipologie di titoli alla composizione del portafoglio cambia sensibilmente da paese a paese.

Alla data più recente (dicembre 2018), i titoli pubblici avevano nel portafoglio dell'eurozona un peso del 41% ma in 7 dei 19 paesi dell'area non rappresentano la componente dominante. Francia (22,4%), Paesi Bassi (30,2%) e Germania (34%) sono sensibilmente al di sotto del dato medio dell'area; il Belgio (37,9%) è relativamente vicino a questo riferimento; Spagna (56,7%) e soprattutto Italia (66,7%), invece, sono su livelli decisamente più elevati.

Malgrado questo rilievo, la componente dei titoli governativi ha giocato nel processo di ridimensionamento del portafoglio titoli un ruolo importante ma non decisivo, conclusione già evidente a livello di intera eurozona dove nell'ultimo quinquennio la riduzione dell'ammontare dei titoli pubblici contribuisce solo per il 24% alla riduzione del portafoglio. Anche in Spagna la contrazione del portafoglio titoli non è principalmente riconducibile ai titoli pubblici. In Germania e Olanda i due fenomeni

(riduzione dell'ammontare di titoli pubblici e riduzione del portafoglio titoli) si muovono con intensità poco diversa. In Belgio e Francia, invece, la riduzione dell'investimento in titoli pubblici attuata nel quinquennio è molto più intensa (54% e 61%, rispettivamente) di quanto non si riscontri per l'intero portafoglio.

L'investimento in titoli pubblici del sistema bancario italiano

L'evoluzione dell'investimento in titoli pubblici delle banche italiane differisce nettamente da quanto rilevato negli altri principali paesi. Nell'arco del quinquennio 2014-18 la consistenza di questa sezione del portafoglio titoli è prima aumentata, ha raggiunto il massimo a metà 2016 per poi ridiscendere successivamente quasi con la stessa intensità, con il dato a fine 2018 appena superiore a quello registrato all'inizio del 2014. Ne deriva che se da un lato le banche italiane hanno operato nel quinquennio 2014-18 una riduzione del portafoglio titoli anche superiore a quella media dell'eurozona (32% vs 26%), dall'altro lato i titoli pubblici, che pure costituiscono i due terzi del loro portafoglio, non hanno contribuito in alcuna misura a questa evoluzione. La combinazione di questi due movimenti ha determinato un aumento del peso relativo della componente dei titoli pubblici nel portafoglio, fenomeno assente negli altri principali paesi dell'area euro con la sola eccezione della Spagna dove però la tendenza è molto più contenuta.

I dati messi a disposizione dalla Bce consentono di effettuare confronti credibili tra i diversi paesi dell'area euro. Differiscono però sensibilmente da quelli delle autorità monetarie nazionali. In particolare la consistenza dei titoli posseduti dalle banche viene indicata nelle statistiche europee facendo riferimento ai valori di mercato mentre le statistiche elaborate dalle banche centrali considerano il valore con cui questi titoli sono iscritti in bilancio. Tale valore può essere quello del costo ammortizzato, del prezzo di mercato o del *fair value*, a seconda del portafoglio in cui i titoli sono inseriti.

Nel suo intervento del 2 febbraio scorso il governatore Visco si è soffermato sulla dinamica del portafoglio in titoli di stato delle banche italiane. Dopo aver raggiunto il massimo tra la fine del 2015 e i primi mesi del 2016 l'investimento in titoli di stato ha cominciato a ridursi, un processo durato fino alla fine del 2017 quando l'ammontare di questi titoli iscritto in bilancio si è posizionato a ridosso dei 280 miliardi. Da allora questa esposizione è tornata a crescere arrivando a superare i 330 miliardi.

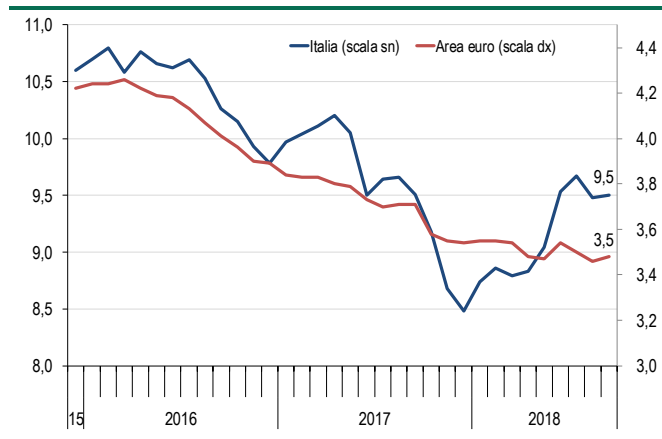
Se il portafoglio dei titoli di stato fosse totalmente (o quasi) riportato in bilancio al costo ammortizzato i riflessi derivanti dal mutare del rischio sovrano (e più in generale dal variare dei prezzi di mercato) sarebbero complessivamente contenuti. Nel corso del suo intervento Visco ha segnalato che la quota di questo portafoglio iscritta al costo ammortizzato è passata dal 18% rilevato alla fine del 2017 al 49% del novembre scorso, con le banche più importanti al di sotto di questo dato medio e le banche meno significative invece al 61% (in termini di attivo le prime rappresentano circa i tre quarti dell'intero sistema).

La questione dell'*home bias*

Ad attirare l'interesse sull'investimento in titoli di stato delle banche è anche l'ampia preferenza accordata ai titoli domestici (*home bias*), un fenomeno esistente da tempo ma con intensità fortemente variabile: in significativo ridimensionamento negli anni successivi alla nascita dell'euro, in forte aumento dopo lo scoppio della crisi finanziaria del 2008-09, di nuovo in tendenziale ridimensionamento negli anni più recenti. Ad alimentare questa inclinazione sono molte circostanze tra le quali le disposizioni della regolamentazione patrimoniale che a questo tipo di investimento da un lato assegnano

un rischio nullo (coefficiente di ponderazione pari a zero) e dall'altro escludono qualsiasi limite di concentrazione (nessun tetto al loro possesso).

**Portafoglio titoli di stato delle banche:
Italia vs area euro**
(incidenza % sul totale attivo)



Fonte: Banca d'Italia, Rapporto di Stabilità Finanziaria.

Il tema è decisamente complesso con informazioni disponibili molto limitate e datate. Non esiste peraltro accordo su come la *home bias* debba essere misurata. Generalmente si fa riferimento ad un indicatore "grezzo" definito dal rapporto tra l'esposizione verso i titoli di stato domestici e il totale dell'esposizione in titoli sovrani. Applicando¹ questa metrica ai dati disponibili (fine 2014) ne risulta che tra i 19 paesi dell'area euro sono decisamente pochi quelli che sfuggono al problema (*home bias* al di sotto del 50%). Si è fatto però rilevare che questa definizione penalizza le banche dei paesi maggiori perché in linea di massima i titoli di stato di questi paesi si caratterizzano per disponibilità e liquidità decisamente superiore a quella degli analoghi titoli emessi da un paese di dimensioni contenute. Altri osservatori hanno fatto poi notare che la *home bias* andrebbe misurata come "distanza" rispetto al peso che i titoli di stato di un certo paese dovrebbero avere nel portafoglio "neutrale" di un investitore ovunque collocato. Se si adottano questi approcci "più evoluti" la misura dell'*home bias* risulta decisamente ridimensionata: per l'insieme dell'area euro, è pari al 74% se misurata con l'indicatore grezzo, scende al 58% con il secondo criterio e al 46% con il terzo. Il ridimensionamento risulta in genere più accentuato per i paesi maggiori. Tutti e tre i criteri pongono comunque Grecia, Portogallo, Spagna e Italia sui livelli più elevati, Francia e Germania in posizione intermedia.

La presenza dell'*home bias* viene valutata con conclusioni di segno diverso. Secondo una parte degli osservatori si tratta di una caratteristica non favorevole perché durante le fasi di instabilità finanziaria può determinare un'interazione perversa (*doom loop*) tra rischio sovrano e rischio bancario con ricadute sulla stabilità finanziaria del paese coinvolto. Tra gli obiettivi che il legislatore europeo si è dato nel mettere a punto il progetto dell'Unione Bancaria c'è appunto quello di attenuare sensibilmente questo legame.

¹ CM. Manna, F.M. Signoretti, P. Tommasino, *Large-country bias and the limits on sovereign concentration risk*, Banca d'Italia, Notes on Financial Stability and Supervision n.5, agosto 2016.

Sull'esistenza di questo legame ci sono poche obiezioni. Le tensioni sul mercato dei titoli di Stato determinano per il circuito del credito (quindi per l'intera economia) conseguenze apprezzabili: incremento dei costi della raccolta, riduzione del valore delle garanzie stanziabili presso l'Eurosistema a fronte di operazioni di rifinanziamento², impatto sui coefficienti patrimoniali per effetto delle variazioni di prezzo dei titoli di Stato valutati al *fair value*. Con riferimento a quest'ultimo effetto, una recente elaborazione della Banca d'Italia³ ha messo in evidenza che la riduzione dei corsi dei titoli di Stato verificatasi tra il dicembre 2017 e il settembre 2018 è responsabile di oltre la metà della riduzione del CET1 *ratio* osservata nello stesso periodo per l'insieme delle banche italiane significative.

La valutazione dell'*home bias*, tuttavia, presenta anche importanti sfumature positive. L'esperienza ha più volte dimostrato che una significativa presenza delle banche nella platea dei detentori di titoli di stato svolge un ruolo stabilizzante, contrastando le dinamiche speculative di breve termine e riducendo il rischio di episodi di *panic selling*. In secondo luogo, si fa notare che in molti casi (ad esempio, nei convulsi mesi del 2008) l'accentuarsi dell'*home bias* è stata conseguenza di situazioni di instabilità dei mercati, e non viceversa. Anche la tesi che l'*home bias* incentiverebbe politiche fiscali più basate sull'indebitamento risulta spesso smentita dalle dinamiche reali: in più occasioni l'*home bias* delle banche è cresciuta più per effetto del disimpegno di altre categorie di investitori piuttosto che come riflesso di mutamenti nel finanziamento della spesa pubblica. Infine, la disponibilità di titoli privi di rischio è ingrediente non secondario per il funzionamento di un circuito finanziario, oltre che per le banche anche (e forse in misura più rilevante) per le assicurazioni.

Tra i rappresentanti delle autorità monetarie europee, una parte ritiene opportuno ridimensionare questa tendenza. A questo scopo in modo informale sono state avanzate numerose ipotesi tra le quali quella di introdurre nella regolamentazione una soglia massima al rapporto tra esposizione in titoli di stato domestici e capitale regolamentare. Nella versione *hard* questa soglia non dovrebbe essere superata; in una versione più *soft* il superamento sarebbe sanzionato con la perdita della ponderazione zero per la parte dei titoli che eccede la soglia. Ancora più *hard* l'ipotesi di legare il coefficiente di ponderazione dei titoli di stato al *rating* attribuito al Paese, ipotesi che darebbe alle società di *rating* un evidente potere nel plasmare i flussi finanziari mondiali⁴.

Essendo l'*home bias* fenomeno fortemente differenziato tra i diversi paesi, l'applicazione di questi criteri restrittivi produrrebbe effetti altrettanto differenziati con ricadute sfavorevoli non marginali per la stabilità finanziaria di numerosi paesi e in definitiva per l'intera eurozona. Secondo alcune analisi, si rischia di produrre effetti indesiderati superiori agli ipotetici benefici⁵, una differenza che l'adozione di ampi

² Nel condurre le operazioni di rifinanziamento, l'Eurosistema si espone per la durata delle operazioni al rischio di mancato rimborso in caso di inadempimento della controparte debitrice. Per questo motivo i finanziamenti sono concessi a fronte di garanzie idonee a coprire il valore del finanziamento erogato. La Banca d'Italia verifica giornalmente che il valore delle garanzie, corretto per il rischio, sia adeguato all'ammontare dei finanziamenti concessi a ciascuna controparte.

³ Cfr. intervento di Carmelo Barbagallo, *Crisi e regolamentazione finanziaria: cambiamenti e prospettive*, Università di Modena e Reggio Emilia, Modena, 1 marzo 2019.

⁴ Particolari versioni di queste ipotesi sono state oggetto di esercizi di simulazione numerica. Cfr. ad esempio, R. Hamai, T. Cedrini, *Titoli di stato e banche, un binomio possibile*, lavoce.info, 16 maggio 2017.

⁵ M. Lanotte, G. Manzelli, A.M. Rinaldi, M. Taboga, P. Tommasino, *Easier said than done? Reforming the prudential treatment of banks' sovereign exposures*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza n. 326, Aprile 2016.

periodi di transizione può mitigare ma non è detto riesca ad eliminare. Senza tacere che la soluzione non potrebbe essere circoscritta all'ambito europeo ma dovrebbe avere un respiro internazionale, per non distorcere un mercato sicuramente tra i comparti finanziari più competitivi e globalizzati.

Verso una *home bias* europea

Al lato di queste ipotesi di riscrittura della normativa, l'*home bias* può essere limitata dallo sviluppo di progetti di respiro europeo. Sono inseribili in questo capitolo le proposte di "safe bond", cioè dell'emissione di titoli aventi come sottostante i titoli pubblici di un'ampia platea di paesi. Si tratta di proposte che prevedono una certa mutualizzazione del debito pubblico dei diversi paesi europei. Fatta propria nel 2017 anche dalla Commissione europea nell'ambito di un programma di rafforzamento della Unione, la proposta europea delle *safe assets* sollecita implicitamente la condivisione della sovranità fiscale, la costituzione di un ministero del Tesoro Europeo, la riscrittura dei trattati europei e la modifica della carta costituzionale di numerosi paesi. Tutti passaggi che presuppongono una vitalità del progetto europeo ben diversa dall'attuale.

Nel frattempo l'*home bias* nazionale sta subendo uno stemperamento verso una *home bias* europea. La normativa europea assegna un coefficiente zero non solo all'esposizione sovrana domestica ma anche a qualsiasi altra esposizione sovrana denominata in euro e quindi anche ai titoli di stato emessi da altri paesi europei. Una evidenza del processo di diversificazione del portafoglio indotto da questa norma lo fornisce periodicamente l'Eba (European Banking Authority) attraverso l'"EU-wide transparency exercise". In questa base dati è contenuta una tabella che descrive in dettaglio la composizione del portafoglio dei titoli sovrani delle 130 maggiori realtà bancarie europee. Considerando 9 gruppi bancari europei di grande rilievo (2 francesi, 2 tedeschi, 2 spagnoli, 2 italiani, uno olandese⁶) emergono indicazioni sicuramente interessanti. A fine 2017 questi gruppi risultavano congiuntamente titolari di titoli sovrani per un totale di circa € 820 mld. Il 55% dei titoli in questo portafoglio risulta emesso da paesi dell'eurozona, percentuale che sale al 65% se si considera l'insieme dei paesi della Ue. Al netto della tipica *home bias* (paese emittente e paese della banca capogruppo coincidenti) e quindi considerando quella che può essere definita una sorta di *home bias* europea le due quote si attestano rispettivamente al 38,5% e al 52%. L'intensità dell'*home bias* varia fortemente: è molto alta per le banche italiane (46-47%) e per quelle spagnole (36-37%) mentre è contenuta per le banche francesi e olandesi (al 14-16%) e ancor più per quelle tedesche (10-11%). Su queste rilevanti differenze pesa certamente il profilo dell'attuale congiuntura finanziaria che ha posizionato in territorio negativo i rendimenti finanziari di gran parte dei titoli pubblici degli ultimi tre paesi. Si deve inoltre rilevare che sulla composizione di questo portafoglio pesa in modo evidente anche l'articolazione geografica dei diversi gruppi: ad esempio, nel caso dei due gruppi francesi e di Deutsche Bank la componente statunitense è di assoluto rilievo (oltre un quarto dell'intero portafoglio); per i due gruppi spagnoli, invece, sono i paesi dell'America Latina e dei Caraibi ad avere un rilievo particolare (24-30%), titoli presumibilmente inseriti nei portafogli delle controllate operanti nella regione.

⁶ Si tratta di Société Générale e BNP Paribas, Deutsche Bank e Commerzbank, Santander e BBVA, Intesa e Unicredit, ING.

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. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.
Direttore Responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com