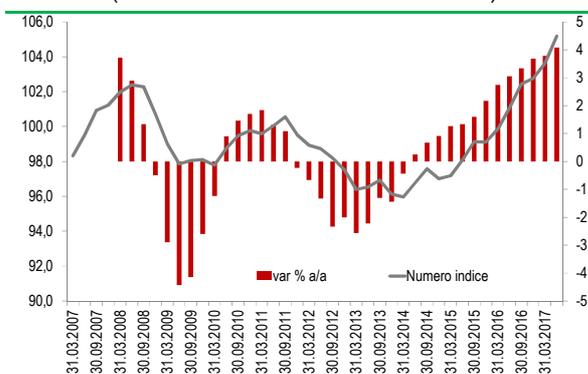


Andamento dei prezzi delle abitazioni nell'area euro

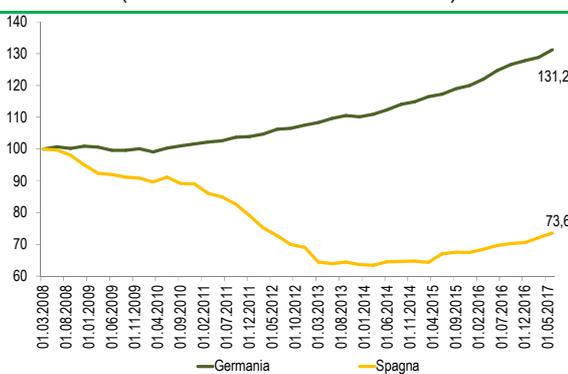
(Numero indice 2007 = 100 e var %)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su BIS

Andamento dei prezzi delle abitazioni in Germania e in Spagna

(Numero indice Q1 2008 = 100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su BIS

La media dei prezzi degli immobili a livello mondiale è tornata su livelli simili a quelli pre crisi, ma a differenza della passata fase di ascesa delle quotazioni immobiliari quella attuale non è sincronizzata tra i vari paesi, né è omogenea all'interno degli stessi ed è spesso frutto di carenze dal lato dell'offerta. Nei paesi dell'area euro i prezzi delle abitazioni risultano in aumento dalla metà del 2014; nel II trimestre del 2017 l'aumento del 4,1% a/a è stato trainato dalla crescita soprattutto in Portogallo, Paesi Bassi, Spagna e Germania. **Tra i principali paesi dell'area euro l'Italia è l'unico a non aver ancora registrato aumenti significativi dei prezzi** che mostrano, da sei trimestri, variazioni intorno allo zero. Dal lato delle transazioni il mercato continua a registrare ormai dal 2014 segni di vivacità, anche se nella prima parte del 2017 a un ritmo più contenuto che nel corso del 2016.

Fuori dall'Europa l'attenzione rimane sempre alta nei confronti dei mercati immobiliari di Cina e Stati Uniti. **Oggi il paese asiatico presenta una delle percentuali più alte di famiglie proprietarie dell'abitazione**; per contro, negli Stati Uniti una delle più importanti conseguenze della crisi è stata un abbassamento della percentuale di proprietari che ha colpito soprattutto i giovani e le minoranze.

n. 39 8 novembre 2017



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

L'immobiliare mondiale ai livelli pre crisi

S. Costagli – simona.costagli@bnlmail.com

La media dei prezzi degli immobili a livello mondiale è tornata su livelli simili a quelli pre crisi. A differenza della passata fase di ascesa delle quotazioni immobiliari tuttavia, quella attuale non è sincronizzata tra i vari paesi, né è omogenea all'interno degli stessi; al contrario essa è spesso frutto di aumenti consistenti solo in alcune città e, nella maggior parte dei casi, è frutto di carenze dal lato dell'offerta.

Nei paesi dell'area euro i prezzi delle abitazioni risultano in aumento dalla metà del 2014 a un ritmo che è divenuto via via più sostenuto. Nel II trimestre del 2017 l'aumento del 4,1% a/a è dovuto a una crescita delle quotazioni soprattutto in Portogallo, Paesi Bassi, Spagna e Germania. L'andamento del mercato in questi due ultimi paesi mostra tratti interessanti. Oggi in Germania i prezzi risultano del 31% circa superiori a quelli che si registravano a inizio 2008, mentre in Spagna sono del 26% circa più bassi. I due mercati risultano mossi da dinamiche del tutto diverse.

Tra i principali paesi dell'area euro l'Italia è l'unico a non aver ancora registrato aumenti significativi dei prezzi che mostrano, da sei trimestri, variazioni intorno allo zero. Dal lato delle transazioni il mercato continua a registrare ormai dal 2014 segni di vivacità, anche se nella prima parte del 2017 a un ritmo più contenuto che nel corso del 2016. Nel II trimestre di quest'anno le compravendite di immobili residenziali sono cresciute del 3,8% a/a. Del tentativo di ripresa in atto nel comparto immobiliare non ha ancora beneficiato il settore delle costruzioni. Secondo i dati Istat relativi al II trimestre di quest'anno gli investimenti in costruzioni risultano in Italia del 36% più bassi che a metà 2008, mentre quelli nel solo segmento delle abitazioni del 29,5%.

Fuori dall'Europa l'attenzione rimane sempre alta nei confronti dei mercati immobiliari di Cina e Stati Uniti. Oggi il paese asiatico presenta una delle percentuali più alte di famiglie proprietarie dell'abitazione; per contro, negli Stati Uniti una delle più importanti conseguenze della crisi è stata un abbassamento della percentuale di proprietari che ha colpito soprattutto i giovani e le minoranze.

Prezzi mondiali in crescita

I più recenti dati sull'andamento del mercato immobiliare mondiale mostrano segnali di deciso recupero: secondo il Fondo Monetario Internazionale nel primo trimestre del 2017 la media dei prezzi a livello mondiale è tornata più o meno ai livelli pre crisi e ciò ha alimentato i timori che un calo brusco possa ripetersi a breve con le nefaste conseguenze che ebbe nel 2007-2008. Un'analisi attenta dei dati condotta dalle principali istituzioni internazionali lascia però trasparire una situazione diversa da quella di dieci anni fa, che in definitiva porta a previsioni più ottimistiche sull'evoluzione futura del comparto.

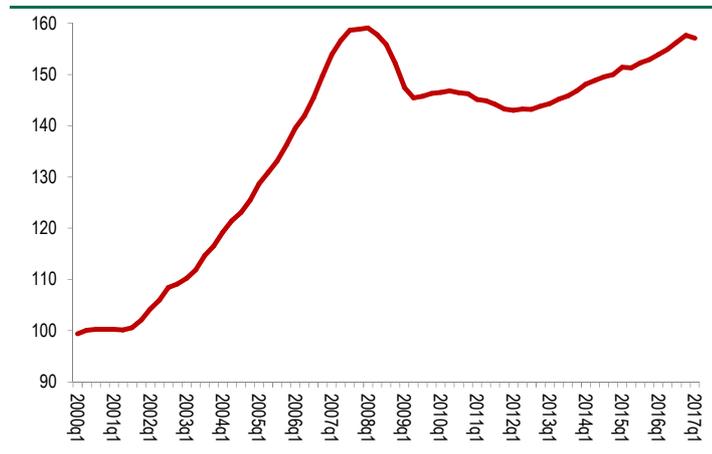
Secondo il FMI e la BRI, a differenza della passata fase di ascesa delle quotazioni immobiliari, quella attuale non è sincronizzata tra i vari paesi, né è omogenea all'interno degli stessi; al contrario, essa è spesso frutto di aumenti consistenti solo in alcune città e, nella maggior parte dei casi, non è legata a una forte crescita del credito, ma a carenze dal lato dell'offerta. Quest'ultimo elemento sembra essere



particolarmente rilevante nella crescita dei prezzi in Australia, Canada, Germania, Paesi bassi, Norvegia e Regno Unito.

Andamento dei prezzi delle abitazioni a livello mondiale

(Numero indice 2000=100)

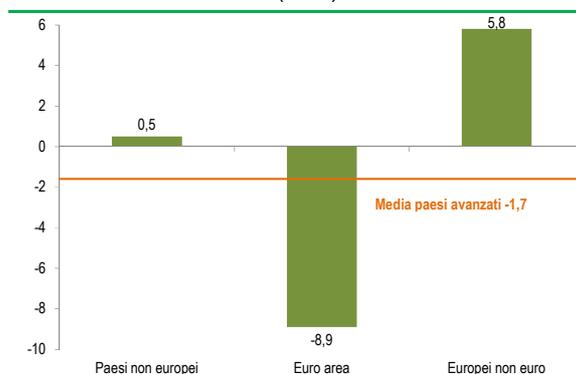


Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati FMI

Più in dettaglio, nel I trimestre del 2017 l'aumento delle quotazioni su base annua è risultato simile tra i paesi avanzati e quelli emergenti: +3,6% e +3,8% rispettivamente. Tra i primi gli aumenti sono stati rilevanti soprattutto in Canada (+15%) e Australia (+8%), mentre sono risultati più contenuti in Giappone, negli Stati Uniti e nell'area euro. Nei paesi avanzati in media i prezzi nel I trimestre 2017 risultavano solo dell'1,7% inferiori a quelli pre crisi, grazie soprattutto alla performance dei paesi europei avanzati fuori dall'euro (i cui prezzi sono del 5,8% superiori), e di una sostanziale invarianza dei paesi non europei. Nell'area euro a marzo le quotazioni risultavano ancora in media inferiori dell'8,9% rispetto al 2007.

Paesi avanzati: variazione dei prezzi tra il 2007 e il I trim 2017

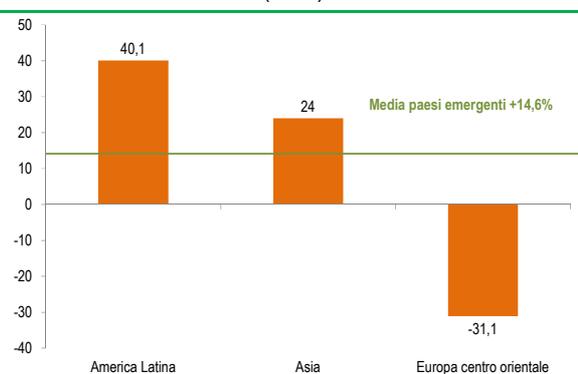
(in %)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Istat

Paesi emergenti: variazione dei prezzi tra il 2007 e il I trim 2017

(in %)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Istat

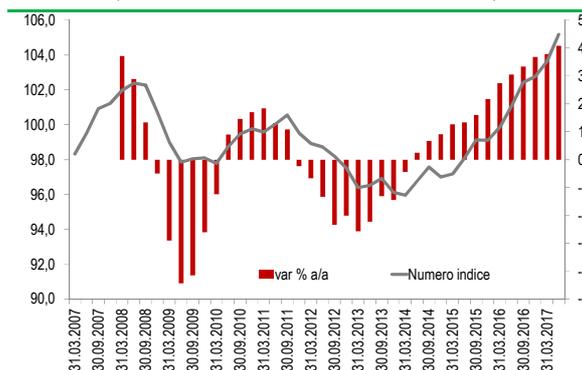
Nei paesi emergenti il mercato ha mostrato un andamento molto più eterogeneo. A inizio 2017 la crescita è stata trainata dai paesi asiatici (+7%), soprattutto Hong Kong, Cina e India, mentre minore è stato il contributo dell'America Latina, a causa soprattutto della flessione registrata in Brasile (-7%). Tra i paesi dell'Europa centro orientale continua a pesare il calo del mercato russo, che anche nel primo trimestre di quest'anno ha registrato una flessione dell'8%. L'intero gruppo degli emergenti presenta in media prezzi del 14,6% superiori a quelli pre-crisi grazie soprattutto all'eccezionale crescita delle quotazioni in America Latina (che nonostante il calo di inizio anno sono oggi del 40,1% superiori a quelle del 2007), e dei paesi asiatici (+24%). Al contrario, nell'Europa centro orientale i prezzi sono ancora inferiori del 31,1% a quelli del 2007-2008.

Nell'area euro il mercato prende velocità

Nei paesi dell'area euro i prezzi delle abitazioni risultano in aumento dalla metà del 2014 a un ritmo che è divenuto via via più sostenuto. Nel II trimestre del 2017 l'aumento su base annua è risultato del 4,1%, grazie soprattutto a una crescita delle quotazioni in Portogallo (+7,9% a/a), nei Paesi Bassi (+6,1%), in Spagna (5,6%) e in Germania (+5,3%). In Francia i prezzi risultano in aumento del 2,4% su base annua, in Italia sono rimasti pressoché invariati mentre la Grecia ha registrato la 34esima flessione consecutiva (-1,2% a/a) seppure una tra le più contenute da inizio 2009. Tra i diversi paesi è interessante osservare l'andamento del mercato immobiliare in Spagna e Germania, paesi che hanno seguito percorsi diametralmente opposti sia durante la fase di boom sia in quella successiva, di sgonfiamento del mercato, e che ora sperimentano invece un aumento delle quotazioni su ritmi molto simili. A dispetto di ciò oggi in Germania i prezzi risultano del 31% circa superiori a quelli che si registravano a inizio 2008, mentre in Spagna sono del 26% circa più bassi. I due mercati risultano peraltro mossi da dinamiche del tutto diverse.

Andamento dei prezzi delle abitazioni nell'area euro

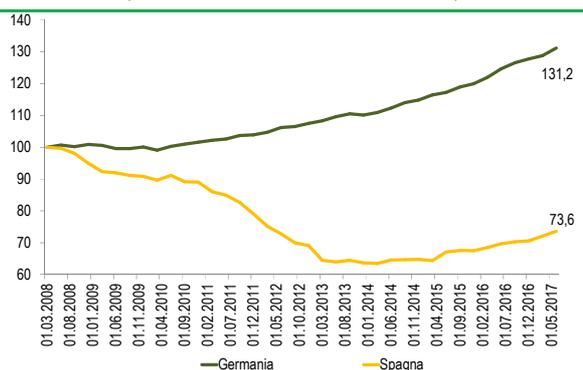
(Numero indice 2007 = 100 e var %)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su BIS

Andamento dei prezzi delle abitazioni in Germania e in Spagna

(Numero indice Q1 2008 = 100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su BIS

In Germania, più che altrove, i prezzi delle abitazioni mostrano una correlazione molto marcata con il tasso di crescita della popolazione, un fattore che è destinato a giocare un ruolo molto importante nei prossimi anni. Il paese è infatti alle prese con un significativo invecchiamento della popolazione e con un altrettanto importante movimento migratorio interno che sta portando, soprattutto i più giovani, a lasciare le

aree rurali verso le città. Ciò ha determinato un andamento molto eterogeneo dei prezzi: a Francoforte, ad esempio, a un aumento della popolazione del 6% circa tra il 2012 e il 2015 ha corrisposto un aumento del prezzo mediano di un appartamento del 25%; a Monaco un aumento del 4,7% della popolazione residente ha portato i prezzi a crescere di oltre il 35%. Per contro, nelle regioni dell'Est, dove la popolazione ha subito un calo del 3-4% nel triennio, i prezzi hanno mostrato flessioni che vanno dal 10 al 40%. L'estrema eterogeneità nell'andamento delle quotazioni rende particolarmente difficile in Germania identificare la presenza di una bolla nel comparto immobiliare. A livello aggregato però i tradizionali indicatori non sembrano evidenziare fenomeni di preoccupante sopravvalutazione: i prezzi in media sono cresciuti in linea con il reddito disponibile (e in gran parte dei casi con gli affitti) e il rapporto tra i nuovi mutui concessi e il Pil è stabile. In Germania inoltre una percentuale crescente di mutui viene stipulata a tassi fissi, mettendo quindi al riparo le famiglie da possibili futuri problemi legati all'aumento dei tassi d'interesse.

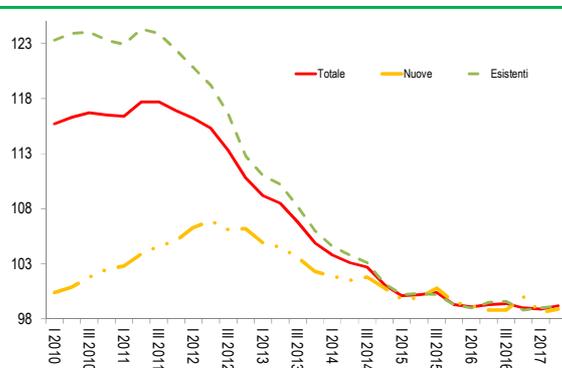
La Spagna è oggi alle prese con i danni prodotti negli anni di eccesso nel comparto immobiliare precedenti il 2007-2008, quando le imprese di costruzione realizzavano ogni anno più abitazioni che l'insieme dei paesi dell'Europa occidentale. Lo scoppio della bolla, a metà 2008, e i 24 trimestri consecutivi di calo dei prezzi hanno portato a una flessione cumulata del 38% delle quotazioni (in seguito in parte recuperata) e al fallimento di gran parte delle imprese del settore. Oggi nel paese si contano ancora mezzo milione di case invendute e il comparto delle costruzioni, che durante gli anni di boom impiegava oltre 2,5 milioni di addetti, ne conta appena un milione. La ripresa economica e il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro hanno ridato vigore all'immobiliare, portando a una crescita dei prezzi del 12% circa da metà 2014. Questa però è concentrata soprattutto nelle grandi città (Madrid, Barcellona e Valencia) e nelle principali mete turistiche, dove l'offerta non tiene il passo con la domanda. Nel resto del paese, e soprattutto nelle aree rurali, si contano ancora migliaia di case invendute, e la ripresa del comparto appare ancora lontana.

In Italia prezzi fermi e compravendite ancora in aumento

Tra i principali paesi dell'area euro l'Italia è l'unico a non aver ancora registrato aumenti significativi dei prezzi che mostrano, ormai da sei trimestri, variazioni intorno allo zero.

Andamento dei prezzi delle abitazioni in Italia

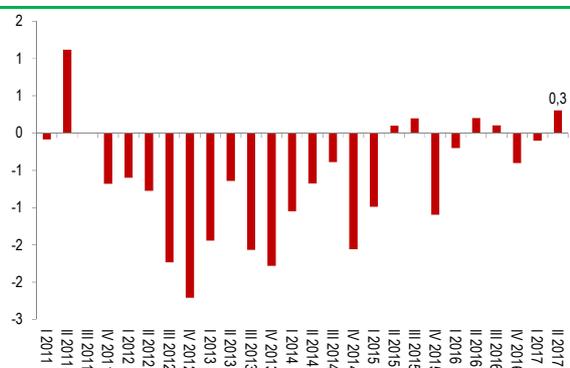
(Numero indice 2015 = 100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Istat

Andamento delle compravendite delle abitazioni in Italia

(Var. % a/a)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Istat

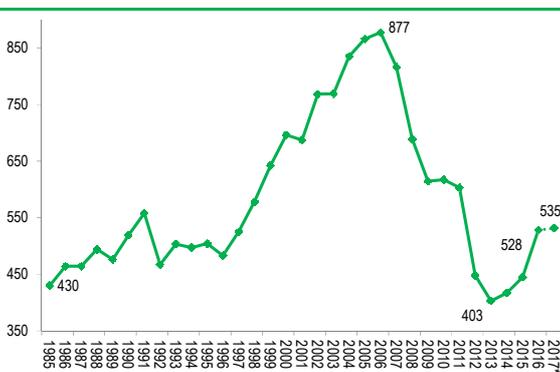
Nel II trimestre del 2017, secondo la stima preliminare Istat, le quotazioni degli immobili residenziali hanno registrato una flessione su base annua dello 0,1%, mentre rispetto ai tre mesi precedenti sono aumentati dello 0,3%. Il lieve aumento congiunturale si deve sia alle abitazioni nuove (+0,3%), sia a quelle esistenti (+0,2%); se confermato il dato rappresenterebbe un primo concreto segnale di lieve ripresa delle quotazioni, poiché si tratterebbe della prima variazione positiva congiunta di una qualche rilevanza dal III trimestre del 2011.

Nel complesso, la flessione dei prezzi rispetto al 2010 (anno dal quale sono disponibili i dati di fonte Istat) risulta pari al 14,3%, dovuto quasi totalmente alle abitazioni esistenti (-19,5%), mentre molto più contenuto è il calo dei prezzi di quelle nuove (-1,5%).

Dal lato delle transazioni il mercato continua a registrare ormai dal 2014 segni di vivacità, anche se nella prima parte di quest'anno a un ritmo decisamente più contenuto che nel corso del 2016. Nel II trimestre del 2017 le compravendite di immobili residenziali (dato grezzo non stagionalizzato) sono cresciute del 3,8% a/a; pur in flessione rispetto alla variazione del trimestre precedente (+8,6%), si tratta comunque di 5.000 abitazioni compravendute in più rispetto al II trimestre del 2016, per un totale complessivo di 145.529 unità. Se il trend medio registrato nella prima parte dell'anno dovesse replicarsi nella seconda, il numero delle compravendite a fine 2017 potrebbe arrivare a 535mila unità, un po' più del numero del 1997, anno di inizio del decennio di boom del mercato. Tra le diverse aree del paese nel II trimestre 2017 il Sud ha registrato una crescita superiore alla media (+5% a/a), seguito dal Nord Ovest (+4,3%), mentre il resto delle regioni mostra valori in linea con il dato nazionale. In controtendenza l'andamento delle compravendite nelle Isole (+0,9%) che tuttavia pesano poco meno di un decimo sul numero complessivo delle transazioni.

Le compravendite di abitazioni in Italia

(Migliaia)



• stima

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Agenzia delle entrate

Le compravendite delle abitazioni nelle principali città

(Var. % a/a)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Agenzia delle entrate

Il rallentamento nella crescita delle transazioni è evidente anche nelle principali città del paese, che nel II trimestre hanno registrato una crescita del 4,4% in media (dopo il 10,8% del I trimestre). Fa eccezione il dato relativo alla città di Napoli (+13,6%), superiore alla media anche il valore registrato a Palermo (+8,3%), mentre Roma e Milano mostrano variazioni più contenute. All'aumento generale fanno eccezione Firenze (+0,9%) e soprattutto Bologna, dove le compravendite sono scese del 4,3% su

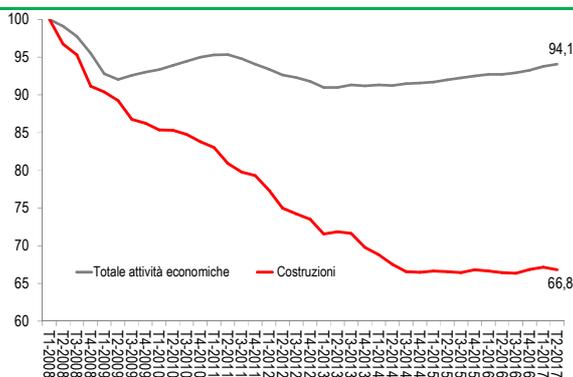
base annua. La stabilizzazione delle compravendite su ritmi inferiori a quelli del 2016 nel breve-medio termine si ricava anche dall'indagine trimestrale condotta dalla Banca d'Italia sul settore che continua comunque a evidenziare un miglioramento delle aspettative degli operatori immobiliari.

Del tentativo di ripresa in atto nel comparto immobiliare non ha comunque ancora beneficiato il settore delle costruzioni. Secondo i dati Istat relativi al II trimestre di quest'anno gli investimenti in costruzioni risultano del 36% più bassi che a metà 2008, mentre quelli nel solo segmento relativo alle abitazioni del 29,5%. Tra aprile e giugno inoltre a fronte di un aumento congiunturale del totale degli investimenti fissi lordi dello 0,9% quelli in costruzioni sono scesi dello 0,4% e quelli in abitazioni dello 0,2%. Il comparto è risultato particolarmente penalizzato anche in termini di valore aggiunto che a metà 2017 risultava di 33,2 punti percentuali inferiore a quello del I trimestre del 2008, contro i meno 6 punti percentuali nel caso dell'intera economia.

Il lungo periodo di crisi attraversato dal settore dal 2008 ha avuto un impatto rilevante anche sulle imprese. Secondo l'ANCE tra il 2008 e il 2015 (ultimo dato disponibile) 118.000 imprese (-16%) sono uscite dal mercato. La crisi ha colpito in particolare le imprese con più di un addetto diminuite, tra il 2008 e il 2015, di 87mila unità (-30,4%). Per le imprese con un addetto la flessione si è attestata al 9,1%, pari a circa 31mila unità in meno.

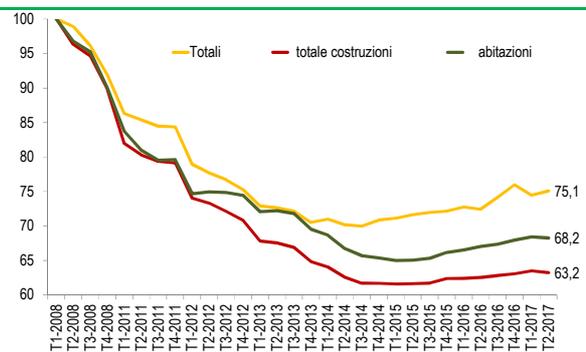
Italia: andamento del valore aggiunto delle costruzioni

(Numero indice, I trim. 2008=100)



Italia: andamento degli investimenti in costruzioni

(Numero indice, I trim. 2008=100)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su Istat

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su Istat

USA e Cina: due giganti a confronto anche sull'immobiliare

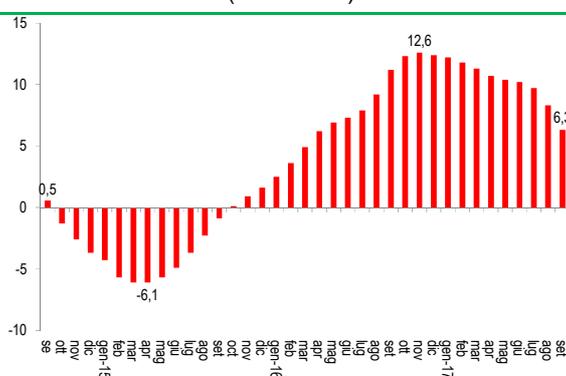
Fuori dall'Europa l'attenzione rimane sempre alta nei confronti di Stati Uniti e Cina. Oltre che per il loro peso economico, i due paesi si sono distinti nello scorso decennio il primo per lo scoppio della bolla immobiliare, che ha contribuito in modo rilevante alla crisi finanziaria del 2007-2008, e il secondo perché, ancora oggi, non è chiaro se il lungo periodo di crescita dei prezzi possa essere configurato come una vera e propria bolla, se questa sia o meno in procinto di sgonfiarsi e nel caso quali possono essere le eventuali conseguenze. Nel paese asiatico a settembre 2017 i prezzi delle abitazioni hanno registrato il decimo mese consecutivo di decelerazione e la variazione più contenuta da aprile 2016. La crescita (comunque ancora sostenuta, pari al 6,3% a/a) è frutto di andamenti molto eterogenei tra le diverse aree del paese: a Pechino ad esempio l'aumento è stato di poco superiore allo zero, mentre a Shanghai la variazione dei prezzi è caduta in territorio negativo. Segnali di rallentamento del settore arrivano

anche dalle vendite residenziali, che hanno registrato una flessione per la prima volta in due anni e mezzo.

La privatizzazione del mercato residenziale in Cina all'inizio degli anni Novanta ha rappresentato una delle riforme di maggiore successo, e ha portato il paese in cima alla graduatoria mondiale per quota della popolazione proprietaria dell'abitazione di residenza: circa il 90% in media contro valori che ormai superano di poco il 60% nel Regno Unito e negli Stati Uniti. L'andamento differenziato dei prezzi nelle città principali (più sostenuti) e in quelle cosiddette di seconda e terza fascia (dove sono cresciuti meno) ha favorito una convergenza delle percentuali di proprietà che ormai appaiono simili in tutto il paese.

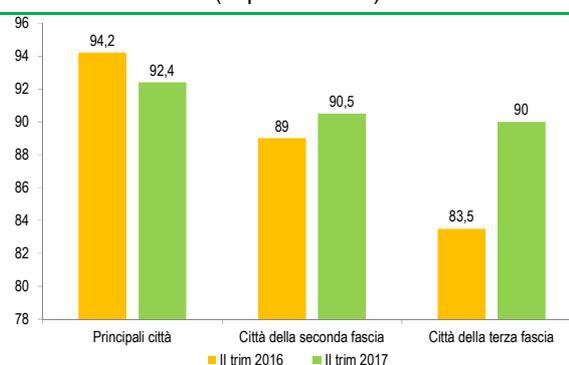
Andamento dei prezzi delle abitazioni nelle 70 principali città cinesi

(Var. % a/a)



Famiglie proprietarie dell'abitazione in Cina

(in percentuale)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su National Bureau of Statistics of China

Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su National Bureau of Statistics of China

L'intero comparto immobiliare viene osservato con molta cautela in Cina. Nel paese le stime relative al Pil del III trimestre indicano una crescita su base annua del 6,8%, la più alta dal 2010 e soprattutto superiore al dato fissato dal Governo per l'intero anno. A tale risultato il settore immobiliare in senso ampio ha contribuito in modo sostanziale. Nel 2016 il comparto immobiliare in Cina ha rappresentato il 10% del Pil, se a questo si somma il valore aggiunto dell'indotto (come la produzione di mobili, di cemento, di vetro) si arriva al 20% del Pil. Oggi inoltre la salute del sistema bancario cinese, il più grande al mondo in termini di attivo, è strettamente legata alle sorti dell'immobiliare. A dispetto del recente rallentamento dei prezzi, i segnali di un surriscaldamento del settore si moltiplicano: in tutto il paese lo scorso anno i governi locali hanno acquistato il 18% dei terreni edificabili in vendita per costruire residenze accessibili alle famiglie a basso reddito (in difficoltà a causa dell'aumento dei prezzi), il risultato è stata un'ondata di nuove costruzioni che secondo alcune stime ha portato alla costruzione, ogni sei settimane, di tanti appartamenti quanti ne esistono a Roma. Oggi inoltre parte della domanda nel paese è dettata non da esigenze abitative ma di investimento. A dispetto della frase ripetuta in varie occasioni dal Presidente Xi Jinping «la casa è per abitare, non per speculare», si moltiplica il numero degli appartamenti acquistati e rimasti vuoti. Secondo alcune stime recenti una percentuale che oscilla tra il 22% e il 32% dello stock abitativo urbano (oltre 50 milioni di abitazioni) sarebbe vacante.

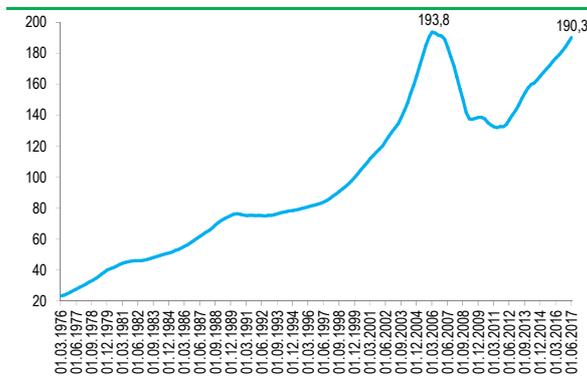
Nonostante i problemi che affliggono l'immobiliare cinese, alcuni elementi svolgono ancora un importante ruolo di assicurazione: a differenza delle imprese, le famiglie cinesi sono ancora poco indebitate nel confronto internazionale (37% del Pil contro il

79% degli Stati Uniti e il 59% dell'area euro secondo la Banca dei Regolamenti Internazionali); inoltre in Cina la percentuale dovuta in forma liquida per l'acquisto di un'abitazione è stata portata al 40% del valore, il mutuo quindi non può coprire più del 60% del prezzo di acquisto, un valore molto più basso che in altri paesi.

Negli Stati Uniti il recupero del mercato immobiliare è praticamente completo, almeno per quanto riguarda le quotazioni delle abitazioni. L'indice destagionalizzato dei prezzi delle abitazioni esistenti, dopo aver raggiunto un picco nel III trimestre del 2006 ha perso 31 punti percentuali toccando il valore minimo nel 2011; da allora la crescita è stata pressoché costante e a metà 2017 era molto vicino ai livelli pre crisi.

Andamento dei prezzi delle abitazioni negli Stati Uniti

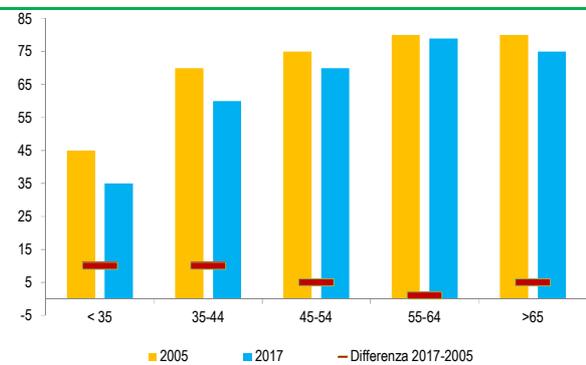
(Numero indice gennaio 2000=100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su BRI

Proprietari dell'abitazione di residenza negli Stati Uniti per classe di età

(in percentuale)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su US Census

La ripresa delle quotazioni non ha tuttavia riportato le lancette del tempo indietro per tutte le variabili relative al comparto che oggi è caratterizzato da dinamiche diverse dal passato frutto, in gran parte, dei problemi lasciati dietro dalla crisi finanziaria innescata proprio dallo scoppio della bolla immobiliare. In particolare, il paese è alle prese con una forte riduzione della percentuale di proprietari dell'abitazione (un fenomeno opposto a quello cinese). Secondo i dati elaborati dallo US Census Bureau oggi solo poco più del 63% delle abitazioni è occupato dai proprietari, contro valori superiori al 69% nel periodo immediatamente precedente la crisi. Un valore così basso negli Stati Uniti non si registrava dai primi anni Sessanta (durante la presidenza di Lyndon Johnson). La flessione nella quota di proprietari ha riguardato soprattutto i giovani e le minoranze: tra gli individui con meno di 35 anni le percentuali di proprietà sono passate da poco meno del 45% nel 2005 al 35% del 2017. Un calo pressoché analogo ha colpito la fascia di età successiva (35-44 anni), per la quale la percentuale è passata dal 70 al 60%. Le coorti più anziane hanno nel complesso registrato una flessione più contenuta, e hanno ancora oggi percentuali molto elevate che vanno dal 79% per i 55-64enni al 75% degli over 65.

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