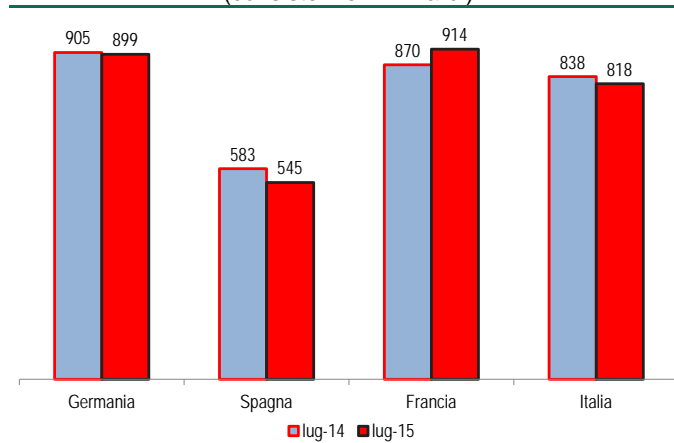


focus

settimanale del Servizio Studi BNL

Prestiti alle società non finanziarie (consistenze in miliardi)



Fonte: Bce

Se ne parlerà a Lima, in ottobre, alle riunioni del Fondo monetario internazionale. Del grave **problema di crescita** che continua ad affliggere il pianeta. Un problema la cui radice profonda si annida nell'incapacità di canalizzare un'offerta abbondante di risparmio verso un'ancora debole domanda di investimenti produttivi che siano amici del lavoro e dell'ambiente. È una sindrome che affligge soprattutto l'Europa. Per superarla servono riforme strutturali e politiche di rilancio che - dal lato dell'offerta e da quello della domanda - agiscano sui fattori di sviluppo a lungo termine che sono la demografia, l'innovazione e l'ambiente.

Nell'area euro **i miglioramenti degli indicatori del credito** proseguono, anche se a ritmo moderato. A luglio i prestiti al settore privato sono aumentati dell'1,1% su base annua sostenuti dall'andamento sia di quelli alle famiglie (+1,3%) sia di quelli alle imprese (+0,4%). Il ritorno su andamenti positivi dei finanziamenti corregge però solo in parte la contrazione accumulata da inizio 2009. Per sostenere l'accesso al credito del comparto produttivo e diversificare le fonti di capitale numerose sono state le misure intraprese a livello nazionale e sovranazionale. Ad ottobre inizierà ad essere fattivamente operativo il piano Juncker.

32

25 settembre
2015

Direttore responsabile:
Giovanni Ajassa
tel. 064 7028414
giovanni.ajassa@bnlmail.com

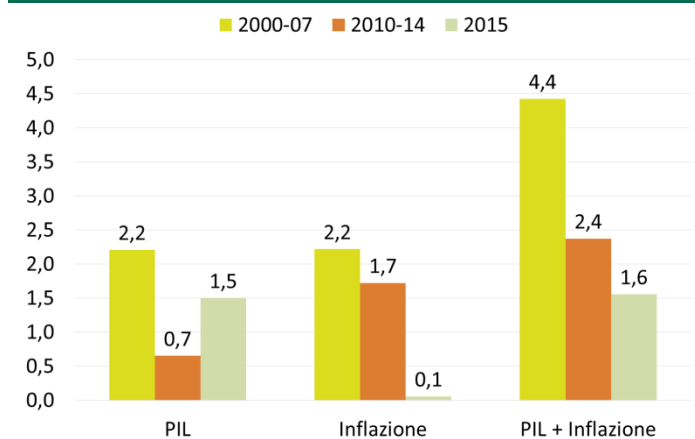


Editoriale: Se ne parlerà a Lima ...

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

Crescita e inflazione nell'Area euro

(PIL in volume; var. %)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati e previsioni FMI

Se ne parlerà a Lima, in ottobre, alle riunioni del Fondo monetario internazionale. Del grave problema di crescita che continua ad affliggere il pianeta. Non un malanno ciclico. Non il riflesso dell'ennesima crisi finanziaria. Qualcosa di più profondo, che lima al ribasso le progressioni di incremento dei volumi come dei prezzi. Qualche numero. Tra il 2000 e il 2007 il mondo cresceva del nove per cento, crescita reale più inflazione. Negli anni di ripresa compresi tra il 2010 e il 2014 il nove è diventato otto. Nel 2015 potrebbe scendere intorno al sei per cento, con tre punti di crescita reale e altrettanti di inflazione. Nei vent'anni finali dello scorso secolo la somma tra crescita reale e inflazione del mondo viaggiava stabilmente su incrementi annui a due cifre. Più di altri, la sindrome decelerativa affligge l'Europa dell'euro. Tra il 2000 e il 2007 crescevamo di oltre quattro punti l'anno. Nel quinquennio 2010-14 siamo scesi sotto il tre per cento. Quest'anno andremo sotto i due punti, affossati da un'inflazione che non riesce ancora a risollevarsi dallo zero. Tra il 1997 e il 2007 il valore corrente del PIL dell'eurozona crebbe da sei ai nove trilioni di euro. Dal 2010 ad oggi procediamo lentamente nell'intorno dei dieci trilioni.

Più che altre parti del mondo, l'Europa della moneta unica può essere vista come il laboratorio di elezione di quello che gli economisti definiscono come un caso di "secular stagnation", di stagnazione a lungo termine. Il riferimento è al modello interpretativo elaborato nel 1939 da Alvin Hansen che individua nel formarsi di un cronico eccesso dell'offerta di risparmio sulla domanda di investimenti la causa della stagnazione. Quando viene meno la spinta ad investire tutto il risparmio disponibile, il futuro dell'economia, sostiene Hansen, rischia di divenire una successione di "incerte riprese che muoiono nella loro infanzia e di depressioni che si avvitano su se stesse". Per sciogliere il nodo della stagnazione servirebbe risparmiare un po' meno, e, soprattutto, investire molto di più. Non è cosa semplice. Specie quando gli arsenali,

convenzionali e non, delle politiche monetarie sono stati già largamente e da tempo utilizzati, i tassi nominali di interesse sono al limite zero della loro escursione e le spinte deflattive impediscono un calo dei rendimenti reali. Ricucire il nesso tra risparmio e investimenti non è facile in un mondo dove il costo del denaro è dappertutto basso, ma il costo del capitale rimane talvolta elevato, specie per le piccole imprese. In un mondo dove continua ad affermarsi una sproporzione dimensionale tra i mille trilioni di dollari della finanza globale e i meno di cento trilioni del PIL del pianeta. La sproporzione di una finanza così abbondante e così mobile rispetto alle assai meno numerose occasioni di investimento produttivo genera volatilità e incertezze che alimentano nuovo risparmio precauzionale e, quindi, nuovi rischi di stagnazione.

Per rompere il circolo vizioso occorre scavare a fondo. Per uscire dalla trappola della stagnazione serve agire sulle determinanti di fondo dello sviluppo che si chiamano demografia, innovazione, ambiente. Oltre alle pagine di Hansen si potrebbe rileggere quanto Stanley Jevons teorizzava esattamente 150 anni fa a proposito del carattere paradossale di un modello che ha funzionato per un secolo e mezzo. Nel paradosso di Jevons, a quadrare il cerchio tra risparmi e investimenti e a garantire la crescita è l'apporto virtuoso delle nuove tecnologie. Tecnologie che creano più di quanto distruggono, in termini di consumi come di lavoro, e che riescono a superare i limiti nel prelevamento di risorse dalla demografia e dall'ambiente. Oggi il paradosso jevonsiano della crescita sembra aver perso smalto. La rivoluzione del digitale prefigura dei contraccolpi importanti sui mercati del lavoro. L'invecchiamento delle popolazioni e il cambiamento del clima stringono limiti, di offerta e di domanda, prima molto più laschi. Per rimetterci in moto serve una miscela virtuosa tra riforme strutturali e politiche di rilancio degli investimenti. Da sole, né le une né le altre sono sufficienti. Insieme, riforme strutturali e politiche di rilancio sono necessarie per evitare l'insopportabile spreco di un eccesso di risparmio che nell'area euro ogni anno ammonta a più di 200 miliardi di euro, il 2% del PIL. Il dato è contenuto nel recente rapporto del governo francese coordinato da Francois Villeroy de Galhau¹. Canalizzare queste risorse preziose a investimenti amici del lavoro come dell'ambiente è un passo da non mancare nella stagione appena aperta dei budget 2016 delle finanze pubbliche europee.

¹ François Villeroy de Galhau, "Le financement de l'investissement des entreprises", Rapporto a Manuel Valls, Primo Ministro della Repubblica francese, Parigi, agosto 2015, disponibile al link: <http://www.gouvernement.fr/sites/default/files/liseuse/5010/master/index.htm>

Il credito svolta finalmente verso la ripresa

C. Russo ☎ 06-47028418 – carla.russo@bnlmail.com

Nell'area euro i miglioramenti degli indicatori del credito proseguono, anche se a ritmo moderato. A luglio i prestiti al settore privato sono aumentati dell'1,1% su base annua sostenuti dall'andamento sia di quelli alle famiglie (+1,3%) sia di quelli alle imprese (+0,4%) tornati a crescere dopo oltre tre anni consecutivi di contrazione. Il miglioramento delle condizioni del credito riflette tanto l'aumento della domanda netta da parte delle imprese quanto una maggiore concorrenza tra gli istituti di credito.

Il ritorno su andamenti positivi dei finanziamenti corregge solo in parte la contrazione accumulata da inizio 2009. A luglio scorso, rispetto a gennaio di sei anni fa, i numeri indici dei prestiti alle imprese segnalavano ancora uno scarto di -6, -44 e -7 punti percentuali rispettivamente per Germania, Spagna e Italia; fa eccezione la Francia, dove i prestiti al comparto produttivo sono aumentati del +7% nell'intero periodo.

La riduzione degli investimenti produttivi delle imprese ha generato un circuito sfavorevole che ha inasprito le conseguenze negative della crisi sull'intera economia. Questo problema, come altri problemi condivisi da molte economie europee, ha sollecitato la ricerca di misure comuni da parte delle istituzioni in grado di riavviare il ciclo su un sentiero stabile di crescita. Oltre a programmi sovranazionali come il piano Juncker che prevede, tra l'altro, un rilancio degli investimenti e il progetto di unione dei mercati dei capitali, sono numerose le iniziative intraprese anche a livello nazionale, in Italia e non solo.

In Francia un interessante rapporto sul finanziamento degli investimenti delle imprese indica diverse linee-guida per gli operatori economici coinvolti nel circuito risparmio/investimenti. Nel nostro paese l'accordo sul credito, il rafforzamento del Fondo di Garanzia, la progressiva estinzione dei debiti della PA, la promozione del Codice italiano pagamenti responsabili, l'emissione dei minibond, l'Aiuto alla Crescita Economica (ACE), sono solo alcuni dei provvedimenti presi per sostenere le imprese attraverso la lunga crisi e consolidare la ripresa.

Si intensificano le indicazioni positive della congiuntura creditizia

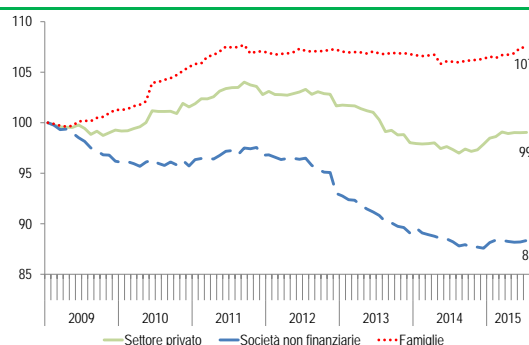
Luglio 2015 è una data da ricordare: per la prima volta dall'inizio del 2012 i prestiti al settore privato nell'area euro sono risultati in crescita oltre l'1%. Il dato, di per sé non particolarmente alto, è però un'ulteriore conferma della ripresa del credito che, pur a piccoli passi, sembra avviata verso un percorso di crescita stabile. L'aggregato ha beneficiato dell'incremento dei prestiti sia alle famiglie (+1,3%) sia alle società non finanziarie (+0,4%, il primo dopo 37 mesi consecutivi di contrazione). Se corretti per l'effetto delle operazioni di cartolarizzazione, gli andamenti risultano ancora più confortanti e pari a +1,4% per il settore privato, +1,9% per le famiglie, +0,9% per le imprese. Assumendo come riferimento l'inizio del 2009, nel luglio scorso l'ammontare dei prestiti era ancora al di sotto dell'anno base, fatta eccezione per il settore famiglie: i prestiti alle società non finanziarie sono più bassi di circa 570 miliardi a fronte dei 365 miliardi in più accordati alle famiglie.

Malgrado gli andamenti ancora ampiamente diversificati tra i paesi Uem, rispetto a fine 2014, quasi ovunque si riscontra un'attenuazione del calo o un'accelerazione della crescita: a luglio la flessione dei prestiti alle imprese in Spagna e Italia era più che

dimezzata, mentre la crescita si è rafforzata in Francia ed è rimasta stabile in Germania.

Area euro: prestiti per settori

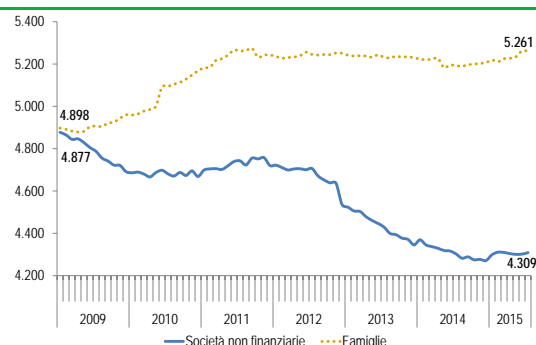
(numeri indici; gennaio 2009=100)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Bce

Area euro: prestiti per settori

(consistenze in miliardi)



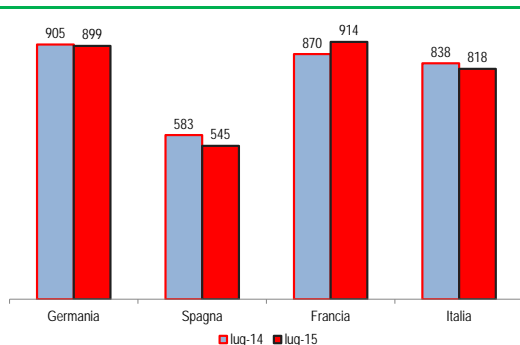
Fonte: Bce

Per il settore famiglie in Francia e in Italia si registra un'inversione del trend negativo, in Germania un'intensificazione della crescita mentre prosegue la contrazione in Spagna. La Spagna è inoltre l'unico paese, tra i principali dell'Uem, per il quale si rileva un gap negativo sullo stock dei prestiti alle imprese rispetto all'inizio dell'anno (-9 mld) mentre in recupero risultano quelli di Germania (+3 mld), Francia (+29 mld) e Italia (+1 mld).

L'ultimo Bollettino Economico della Bce² conferma l'andamento favorevole dei fattori di domanda e di offerta che, nel complesso, hanno determinato un miglioramento delle condizioni del credito. Sull'offerta ha inciso una più accesa concorrenza tra gli istituti di credito, con restrizioni dei margini; parallelamente si è registrato un incremento della domanda netta da parte delle imprese.

Prestiti alle società non finanziarie

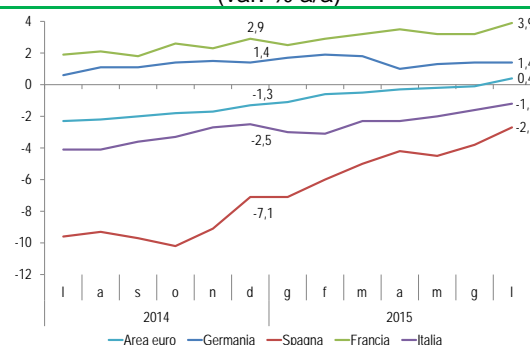
(consistenze in miliardi)



Fonte: Bce

Andamento dei prestiti alle imprese

(var. % a/a)



Fonte: elab. Servizio Studi BNL su dati Eurostat

I prestiti all'economia produttiva

Il miglioramento dei prestiti alle imprese rilevato negli ultimi mesi nelle principali economie Uem compensa solo in parte la contrazione accumulata da inizio 2009. A luglio scorso, rispetto a gennaio di sei anni fa, i numeri indici segnalavano ancora uno scarto di -6, -44 e -7 punti percentuali rispettivamente per Germania, Spagna e Italia;

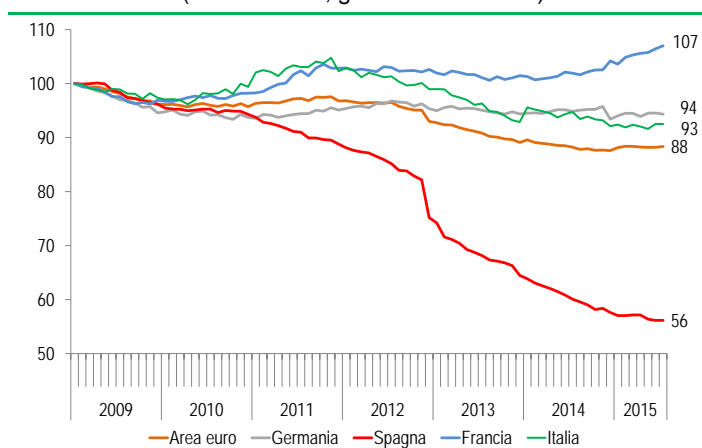
² 17 settembre 2015.

fa eccezione la Francia dove i prestiti alle imprese sono aumentati del +7% nell'intero periodo.

Il monitoraggio costante dell'andamento del credito all'economia produttiva, alla luce dell'ancora incerta ripresa del ciclo economico, evidenzia l'attualità dell'argomento. Frequentemente ci si interroga se e quanto la dinamica della congiuntura e quella del credito si influenzino reciprocamente e quale sia il "saldo" tra interventi per agevolare la concessione di finanziamenti e le più stringenti normative bancarie. Un recente studio della Bce³ attraverso l'analisi di indicatori di bilancio delle società non finanziarie integrati con i risultati delle indagini sull'accesso al credito ha evidenziato come la posizione finanziaria delle imprese e la disponibilità di finanziamenti siano stati fattori determinanti nell'influire sulle decisioni di investimento e di conseguenza sulla capacità di generare reddito e valore aggiunto.

Prestiti alle imprese

(numeri indici; gennaio 2009=100)



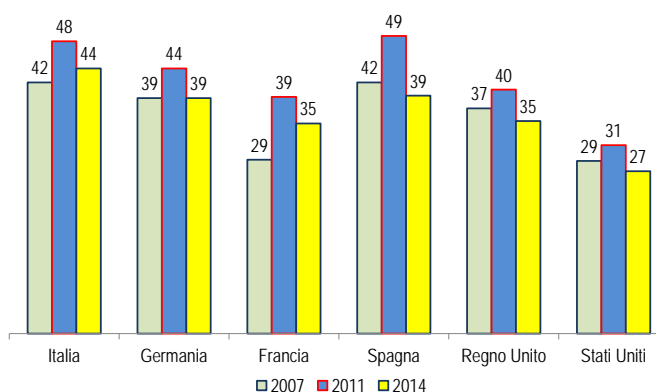
Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Bce

Questa fragilità finanziaria delle imprese europee (e in particolare italiane) ha esacerbato gli effetti negativi della crisi. Particolarmente importante è risultato il livello di indebitamento delle imprese che, tra i paesi dell'area euro, si conferma elevato soprattutto nei confronti del sistema bancario, anche se in riduzione. La leva finanziaria⁴ delle imprese, infatti, ha raggiunto il 44% nel nostro paese (48% nel 2011), il valore più elevato della Uem (che si ferma al 39%) e di oltre 17 p.p. superiore al valore USA (27%). Relativamente all'offerta di credito, per l'Italia è stato stimato che la restrizione spiega circa un terzo della riduzione degli investimenti nei periodi di crisi più acuta vale a dire nel 2008-09 e nel 2012-13.

³ Bce, Working Paper Series, Assessing the financial and financing conditions of firms in Europe: the financial module in CompNet, n. 1836, agosto 2015.

⁴ Rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato.

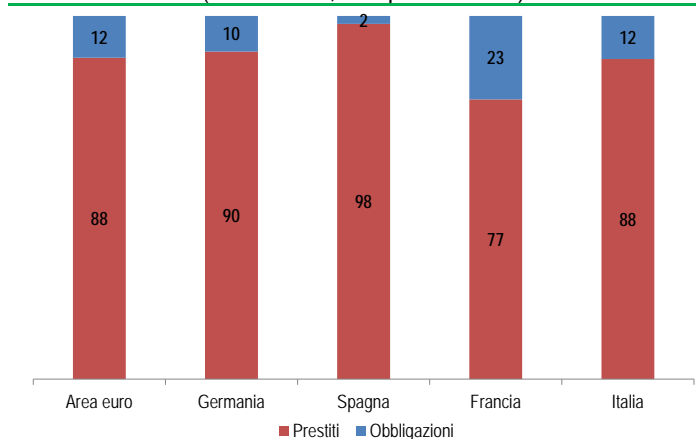
Leva finanziaria delle imprese (valori %)



Fonte: Banca d'Italia

In effetti i conti finanziari delle imprese evidenziano come prevalente sia l'esposizione verso le banche: considerando la somma di passività obbligazionarie e finanziamenti bancari le rispettive quote sono il 12 e l'88% nel complesso dell'eurozona con sensibili variazioni tra i principali paesi. La quota dei titoli di debito varia infatti da un minimo del 2% della Spagna ad un massimo del 23% della Francia mentre Germania ed Italia non si discostano molto dalla media dell'eurozona.

Imprese: prestiti e titoli di debito (I trim. 2015; composizione %)



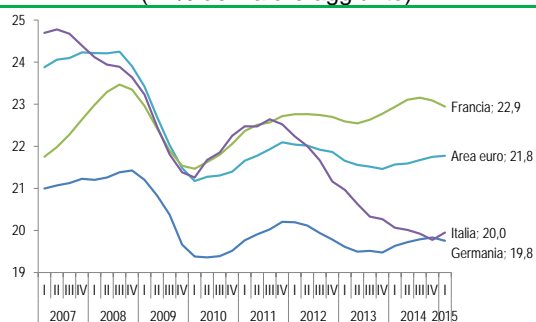
Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Eurostat

Gli investimenti: problemi comuni...

L'attestato legame tra l'andamento dei finanziamenti, degli investimenti e del ciclo economico si è manifestato con maggiore evidenza nella scorsa crisi economica. Negli anni di recessione un'ampia parte del contributo negativo alla crescita è venuto proprio dagli investimenti penalizzati, oltre che da una domanda moderata e bassi livelli di utilizzo della capacità produttiva, anche dalla necessità delle imprese di attuare un processo di riequilibrio finanziario (*deleveraging*). Nell'area euro il tasso di investimento delle imprese rispetto al valore aggiunto ha seguito un trend discendente e ancora nel I trimestre di quest'anno non aveva recuperato il livello pre-crisi in nessuna delle principali economie.

In particolare gli investimenti in macchinari e attrezzature, che approssimano quelli produttivi delle imprese, sono tornati al livello del 2008 solamente in Francia.

Tasso di investimento delle imprese
(in % del valore aggiunto)



Fonte: Eurostat

Investimenti in attrezzature
(numeri indici; 2008=100)



Fonte: elab. Servizio Studi BNL su dati Eurostat

...soluzioni condivise

I riflessi sfavorevoli sull'economia dei mancati investimenti delle imprese hanno sollecitato numerose analisi e spinto le istituzioni nazionali e sovranazionali alla ricerca di misure in grado di riavviare il ciclo su un trend di crescita robusto. A livello europeo il Fondo strategico per gli investimenti (EFSI), istituito nell'ambito del piano Juncker, inizierà a essere operativo il prossimo ottobre con il finanziamento di cinque progetti⁵. Il piano, avviato con una dote di 21 mld, grazie ad un effetto leva dovrebbe promuovere investimenti pubblici e privati per 315 mld nell'attuale triennio, generando nel periodo un aumento del Pil europeo stimato tra i 330 e i 410 mld. Sempre nell'ambito del piano Juncker è stato inoltre avviato ad inizio anno⁶ il progetto di unione dei mercati dei capitali tra i 28 stati membri da rendere pienamente funzionante dal 2019. Le finalità sono molteplici: oltre quella di favorire occupazione e crescita, risulta essenziale aiutare le imprese, soprattutto le Pmi, a diversificare le fonti di capitale consentendo loro di raccogliere fondi in qualsiasi paese europeo. Nonostante la complessità di armonizzare le normative di 28 paesi, gli effetti positivi riguarderanno sia le imprese sia i risparmiatori sia gli istituti di credito. È stato infatti documentato come, in generale, il finanziamento attraverso il capitale di rischio meglio si adatti a favorire le attività innovative⁷, consenta una maggiore diversificazione del portafoglio a investitori e famiglie, mentre gli istituti di credito possono aumentare i ricavi attraverso servizi di consulenza per le imprese interessate ad accedere al mercato dei capitali.

Un interessante rapporto⁸ sul finanziamento degli investimenti delle imprese è stato di recente pubblicato dal governo francese con indicazioni per supportare/diversificare i prestiti all'economia produttiva. Se gli operatori istituzionali d'oltralpe vengono invitati ad un più intenso sostegno alle Pmi con finanziamenti sia per liquidità sia per capitale

⁵ Si tratta dell'introduzione su vasta scala di contatori intelligenti per una migliore gestione dei consumi energetici nel Regno Unito; finanziamenti volti a facilitare l'accesso al credito per piccoli progetti che utilizzano le rinnovabili in Germania e in Francia; investimenti per riqualificare le vie navigabili interne nei Paesi Bassi. Il Consiglio di amministrazione della BEI ha approvato anche il sostegno a due fondi per l'energia rinnovabile, che finanzieranno piccoli progetti in Francia e in Europa e che sono stati destinati al sostegno del FEIS.

⁶ 29 gennaio 2015.

⁷ Ignazio Visco, Advancing European financial integration, 15 settembre 2015.

⁸ François Villeroy de Galhau, Le financement de l'investissement des entreprises, agosto 2015. Una versione definitiva del testo sarà pubblicata nel prossimo mese di ottobre.

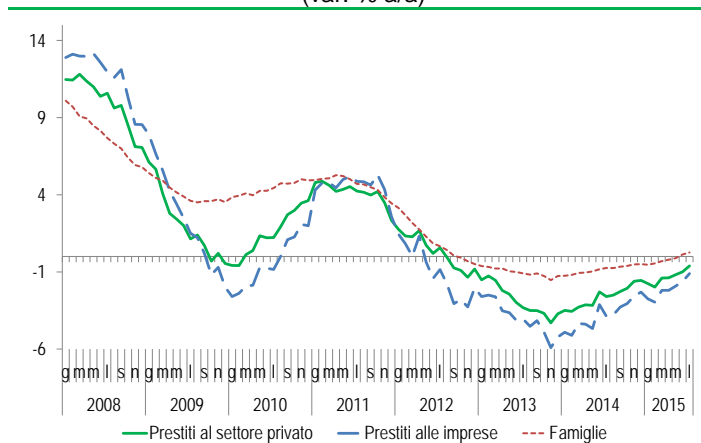
operativo nonché ad orientare il risparmio assicurativo verso investimenti a lungo termine, altri suggerimenti risultano validi e condivisibili per l'intero ambito europeo. Tra l'altro, il rapporto evidenzia come una risorsa cospicua come il risparmio del Vecchio Continente sia caratterizzato, in generale, da un profilo poco rischioso (in effetti una larga parte è affidata ai depositi) e troppo orientato verso gli investimenti domestici togliendo capitali ad investimenti di più lungo termine e più aperti alla circolazione internazionale. Inoltre, per creare i presupposti per investimenti transfrontalieri in un contesto il più possibile armonizzato, il rapporto auspica l'istituzione di tre gruppi di lavoro in tema di fallimenti, di reperibilità di informazioni sulle Pmi e di protezione dei consumatori riprendendo i temi proposti dal progetto sul Mercato Unico dei Capitali.

Tra i temi trattati di rilevanza europea anche quello della disintermediazione ovvero della minore dipendenza delle imprese dal credito bancario. La possibilità di poter ampliare le fonti di finanziamento delle imprese, infatti, è un tema che la recente crisi economica ha fatto emergere in tutta la sua importanza. Alcuni dati evidenziano bene la questione: ad esempio nel 2014 i fondi di *venture capital* europei hanno raccolto \$5 mld mentre l'analogo importo per gli Stati Uniti è stato pari a \$31 mld; il mercato dei *corporate bond* della nostra area è un terzo di quello statunitense e l'incidenza sul Pil della capitalizzazione di borsa in Europa (64,5% del Pil nel 2013) è la metà di quella americana (138%). Esperienze di *private placement* ed *equity finance* sono ancora molto limitate.⁹ La diversa attitudine delle due aree è ben sintetizzata da una nota espressione secondo cui negli Stati Uniti sono gli investitori che cercano le imprese da finanziare mentre in Europa sono le imprese che cercano i finanziatori.

Indicazioni favorevoli per l'andamento del credito anche in Italia

In Italia il miglioramento del credito si sta manifestando in misura più attenuata rispetto all'area euro: a luglio l'andamento dei prestiti al settore privato depurato dell'effetto delle cartolarizzazioni è risultato marginalmente negativo (-0,6%) con i finanziamenti alle imprese ancora in flessione (-1,1%) anche se in misura più contenuta rispetto ai mesi precedenti e una crescita pressoché nulla (+0,3%) di quelli alle famiglie. A luglio lo stock dei prestiti alle imprese residenti in Italia era pari a 810 mld, 21 in meno rispetto allo stesso periodo dello scorso anno.

Italia: prestiti per settori
(var. % a/a)

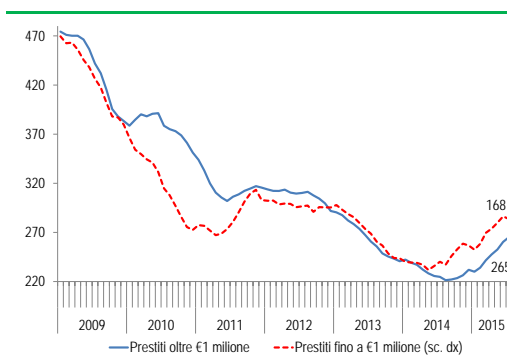


Fonte: Banca d'Italia

⁹ The Economist, Vision and reality, 12 settembre 2015.

Soprattutto per i prestiti alle imprese, diverse istituzioni attendono una ripresa più sostenuta nei prossimi mesi pur senza tornare agli incrementi sperimentati nel passato. Per il momento, le rilevazioni della Banca d'Italia segnalano un aumento delle erogazioni: nei 12 mesi terminanti a luglio la somma cumulata dei flussi mensili dei nuovi prestiti è cresciuta del 13% a/a. In particolare la crescita è stata trainata dai finanziamenti oltre €1 milione (+18%), ma anche quelli al di sotto di questa soglia hanno registrato un buon incremento (+5,8%). Relativamente ai prestiti destinati agli investimenti in attrezzature e macchinari si rileva quantomeno un arrestarsi della caduta che aveva caratterizzato il recente passato: nei quattro trimestri terminanti a marzo 2015 le erogazioni a lungo termine sono state 31 mld contro i 29 mld di un anno prima.

Italia: erogazioni lorde alle imprese
(somma cumulata di 12 mesi; mld)



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

Italia: erogazioni alle imprese per investimenti in attrezzature, mezzi di trasporto e prodotti vari
(mld)

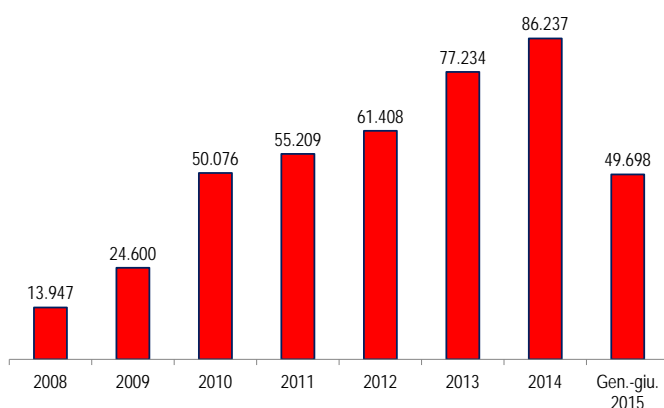


Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Numerosi gli interventi a favore del comparto produttivo anche nel nostro paese per supportare le famiglie ma soprattutto le imprese nella recente difficile fase congiunturale. L'accordo sul credito, il rafforzamento del Fondo di Garanzia, la progressiva estinzione dei debiti della PA, la promozione del Codice italiano pagamenti responsabili, l'emissione dei minibond, l'Aiuto alla Crescita Economica, i benefici fiscali per chi investe in fondi di *venture capital* sono solo alcuni dei provvedimenti presi. È stato inoltre consentito erogare credito alle imprese anche alle assicurazioni (con l'esclusione delle microimprese) pur in compartecipazione con una banca o con un intermediario finanziario autorizzato; sono stati poi istituiti i "fondi di credito" che in qualità di organismi di investimento collettivo del risparmio possono destinare i fondi raccolti all'erogazione diretta del credito.

L'accordo sul credito 2013, scaduto a marzo scorso e rinnovato fino a fine 2017, nel periodo di operatività ha consentito alle imprese di beneficiare di 1,8 mld di liquidità sospendendo il pagamento delle rate a debiti contratti per 14,6 mld. A giugno le domande accolte dal Fondo Centrale di garanzia hanno sfiorato le 50mila unità, in aumento del 17% su base annua, i finanziamenti sono stati pari a €7,3 mld (+22,8%) mentre l'importo garantito è salito a €4,9 mld (+32,1%).

Fondo Centrale di Garanzia: domande accolte (numero)



Fonte: Ministero dell'Economia

Indicazioni di crescita anche dagli altri prodotti finanziari: 108 sono attualmente le emissioni di minibond al di sotto dei 50 mln quotati sull'Extramot, per un controvalore di €1.025 mln; i fondi di *private debt* italiani a fine luglio risultavano aver investito €218 mln e averne raccolti €451, con l'obiettivo di arrivare a €938 mln per la fine di quest'anno.

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.