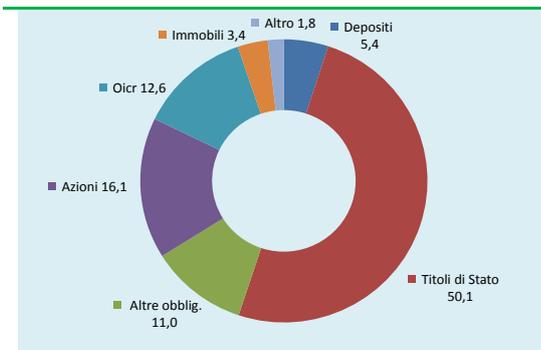


# focus

settimanale del Servizio Studi BNL

## Asset allocation dei fondi pensione in Italia

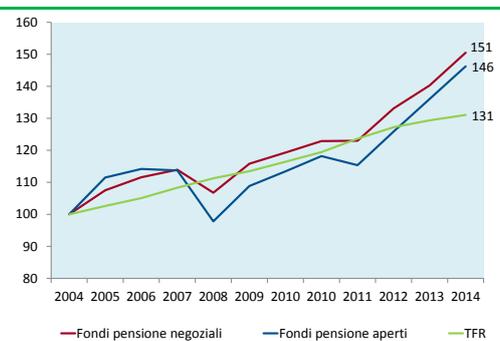
(quote % sul totale; valori a fine 2013)



Fonte: Covip

## Rendimenti dei fondi pensione e del Tfr

(numero indice; 2004=100)



Fonte: elaborazioni Servizio studi BNL su dati Covip

A dicembre 2014, le risorse accumulate dalle **forme pensionistiche complementari** rappresentano circa l'8% del Pil e il 3% delle attività finanziarie delle famiglie italiane. Gli iscritti ammontano a circa 6,6 milioni e le risorse destinate alle prestazioni hanno raggiunto i 126 mld di euro. Il tasso di partecipazione ha raggiunto il 25,6% rispetto alla forza lavoro e il 29,5% rispetto agli occupati, tuttavia, solo il 15% per cento della forza di lavoro al di sotto dei 35 anni è iscritto a una forma pensionistica complementare.

A fine 2013 lo stock di **investimenti dei fondi pensione indirizzati in Italia** ammontava a circa 30 mld di euro, di questi solo 2,1 mld erano indirizzati alle imprese italiane. Per convogliare una maggiore quota del risparmio previdenziale nell'economia reale italiana occorre superare alcuni limiti tecnici ed incentivare l'investimento in strumenti come i fondi chiusi attraverso i quali investire in private equity, mini-bond ed energie rinnovabili, presenti in misura marginale solo nel portafoglio di alcuni fondi pensione preesistenti.

**Alcuni recenti provvedimenti normativi**, potrebbero influire sul già lento processo di diffusione della previdenza complementare riducendone il potenziale in fase di accumulo. Si tratta dell'incremento della tassazione sui rendimenti annui dei fondi pensione dall'11% al 20% e della possibilità di ricevere in busta paga, per un periodo limitato di tempo, anche il Tfr destinato alla previdenza integrativa, distogliendo risorse al movente previdenziale.

10

13 marzo  
2015

## I fondi pensione tra buoni rendimenti e nuove regole

S. Ambrosetti ☎ 06-47028055 – stefano.ambrosetti@bnlmail.com

A dicembre 2014, le risorse accumulate dalle forme pensionistiche complementari rappresentano circa l'8% del Pil e il 3% delle attività finanziarie delle famiglie italiane, un valore ancora contenuto anche se quasi doppio rispetto a quello del 2006. Gli iscritti alle forme pensionistiche complementari, a fine 2014 ammontano a circa 6,6 milioni e le risorse destinate alle prestazioni hanno raggiunto i 126 mld di euro.

Rispetto alla forza lavoro, una platea potenziale di 25,5 milioni di unità, il tasso di partecipazione alla previdenza complementare è del 25,6%. In rapporto al totale degli occupati, il tasso di adesione arriva al 29,5%, mentre per i dipendenti del settore privato, supera il 32%, con valori molto diversi secondo la dimensione dell'azienda di appartenenza del lavoratore. A poter contare su una copertura previdenziale di secondo livello sono soprattutto i lavoratori appartenenti alle classi di età più avanzate. Solo il 15% per cento della forza di lavoro al di sotto dei 35 anni è iscritto a una forma pensionistica complementare

Nel 2014 i risultati di gestione delle forme pensionistiche complementari sono stati ampiamente superiori al tasso di rivalutazione del Tfr. I fondi pensione negoziali si sono rivalutati in media del 7,3%, i fondi pensione aperti del 7,5%, i Pip nuovi del 7,3% a fronte dell'1,3% del Tfr.

Analizzando la composizione del portafoglio dei fondi pensione a fine 2013 è possibile osservare come lo stock di investimenti indirizzati in Italia ammontava a circa 30 mld di euro, il 35% circa del patrimonio totale. In gran parte (23,9 mld di euro) di tratta di titoli Stato, per un controvalore pari all'1,1 per cento dello stock di debito pubblico in circolazione. Molto più ridotta appare invece la componente di finanziamento indirizzata alle imprese italiane che ammonta complessivamente a 2,1 miliardi di euro (il 2,5% del totale).

Per convogliare una maggiore quota del risparmio previdenziale nell'economia reale italiana occorre superare alcuni limiti tecnici ed incentivare tra gli altri anche l'investimento in strumenti come i fondi chiusi attraverso i quali investire in private equity, mini-bond ed energie rinnovabili, presenti in misura marginale solo nel portafoglio di alcuni fondi pensione preesistenti.

Alcuni recenti provvedimenti normativi, tuttavia, potrebbero influire sul già lento processo di diffusione della previdenza complementare riducendone il potenziale in fase di accumulo. Si tratta dell'incremento della tassazione sui rendimenti annui dei fondi pensione dall'11% al 20% e della possibilità di ricevere in busta paga, per un periodo limitato di tempo, anche il Tfr destinato alla previdenza integrativa, distogliendo risorse al movente previdenziale.

### La previdenza integrativa in Italia: le adesioni e il patrimonio gestito

In Italia le dimensioni del sistema di previdenza integrativa appaiono ancora ridotte sia nel confronto internazionale sia rispetto alle intenzioni del Governo e delle istituzioni che miravano a un rapido incremento nei tassi di adesione in risposta alla progressiva riduzione del sistema pensionistico di base.

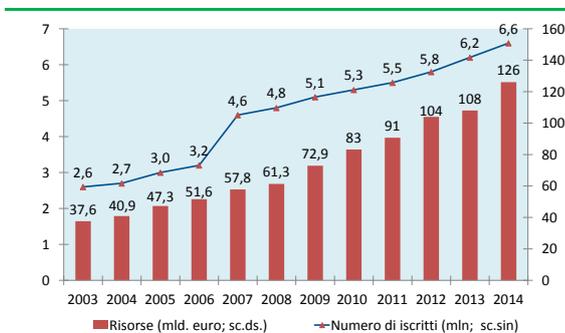
A dicembre 2014, le risorse accumulate dalle forme pensionistiche complementari rappresentano circa l'8% del Pil e il 3% delle attività finanziarie delle famiglie italiane, un valore ancora contenuto anche se quasi doppio rispetto a quello del 2006. Prima dell'avvio della riforma, a fine 2006, tali percentuali risultavano infatti pari, rispettivamente, al 3,5 e all'1,5%.

Gli iscritti alle forme pensionistiche complementari, a fine 2014 ammontano a circa 6,6 milioni, con un incremento di oltre 380mila unità (+6,1%) rispetto a fine 2013.

Tra i diversi schemi previdenziali la maggior parte dei nuovi iscritti, circa 320.000, sono attribuibili ai PIP (piani integrativi previdenziali), che contano 2,5 milioni di aderenti e che nel 2014 hanno evidenziato un ritmo di crescita elevato (+15%) anche se inferiore a quello registrato l'anno precedente (+19%).

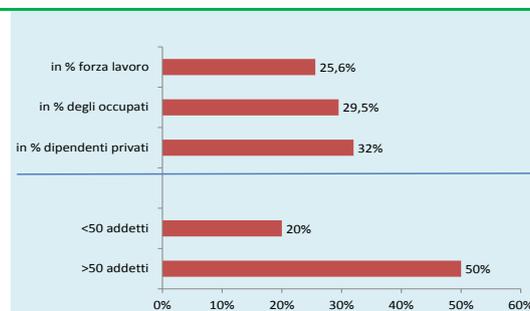
Meno brillante la dinamica dei fondi pensione aperti. Gli iscritti sono aumentati di 69.000 unità (+7%), portando il totale degli aderenti alla fine del 2014 oltre quota 1 milione. I fondi negoziali, che nel 2014 hanno perso circa 6.000 aderenti confermando la tendenza decrescente degli ultimi anni, presentano a fine 2014 1,9 milioni di iscritti totali, quasi tutti lavoratori dipendenti del settore privato.

### Fondi pensioni italiani: iscritti e risorse destinate alle prestazioni



Fonte: Covip

### Tasso di partecipazione alla previdenza complementare (2014; val%)



Fonte: Covip

L'apporto fornito dal meccanismo delle adesioni tacite è risultato marginale. Dal 2007, anno di avvio della riforma, i lavoratori che hanno aderito sulla base del conferimento tacito del Tfr sono risultati circa 230.000, l'8% del totale dei nuovi iscritti dipendenti del settore privato.

Rispetto alla forza lavoro, una platea potenziale di 25,5 milioni di unità, il tasso di partecipazione alla previdenza complementare è del 25,6%. Considerata la sostanziale stabilità della forza lavoro, l'incremento sull'anno precedente consegue al dinamismo degli intermediari finanziari nel segmento delle adesioni individuali, tramite l'offerta di fondi pensione aperti e soprattutto di PIP.

In rapporto al totale degli occupati, il tasso di adesione arriva al 29,5 per cento; esso è salito negli ultimi anni oltre che per effetto dell'incremento degli iscritti, anche per la diminuzione dell'occupazione.

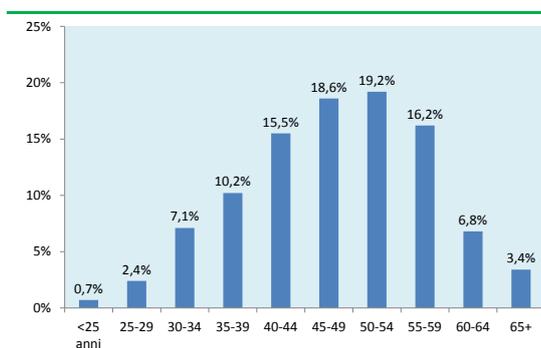
Per i dipendenti del settore privato, i soli interessati dal meccanismo del conferimento del Tfr, il tasso di adesione supera il 32%, con valori molto diversi secondo la dimensione dell'azienda di appartenenza del lavoratore. Si stima un valore prossimo al 50% nelle imprese con almeno 50 addetti che scende al 20% nelle imprese di minore dimensione.

Per avere un quadro più fedele dell'effettivo livello di partecipazione alla previdenza complementare occorrerebbe considerare i soli iscritti che alimentano regolarmente la propria posizione individuale. In Italia l'ammontare delle sospensioni contributive ha assunto, infatti, una dimensione rilevante. Nel corso del 2013 circa 1,4 milioni di iscritti non hanno alimentato la propria posizione mediante il versamento dei contributi,

140.000 in più rispetto all'anno precedente. Il 20% degli iscritti non versanti presenta una posizione individuale nulla o irrisoria (al di sotto di 100 euro). L'entità maggiore si riscontra tra i lavoratori autonomi (circa il 36% del totale) rispetto ai lavoratori dipendenti (18%).

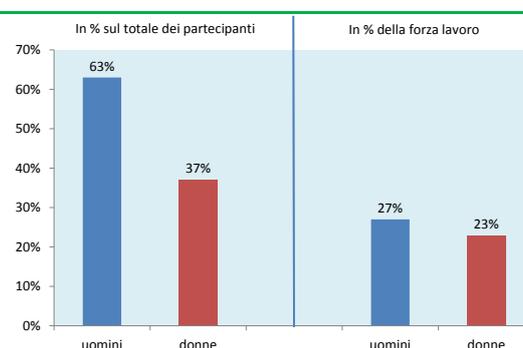
Considerando i soli iscritti che alimentano regolarmente la propria posizione individuale, il tasso di adesione rispetto agli occupati si abbassa al 21,4 per cento, così ripartito: 26,3% tra i lavoratori dipendenti privati, 19,4% tra i lavoratori autonomi e 4,7% tra i dipendenti pubblici. Rispetto alla forza lavoro risulterebbe pari al 18,8%.

**Tasso di partecipazione alla previdenza complementare per età**  
(2013; val%)



Fonte: Covip

**Tasso di partecipazione alla previdenza complementare per sesso**  
(2013; val%)



Fonte: Covip

A poter contare su una copertura previdenziale di secondo livello sono soprattutto i lavoratori appartenenti alle classi di età più avanzate. Solo il 15% per cento della forza di lavoro al di sotto dei 35 anni è iscritto a una forma pensionistica complementare. Il tasso di partecipazione arriva al 23% per i lavoratori nella classe di età compresa tra 35 e 44 anni e sale al 30% per quelli tra i 45 e i 64 anni. Nel complesso, l'età media degli aderenti è di 45,2 anni, rispetto ai 42,1 delle forze di lavoro. Gli iscritti di sesso maschile rappresentano il 63% del totale degli aderenti. Il tasso di partecipazione rispetto alla forza lavoro è pari al 27% per gli uomini e al 23% per le donne.

### L'asset allocation e i rendimenti dei fondi pensione

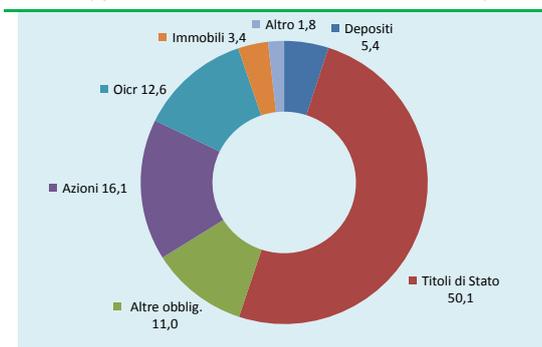
A dicembre 2014 le risorse destinate alle prestazioni ammontavano a 126 mld di euro, in aumento di 8,5 punti percentuali rispetto alla fine del 2013. Il patrimonio riferibile ai fondi pensione preesistenti ha raggiunto i 50 mld di euro, mentre 40 mld di euro risultano gestiti dai fondi pensione negoziali e 14 mld dai fondi pensione aperti. Il patrimonio amministrato dai PIP, il comparto più dinamico per crescita, ha toccato i 22 mld di euro. Il flusso di Tfr versato nelle casse della previdenza complementare è rimasto pressoché stabile su un valore pari a 5,2 mld di euro.

Il patrimonio gestito dalla previdenza complementare, in termini di *asset allocation*, presenta una marcata concentrazione nel comparto obbligazionario. Il 61% delle attività è investito in titoli di debito (circa 43 dei 53 mld di euro di obbligazioni sono titoli di Stato), il 16,1% in azioni e il 12,6% in quote di OICR. L'esposizione azionaria calcolata includendo anche i titoli di capitale detenuti attraverso le quote di OICR arriva al 24,9 per cento.

Gli investimenti immobiliari sono presenti esclusivamente nei fondi pensione preesistenti, per i quali la normativa concede un regime di deroga al divieto di detenzione diretta. Alla fine del 2013, gli immobili detenuti direttamente dai fondi preesistenti ammontano all'8,4% delle attività e sono riferibili a 19 schemi previdenziali quasi tutte appartenenti al settore bancario. Includendo anche le partecipazioni in società immobiliari e le quote di fondi chiusi, l'investimento immobiliare complessivo ammonta a 4,2 miliardi di euro, il 15% del totale delle attività dei fondi pensione preesistenti.

### Asset allocation dei fondi pensione in Italia

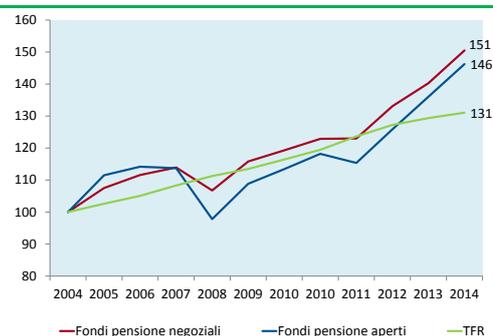
(quote % sul totale; valori a fine 2013)



Fonte: Covip

### Rendimenti dei fondi pensione e del Tfr

(numero indice; 2004=100)



Fonte: elaborazioni Servizio studi BNL su dati Covip

Nel 2014 i risultati di gestione delle forme pensionistiche complementari sono stati ampiamente superiori al tasso di rivalutazione del Tfr. I fondi pensione negoziali si sono rivalutati in media del 7,3%, i fondi pensione aperti del 7,5%, i PIP nuovi del 7,3% a fronte dell'1,3% del Tfr.

Tra il 2000 e il 2014 i mercati finanziari hanno fronteggiato numerose turbolenze tra cui: l'esplosione della bolla dei titoli tecnologici nel 2001-2002, la crisi finanziaria iniziata tra il 2007 e il 2008, la crisi dei debiti sovrani del 2010-2012 e una prolungata fase di recessione. In questo arco temporale il rendimento cumulato dei fondi negoziali è stato pari al 59,5% a fronte del 48% del Tfr. I fondi aperti nel medesimo periodo hanno evidenziato un incremento del 30,7% per le linee azionarie e del 60% per quelle obbligazionarie. Limitando il confronto agli ultimi dieci anni il divario tra i rendimenti dei fondi e la rivalutazione del Tfr appare ancora maggiore. Posto pari a 100 il 2004, a dicembre 2014 il rendimento dei fondi pensione negoziali risultava pari a 151, quello dei fondi aperti a 146 a fronte di 131 per il Tfr.

A fine 2013 sul mercato italiano risultavano operative 510 forme pensionistiche complementari: 39 fondi pensione negoziali, 59 fondi pensione aperti, 330 fondi pensione preesistenti e 81 piani individuali pensionistici di tipo assicurativo. A questi si aggiunge Fondinps, la forma pensionistica complementare istituita presso l'INPS e destinata ad accogliere i flussi di Tfr dei lavoratori silenti per i quali gli accordi collettivi non prevedono un fondo di riferimento.

Il secondo pilastro previdenziale, a partire dal 2000, ha sperimentato un consolidamento nel numero degli schemi pensionistici con una riduzione di oltre 200 unità. Le forme maggiormente coinvolte in questo processo di razionalizzazione sono stati i fondi pensione preesistenti e i fondi pensione aperti, anche per effetto delle aggregazioni di gruppi bancari e finanziari che hanno fatto confluire le diverse forme previdenziali in schemi comuni.

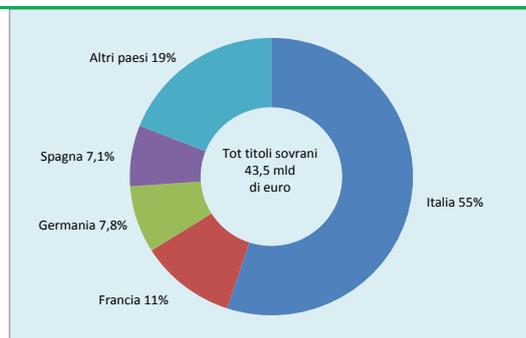
## Gli investimenti dei fondi pensione sul mercato italiano

Con riferimento alla distribuzione delle risorse per area geografica, i dati evidenziano che le scelte d'investimento dei fondi pensione italiani in merito alla componente obbligazionaria privilegiano i titoli sovrani emessi in Italia e nei paesi dell'area euro. L'incidenza dei titoli di Stato francesi e tedeschi a fine anno risultava pari rispettivamente all'11,5 e all'8,2%, poco inferiore la quota investita nel debito sovrano della Spagna (7,4%). L'investimento azionario risulta indirizzato in prevalenza verso Europa, Stati Uniti e Giappone, solo una porzione marginale è investita in Italia.

Analizzando la composizione del portafoglio dei fondi pensione a fine 2013 è possibile osservare come lo stock di investimenti indirizzati in Italia ammontava a circa 30 mld di euro, il 35% circa del patrimonio totale. In gran parte (23,9 mld di euro) si tratta di titoli Stato, per un controvalore pari all'1,1% per cento dello stock di debito pubblico in circolazione. Molto più ridotta appare invece la componente di finanziamento indirizzata alle imprese italiane che ammonta complessivamente a 2,1 miliardi di euro (il 2,5% del totale). Di questi, 1,4 miliardi si riferiscono a titoli di debito e circa 700 milioni a titoli di capitale, in quasi tutti i casi si tratta di titoli quotati. A questi si aggiungono i 4,2 mld di investimenti immobiliari diretti ed indiretti per la quasi totalità nei portafogli dei fondi preesistenti.

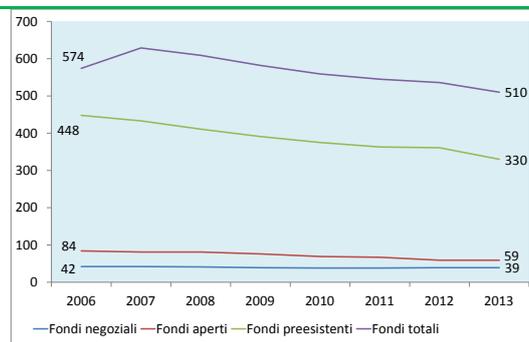
### Asset allocation dei titoli sovrani nel portafoglio dei fondi pensione

(quota% sul totale dei titoli di Stato; 2013)



Fonte: Covip

### Numero di schemi di previdenza integrativa in Italia



Fonte: Covip

Il limitato flusso di investimento verso le imprese italiane appare legato a una serie di fattori:

- La diversificazione dei portafogli gestiti riflette una strategia di investimento improntata alla replica dei benchmark rappresentativi delle principali classi di attività finanziarie. La limitata dimensione del mercato finanziario italiano, rispetto alla capitalizzazione mondiale dei titoli azionari, assegna all'Italia un peso molto contenuto nella diversificazione. Il peso delle azioni italiane sull'indice azionario mondiale calcolato da Morgan Stanley Capital International ammonta, ad esempio, a un valore compreso tra l'1 e l'1,5%.
- Al limitato peso sulla capitalizzazione mondiale in Italia si associa un livello molto più contenuto rispetto ad altri paesi, tra cui Stati Uniti, Regno Unito,

Francia e Giappone, del cosiddetto *home country bias*<sup>1</sup> il principio secondo cui i paesi evidenziano una tendenza a investire in titoli domestici una quota di portafoglio superiore a quella calcolata in base al peso del mercato finanziario interno sul mercato mondiale. Tra le motivazioni di questo fenomeno vi sono il presunto vantaggio informativo e la migliore conoscenza del mercato interno, l'assenza di rischio di cambio e minori costi di transazione.

- c) Dal lato della domanda, il sistema industriale italiano si caratterizza per un elevato numero di piccole e medie imprese non quotate, con una limitata trasparenza, una tradizione di gestione familiare e una scarsa apertura al mercato. Per esse il principale canale di finanziamento è quello bancario.
- d) Esistono poi alcune difficoltà tecniche legate alle caratteristiche degli strumenti finanziari, attraverso i quali sarebbe possibile indirizzare flussi di investimento alle imprese italiane; alcuni di questi strumenti, come gli investimenti in *private equity*, infrastrutture, mini-bond ed energie rinnovabili hanno la forma giuridica di fondi chiusi. Anche se la normativa vigente ammette il ricorso, entro certi limiti, a questi strumenti, essi presentano alcune peculiarità che ne hanno di fatto limitato il ricorso da parte dei fondi pensione. Nei fondi pensione negoziali e aperti non figurano investimenti in fondi mobiliari chiusi, nei fondi pensione preesistenti rappresentano una quota marginale.

Il contributo dei fondi pensione alla copertura del fabbisogno finanziario delle imprese italiane appare limitato nel confronto internazionale. Un'indagine condotta dall'Ocse su un gruppo di grandi fondi pensione su scala internazionale evidenzia come la percentuale investita nel paese di origine del fondo risulti molto più elevata negli altri paesi e con un maggior bilanciamento tra titoli di Stato e finanziamento alle imprese.

Parallelamente all'impulso che si vuole dare alla previdenza integrativa, l'orientamento prevalente è quello di convogliare una maggiore quota del risparmio previdenziale nell'economia reale italiana, pur nel rispetto dei criteri di prudenza e delle finalità proprie delle forme previdenziali. I potenziali benefici sarebbero non solo per il sistema delle imprese ma anche per i fondi stessi dal momento che, in un sistema economico più sano, gli schemi previdenziali beneficerebbero di una migliore diversificazione, di un bacino più ampio in termini di possibili adesioni e di un maggior potenziale contributivo.

### Le novità regolamentari e i possibili effetti sul mercato

Il peso elevato della spesa per pensioni in Italia e la necessità di attuare delle riforme che hanno rivisto sempre in senso restrittivo le prestazioni future hanno portato in questi anni all'attenzione generale l'importanza di sviluppare un secondo pilastro previdenziale. Le difficoltà legate alla crisi economica hanno in parte rallentato questo processo. Alcuni recenti provvedimenti normativi potrebbero influire sul già lento processo di diffusione della previdenza complementare attraverso un aumento della fiscalità e la possibilità di ricevere in busta paga, per un periodo limitato di tempo, anche il Tfr destinato alla previdenza integrativa.

La legge di Stabilità (190/2014) recentemente varata ha previsto un incremento della tassazione sui rendimenti annui dei fondi pensione dall'11% al 20%. L'incremento

---

<sup>1</sup> Cfr Vanguard (2012): "The role of home bias in global asset allocation decisions"; Uppal R. (2007) "The Economic Determinants of the Home Country Bias in Investors' Portfolios: A Survey", Journal of International Financial Management & Accounting.

dell'imposta è stato inserito con effetto retroattivo a partire dal primo gennaio 2014. L'effetto sarà quello di ridurre il montante su cui vengono calcolate le prestazioni finali nette dei fondi stessi. Tassando il risparmio previdenziale nel periodo della sua formazione, si penalizza la fase di accumulo riducendo più che proporzionalmente (per effetto del meccanismo degli interessi composti) il capitale finale. La rendita pensionistica o il capitale sono soggetti poi a una seconda tassazione al momento dell'erogazione<sup>2</sup>.

L'incremento dell'aliquota accentua il divario tra le condizioni previste in Italia e quelle dei Paesi europei che non prevedono tassazione dei rendimenti. Tra i paesi dell'area Ocse solo in Italia, Danimarca e Svezia, infatti, i rendimenti sono soggetti a prelievo fiscale. In questi ultimi due la tassazione è del 15%, un'aliquota inferiore all'attuale 20% previsto in Italia. Per gli altri paesi è previsto un prelievo unico al momento dell'erogazione della prestazione, secondo uno schema denominato EET (esente, esente, tassato) che esenta da tasse sia i contributi versati dal lavoratore che i rendimenti conseguiti dal fondo, ma assoggetta in fase di erogazione le prestazioni pensionistiche all'aliquota ordinaria sui redditi delle persone fisiche.

All'inasprimento della tassazione, si aggiunge poi l'altra innovazione introdotta con il Ddl stabilità, ovvero la possibilità per i lavoratori di richiedere in busta paga, anche per i lavoratori già iscritti ai fondi pensione, l'accantonamento mensile del trattamento di fine rapporto (Tfr) maturando a decorrere dal 1° marzo 2015 e sino al 2018. Anche questa misura di fatto sottrae risorse agli accantonamenti penalizzando la fase di accumulo e quindi le prestazioni finali dei fondi.

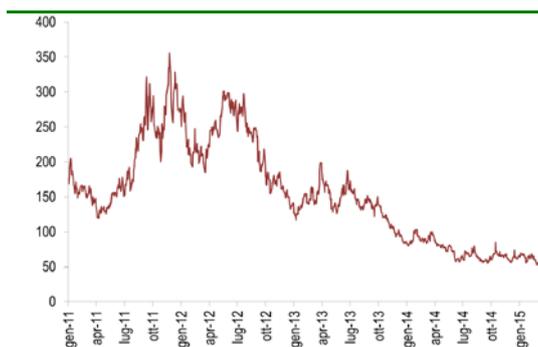
Al di là delle valutazioni soggettive di merito, da un punto di vista finanziario la scelta di richiedere l'anticipazione del Tfr, dal momento che le somme percepite dal lavoratore in termini di QuIR (quota integrativa della retribuzione) concorreranno al cumulo dei redditi e verranno tassate con aliquota ordinaria, risulta penalizzante per i redditi più elevati.

---

<sup>2</sup> Al momento dell'erogazione viene applicata un'imposta sostitutiva del 15%, che può essere ridotta fino al 9% mediante abbattimento dello 0,30% per ogni anno di partecipazione al fondo successivo al 15° fino al 35° di iscrizione. L'imposta si applica alle prestazioni sia in rendita sia in capitale sul montante maturato esclusi i contributi non dedotti ed i redditi finanziari già assoggettati ad imposta. Sulle prestazioni in rendita applicazione del 12,50% sui redditi maturati successivamente all'erogazione.

## Un cruscotto della congiuntura: alcuni indicatori

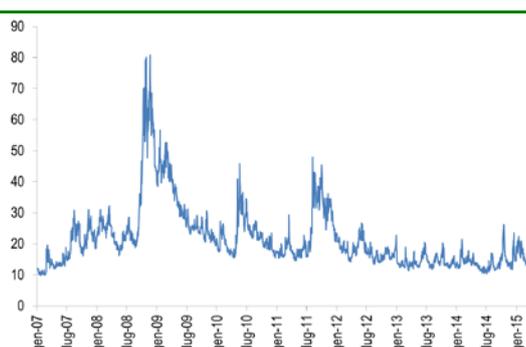
**Indice Itraxx Eu Financial**



Fonte: Thomson Reuters

I premi al rischio rimangono su livelli storicamente bassi. L'indice si attesta a 55.

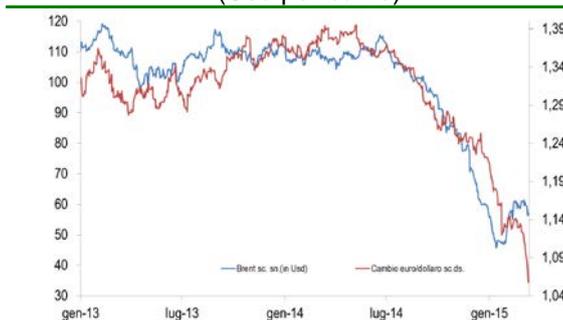
**Indice Vix**



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Vix rimane intorno a quota 15 nell'ultima settimana.

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



Fonte: Thomson Reuters

Il tasso di cambio €/€ si attesta a 1,06, con una variazione negativa di circa il 24% rispetto all'anno precedente. Il prezzo del petrolio di qualità Brent quota \$57 al barile.

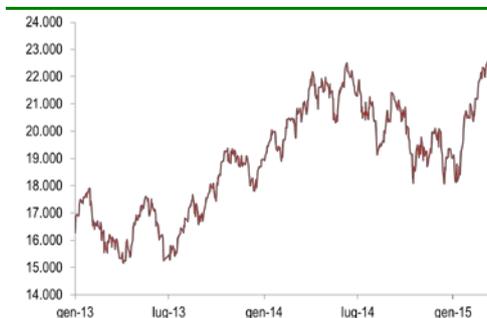
**Prezzo dell'oro  
(Usd l'oncia)**



Fonte: Thomson Reuters

L'oro quota 1.151 dollari l'oncia.

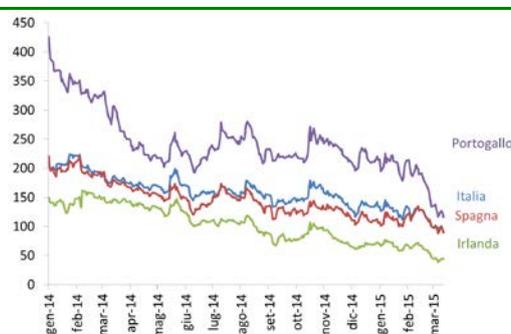
**Borsa italiana: indice Ftse Mib**



Fonte: Thomson Reuters

Il Ftse Mib riprende quota: +20% rispetto a inizio anno. L'indice si attesta a 22.809.

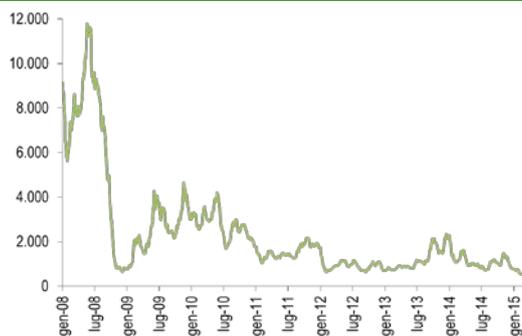
**Tassi dei benchmark decennali: differenziale con la Germania (punti base)**



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Thomson Reuters

I differenziali con il Bund sono pari a 116 pb per il Portogallo, 44 pb per l'Irlanda, 90 pb per la Spagna e 90 pb per l'Italia.

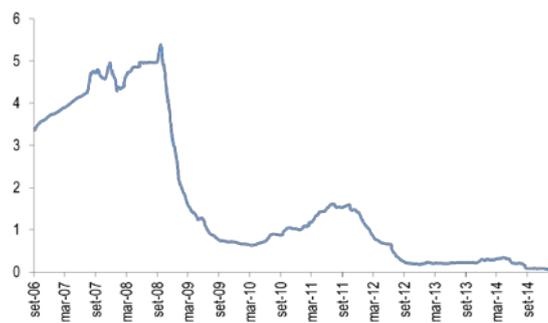
**Indice Baltic Dry**



Fonte: Thomson Reuters

L'indice Baltic Dry è pari a quota 560.

**Euribor 3 mesi (val. %)**



Fonte: Thomson Reuters

L'euribor 3m scende sotto lo 0,03%.

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.

