



Analisi del Servizio Studi BNL BNP Paribas

focus

ECONOMIA E BANCHE

NUMERO

07

23 febbraio 2023

Previdenza integrativa vs Tfr: il breve e il lungo periodo

Stefano Ambrosetti



BNL

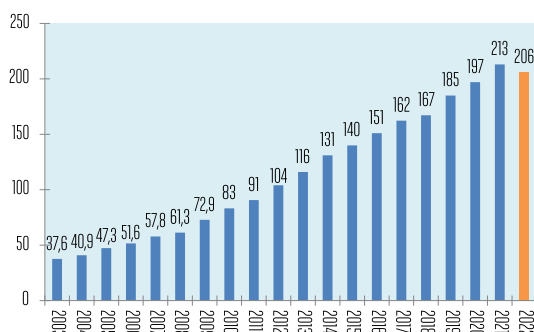
BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

SINTESI

Fondi pensione: risorse destinate alla prestazioni

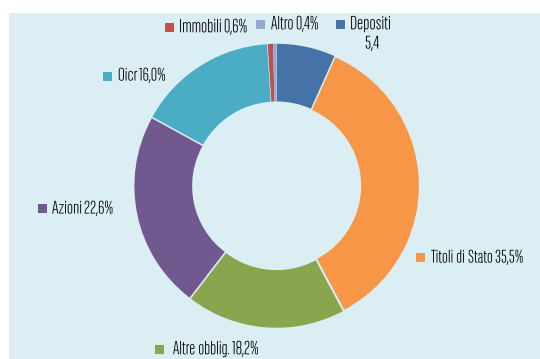
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Covip

Fondi pensione: asset allocation

(quote % sul totale; dic 2021)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Covip

Il 2022 è stato un anno difficile per i prodotti della previdenza integrativa che hanno risentito della sfavorevole dinamica dei mercati finanziari, caratterizzati da un lato dalla flessione dei corsi azionari, dall'altro dall'aumento dei tassi di interesse che ha penalizzato il corso dei titoli obbligazionari. I rendimenti netti sono pertanto risultati negativi, evidenziando una flessione nell'ordine del 10% per i principali comparti, a fronte di una rivalutazione del Tfr dell'8,3%.

Valutando le performance finanziarie lungo un orizzonte temporale a medio-lungo termine, più proprio del risparmio previdenziale, il confronto si presta a letture diverse. Il rendimento medio annuo dell'ultimo decennio è stato pari al 2,2% per i fondi negoziali, al 2,5% per i fondi aperti, al 2,9% per i PIP mentre la rivalutazione del Tfr è risultata in media pari al 2,4% annuo. I risultati del decennio esaminato sono, tuttavia, notevolmente influenzati dalle performance relative al solo 2022. Calcolando infatti la media relativa al decennio 2012-21 i fondi pensione presentavano un rendimento medio tra il 4% e il 5% a fronte di una rivalutazione del Tfr dell'1,9%.

Complessivamente a fine 2022 le forme pensionistiche complementari contavano 9,2 milioni di iscritti, e un ammontare di risorse destinate alle prestazioni pari a 206 mld di euro, quasi il 12% del Pil e il 4% delle attività finanziarie delle famiglie italiane. Il tasso medio di partecipazione ha raggiunto il 36% della forza lavoro. Le adesioni e le contribuzioni, nonostante qualche rallentamento nelle fasi più acute delle crisi economiche e finanziarie, sono cresciute in modo stabile, tuttavia, appaiono ancora disomogenee per genere, età, area geografica e condizione professionale. Ulteriori elementi di innovazione e meccanismi di incentivo sono allo studio per arrivare ad un riequilibrio e un rilancio del secondo pilastro previdenziale.

PREVIDENZA INTEGRATIVA VS TFR: IL BREVE E IL LUNGO PERIODO

Stefano Ambrosetti*

Economist - Servizio Studi BNL BNP Paribas

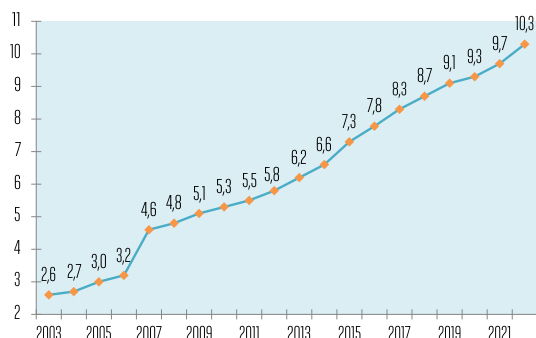
stefano.ambrosetti@bnpparibas.com

I problemi connessi al progressivo invecchiamento della popolazione e alla sostenibilità del sistema previdenziale pubblico creano incentivi allo sviluppo di un modello di welfare caratterizzato dalla compartecipazione di soggetti pubblici e privati nell'erogazione delle prestazioni pensionistiche. Nell'assetto pensionistico di base del nostro Paese, si sono dovuti operare negli anni significativi interventi che hanno determinato una più stretta connessione tra contributi e prestazioni. In tale contesto, si pone la questione dell'adeguatezza del risparmio previdenziale rispetto all'esigenza di assicurare condizioni equilibrate nella fase di quiescenza.

Ai fondi pensione e agli enti di previdenza privati è affidata un'importante funzione sociale, quella di affiancare lo Stato e gli altri operatori pubblici nel sostenere il benessere degli individui nella fase anziana.

Fondi pensione: numero di posizioni

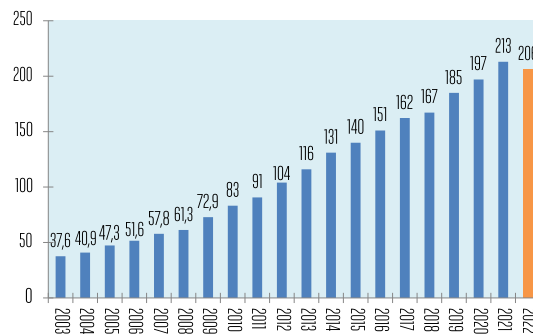
(milioni)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Covip

Fondi pensione: risorse destinate alla prestazioni

(miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Covip

Il recente quadro macroeconomico ha limitato le possibilità di sviluppo della previdenza integrativa. Le incertezze sui tempi della ripresa e il rapido cambio di orientamento della politica monetaria, che ha fatto seguito ad un prolungato periodo di livelli contenuti dei tassi, rende inoltre necessario un ripensamento nelle politiche di investimento dei fondi pensione italiani che destinano una percentuale limitata del portafoglio complessivo al mercato azionario e presentano una notevole concentrazione degli investimenti nel mercato obbligazionario.

In Italia a quindici anni dalla riforma della previdenza complementare, che ha introdotto il meccanismo del "silenzio-assenso" per il trasferimento del Tfr ai fondi pensione, il secondo pilastro ha evidenziato un considerevole sviluppo sia in termini di patrimonio gestito che nel numero degli iscritti. Rispetto a prima della riforma le attività gestite dai fondi pensione risultano quadruplicate raggiungendo circa 206 mld di euro dai 52 mld di euro del 2006 mentre

* Le opinioni espresse impegnano unicamente l'autore.

il numero degli aderenti, ha superato i 9 mln, un valore quasi triplicato rispetto ai 3,2 mln di iscritti prima della riforma.

In valori assoluti, tuttavia, 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 più rapido incremento nei tassi di adesione in risposta alla progressiva riduzione del sistema pensionistico di base.

Alla fine del 2022 le forme pensionistiche complementari contavano 10,3 milioni di posizioni in essere, rispetto alla fine del 2021 si è registrata una crescita del 5,8%. A tale numero di posizioni, che include anche quelle di coloro che aderiscono contemporaneamente a più forme, corrisponde un totale degli iscritti che può essere stimato in 9,2 milioni di individui. Complessivamente le risorse accumulate dalle forme pensionistiche complementari rappresentano quasi il 12% del Pil e il 4% delle attività finanziarie delle famiglie italiane, un valore ancora contenuto anche se pari a quasi tre volte quello del 2006. Prima dell'avvio della riforma tali percentuali risultavano infatti pari, rispettivamente, al 3,5% e all'1,5%.

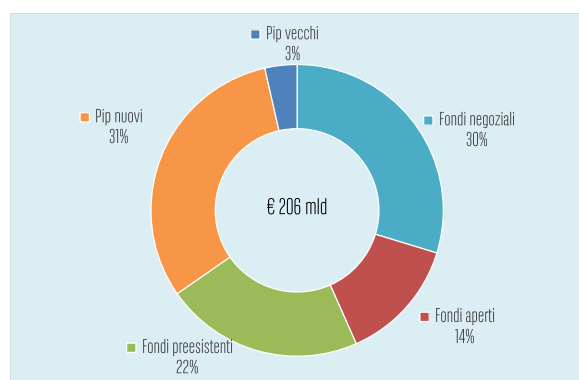
Nel 2021 il flusso complessivo di Tfr generato nel sistema produttivo può essere stimato in circa 28,7 mld di euro; di questi, 15,8 mld sono rimasti accantonati presso le aziende, 6,3 mld versati alle forme di previdenza complementare e 5,9 mld destinati al Fondo di tesoreria. Dall'avvio della riforma, su 376 mld di euro di Tfr, 208 (il 55% del totale) sono rimasti in azienda; 86 mld (il 23% del totale) sono confluiti nel Fondo di tesoreria. La parte destinata alla previdenza complementare è stata di 82,1 mld di euro, il 22% del totale.

L'asset allocation e i rendimenti dei fondi pensione italiani

A dicembre 2022 le risorse destinate alle prestazioni sono pari a circa €206 mld, con una flessione di circa €7,7 mld rispetto all'anno precedente. La contrazione riflette una sfavorevole dinamica dei mercati finanziari legata alla flessione dei corsi azionari e all'aumento dei tassi di interesse che ha penalizzato il corso dei titoli obbligazionari.

Fondi pensione: composizione del patrimonio

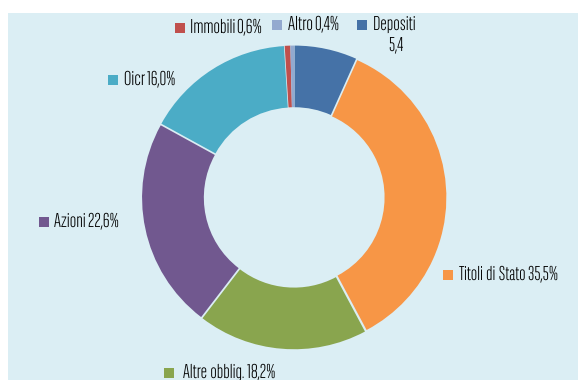
(quote % sul totale; 2022)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Covip

Fondi pensione: asset allocation

(quote % sul totale; dic 2021)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Covip

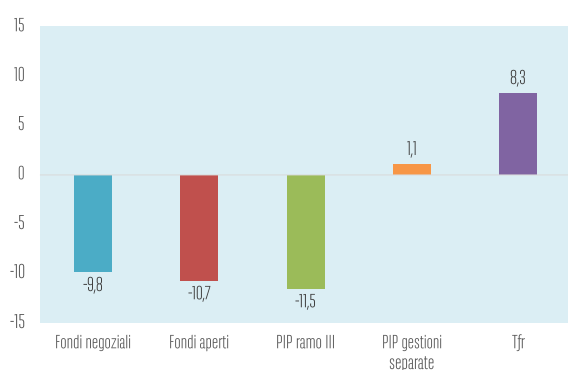
Circa il 31% di tali risorse è detenuto dalle forme pensionistiche preesistenti, il 30% dai fondi negoziali, il 25% dai PIP nuovi e vecchi e il 15% dai fondi aperti. I flussi contributivi nel 2022 hanno totalizzato €13,9 mld registrando un incremento del 4,2% rispetto al 2021. Il risultato è frutto di un incremento dei contributi per tutte le categorie di fondi con una dinamica più

accentuata nel comparto dei fondi aperti (+7,8%) e di quelli negoziali (+4,5%) e più lieve per PIP (+2%).

In termini di asset allocation il patrimonio gestito dalla previdenza complementare presenta una marcata concentrazione nel comparto obbligazionario. La composizione del patrimonio riflette la preferenza degli aderenti di tutte le fasce di età per profili di rischio molto contenuti, tradizionalmente associati agli investimenti obbligazionari e monetari. Circa il 54% del patrimonio è investito in titoli di debito (di questi circa il 17% è costituito da titoli di debito pubblico italiani), i titoli di capitale costituiscono il 23% e le quote di OICR circa il 13%, la quota rimanente si ripartisce tra depositi, immobili e polizze assicurative. Gli investimenti immobiliari in forma diretta e indiretta, presenti quasi esclusivamente nei fondi preesistenti, ammontano all'1,9% del totale.

Fondi pensione e Tfr: rendimenti nel 2022

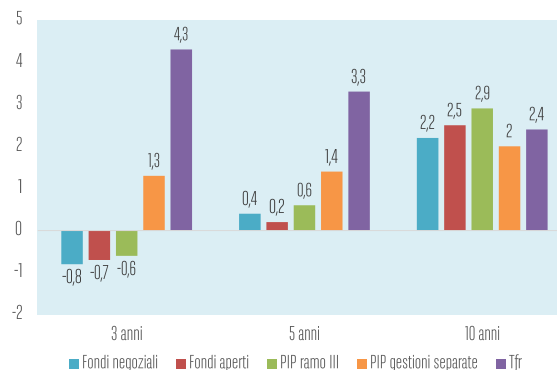
(valori percentuali)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Covip

Fondi pensione e Tfr: rendimenti a medio termine

(valori percentuali)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Covip

Le scelte di asset allocation operate dai fondi pensione contribuiscono ad alimentare il circuito finanziario nazionale. Complessivamente il valore degli investimenti dei fondi pensione nell'economia italiana (titoli emessi da soggetti residenti in Italia e immobili) era di 40 mld di euro, il 20% circa del patrimonio. I titoli di Stato ne rappresentavano la quota maggiore con un ammontare pari a circa 30 mld di euro. Gli impieghi in titoli di imprese domestiche rimangono marginali, riflettendo anche la struttura del tessuto industriale italiano e il livello complessivamente limitato della capitalizzazione del mercato azionario nazionale. Il totale di 4,7 mld è meno del 3% del patrimonio. Gli investimenti domestici detenuti attraverso le quote di fondi ammontano a 2,3 mld di euro, mentre quelli immobiliari a circa 3 mld.

La performance finanziaria negativa registrata dai fondi pensione nel 2022 e il parallelo aumento del tasso di inflazione che ha consentito una rivalutazione del Tfr dell'8,3%, ha riaperto l'interesse sul confronto tra i due strumenti di risparmio.

I rendimenti dei fondi pensione, al pari delle altre attività finanziarie sono stati fortemente condizionati nel 2022 dalle perturbazioni che si sono determinate sui mercati a causa delle tensioni geopolitiche, delle dinamiche legate ai prezzi dell'energia e delle materie prime, all'inflazione e al rialzo dei tassi di interesse. In particolare la componente azionaria ha risentito del calo registrato dai principali mercati e quella obbligazionaria della flessione del corso dei titoli legata al rialzo dei tassi di interesse nominali.

I rendimenti netti sono pertanto risultati negativi per tutti i comparti: i fondi negoziali hanno registrato una variazione pari a -9,8%, i fondi aperti a -10,7%, i PIP di ramo III al -11,5%. Per le

gestioni separate di ramo I, che contabilizzano le attività a costo storico e non a valori di mercato, il risultato è stato pari all'1,1% dal momento che i rendimenti dipendono in larga parte dalle cedole incassate sui titoli detenuti.

Il confronto in termini di rendimento tra il Tfr e i fondi pensione, pur presentando un differenziale molto ampio a favore del primo nel 2022, se valutato in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo, più proprio del risparmio previdenziale, presenta valori diversi. Nei dieci anni intercorrenti tra l'inizio del 2013 e la fine del 2022 il rendimento medio annuo composto, al netto dei costi di gestione e della fiscalità, è stato pari al 2,2% per i fondi negoziali, al 2,5% per i fondi aperti, al 2,9% per i PIP e al 2% per le gestioni di ramo I; nel medesimo arco temporale la rivalutazione del Tfr è risultata in media pari al 2,4% annuo.

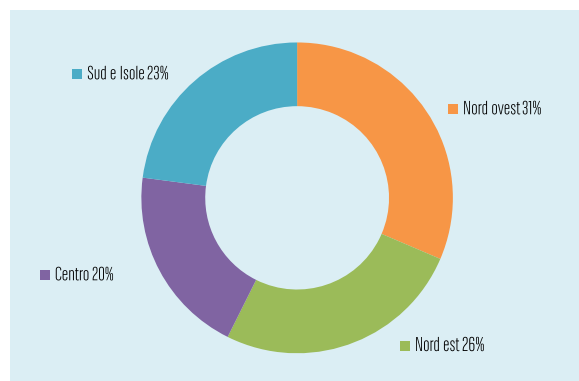
I risultati del decennio esaminato sono notevolmente influenzati dalle performance relative al 2022 in cui tra il rendimento medio (negativo) dei fondi e quello (positivo) del Tfr si è creata una "forbice" di circa 18 punti percentuali. Solo 12 mesi prima, i risultati medi e i rendimenti medi dei fondi pensione relativi al decennio 2012-2021 evidenziavano un valore pari al 4,1% per i fondi negoziali, al 4,6% per i fondi aperti e al 5% per i PIP di ramo III a fronte di una rivalutazione media del Tfr che si fermava all'1,9% in media d'anno.

Una copertura previdenziale non omogenea

I dati sulla diffusione della copertura previdenziale complementare, pur fornendo un'indicazione di massima a livello di sistema, presentano una serie di peculiarità che occorre valutare per fornire un quadro che meglio rappresenta l'effettivo livello di diffusione in Italia del secondo pilastro previdenziale.

Fondi pensione: iscritti per area geografica

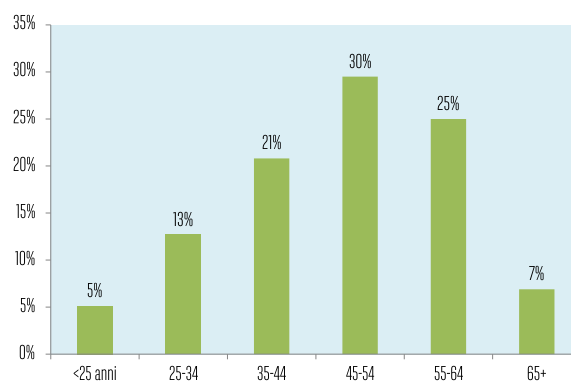
(valori % sul totale degli iscritti; 2021)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Covip

Fondi pensione: iscritti per classe di età

(valori % sul totale degli iscritti; 2021)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Covip

Un primo elemento di disomogeneità si rileva a livello territoriale. Si registra infatti una prevalenza di iscritti localizzati nelle regioni settentrionali (57%) mentre nelle regioni del centro risiede il 20% circa degli iscritti e in quelle meridionali e insulari circa il 23%. Anche i tassi di partecipazione presentano valori più elevati nelle aree più ricche del Paese, caratterizzate da valori compresi tra il 35% e il 40% della forza lavoro che raggiungono anche il 50% in alcune aree in cui l'offerta previdenziale è integrata da iniziative di tipo territoriale. In queste aree i versamenti contributivi sono in molti casi anche doppi rispetto a gran parte delle regioni del Mezzogiorno. A fine 2022 il tasso di partecipazione rispetto alle forze di lavoro ammontava a

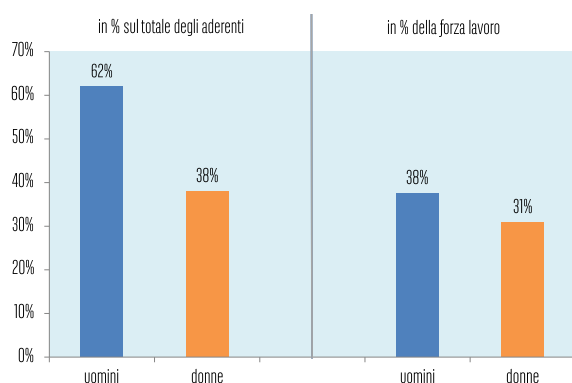
circa il 36%, con una crescita di oltre sette punti percentuali dal 2017 per l'effetto congiunto della crescita degli iscritti e della diminuzione delle forze di lavoro.

Un secondo elemento di disomogeneità si registra osservando per genere e classe di età: i dati evidenziano un'adesione più ridotta delle classi più giovani e delle donne. Osservando la distribuzione degli iscritti per classe di età, solo il 18% ha meno di 35 anni mentre il 51% appartiene alla fascia di età centrale (35-54 anni) e il 32% ha almeno 55 anni. Dal 2017 al 2021 si è assistito a un progressivo spostamento dalle classi di età centrali a favore di quelle più anziane. Per effetto di tale evoluzione, l'età media degli iscritti è salita negli ultimi cinque anni da 46 a 47 anni. In linea generale i dati mostrano come nelle situazioni in cui maggiore sarebbe l'esigenza di integrare la pensione di primo pilastro con quella complementare, si registri un grado di partecipazione più basso.

Anche la distribuzione per genere appare squilibrata con una netta prevalenza degli iscritti di genere maschile pari a circa il 62% del totale a fronte del 38% di genere femminile. Negli ultimi cinque anni, l'incidenza della componente femminile ha segnato soltanto una lieve crescita (+0,5 p.p.); tale proporzione tra i generi si mantiene simile nelle diverse fasce di età.

Iscritti alla previdenza per genere

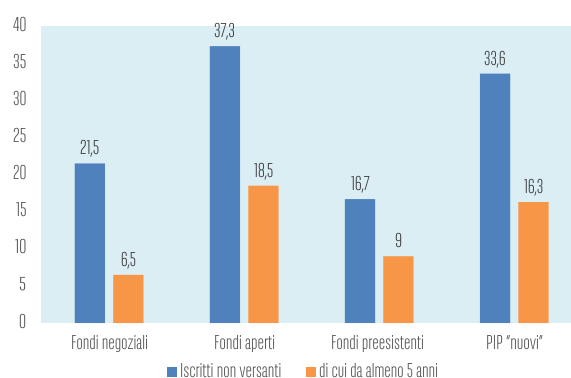
(valori percentuali; 2021)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Covip

Fondi pensione: iscritti non versanti

(in % degli iscritti totali)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Covip

Un terzo elemento riguarda l'effettiva contribuzione alla previdenza complementare. La contribuzione media per singolo iscritto è di 2.790 euro, tuttavia il dato medio riflette in modo molto approssimativo le effettive dinamiche contributive degli aderenti. In primo luogo, un'ampia porzione di iscritti non effettua alcun versamento: nel 2021 questo valore è stato pari al circa il 27% del totale, un valore pressochè analogo a quello dell'anno precedente. Il fenomeno degli iscritti che non alimentano con continuità le proprie posizioni riflette il rischio che l'adesione alla previdenza complementare non consenta per larghe fasce di lavoratori di generare prestazioni previdenziali significative. In quest'ottica risultano elevate anche le percentuali di coloro che versano importi molto ridotti, lontani dai valori medi. Nel complesso, considerando l'insieme degli iscritti che nel 2021 o non ha versato contributi o lo ha fatto per importi che non superano i 1.000 euro, si raggiunge il 51,5% degli iscritti, pari a 4,4 milioni.

Anche sul fronte contributivo si registra un divario di genere e di classe di età. La contribuzione media è più elevata di circa un quinto per gli uomini (2.910 euro contro i 2.430 euro delle donne). Il contributo medio cresce all'aumentare dell'età per entrambi i generi: è di 1.660 euro tra i 25 e i 34 anni, il 39% in meno del contributo medio; supera i 3.000 euro oltre i 50 anni di età.

Previdenza complementare e mercato del lavoro: alcune analogie

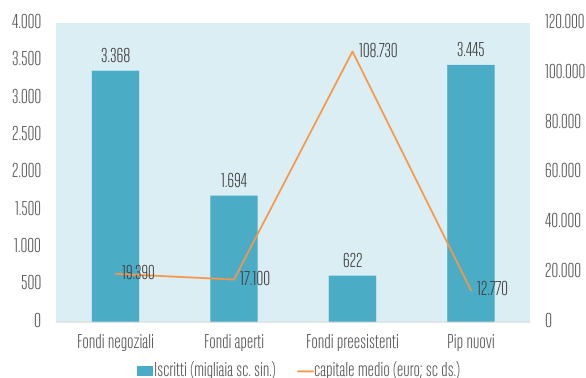
Le differenze di partecipazione nella previdenza complementare per genere ed età riflettono in larga misura quelle relative al coinvolgimento nel mercato del lavoro. Per quanto riguarda il genere, la più bassa partecipazione delle donne alla previdenza complementare è spiegabile in primo luogo dalla loro minore presenza tra le forze di lavoro: considerando la popolazione in età lavorativa (15-64 anni), i dati Istat evidenziano come il tasso di attività delle donne sia in media pari al 55,4% a fronte del 73,6% degli uomini. A ciò si aggiunge, per le donne presenti nelle forze di lavoro, una propensione a partecipare alla previdenza complementare inferiore del 18% a quella degli uomini, in parte legata al permanere di divari salariali e carriere più discontinue.

Anche le classi di età dei partecipanti alla previdenza complementare riflettono in parte le dinamiche del mercato del lavoro. Ad esempio, la fascia di età 25-34 anni registra un tasso di occupazione del 66%, inferiore di oltre 8 punti percentuali rispetto a quello della fascia adiacente più anziana (35-44 anni); inoltre, una volta parte delle forze di lavoro, la fascia di età più giovane fa registrare una partecipazione alla previdenza complementare comunque inferiore del 21% rispetto a quella della fascia immediatamente più anziana.

Per meglio qualificare l'accumulo previdenziale individuale è interessante osservare anche come si ripartiscono le risorse destinate alle prestazioni. Su uno stock complessivo pari a poco più di 200 mld di euro, il capitale medio pro capite ammonta a poco più di 24mila euro e si ripartisce in modo differenziato anche tra le diverse forme pensionistiche.

Previdenza complementare: iscritti per forma e capitale medio accumulato

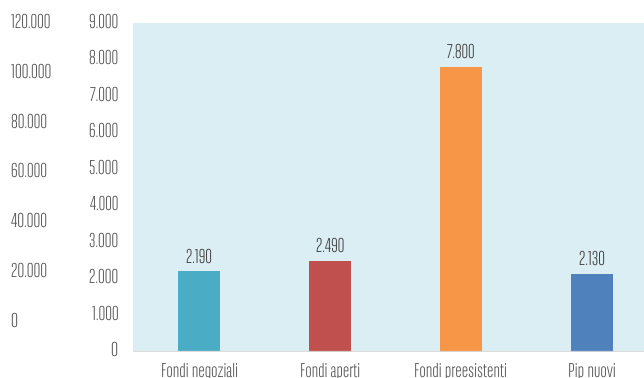
(2021)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Covip

Previdenza complementare: contributo medio versato nel 2021

(valori in euro; 2021)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Covip

Per le forme di nuova istituzione, il capitale medio pro capite si attesta a 19mila euro per i fondi negoziali e a 17mila per i fondi aperti, mentre nei PIP il valore scende a 12 mila. Molto diversa è la situazione per i fondi preesistenti nei quali il capitale medio pro capite è di 108 mila euro.

Nel complesso considerando la distribuzione degli iscritti per classe di importo della posizione accumulata è possibile osservare come oltre la metà degli iscritti abbia una posizione individuale inferiore a 10mila euro. I dati mostrano come poco più del 3% del totale abbia una posizione individuale nulla, il 21% un valore complessivo non superiore a 1.000 euro e il 30% un montante compreso tra i mille e i 10 mila euro. Se consideriamo i valori superiori alla media, il 23,2% ha accumulato più di 30 mila euro e di questi solo il 4,2% supera i 100 mila euro.

Nella lettura dei dati occorre comunque tener conto di alcuni elementi; a) gli importi della posizione individuale risentono del fatto che il settore non ha ancora raggiunto lo stadio di piena maturità, specie con riferimento alle forme di nuova istituzione; b) il capitale medio accumulato dipende da diversi fattori, quali la permanenza dell'iscritto nella forma pensionistica, l'ammontare e la regolarità dei versamenti e, per i lavoratori dipendenti, la disponibilità del Tfr e la modalità di adesione.

Peculiarità del sistema di previdenza e possibili linee di sviluppo

Il sistema di previdenza complementare, così come configurato consente di trarre alcune interessanti indicazioni. Da un lato, adesioni e contribuzioni sono cresciute in modo stabile, nonostante qualche rallentamento registratosi nelle fasi più acute delle crisi economiche e finanziarie degli ultimi anni. Dall'altro, le adesioni e le contribuzioni al sistema di previdenza complementare appaiono ancora molto disomogenee per genere, età, area geografica e condizione professionale.

L'importanza del secondo pilastro appare inversamente correlata alla dimensione delle prestazioni offerte dalla componente pubblica. Nei paesi in cui il sistema pubblico offre tradizionalmente prestazioni generose, il sistema complementare appare meno sviluppato per assumere invece un ruolo rilevante nei sistemi economici in cui le pensioni pubbliche offrono prestazioni più limitate.

Secondo i recenti dati diffusi dall'Ocse, il peso dei fondi pensione in rapporto al Pil, nei paesi Ocse ha raggiunto in media il 105%, permane tuttavia una grande disomogeneità. Alcuni paesi presentano valori prossimi o superiori al 200% del Pil (Danimarca 233%, Paesi Bassi 213%, Svizzera 171%, Stati Uniti 147% e Australia 147%) altri come il Regno Unito (106%) registrano un valore in linea alla media dell'area. Resta un numero elevato di paesi appartenenti all'Ocse che presentano un rapporto tra attività dei fondi pensione e Pil inferiore al 20%. Tra le grandi economie europee tale valore oscilla tra l'8% della Germania e il 14% della Spagna con Francia e Italia che presentano un valore pari a circa il 12%.

Il sistema di previdenza in Italia è stato originariamente delineato avendo a riferimento un modello di mercato del lavoro caratterizzato dalla stabilità e dalla continuità dei rapporti di lavoro. Il progressivo ricorso a rapporti contrattuali meno stabili e meno duraturi ha ridotto il grado di copertura offerto ad alcune categorie di lavoratori dal primo pilastro previdenziale.

In Italia in un'ottica di rimodulazione delle risorse disponibili per finalità previdenziali, una delle principali priorità sembra dunque quella di favorire una maggiore inclusione delle fasce di lavoratori più deboli, con minori possibilità contributive a causa di lavori meno strutturati e a condizioni di impiego discontinuo. Inoltre, anche nel perimetro del lavoro dipendente i dati offrono qualche importante spunto di riflessione proprio in relazione alla specificità del sistema industriale, caratterizzato da imprese di piccola dimensione nelle quali i livelli di adesione e di contribuzione sono molto più contenuti e per le quali il Tfr che i lavoratori non indirizzano ai fondi pensione rimane nell'ambito della stessa impresa, continuando così a costituire per quest'ultima una fonte di finanziamento.

Un ulteriore elemento che ha limitato le potenzialità di sviluppo della previdenza complementare è attribuibile alle dinamiche macroeconomiche. Le crisi economiche e finanziarie e la prolungata fase di bassa crescita che ha caratterizzato l'economia italiana negli ultimi venti anni, si sono accompagnate ad una bassa crescita dell'occupazione e delle retribuzioni, con ricadute inevitabilmente negative sul sistema della previdenza complementare,

che si è mossa lungo un sentiero di sviluppo più lento rispetto a quello evidenziato da altre forme di risparmio come il settore assicurativo e quello del risparmio gestito.

L'obiettivo di veicolare in ambito previdenziale una quota crescente delle risorse finanziarie delle famiglie richiede uno sforzo ulteriore a livello istituzionale per promuovere percorsi di educazione finanziaria e previdenziale. L'educazione alle scelte previdenziali contribuisce a rendere più evidenti benefici e costi della partecipazione (e della non partecipazione) alla previdenza complementare, aumentando il grado di consapevolezza in un ambito complesso, come quello delle scelte previdenziali, nel quale, tipicamente, intercorre un lasso temporale molto ampio tra il momento in cui le scelte sono compiute e la fase in cui tali scelte sortiscono i loro effetti.

Sul fronte normativo, per operare un rilancio dell'industria, nel dibattito istituzionale alcune proposte riguardano la possibilità di avviare un nuovo semestre di silenzio-assenso per favorire l'adesione sia tra i nuovi assunti che tra gli occupati, nel rispetto del principio della volontarietà della scelta; l'introduzione di ulteriori incentivi fiscali ad esempio nella fase di tassazione dei rendimenti e la promozione di una campagna informativa per veicolare nel sistema previdenziale almeno una parte dei quasi 6 mld annui di Tfr inoptato delle aziende con oltre 50 dipendenti che confluisce nel fondo di tesoreria dell'Inps.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-BNP Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL- 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. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.
