

6 Ottobre 2011

# Osservatorio sulla congiuntura

## Scenario macro, tassi e aggiornamento Bce

Area Pianificazione Strategica, Research & IR

Il contributo sulle Economie Emergenti (EE) è a cura del Servizio Monitoraggio Gruppi e Rischio Paese



➤ <b>Summary</b>	<b>pag. 3</b>
➤ <b>La riunione della Bce</b>	<b>pag. 4</b>
➤ <b>Tassi di riferimento e tassi di mercato</b>	<b>pag. 5</b>
➤ <b>Cosa scontano i mercati</b>	<b>pag. 6</b>
➤ <b>Congiuntura USA</b>	<b>pag. 7</b>
➤ <b>Congiuntura Area Euro</b>	<b>pag. 8</b>
➤ <b>Congiuntura Italia</b>	<b>pag. 9</b>
➤ <b>Key indicators a confronto</b>	<b>pag. 10</b>
➤ <b>Economie Emergenti</b>	<b>pag. 11</b>



- In occasione della riunione della Bce, conclusasi a tassi invariati, Trichet annuncia **nuove misure straordinarie per iniettare liquidità e l'acquisto di 40 Mld di covered bond**. Le misure straordinarie dovrebbero spingere al ribasso i tassi monetari nei prossimi mesi, il che, **ai fini di crescita ed inflazione, equivale ad aver tagliato il costo del denaro**. Secondo nostre stime l'introduzione dell'asta di rifinanziamento ad un anno dovrebbe comportare un calo del tasso Euribor a 3M di **circa 30 Bps nei prossimi 2 mesi**. Trichet ammette anche che **i rischi sulla crescita sono al ribasso**, in un contesto di accresciuta incertezza al livello globale, a fronte invece di rischi bilanciati sull'inflazione. I mercati sono rimasti in parte delusi dalla decisione della Bce: molti operatori infatti si attendevano un contestuale taglio dei tassi di interesse che non c'è stato ed **il tasso implicito sui contratti Euribor è tornato a salire**, con il mercato che sconta un tasso Euribor **a 3 M a 1,35% a fine anno**. In Uk la BoE lascia invariati i tassi di interesse **ma aggiunge 75Mld£ al piano di acquisto trimestrale** di bond per un totale di 275Mld.
- **Negli Usa la crescita resta debole**, ma viene **rivisto al rialzo il Pil del II trim. 2011** (all'1,3% t/t annullato) **ed è atteso un leggero miglioramento economico per la II parte dell'anno**, come sottolineato dal recupero di alcuni leading indicators a settembre e dai dati produttivi di agosto. **Ma la Fed pone l'attenzione sul recupero difficoltoso** e dopo aver annunciato **tassi eccezionalmente bassi almeno fino alla metà del 2013** e aver avviato l' **"operation twist"**, lascia presagire possibili nuovi interventi accomodanti. Ad incidere pesantemente sull'andamento dell'economia, **sono le tensioni sul mercato del lavoro**, con Obama impegnato nel dibattito, dall'esito tutt'altro che scontato, per l'approvazione al Congresso del piano di rilancio dell'occupazione. Ancora **poco stabile** anche il mercato immobiliare.
- **In area Euro l'economia reale risente inevitabilmente dell'incertezza sulla crisi del debito**. I pesanti piani di austerità varati deprimono la crescita, tanto che analisti paventano addirittura **rischi di recessione**; ma è soprattutto **la mancanza di un'azione decisa, condivisa e coordinata da parte dei principali attori economici europei ad alimentare l'incertezza: slitta a novembre l'erogazione di nuovi aiuti ad Atene**, con il mercato che sconta ormai un default controllato sul debito ellenico, mentre **i leader UE non trovano un accordo su come rendere pienamente operativo l'EFSF**. In un tale contesto i dati produttivi mostrano segnali di decelerazione e gli indicatori anticipatori prefigurano ulteriore rallentamento. I consumi si mantengono deboli e la disoccupazione elevata (10% ad agosto). **L'inflazione che a settembre sale al 3% a/a, pone la Bce di fronte al dilemma di come stimolare la crescita e non tradire il proprio mandato sulla stabilità dei prezzi**.
- **Previsioni non incoraggianti per l'Italia**: con un **Pil cresciuto di un modesto 0,8% a/a nel II trim. 2011**, indicatori anticipatori **al di sotto della soglia che segnala contrazione, recenti downgrade** sul merito creditizio da parte di S&P's e Moody's ed una **produzione industriale tornata negativa a luglio** (-1,6% a/a), sono sempre di più le case d'investimento che **ipotizzano una caduta del prodotto interno lordo per il 2012**. **Alle difficoltà dei consumi** (-2,4% a/a per le vendite al dettaglio di luglio), **si aggiunge un'inflazione al 3,1% a settembre**, accelerazione che solo in parte risente **dell'aumento dell'IVA** il cui il cui effetto si farà sentire particolarmente ad ottobre. Torna inoltre a **salire leggermente la disoccupazione giovanile**.
- Le incertezze sull'andamento dell'economia mondiale stanno avendo ripercussioni relativamente limitate sulle aspettative di crescita delle economie emergenti nell'ultimo trimestre dell'anno e **le previsioni sui flussi di capitale in entrata nell'intero 2011 sono stati rivisti ulteriormente in rialzo da IIF**, nonostante stiano trovando conferma i **segnali di contagio finanziario evidenziati lo scorso mese**.



- Nell'ultima riunione dell'era Trichet, **la Bce mantiene tassi invariati all'1,5%** (con decisione non unanime) **ed annuncia una serie di misure non convenzionali** che si aggiungono a quelle già in essere: il consiglio direttivo introduce infatti due nuove operazioni LTRO (full allotment a tasso fisso) una ad ottobre ed una il prossimo dicembre **con scadenza rispettivamente a 12 mesi e 13 mesi** ed **aste di rifinanziamento a tre mesi** per il prossimo 25 gennaio, 29 febbraio, 28 marzo, 25 aprile, 30 maggio e 27 giugno 2012. **L'Eurotower ha inoltre deciso di lanciare un nuovo piano di acquisto di covered bond (CBPP2) per 40Mld di euro, a partire dal prossimo novembre**, programma che potrà essere condotto sia operando sul mercato primario sia su quello secondario. Vengono inoltre mantenute fin quando necessario ed almeno **fino a giugno/luglio 2012** le altre operazioni straordinarie di rifinanziamento (MRO ed operazioni con singolo periodo di mantenimento).
- Nell'intervento odierno Trichet ribadisce come **la crescita in area Euro rimanga soggetta a intensificati downside risk**, in un contesto di **elevata incertezza**, ribadendo tuttavia come **un'inflazione ancorata sia un prerequisito necessario affinché la politica monetaria riesca a supportare la crescita economica**: il livello dei prezzi è rimasto elevato e secondo le previsioni dell'Autorità rimarrà al di sopra del 2% nei prossimi mesi per poi declinare. Alla luce della conferenza stampa odierna, l'ipotesi di **un tasso di riferimento all'1,50% a fine 2011 è ancora plausibile**, nonostante alcuni economisti avessero ipotizzato un taglio del costo del denaro (25/50 pb) nella riunione odierna.
- Tra le priorità emerse in conferenza stampa, oltre alla necessità per molti governi nazionali di implementare **misure per consolidare i conti pubblici**, è stata fortemente indicata l'importanza per quelle banche che hanno difficoltà di rifinanziarsi sui mercati, di effettuare ricapitalizzazioni adeguate.
- In UK, **la BoE mantiene invariati tassi d'interesse** al minimo storico dello **0,50%**, decidendo di rafforzare l'attuale piano di acquisto di bond da 200Mld, **con ulteriori 75 miliardi di sterline**, al fine di sostenere la liquidità del sistema finanziario.

# Tassi di riferimento e tassi di mercato



<b>Stime BMPS</b>	<b>Attuale</b>	<b>q4 2011</b>	<b>q1 2012</b>	<b>q2 2012</b>	<b>Q3 2012</b>	<b>Q42012</b>
Tasso di riferimento Bce (fine periodo)	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Fed Fund (fine periodo)	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
<b>Consensus Forecast*</b>						
Tasso di riferimento Bce (fine periodo)	1,50%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%
Fed Fund (fine periodo)	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%

\*Fonte: Bloomberg, aggiornato al 6 ottobre 2011

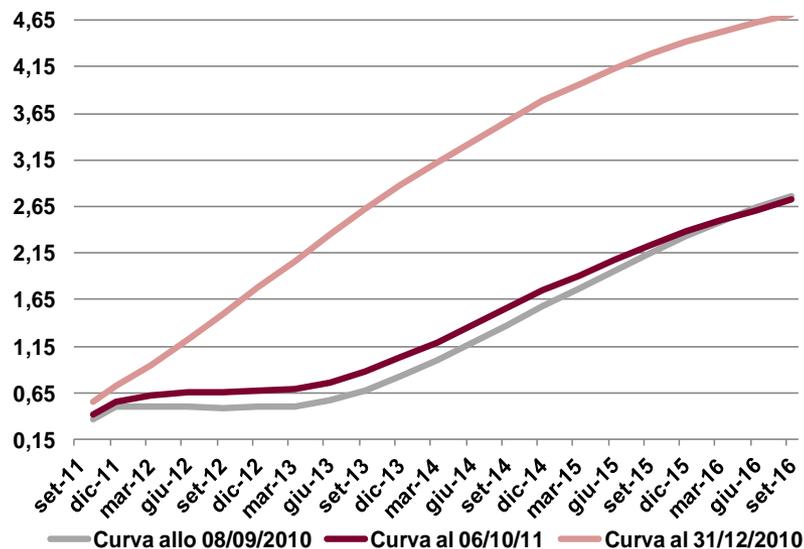
	<b>Tassi Governativi Area Euro ed Usa</b>										
	<b>Attuale</b>	<b>Stime BMPS (media di periodo)</b>					<b>Consensus Forecast (fine periodo)</b>				
<b>Area Euro</b>	<b>06/10/11</b>	<b>q4 2011</b>	<b>q1 2012</b>	<b>q2 2012</b>	<b>Q3 2012</b>	<b>Q42012</b>	<b>q4 2011</b>	<b>q1 2012</b>	<b>q2 2012</b>	<b>Q3 2012</b>	<b>Q42012</b>
euribor 3m	1,56%	1,20%	1,19%	1,28%	1,45%	1,68%	1,34%	1,34%	1,41%	1,47%	1,59%
2Y	0,62%	0,65%	0,75%	0,85%	1,00%	1,20%	0,77%	1,04%	1,26%	1,41%	1,43%
10Y	1,94%	2,05%	2,10%	2,20%	2,30%	2,45%	2,04%	2,30%	2,48%	2,60%	2,68%
<b>Stati Uniti</b>											
libor 3m	0,39%	0,35%	0,40%	0,45%	0,50%	0,60%	0,34%	0,35%	0,37%	0,46%	0,48%
2Y	0,26%	0,28%	0,32%	0,40%	0,55%	0,75%	0,27%	0,35%	0,48%	0,63%	0,75%
10Y	1,95%	2,00%	2,05%	2,10%	2,25%	2,45%	2,13%	2,37%	2,57%	2,78%	3,01%

\*Fonte: Bloomberg, aggiornato al 6 ottobre 2011

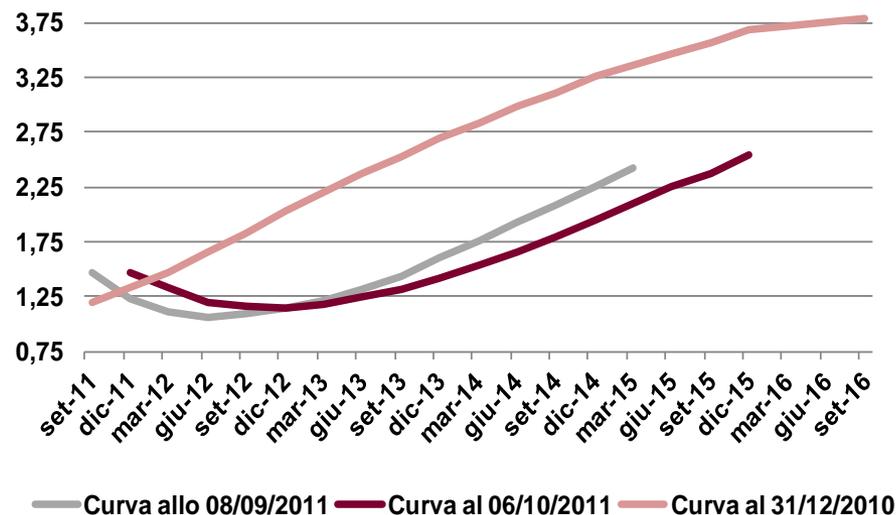
# Cosa scontano i mercati sulle prossime mosse di Fed e Bce



Usa: Libor 3M future



Area Euro: Euribor 3M future



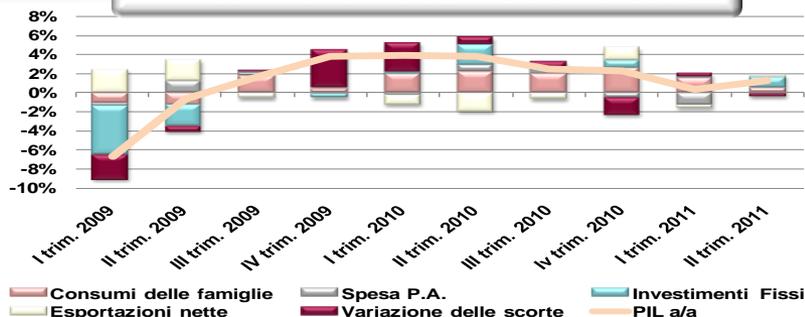
Fonte: Elaborazione Servizio Research su dati Bloomberg

➤ Nell'ultimo mese i **tassi impliciti a scadenza sui governativi a 2-10Y** hanno oscillato su un trend **laterale** su livelli ancora molto contenuti, **sia in area Euro che in Usa**. Fa eccezione il **2Y statunitense** il cui **rendimento è tornato a crescere** dopo che la Fed ha annunciato l' **"operazione twist"**.

➤ **Ridimensionate le aspettative sui futuri tagli dei tassi di interesse da parte della Bce** anche se l'**introduzione delle misure straordinarie sui tassi dovrebbero generare pressioni al ribasso sui tassi monetari**. In leggero rialzo la curva dei tassi Libor **Usa** anche se non si prevedono rialzi del costo del denaro dopo le dichiarazioni della Fed che hanno confermato tassi **fermi fino a metà 2013**.



## I contributi alla crescita statunitense



Fonte:  
Datastream,  
Bloomberg

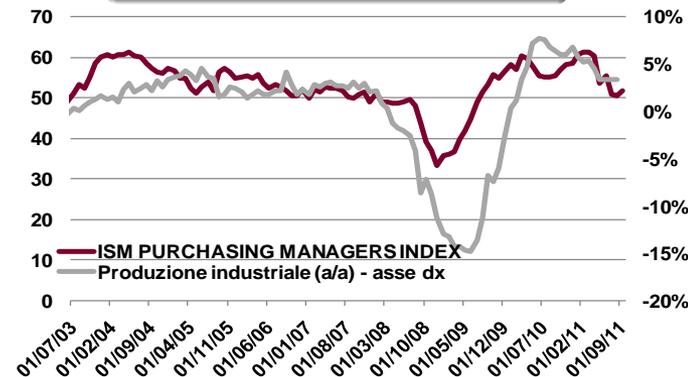
➤ **Recupera l'economia USA**, con il Pil finale del II trim. rivisto al rialzo **all'1,3% t/t annualizzato** dall'1%, grazie soprattutto al contributo degli investimenti. Tuttavia **la crescita resta debole ed incerta** tanto che la Fed ha annunciato ulteriori contromosse: il **Fomc ha confermato che il costo del denaro rimarrà su livelli bassi** (0-0,25%) almeno fino alla prima metà del 2013, ed ha varato la cd **"operazione twist"** (l'Autorità acquista titoli a lungo termine a fronte di vendita di titoli a breve, con l'obiettivo di un abbassamento dei tassi a lunga scadenza). Secondo Bernanke **l'economia USA continua a rimanere fragile, nonostante un lieve miglioramento atteso nella seconda parte dell'anno** e "la politica monetaria, da sola non può riuscire nell'intento di sostenere l'economia", spalleggiando così il piano di rilancio del mercato del lavoro promosso da Obama, che deve ancora passare l'approvazione del Congresso. **Il Chairman della Fed ha ipotizzato poi, un possibile nuovo intervento accomodante (QE3)** ed ha posto l'attenzione sui rischi derivanti dalla **crisi del debito in Europa**. **Il recupero a settembre di alcuni indicatori anticipatori** (in primis PMI Chicago, ISM manifattura) prefigurano effettivamente **prospettive lievemente migliori per gli ultimi mesi 2011**; ad agosto **la PI sale del 3,4% a/a**, stessa variazione di luglio, ed inoltre, nonostante variazioni m/m leggermente negative, **gli ordini di beni durevoli e quelli di fabbrica avanzano su base tendenziale**.

➤ Ad agosto, le **vendite al dettaglio anticipate decelerano** al 7,2% a/a dall'8,3%, e reddito personale e consumo personale frenano su base congiunturale (rispettivamente -0,1% e +0,2%); tuttavia la fiducia dei consumatori e quella rilevata dall'Università del Michigan si mostrano in lieve recupero a settembre.

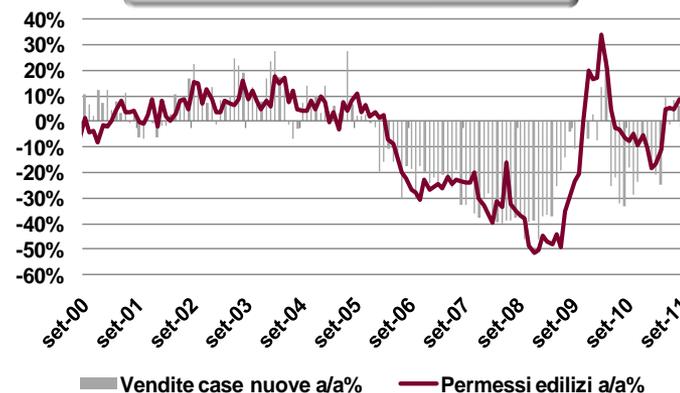
➤ **Ancora indicazioni contrastanti dall'immobiliare**: ad agosto i permessi edilizi e le vendite di case in corso avanzano rispettivamente dell'8,7% a/a e del 13,1% a/a, ma decelerano le vendite di case nuove e quelle di case esistenti (rispettivamente al 6,1% a/a da 8,2% e al 18,6% a/a dal 21%); in rialzo congiunturale la spesa edilizia. Continuano a scendere i prezzi degli immobili (-4,11% a/a per l'indice S&P/Case-Shiller Composite-20 di luglio).

➤ **Ad incidere pesantemente sull'andamento dell'economia Usa è il mercato del lavoro**: nonostante gli occupati rilevati dall'ADP a settembre siano aumentati più del previsto e le richieste di sussidio, la scorsa settimana, siano salite ma meno delle attese, la disoccupazione è stimata **al 9,1%** per il III mese consecutivo. Ad agosto **il PPI frena** (+6,5% a/a da +7,2%) ed il CPI contrariamente al previsto, passa dal 3,6% **al 3,8% a/a**, continuando nel trend al rialzo.

## Le aspettative sulla produzione



## Il mercato immobiliare



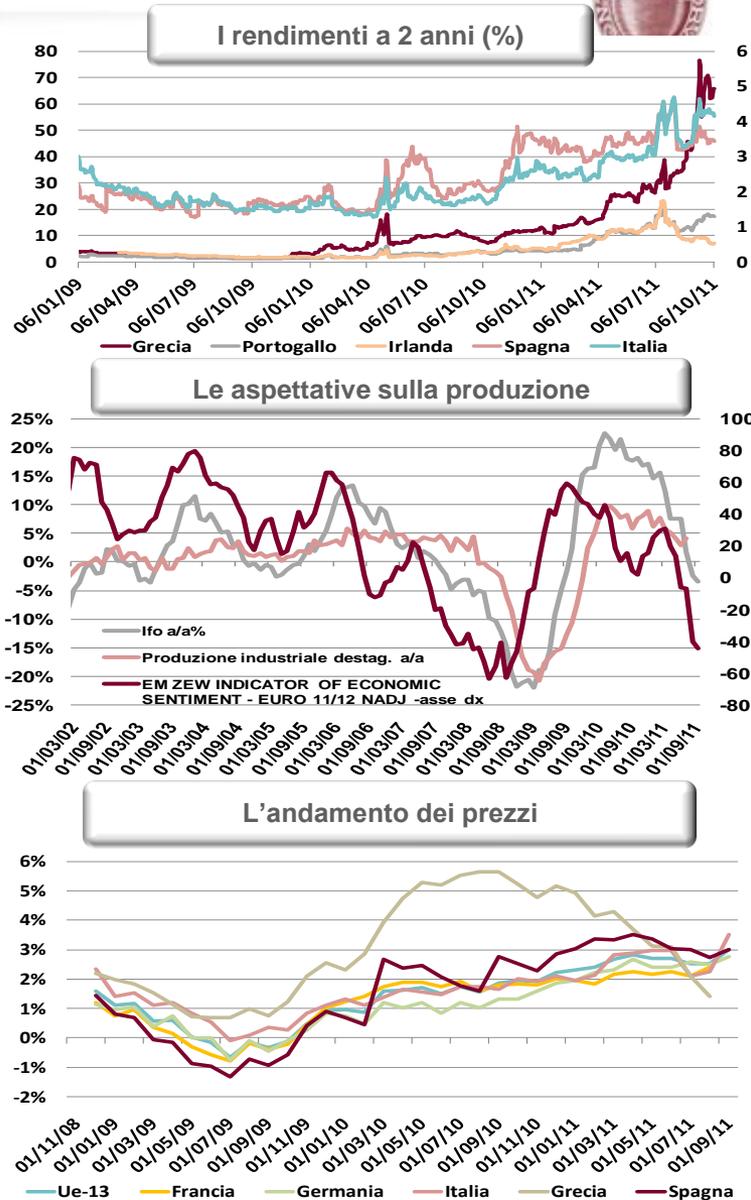
# Area Euro

➤ **Rallenta la crescita nell'area Euro e alcuni analisti ipotizzano rischio di recessione per il 2012** (Jp Morgan stima una contrazione dello 0,5% per il prossimo anno). I pesanti piani di austerità varati dai governi nazionali e **l'incertezza sulla crisi del debito impattano negativamente sull'economia reale. Non tutti i paesi europei hanno ancora ratificato** né l'ampliamento a €440Mld della capacità dell'EFSF (mancano ancora all'appello Malta, Olanda e soprattutto la Slovacchia che potrebbe addirittura porre il veto), **né i nuovi poteri riconosciuti al Fondo**, compresi la possibilità di concedere credito precauzionale ai Paesi in difficoltà, di finanziare banche in crisi e di acquistare debito pubblico sul mercato (secondario e/o primario) su cui hanno convenuto i **leader UE lo scorso 21 luglio**, nell'ambito della definizione di un nuovo piano Marshall per i paesi in crisi; si discute inoltre su eventuali nuovi aumenti di dotazione dell'EFSF e sull'anticipo dell'introduzione, attualmente prevista per luglio 2013, dell'ESM (European Stability Mechanism) che con i sui €500Mld di dote dovrebbe sostituire l'attuale EFSF; **tuttavia un accordo tra le varie posizioni tarda ad arrivare e si attendono indicazioni dal vertice dei leader UE del prossimo 17-18 ottobre: prioritario salvaguardare le banche** dalle conseguenze della crisi. Inoltre, nonostante le continue dichiarazioni che escludono un default ellenico, **il bilancio di Atene manca i target richiesti dalla Troika per dar via a nuovi aiuti** e la decisione sullo sblocco della nuova tranche pro-Grecia, da €8Mld, è rimandata a novembre. La situazione d'incertezza è evidenziata dall'andamento dei tassi a breve dei paesi periferici, con il 2Y ellenico tornato al 66% e quello portoghese al 18%. In un tale contesto, **Zew ed Ifo in calo anche a settembre** (rispettivamente a -44,6 e 107,5 punti) ed il **Pmi manifatturiero ampiamente sotto quota 50**, indicano **proseguimento del rallentamento**; a luglio gli ordini industriali dell'Area decelerano (+8,4% a/a da +10,6%) e la PI recupera, ma meno delle attese (+4,1% a/a vs +4,6% stimato). **In Germania continua la decelerazione di export** (+3,7% a/a a luglio da +5,5%) ed ordini industriali (+3,9% a/a ad agosto da 8,9%).

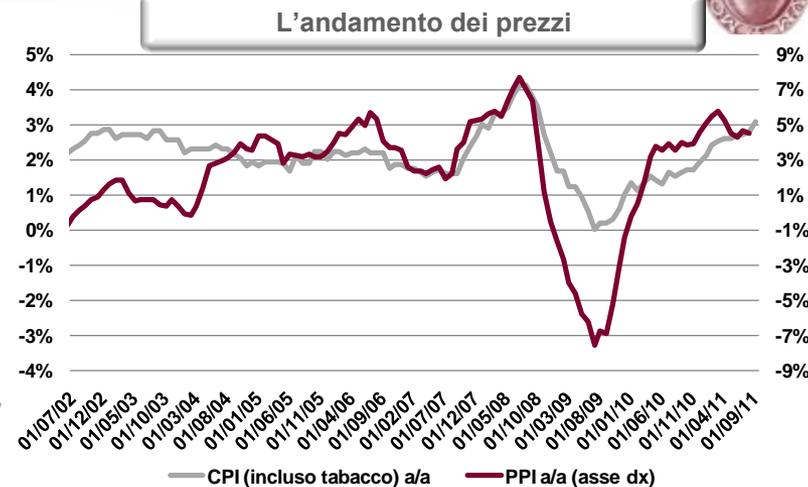
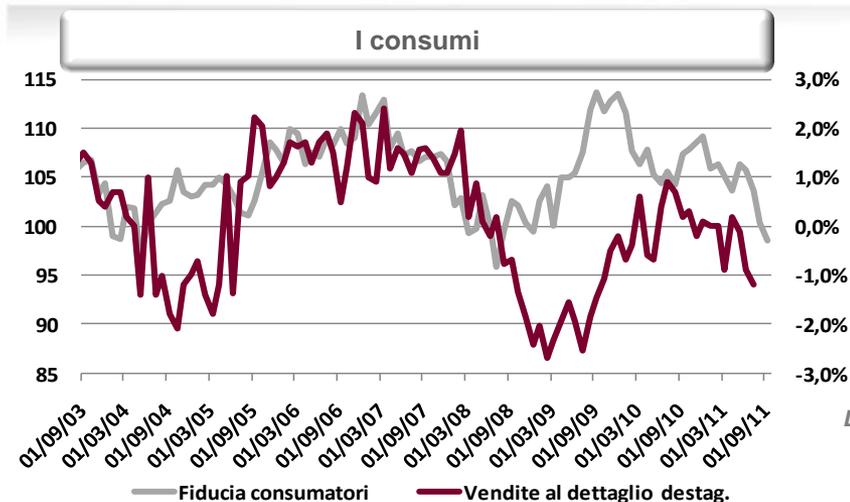
➤ Ad agosto le vendite al dettaglio calano più delle attese (-1% a/a), e **la fiducia dei consumatori continua a segnare forte peggioramento** (a -19,1 p. dai -16,5 precedenti).

➤ **Preoccupa l'inflazione, che a settembre balza inaspettatamente al 3%, lontana dal target BCE**; in controtendenza l'andamento dei prezzi ellenici. In ribasso il PPI (+5,9% a/a ad agosto dal 6,1% precedente).

➤ **La disoccupazione dell'Area, ad agosto rimane al 10%**, segnalando ancora tensioni sul mercato del lavoro. **La massa monetaria M3 di agosto cresce del 2,8% a/a dal +2,1%**. Surplus per la bilancia commerciale dell'Eurozona di luglio (€4,3Mld).



Fonte: Datastream, Bloomberg



- **Confermata la decelerazione in atto per la crescita italiana**, con il Pil che nel II trim. dell'anno avanza dello **0,8% a/a dal +1%** del I trim. **Le previsioni per il futuro non risultano incoraggianti**: Fitch stima per il Bel Paese un **Pil allo 0,7% per l'anno in corso, allo 0,2% per il 2012, e allo 0,6% nel 2013**. Jp Morgan si attende una crescita italiana **più debole** nel 2011 (+0,5%) ed **addirittura una pesante contrazione nel 2012** (-1,2%). Giunge inoltre il **downgrade da parte di S&P's sul debito italiano**, con il rating che passa da "A+" ad "A" con outlook negativo; l'Agenzia rimane preoccupata che il Governo non riesca ad implementare le riforme necessarie per riportare il debito ad un livello corretto senza deprimere eccessivamente una crescita "già provata". Anche Moody's declassa l'Italia di ben tre livelli, portandone il rating da "AA2" ad "A2". La "delicata" decelerazione in atto, **è confermata dal dato sulla PI wda, tornata negativa a luglio** (-1,6% a/a da +0,1%) **e dagli ordini industriali** che nello stesso mese sono cresciuti meno delle attese (+6,5% a/a vs il +8,3% previsto) dopo che anche il dato sugli ordinativi di giugno era stato pesantemente rivisto al ribasso. **Gli indicatori anticipatori non sembrano prefigurare inversione di tendenza**: a settembre il Pmi manifatturiero, seppur inaspettatamente in rialzo, **si mantiene sotto la soglia dei 50 punti** che segnala contrazione, così come il Pmi servizi (a 45,8 punti); anche la fiducia delle imprese passa a 94,5 punti dai 98,6 punti di agosto.
- **Continuano le difficoltà dal lato dei consumi**, con le vendite al dettaglio in **trend negativo** (-2,4% a/a a luglio da -1,1% precedente; -1,2% per quelle destag.) e la fiducia dei consumatori che scende a settembre per il **quarto mese consecutivo** (a 98,5 punti dai 100,3 di agosto).
- **A settembre torna a mordere l'inflazione**, con il **CPI che sale sui massimi da quasi tre anni, al 3,1% a/a** (preliminare) dal 2,8% precedente, mentre il dato armonizzato registra un balzo ancora più sostenuto (+3,5% a/a dal 2,3% di agosto); **gli incrementi solo in parte risentono del passaggio dell'Iva dal 20 al 21%, il cui effetto si farà sentire particolarmente nel mese di ottobre**. In lieve ribasso i prezzi alla produzione ad agosto (al 4,8% a/a dal 4,9% di luglio) **tuttavia gli analisti si attendevano un decremento più consistente**.
- In attesa del dato definitivo, **ad agosto la disoccupazione è attesa in lieve calo** (al 7,9% dall'8% precedente) **ma quella giovanile è tornata a salire, seppur leggermente** (al 27,6% dal 27,5% di luglio).

# Key indicators a confronto



		<b>Usa</b>		<b>Area Euro</b>		<b>Italia</b>	
	<b>Periodo</b>		Dato precedente		Dato precedente		Dato precedente
<b>Pil a/a</b>	<b>Q2 2011</b>	1,3	0,4	1,6	2,4	0,8	1,0
<b>Produzione industriale a/a</b>	<b>luglio-11</b>	3,4*	3,4	4,1	3,0	-1,6	0,1
<b>CPI a/a</b>	<b>settembre-11</b>	3,8*	3,6	3,0	2,5	3,1	2,8
<b>CPI core a/a</b>	<b>agosto-11</b>	2,0	1,8	1,2	1,2	2,5**	2,2
<b>Disoccupazione</b>	<b>agosto-11</b>	9,1	9,1	10,0	10,0	7,9	8,0

\* relativo ad agosto

\*\* relativa al mese di settembre

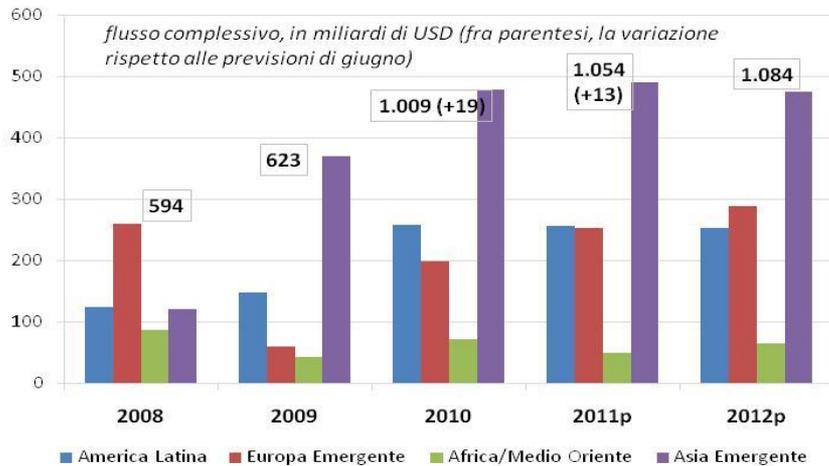
NB: Per l'inflazione italiana si considera Nic + tabacco

Fonte: Datastream, Bloomberg

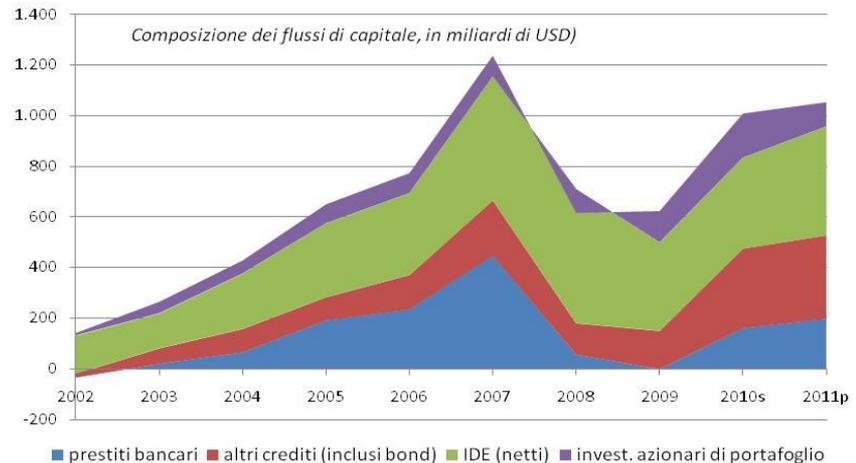
# Economie Emergenti: tengono i flussi di capitale nonostante il “contagio finanziario”



Riviste ancora al rialzo le previsioni sui flussi di capitale in entrata nelle EE nel 2011...



...ma si nota una tendenza all'aumento dei crediti rispetto agli investimenti azionari



Elaborazione SMGRP su dati IIF, Bloomberg, Global Financial Stability Report

➤ Per il momento, le sempre maggiori incertezze sull'andamento dell'economia mondiale stanno avendo ripercussioni relativamente limitate sulle aspettative di crescita delle economie emergenti (EE) nell'ultimo trimestre dell'anno, come dimostra la modesta riduzione degli indici PMI manifatturieri nel mese di settembre (con l'eccezione, ancora una volta, della Cina: 51,2 vs. 50,9 di agosto) e la contenuta revisione al ribasso (-0,2%, vs. -0,6% per le economie consolidate) del tasso di aumento reale del PIL 2011 previsto dall'FMI (6,4%). **Ciononostante, stanno trovando conferma i segnali di contagio finanziario evidenziati lo scorso mese** (cfr. *Monthly* settembre), a partire dal forte deprezzamento dei listini azionari (-18% l'indice MSCI Em. Mkt nell'ultimo mese, performance in media molto peggiore rispetto ai listi USA ed europei), con andamento negativo soprattutto della borsa russa, argentina e delle società cinesi quotate ad Hong Kong.

➤ Il fenomeno del “flight to quality” sembra dunque fin qui riguardare soprattutto gli investimenti azionari di portafoglio, come attestato anche dai più recenti dati/previsioni di IIF sui **flussi di capitale in entrata nelle EE, rivisti ulteriormente in rialzo a 1.053 mld \$ (cfr. fig. di sinistra), grazie però al nuovo incremento dei crediti bancari e di altri prestiti** (principalmente obbligazioni emesse da governi e società residenti nelle EE), il cui peso sui flussi complessivi è previsto in aumento al 50% a fine 2011, quota non di molto inferiore al massimo toccato a fine 2007 (54%), prima dello scoppio della crisi. Questa tendenza, evidente soprattutto in Asia e nell'Europa emergente (e spiegabile da un lato con il crescente differenziale di tassi di interesse a favore EE e dall'altro con il sempre minore “differenziale di rating” rispetto alle economie consolidate) al momento non sembra destare eccessive preoccupazioni ma rende più vulnerabili a uno shock finanziario esogeno quei paesi che già si trovano in una fase avanzata di espansione creditizia (Turchia, India, Cina, Indonesia e Brasile su tutti) e/o paesi con crescenti disavanzi di parte corrente (Turchia).

# Contatti

## Responsabile Area Pianificazione Strategica, Research & Investor Relations

Alessandro Santoni, PhD

Email: [alessandro.santoni@banca.mps.it](mailto:alessandro.santoni@banca.mps.it)

Tel:+39 0577-293753

## Autori Pubblicazione

Lucia Lorenzoni

Email: [lucia.lorenzoni@banca.mps.it](mailto:lucia.lorenzoni@banca.mps.it)

Tel:+39 0577-293753

Nicola Zambli

[nicola.zambli@banca.mps.it](mailto:nicola.zambli@banca.mps.it)

+39 0577-298593

Si ringraziano Annachiara Di Loreto e Filippo Cortonesi per la preziosa collaborazione alla stesura del report

## Disclaimer

This analysis has been prepared solely for information purposes. This document does not constitute an offer or invitation for the sale or purchase of securities or any assets, business or undertaking described herein and shall not form the basis of any contract. The information set out above should not be relied upon for any purpose. Banca Monte dei Paschi has not independently verified any of the information and does not make any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein and it (including any of its respective directors, partners, employees or advisers or any other person) shall not have, to the extent permitted by law, any liability for the information contained herein or any omissions therefrom or for any reliance that any party may seek to place upon such information. Banca Monte dei Paschi undertakes no obligation to provide the recipient with access to any additional information or to update or correct the information. This information may not be excerpted from, summarized, distributed, reproduced or used without the consent of Banca Monte dei Paschi. Neither the receipt of this information by any person, nor any information contained herein constitutes, or shall be relied upon as constituting, the giving of investment advice by Banca Monte dei Paschi to any such person. Under no circumstances should Banca Monte dei Paschi and their shareholders and subsidiaries or any of their employees be directly contacted in connection with this information



**MONTE  
DEI PASCHI  
DI SIENA**  
BANCA DAL 1472

[www.mps.it](http://www.mps.it)