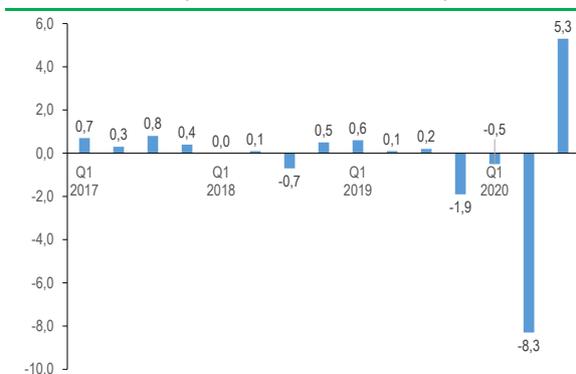


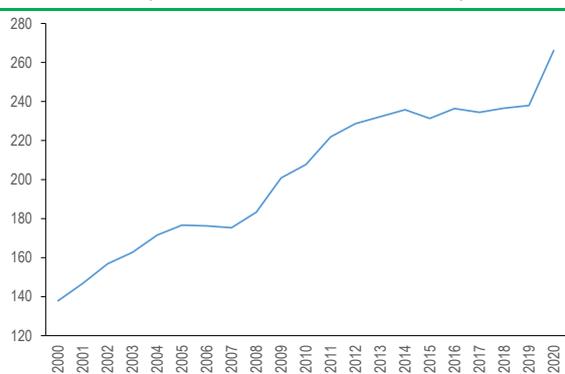
## Andamento del Pil

(variazioni percentuali t/t)



## Rapporto Debito/Pil

(valore %, 2019 e 2020 stime)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Economic and Social Research Institute, Cabinet Office, Japan

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Fmi

**Nel 2020 l'economia giapponese è entrata in recessione, con un calo del Pil stimato in almeno un -5%** sia dal Fmi che dall'Ocse, benché il Paese sia fra i meno colpiti dal Covid-19. Dopo un primo semestre negativo, **nella seconda parte dell'anno** si è assistito ad **un miglioramento**: i consumi sono cresciuti, le esportazioni hanno beneficiato della cauta ripresa globale anche se le importazioni sono rimaste deboli; ancora in ritardo il recupero degli investimenti.

**Gli indici Tankan** sulla fiducia delle imprese indicano **un miglioramento delle aspettative**; ma i **nuovi lockdown** causati dalla terza ondata di Covid **freneranno la ripresa** che, secondo Fmi e Ocse potrebbe attestarsi ad un **+2,3% nel 2021**.

**Il Giappone ha aderito al Regional Comprehensive Economic Partnership (RCEP)**, il più grande accordo commerciale mai siglato a livello mondiale: i 15 Paesi aderenti rappresentano il 30% del Pil mondiale. **Molti i passi in avanti** rispetto agli accordi precedenti nel **commercio dei beni**, mentre resta **limitata l'armonizzazione nel campo dei servizi**; **escluso** dagli accordi **il settore dell'agricoltura**.

**n. 2**

**18 gennaio 2021**



**BNL**  
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca  
per un mondo  
che cambia

## La recessione penalizza anche i Paesi meno colpiti dal Covid-19: il Giappone

A. Mastrota  [alessandra.mastrota@bnlmail.com](mailto:alessandra.mastrota@bnlmail.com)

**Il Giappone è fra i Paesi meno colpiti dalla pandemia da Covid-19, tuttavia non è stato risparmiato sul fronte economico. Il 2020 si concluderà con un Pil in calo: le stime più recenti di Fmi e Ocse ipotizzano per l'anno appena concluso una contrazione di poco più del 5% (+2,3% nel 2021). Ad inizio 2020 nel Paese sono state limitate molte attività: i dati mostrano il forte calo dei servizi che richiedono l'interazione personale e, nel campo della manifattura, la contrazione della domanda dei beni durevoli. Il Giappone aveva fin da subito sofferto del blocco delle attività in Cina, data l'alta quota di componenti industriali provenienti da quel Paese; inoltre, già nel 2019 la congiuntura era in rallentamento.**

**Dopo il forte calo del primo semestre, il consumo si è ripreso anche grazie alla campagna governativa "Go to travel". Le esportazioni hanno beneficiato della cauta ripresa globale e sono tornate ai livelli pre-pandemia, mentre le importazioni sono rimaste deboli; in ritardo anche il recupero degli investimenti.**

**Gli indici Tankan sulla fiducia delle imprese hanno toccato un minimo a giugno 2020, mentre l'ultima rilevazione indica un miglioramento delle aspettative. Tuttavia, l'introduzione di nuovi lockdown a causa della terza ondata di Covid frenerà la ripresa. Sulle attese per il 2021 permane l'incertezza: tra le incognite vi è lo svolgimento dei Giochi Olimpici di Tokyo, previsti nel 2020 e rimandati al 2021 ed il cui impatto sull'economia sarà inferiore a quanto atteso in precedenza a causa del forte calo dei viaggi internazionali.**

**Sul fronte monetario, la Banca del Giappone continua a seguire una condotta ultra espansiva; nella stessa direzione la politica fiscale, con una serie di budget supplementari che secondo le stime del Fmi dovrebbero portare il rapporto debito/Pil vicino al 265%.**

**Il Giappone ha aderito al Regional Comprehensive Economic Partnership (RCEP), il più grande accordo commerciale mai siglato a livello mondiale: i 15 Paesi aderenti rappresentano il 30% del Pil mondiale. L'accordo amplia i campi di applicazione del FTA fra gli ASEAN: comprende attività quali il commercio elettronico e favorisce lo sviluppo delle micro, piccole e medie imprese e delle catene di valore regionali. Sono molti i passi in avanti rispetto agli accordi precedenti in tema di commercio dei beni, mentre resta limitata l'armonizzazione nel campo dei servizi; escluso dagli accordi il settore dell'agricoltura. Il RCEP ridurrà sensibilmente le tariffe sui prodotti giapponesi: si stima che la percentuale di quelli non soggetti a dazi potrebbe passare dall'8% a circa l'85% verso la Cina e dal 19% ad oltre il 90% verso la Corea del Sud.**

### L'andamento dell'economia

Il Giappone è fra le nazioni meno colpite dalla pandemia da Covid-19 iniziata ormai più di un anno fa<sup>1</sup>; tuttavia, benché il livello dei contagi sia stato decisamente più contenuto rispetto a quello registrato altrove, il Paese non è stato risparmiato sul fronte

---

<sup>1</sup> Secondo i dati Worldometers, al 10 gennaio in Giappone si sono registrati 2.224 casi per milione di abitanti (con 32 morti, sempre per milione di abitanti); negli Stati Uniti sono rispettivamente 69.022 e 1.154, nel Regno Unito 45.132 casi e 1.196 decessi, in Italia 37.681 e 1.304 e in Germania 22.989 e 494.

economico ed il 2020 si concluderà con un Pil in contrazione che il Fmi e l'Ocse stimano in poco più del 5,0%.

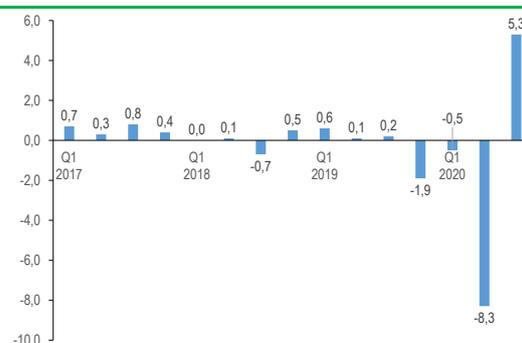
Nei periodi di stato di emergenza dichiarati nel 2020 in risposta alle ondate della pandemia<sup>2</sup>, nel Paese sono state limitate molte attività: i dati mostrano il forte calo dei servizi che richiedono l'interazione personale e delle attività di intrattenimento e, nel campo della manifattura, soprattutto la contrazione della domanda dei beni durevoli, tra cui i mezzi di trasporto. Il Giappone aveva iniziato a risentire negativamente già all'inizio dello scorso anno del blocco delle attività manifatturiere in Cina a causa dell'elevata quota di componenti industriali, sia del settore automobilistico che di quello elettronico di informazione e comunicazione, provenienti da quel Paese ed utilizzati nei processi produttivi interni. Inoltre, la crisi economica è intervenuta in una fase in cui la congiuntura nipponica dava già importanti segnali di rallentamento, come si evince dalle variazioni trimestre su trimestre del Pil nel corso del 2019: +0,1% nel Q2, +0,2% nel Q3 e -1,9% nell'ultimo trimestre.

**Andamento del Pil**  
(variazioni percentuali a/a)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Economic and Social Research Institute, Cabinet Office, Japan

**Andamento del Pil**  
(variazioni percentuali t/t)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Economic and Social Research Institute, Cabinet Office, Japan

Dopo la forte contrazione del secondo trimestre del 2020, a partire dai mesi estivi il consumo si è leggermente ripreso: tra le iniziative del governo finalizzate a stimolare la domanda interna ed ovviare alla mancanza di turismo internazionale, l'avvio della campagna "Go to travel", con cui si sono incentivati il turismo nazionale e la ristorazione fuori casa attraverso l'utilizzo di sussidi. Le esportazioni hanno risentito favorevolmente della cauta ripresa a livello internazionale, mentre le importazioni sono rimaste deboli; in ritardo anche il recupero degli investimenti dovuto sia al basso livello di utilizzo degli impianti esistenti sia all'elevato grado di incertezza sulle prospettive economiche. Il governo è intervenuto con una serie di sussidi a favore di lavoratori ed imprese, al fine di limitare i danni della frenata economica e nel tentativo di contrastare il rialzo del tasso di disoccupazione<sup>3</sup>.

Gli indici trimestrali Tankan, anticipatori dei trend di sviluppo attesi, hanno toccato un minimo a giugno 2020, rispettivamente a -17 punti il non manifatturiero ed a -34 il manifatturiero; la rilevazione più recente che risale a dicembre 2020 indica un

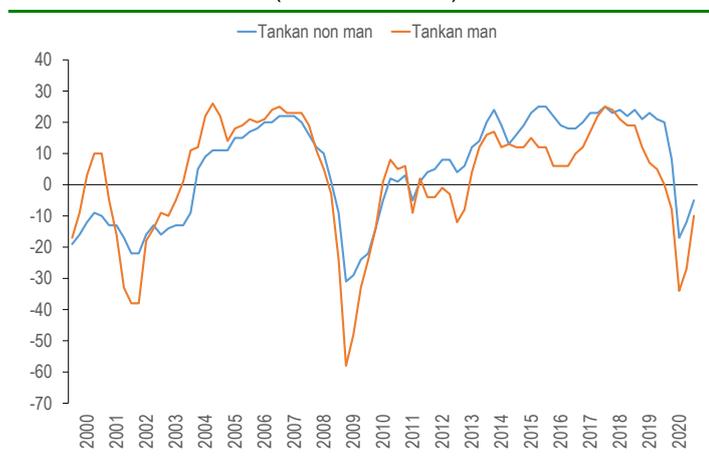
<sup>2</sup> Al momento il Paese è stato investito da una terza ondata di contagi, con valori anche superiori alle 4.000 unità giornaliere, dopo quelle di marzo/aprile 2020 con un picco dei contagi intorno alle 800 unità e la successiva di luglio/agosto con un picco inferiore alle 2.000 unità.

<sup>3</sup> Il tasso di disoccupazione nel 2019 era al 2,4%, a conclusione di un trend calante durato un decennio.

miglioramento delle aspettative con i Tankan che salgono rispettivamente a -5 punti il non manifatturiero ed a -10 il manifatturiero.

### Tankan manifatturiero e non manifatturiero

(valori trimestrali)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Bloomberg

L'analisi dei dati a disposizione per l'anno che si è appena concluso evidenzia una riduzione del Pil che l'Ufficio Statistico giapponese ha quantificato in -8,3% t/t nel Q2 (di cui un -5,2% determinato dalla domanda interna) e +5,3% t/t nel Q3: il recupero quindi non è stato sufficiente a coprire il crollo del trimestre precedente. Tuttavia, a novembre il livello delle esportazioni era tornato sui valori pre-pandemia e non si dovrebbero avere perdite significative nei mesi successivi, in quanto gli attuali lockdown attivati nel resto del mondo, in primo luogo nell'Unione europea, sono meno severi di quelli decisi la scorsa primavera. Sul fronte dei consumi interni si dovrebbe assistere ad un nuovo indebolimento, poiché l'andamento della pandemia nell'ultima parte del 2020 ha costretto il governo giapponese ad introdurre nuove norme di lockdown, tra cui la sospensione della campagna "Go to travel" che aveva ottenuto risultati incoraggianti.

Le chiusure sono state decise a dicembre inoltrato quindi l'impatto sul mese e soprattutto sull'ultimo trimestre dell'anno dovrebbe essere contenuto; inoltre, anche in Giappone i blocchi delle attività sono più localizzati e meno severi rispetto a quelli decisi l'anno scorso nella prima fase della pandemia. Gli odierni lockdown colpiscono in primo luogo i servizi (soprattutto quelli legati alla ristorazione) mentre l'impatto sulla manifattura è limitato; le chiusure dovrebbero terminare il 7 febbraio ma è molto probabile che vengano prorogate. La debolezza della ripresa era tuttavia evidente già prima della limitazione delle attività, come suggerivano alcuni segnali indiretti utilizzati per anticipare i trend: fra questi, la domanda di elettricità e i numeri relativi agli spostamenti delle persone.

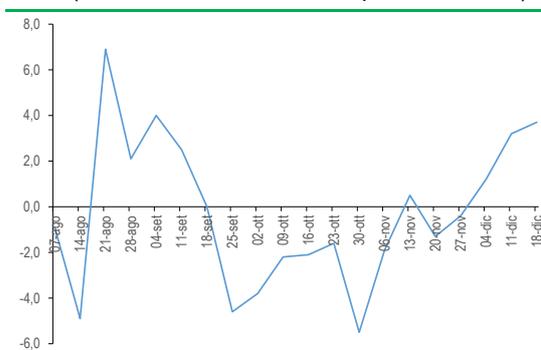
Le prospettive restano ancora influenzate da una forte incertezza che coinvolge tutti i settori: tra le incognite che gravano sulle stime di crescita per l'anno in corso vi è lo svolgimento dei Giochi Olimpici e Paraolimpici di Tokyo, in calendario nell'estate del 2020, che sono stati rimandati (e ad oggi confermati) al 2021 ed il cui impatto sull'economia sarà comunque inferiore a quanto atteso in precedenza, a causa del forte calo dei viaggi internazionali. Non mancano però elementi di ottimismo: una spinta propulsiva sull'economia giapponese potrebbe provenire sia dalla Cina, che sta

crescendo più delle attese, sia dagli Stati Uniti che potrebbero approvare ulteriori misure di stimolo fiscale. Le possibilità di un buon recupero per quest'anno sono legate, per il Giappone come in generale per gli altri Paesi, anche alle prospettive che il vaccino contro il Covid consenta in tempi ravvicinati il ritorno ad una sorta di normalità nelle economie mondiali. Su questo fronte, il Paese è in ritardo rispetto agli Stati Uniti ed all'Europa, ma comunque la campagna vaccinale dovrebbe partire a fine febbraio.

Le stime più recenti sulla crescita giapponese elaborate dal Fondo monetario internazionale e dall'Ocse sono molto simili: entrambe le istituzioni indicano al +2,3% il recupero nel 2021.

### Domanda di elettricità

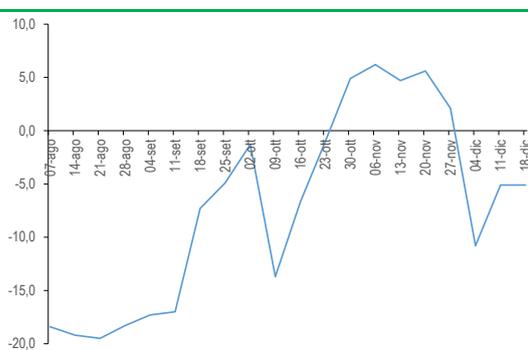
(dati settimanali, variazioni percentuali a/a)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Bloomberg

### Movimento delle persone, area di Tokyo

(dati settimanali, variazioni percentuali a/a)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Bloomberg

Quest'anno, come in quelli successivi alla crisi del 2008/2009, al sistema economico giapponese non è mancato il sostegno della Banca centrale, che sta confermando una condotta ultraespansiva. Sul fronte governativo, la necessità di politiche fiscali di stabilizzazione ha richiesto ingenti spese: i due budget supplementari dell'anno fiscale 2020<sup>4</sup> sono stati pari all'11% del Pil, il terzo dovrebbe valere un ulteriore 4%; l'intervento previsto ad oggi per l'anno fiscale 2021 vale una percentuale aggiuntiva del 2% del Pil. Queste risorse vanno a gravare su un ingente debito pubblico, il cui livello è da decenni estremamente elevato: il rapporto debito/Pil, che ad inizio 2010 aveva superato il 200%, negli anni dell'Abeconomics si era attestato intorno al 235%. Le misure fiscali richieste dal contrasto al Covid lo faranno innalzare ulteriormente: secondo il Fmi nel 2020 potrebbe arrivare al 265%.

### Il Regional Comprehensive Economic Partnership (RCEP)

Il Giappone è fra i Paesi firmatari del Regional Comprehensive Economic Partnership (RCEP), il più grande accordo commerciale mai siglato a livello mondiale: i 15 Paesi aderenti<sup>5</sup> (tra cui il secondo ed il terzo per dimensione a livello globale) rappresentano

<sup>4</sup> L'anno fiscale 2020 si svolge da aprile 2020 a marzo 2021.

<sup>5</sup> Sono i 10 ASEAN (Association of Southeast Asian Nations: Laos, Myanmar, Filippine, Indonesia, Thailandia, Cambogia, Brunei, Vietnam, Singapore, Malesia) più Giappone, Cina, Corea del Sud, Australia e Nuova Zelanda.

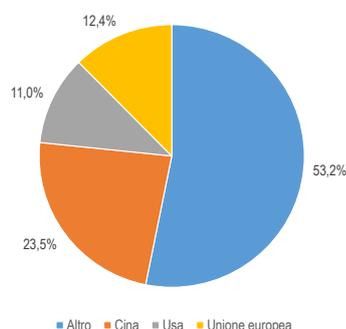
il 30% del Pil mondiale e una popolazione di circa 2,2 miliardi di persone. L'accordo, raggiunto a fine 2020, non annovera fra i partecipanti né gli Stati Uniti né l'India<sup>6</sup>.

Il RCEP prende atto della crescente complessità della concorrenza ed amplia i campi di applicazione del Free Trade Agreement fra gli ASEAN Plus One: comprende attività quali il commercio elettronico e favorisce lo sviluppo sia delle micro, piccole e medie imprese agevolandone l'operatività, sia delle catene di valore regionali. Per quanto riguarda le PMI, viene riconosciuto il significativo apporto che queste danno alla crescita economica, all'occupazione ed all'innovazione: a tal fine il RCEP promuove la diffusione delle informazioni e delle opportunità a loro offerte. In generale, sono molti i passi in avanti rispetto agli accordi precedenti in tema di commercio dei beni, mentre resta limitata l'armonizzazione nel campo dei servizi; è escluso il settore dell'agricoltura.

Fra gli obiettivi del RCEP annoveriamo: a) il raggiungimento di un elevato livello di libero scambio fra i soggetti partecipanti, di una gestione efficiente delle procedure doganali ed un rapido processo di sdoganamento delle merci; b) il miglioramento delle attuali regole dell'ASEAN Plus One Free Trade Agreement in tema di protezione, liberalizzazione, promozione e facilitazione degli investimenti, inclusa la clausola della *most-favoured-nation*<sup>7</sup> (clausola della nazione più favorita); c) l'ampliamento dell'applicazione al settore dei servizi (tra cui le telecomunicazioni ed i servizi professionali), attraverso l'auspicata eliminazione di misure restrittive e discriminatorie; sono previsti anche la protezione ed il rafforzamento dei diritti di proprietà intellettuale nella regione.

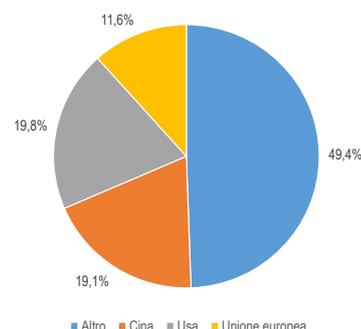
### Importazioni in Giappone per Paese di provenienza

(anno 2019, ripartizione percentuale, mld yen)



### Esportazioni dal Giappone per Paese di destinazione

(anno 2019, ripartizione percentuale, mld yen)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Statistical Handbook of Japan 2020, Statistics Japan

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Statistical Handbook of Japan 2020, Statistics Japan

Il RCEP ha implicazioni importanti, anche se il positivo impatto economico richiederà del tempo. A parte le conseguenze geopolitiche, con una maggiore influenza della Cina nell'area, sul fronte economico il trattato ridurrà in modo significativo le tariffe tra la Cina ed il Giappone (è peraltro il primo accordo commerciale di libero scambio che

<sup>6</sup> Stati Uniti ed India non aderiscono neppure all'altro grosso accordo commerciale dell'area, il CPTPP (Comprehensive and Progressive Trans-Pacific Partnership) che include Australia, Brunei, Canada, Cile, Giappone, Malesia, Messico, Nuova Zelanda, Perù, Singapore e Vietnam.

<sup>7</sup> È una clausola con cui gli Stati contraenti si impegnano a concedersi reciprocamente il trattamento più favorevole che abbiano concesso in una determinata materia ad uno o più Stati.

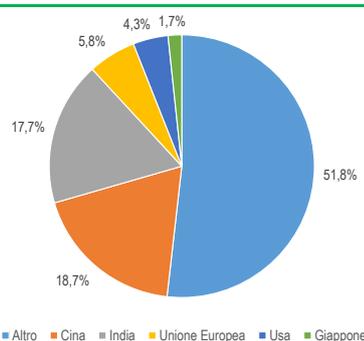
coinvolge i due Paesi); per quest'ultimo e la Corea del Sud (anche in questo caso è la prima volta che i due Paesi condividono una stessa area di libero scambio) le nuove regole dovrebbero stimolare gli investimenti e rendere più efficienti le catene di approvvigionamento dell'area; gli ASEAN, infine, dovrebbero beneficiare di una maggiore integrazione regionale, anche se gli impatti economici saranno limitati dal fatto che fra questi Paesi erano già in essere trattati commerciali. L'impatto sull'abolizione delle tariffe sarà significativo: per il Giappone si stima che la percentuale dei propri prodotti industriali non soggetti a dazi potrebbe passare dall'8% a circa l'85% verso la Cina e dal 19% ad oltre il 90% verso la Corea del Sud.

### Qualche numero sul Giappone

Il Giappone è popolato da circa 126,5 milioni di abitanti<sup>8</sup>, e si colloca quindi all'11° posto al mondo con una quota di popolazione intorno all'1,7% del totale. La dinamica demografica è calante da circa un decennio: dopo un ininterrotto aumento nel periodo tra gli anni '70 e '80, il tasso di crescita ha rallentato vistosamente fino a subire un'inversione del trend ed il censimento del 2015 ha certificato il primo calo con una riduzione di quasi un milione di abitanti rispetto al 2010 (da 128 milioni a 127 milioni); da allora questo numero ha continuato a scendere.

#### Popolazione mondiale

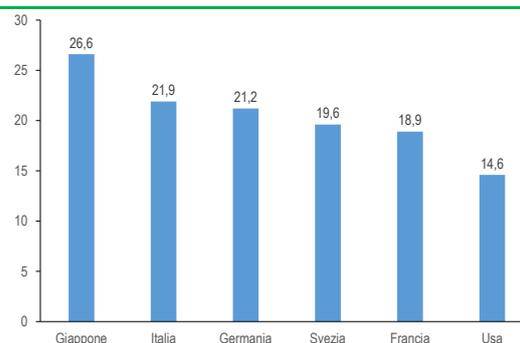
(ripartizione percentuale)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Statistics Bureau Ministry of Internal Affairs and Communications Japan

#### Quota over 65 sul totale della popolazione

(dati del 2015)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Statistics Bureau Ministry of Internal Affairs and Communications Japan

Il Paese è conosciuto fra l'altro per essere fra quelli che hanno la maggior percentuale di popolazione anziana del mondo: i dati più recenti, relativi al 2019, indicano che le persone con più di 65 anni rappresentavano il 28,4% del totale. Questo livello record è stato raggiunto in un tempo relativamente breve: era poco oltre il 10% nel 1985, valore toccato in Germania nel 1955, in Italia nel 1965 e negli Stati Uniti nel 1970; la dinamica degli ultimi anni evidenzia che il fenomeno è molto più veloce che altrove. Per contro, la quota di bambini la cui età è compresa tra zero e 14 anni è scesa al 12,1%, minimo storico; il sorpasso degli over 65 sulla quota dei bambini fino ai 14 anni è avvenuto nel 1997.

L'attesa di vita alla nascita è salita vistosamente dopo la seconda guerra mondiale ed è attualmente fra le più alte: sempre nel 2019 è pari a 87,5 anni per le donne e 81,4 per

<sup>8</sup> Dato relativo al 2019, Statistical Handbook of Japan 2020, Statistics Bureau Japan.

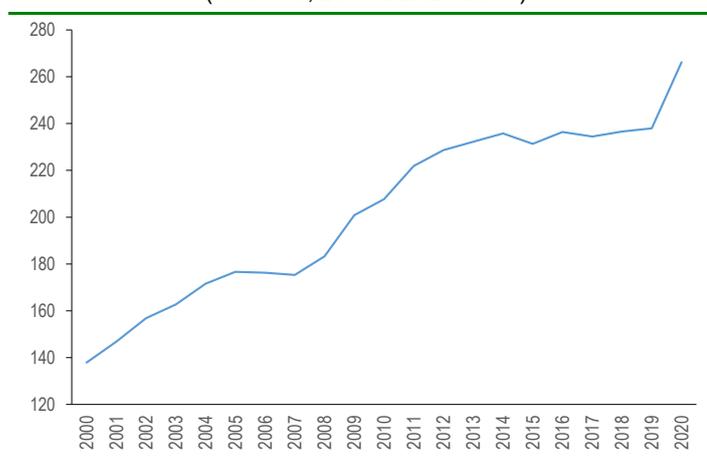
gli uomini<sup>9</sup>; molto elevata anche l'attesa di vita in salute che nel 2016 era pari a 74,8 per le donne e 72,1 per gli uomini.

L'anzianità non è solo un fenomeno demografico, ma anche economico: secondo il Research Institute on Centennial Management di Tokyo, in Giappone sono ancora attive oltre 33mila aziende che sono almeno centenarie, oltre il 40% del totale mondiale; di queste, più di 3.100 operano da più di duecento anni, 140 da mezzo millennio e almeno 19 affermano di lavorare in continuità fin dal primo millennio.

Nel periodo successivo al secondo dopoguerra l'economia giapponese ha conosciuto una rapida crescita: negli anni '60 ha registrato tassi di sviluppo annui superiori al 10%, alimentati : a) dall'aumento degli investimenti privati in impianti produttivi, grazie ad un elevato livello di risparmio; b) dallo spostamento di una significativa parte di popolazione in età lavorativa dal settore primario al secondario e da un'abbondanza di forza lavoro dovuta all'aumento demografico; c) da un aumento della produttività grazie all'utilizzo ed all'implementazione di tecnologie straniere. A seguito della crisi petrolifera del 1973, il Giappone ha registrato nell'anno successivo la prima contrazione economica segnando un -1,4% su base annua. All'inizio degli anni '90 il Paese è entrato in una crisi da cui ha faticato a riprendersi; negli anni 2000 si è confrontato con i problemi economici globali e solo nella seconda decade del millennio ha dato segnali di ripresa. Tra le caratteristiche strutturali dell'economia giapponese emerse negli anni, va menzionata la forte attitudine alla spesa per ricerca e sviluppo soprattutto in scienze e tecnologia, che, con investimenti che nell'ultimo decennio hanno rappresentato circa il 3,5% del Pil, pone il Paese tra i primi investitori a livello mondiale.<sup>10</sup>

### Rapporto Debito/Pil

(valore %, 2019 e 2020 stime)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Fmi

La strategia alla base del recupero del Giappone nel corso del secondo decennio del 2000 è nota come "Abenomics", dal nome di Abe, il Primo Ministro che ha guidato il governo dal dicembre del 2012 al settembre del 2020, e si fonda su tre pilastri. Il primo è una politica monetaria molto aggressiva, attuata nello stesso periodo anche dalle

<sup>9</sup> Negli Usa è pari a 81,1 anni per le donne e 76,1 anni per gli uomini (dati del 2017); in Cina rispettivamente di 79,4 anni e 73,6 anni (dato del 2015).

<sup>10</sup> Le Università spendono più del 90% delle spese in R&D in ricerca di base ed applicata in scienze naturali ed ingegneristiche, mentre le aziende allocano oltre il 70% per lo sviluppo.

altre principali Banche centrali: la Banca del Giappone ha esplicitato l'obiettivo del 2% per il tasso di inflazione ed ha introdotto misure di espansione monetaria sia qualitative che quantitative. Nell'aprile 2013 è stato introdotto il QQE (Quantitative and Qualitative monetary easing), arricchito nel gennaio 2016 dall'introduzione dei tassi di interesse negativi<sup>11</sup> e rafforzato ulteriormente nel settembre dello stesso anno dal controllo della curva dei rendimenti, con l'introduzione del valore obiettivo dello zero% per il titolo governativo decennale. Il secondo pilastro è rappresentato dal ricorso ad una politica fiscale molto flessibile, il terzo da una strategia finalizzata ad incentivare l'investimento privato. Questo ha permesso al Paese di crescere soprattutto grazie al contributo degli investimenti almeno fino alla prima parte del 2018, quando il Giappone ha subito l'impatto sfavorevole di un rallentamento dell'economia cinese e del settore delle esportazioni ed ha iniziato a crescere a livelli più contenuti, prima di essere bloccato dalla pandemia del Covid-19.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.

Direttore Responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – [giovanni.ajassa@bnlmail.com](mailto:giovanni.ajassa@bnlmail.com)

<sup>11</sup> Riferiti al tasso overnight.