

Mercato Immobiliare e Finanziamenti
Mercato corporate in Italia, Milano e Roma
Mercato immobiliare

Il mercato immobiliare italiano ha chiuso il 2023 fortemente ridimensionato rispetto all'esuberanza del biennio precedente. Tuttavia, se per il segmento abitativo è ragionevole attendersi che la precarietà delle prospettive macroeconomiche e la mancata correzione dei valori immobiliari favoriscano il protrarsi della debolezza anche per l'anno in corso, diversa risulta la situazione sul versante corporate, dove le condizioni per il rilancio potrebbero essere prossime. La risalita dello spread di rendimento sul benchmark obbligazionario dovrebbe restituire al comparto attrattività messa in crisi dall'impennata dei tassi d'interesse e ridurre il rischio di un repricing generalizzato.

Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Il movimento dei tassi Euribor ed Eurirs delineatosi da inizio dicembre ha portato a risultati diversi: per i primi si sono registrati significativi ribassi con l'eccezione della scadenza a 1 mese, rimasta invariata, mentre per i secondi si sono verificati sensibili cali nelle scadenze a 2 e 5 anni, a fronte di una sostanziale stabilità dei tassi a 10 e 30 anni. La dinamica è stata prevalentemente dettata dalle aspettative riguardanti la politica monetaria e le tempistiche della sua svolta espansiva, con la riunione della BCE del 25 gennaio che ha lasciato il mercato privo di indicazioni rafforzando l'ipotesi di un avvio già in primavera. Prospettivamente, ci attendiamo nel breve termine un'altra fase di recupero per i tassi Euribor ed Eurirs in quanto continuiamo a prevedere il primo taglio dei tassi ufficiali BCE a giugno. Tuttavia, il fatto che il consiglio direttivo BCE non sia in grado di esprimere un consenso sulla durata minima del periodo di tassi stabili, significa che eventuali correzioni delle aspettative avverranno soltanto di riunione in riunione.

29 gennaio 2024 - 16:35 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche
**Ricerca per
investitori privati e PMI**
Ester Brizzolara

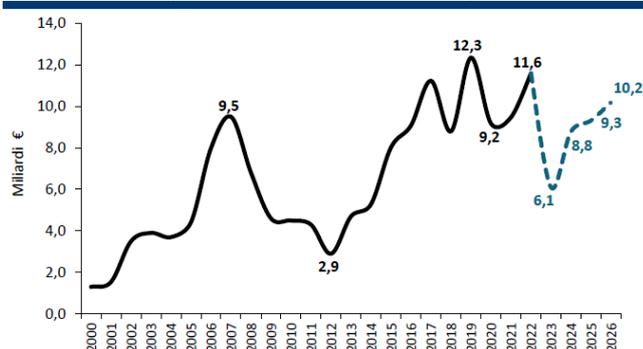
Analista Finanziario

Paolo Leoni

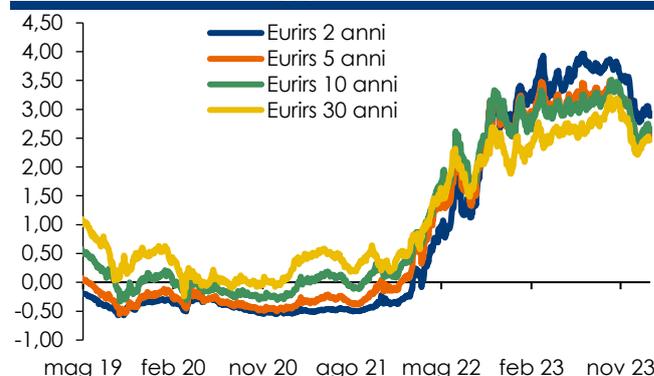
Analista Finanziario

29 gennaio 2024 - 16:40 CET

Data e ora di circolazione

Italia: volume degli investimenti immobiliari corporate


Nota: Previsioni linea blu tratteggiata. Fonte: Nomisma

L'andamento dei tassi Eurirs (%)


Fonte: Bloomberg

Mercato immobiliare

Solo nei prossimi mesi, con il graduale ritorno dell'operatività di investitori stranieri oggi attendisti, si potrà definire l'entità del possibile rilancio del comparto corporate immobiliare. Dopo la brusca battuta d'arresto che ha caratterizzato il 2023 la possibilità che la ripresa passi per i segmenti un tempo marginali, quali residenziale e turistico ricettivo, è di gran lunga più concreta che in passato.

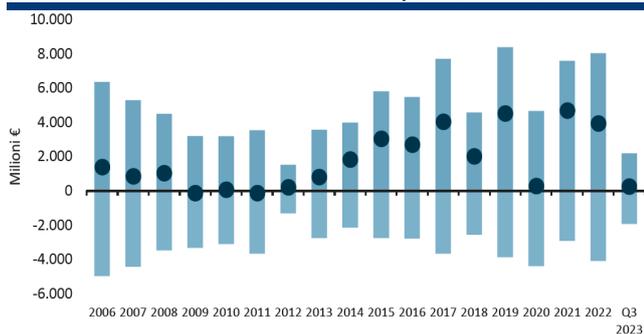
Ester Brizzolara

Il mercato immobiliare corporate italiano nel 2023 ha mostrato una significativa riduzione degli investimenti derivante principalmente dal repentino rialzo dei tassi d'interesse. Da luglio 2022 si sono susseguiti svariati rialzi, che hanno portato il tasso ufficiale BCE al 4,5% lo scorso settembre. L'inversione della politica restrittiva è attesa solo nella tarda primavera di quest'anno. Dunque, gli operatori hanno visto lievitare il costo di finanziamento e, di conseguenza, hanno congelato le pianificazioni di investimento immobiliare, spostando l'interesse su asset class a maggiore redditività ed elevata liquidabilità (come, per esempio, le obbligazioni governative). Gli 11 mld di euro investiti nel mercato corporate domestico nel 2022 rimangono quindi un lontano ricordo. Nei primi 9 mesi del 2023 i volumi si sono attestati a 3,6 mld per poi raggiungere i circa 6 mld a fine anno; il dato è stimato in quanto non disponiamo ancora dei risultati definitivi. La flessione su base annuale è considerevole e pari al 47% circa. L'impatto più forte arriva dal ritiro degli investitori stranieri che negli ultimi anni, 2021 e 2022, sono stati il motore della ripresa con una incidenza sugli acquisti superiore al 70%.

Dallo scorso anno è in corso un riprezzamento trasversale che colpisce un po' tutti i comparti immobiliari, con richieste di riduzione dei prezzi da parte degli investitori interessati all'acquisto e di aumento dei canoni di locazione, per cercare di compensare il rialzo del costo di finanziamento bancario. La velocità con cui il mercato riuscirà a ribilanciare tali cambiamenti, dovrebbe consentire una successiva ripartenza degli investimenti che, come riporta il grafico in prima pagina elaborato da Nomisma, sarà lenta e progressiva nel tempo.

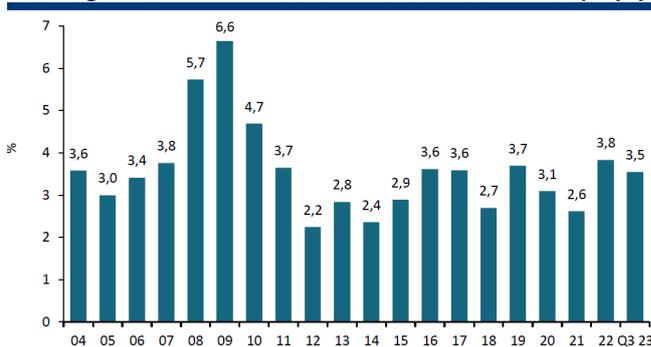
La contestuale riduzione degli investimenti a livello europeo (il trend appena descritto per l'Italia ha riguardato un po' tutti i paesi europei e in modo particolare Francia e Spagna) ha mantenuto invariato il peso marginale degli investimenti in Italia sul totale europeo. Nei primi 9 mesi 2023 era del 3,5% poco sotto il 3,8% dell'intero 2022.

Italia – Investimenti e disinvestimenti di operatori stranieri



Fonte: FactSet

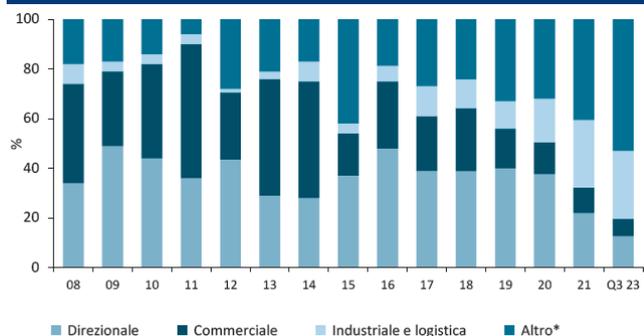
Peso degli investimenti immobiliari in Italia sul totale in Europa (%)



Fonte: Nomisma

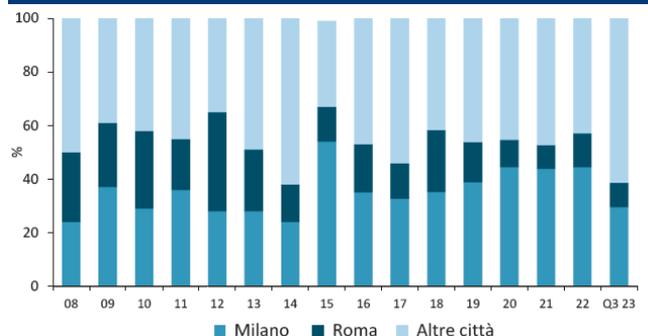
Il recente cambio di scenario ha modificato l'asset allocation per tipologia, comportando una contrazione significativa degli investimenti nel segmento direzionale e commerciale a fronte di una stabilità della logistica, un aumento dell'incidenza di hotel, residenziale oltre a strutture sanitarie e studentati (questi ultimi tutti raggruppati alla voce Altro nel grafico sottostante).

Italia – Investimenti corporate per tipologia (in % sul totale)



Nota: (*) hotel, misti e altre tipologie. Fonte: Nomisma

Italia – Investimenti corporate per località (in % sul totale)



Fonte: Nomisma

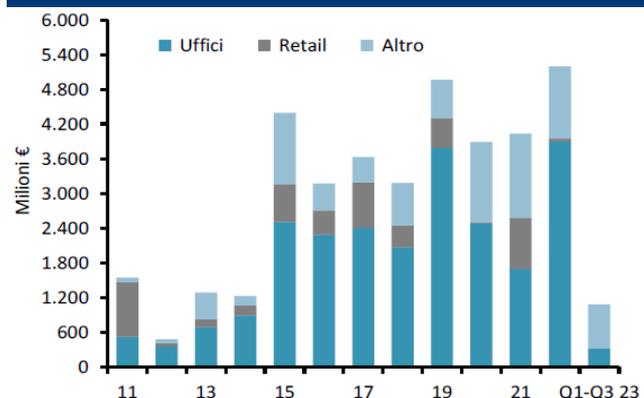
Nel 2023 Milano ha mostrato una riduzione significativa degli investimenti corporate riducendo così il peso al 30% del totale nazionale. Alle attuali condizioni gli investitori sembrano privilegiare i mercati secondari o periferici dove riescono ad ottenere maggiore redditività da locazione.

Milano

Nei primi 9 mesi del 2023 il mercato corporate milanese ha visto investimenti di poco superiori a 1 mld di euro, in decisa flessione rispetto ai 4 mld investiti nel 2022. Il segmento direzionale, che solitamente agiva da traino, ha rappresentato circa il 30% del volume degli impieghi, mentre la quota maggiore degli investimenti (circa il 70%) si è concentrata su asset alternativi tra cui spiccano gli hotel. La componente estera ha mostrato un atteggiamento attendista nei confronti del mercato milanese; la quota dei fondi stranieri è risultata tutto sommato residuale rispetto agli anni passati e pari all'11% circa.

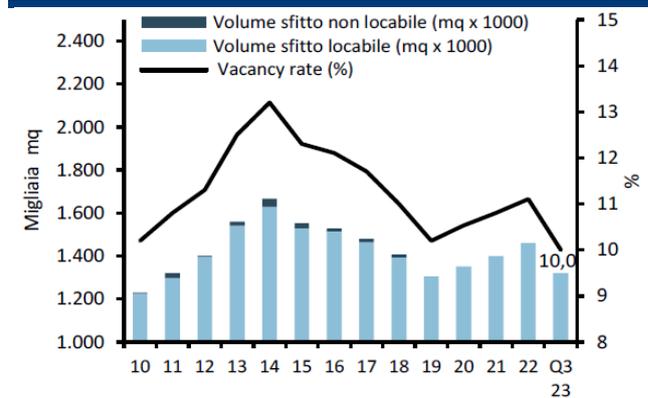
Per quanto riguarda le transazioni di immobili ad uso ufficio, le rilevazioni di Nomisma attestano una crescente incidenza di immobili ad elevata efficienza energetica; questi hanno rappresentato nel 2023 oltre il 75% delle transazioni. Ciò denota la crescente preferenza dei locatari e degli investitori per spazi rinnovati ma, soprattutto, dotati di certificazioni di efficienza e sostenibilità. Nonostante i rallentamenti osservati, la positiva dinamica dei contratti ha contribuito a ridurre il tasso di vacancy (immobili sfitti) passato dall'11% di fine 2022 al 10% di fine 2023.

Milano: volume degli investimenti immobiliari istituzionali



Fonte: Nomisma

Milano: vacancy degli uffici corporate



Fonte: Nomisma

Sul fronte del mercato locativo, il rialzo dell'inflazione dell'ultimo anno e la sostanziale tenuta della domanda hanno spinto al rialzo il livello delle quotazioni prime (di pregio) che, secondo le

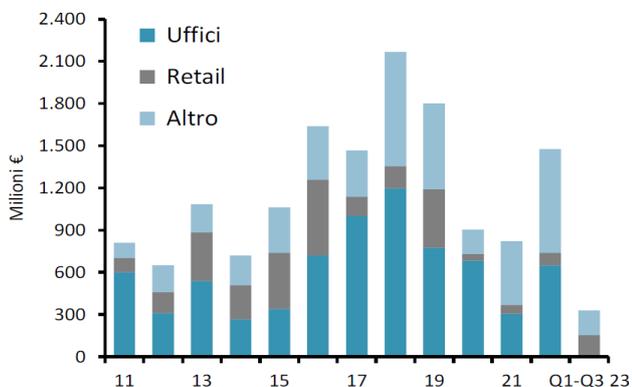
rilevazioni Nomisma, hanno raggiunto i 650-700 euro a mq/anno. Nelle zone periferiche i valori sono rimasti stabili intorno ai 250 euro mq/anno.

Per quanto riguarda i rendimenti da locazione in centro città si è invertita la tendenza ribassista vista negli ultimi anni, con ritorni di poco superiori al 5%; anche nelle zone semicentrali e periferiche. Gli yield medi lordi annuali hanno raggiunto rispettivamente il 5,5% e il 6,5%.

Roma

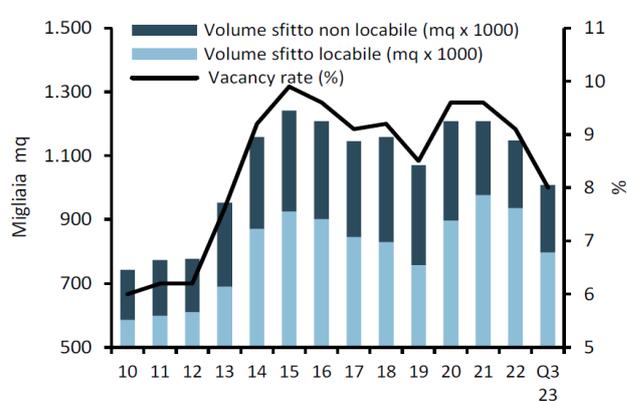
Il mercato corporate romano ha registrato investimenti di poco superiori a 300 milioni di euro nei primi 9 mesi del 2023 in riduzione del 70% rispetto agli 1,2 mld dello stesso periodo 2022. Il segmento uffici ha mostrato scarso interesse da parte degli investitori che invece si sono orientati sugli asset Retail e Alternativi. Secondo le rilevazioni di Nomisma permangono le difficoltà a trovare immobili che riscontrino le esigenze della domanda e anche per tale ragione si è ridotta notevolmente la presenza di investitori stranieri.

Roma: volume investimenti immobiliari istituzionali



Fonte: Nomisma

Roma: vacancy degli uffici corporate



Fonte: Nomisma

Sul fronte delle locazioni, gli spazi direzionali sono risultati quelli più dinamici nel 2023, con una riduzione del tasso di vacancy all'8% rispetto al 9,1% dell'anno precedente. I prossimi eventi pubblici, a partire dal Giubileo 2025 o la costruzione del nuovo stadio di calcio potrebbero generare nuovi flussi di capitali e un rinnovato interesse per il mercato corporate romano. I canoni *prime* sono aumentati rispetto al 2022 sia in centro, a circa 500 euro mq /anno, che nella zona semicentrale, a 360 euro al mq/anno. Di conseguenza anche i rendimenti sono saliti al 5,4% in centro, al 6,6% in semicentro e oltre il 9% nelle zone periferiche meno richieste.

Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Paolo Leoni

A condizionare l'andamento dei tassi è stata la continua riformulazione delle aspettative circa l'avvio del ciclo espansivo della BCE. Quest'ultima non ha colto a gennaio l'occasione per tornare a fornire una propria guidance, lasciando trapelare difficoltà interne che hanno rafforzato le aspettative per un taglio in primavera. Riteniamo invece che tale riduzione non avverrà prima di giugno.

Il movimento dei tassi Euribor ed Eurirs delineatosi da inizio dicembre ha portato a risultati diversi: per i primi si sono registrati significativi ribassi (in media -10pb) con l'eccezione della scadenza a 1 mese, rimasta invariata, mentre per i secondi si sono verificati sensibili cali nelle scadenze a 2 e 5 anni (-18pb e -13pb rispettivamente), a fronte di una sostanziale stabilità dei tassi a 10 e 30 anni. La dinamica è stata prevalentemente dettata dalle aspettative riguardanti la politica monetaria e le tempistiche della sua svolta espansiva, con la riunione della BCE del 25 gennaio che ha lasciato il mercato privo di indicazioni rafforzando l'ipotesi di un avvio già in primavera.

Con l'inizio del 2024 si è profilata infatti una rimodulazione delle attese relative a quando l'Autorità monetaria effettuerà la prima riduzione dei tassi ufficiali (dopo la lunga e drastica restrizione operata finora): al mercato, che puntava ad un taglio tra marzo e aprile, si sono contrapposti diversi esponenti BCE che hanno indicato più o meno espressamente i mesi estivi (e non la primavera) come momento più probabile per la svolta, dato che sarebbero necessarie ulteriori conferme concernenti sia la discesa del sentiero dei prezzi verso l'obiettivo del 2% e sia l'assenza di rischi di seconda battuta derivanti dalla dinamica salariale. Queste esternazioni dei banchieri centrali hanno determinato una generalizzata risalita dei tassi quale riflesso di minori possibilità di un allentamento già in primavera. Anche la pubblicazione dei verbali del meeting BCE del 13-14 dicembre ha contribuito a tale ridefinizione di probabilità perché da essi non solo è emerso che lo scenario di tassi scontato dai mercati era "incoerente con lo scenario contenuto nelle proiezioni dello staff", ma anche che "i membri non si aspettavano che prima della metà dell'anno fossero disponibili prove concrete e sostanziali a conferma della prevista moderazione della crescita salariale".

Questa diffusa rielaborazione delle aspettative avrebbe potuto trovare informazioni più precise e formalizzate nella riunione del 25 gennaio in cui sarebbe stato possibile, anzi auspicabile, per la BCE un ritorno alla definizione di una propria guidance da esporre nel comunicato. Tale opportunità non è stata però colta dall'Autorità monetaria che ha mantenuto un approccio secondo cui le scelte saranno prese riunione per riunione e saranno dipendenti dai dati. L'Istituto si è infatti limitato a ribadire genericamente che "i tassi di riferimento devono essere fissati su livelli sufficientemente restrittivi finché necessario", in un probabile tentativo di frenare le aspettative di taglio dei tassi senza assumersi troppe responsabilità. Ciò ha ridotto, a nostro avviso, la credibilità dell'Istituto, lasciando trapelare un'ampia divisione interna sulla tempistica della svolta o addirittura una limitata fiducia nei propri scenari previsivi. La prima reazione dei mercati è stata di conseguenza un nuovo rafforzamento delle probabilità di taglio tra marzo e aprile in quanto hanno ipotizzato che, non sapendo come muoversi, la BCE potrebbe al limite decidere anche in tal senso. Oltre a ciò, questo movimento di generalizzato ribasso dei tassi Euribor ed Eurirs è stato favorito anche da alcune dichiarazioni in conferenza stampa di Lagarde la quale, pur puntualizzando che è ancora prematuro parlare di tagli, ha ammesso che "il processo di disinflazione è al lavoro" e che si è già verificata una leggera flessione della crescita salariale, "direzionalmente buona dal nostro punto di vista".

Prospettivamente, ci attendiamo nel breve termine un'altra fase di recupero per i tassi Euribor ed Eurirs in quanto continuiamo a prevedere il primo taglio dei tassi ufficiali BCE a giugno. Tuttavia, il fatto che il consiglio direttivo BCE non sia in grado di esprimere un consenso sulla durata minima del periodo di tassi stabili, significa che eventuali correzioni delle aspettative avverranno soltanto di riunione in riunione.

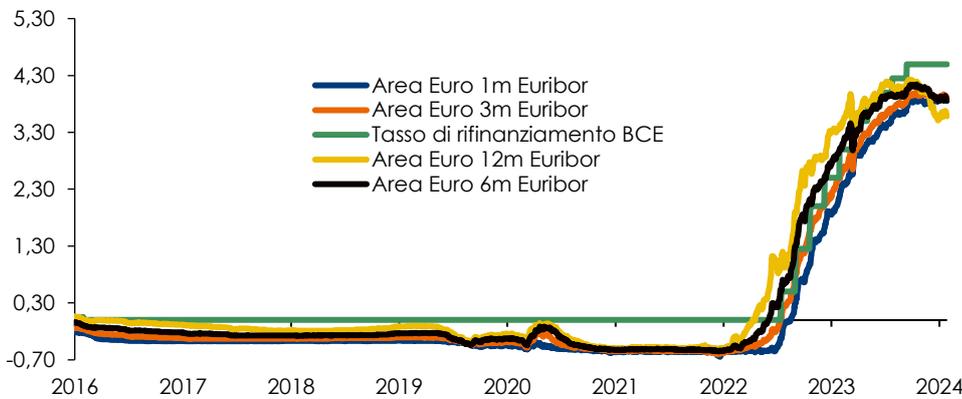
All'interno di questo quadro previsionale, che rende ancora preferibile l'indebitamento a tasso variabile, va tuttavia precisato che il processo di riduzione del bilancio da parte della BCE, che dovrebbe portare a un'eliminazione del PEPP e ad un dimezzamento dell'APP, potrebbe provocare un incremento di volatilità sia nei tassi Euribor che nei tassi Eurirs a lungo termine, a causa della sostituzione dei bond in portafoglio con operazioni di pronti contro termine.

Selezione di tipologie di indebitamento con scadenza a 30anni

Positivi	Negativi*
Tasso variabile	Tasso fisso
Rata costante	

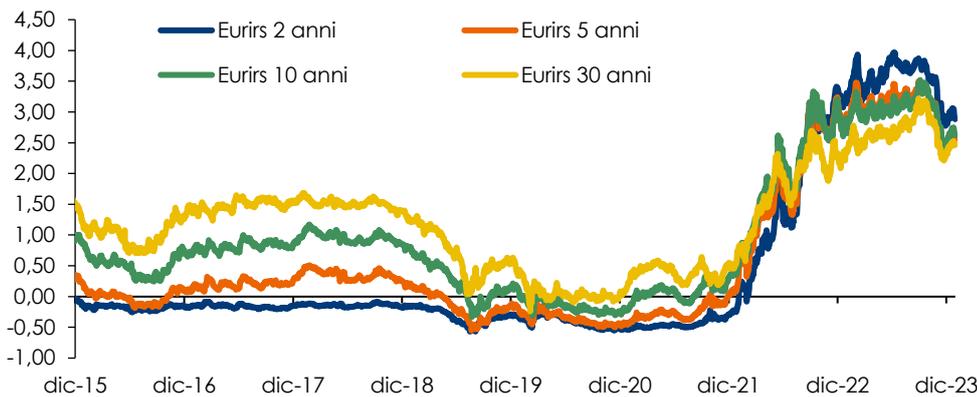
Nota: * L'eventuale opportunità di ristrutturazione è legata alle condizioni dello specifico mutuo di cui si è titolari e a quelle alternative, nonché ai costi dell'operazione. Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

I tassi Euribor e il tasso di rifinanziamento della BCE



Fonte: Bloomberg

I tassi swap (Eurirs)



Fonte: Bloomberg

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo SpA, banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, Refinitiv).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Refinitiv, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 06.12.2023.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati. Verrà inoltre messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet Prodotti e Quotazioni (www.prodottiequotazioni.intesasanpaolo.com) e il sito di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasanpaolo.com/it/business/mercati.html>).

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari

o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 del "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità della normativa applicabile.

Certificazione Analisti

L'/Gli analista/i che ha/hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il/i cui nome/i e ruolo/i sono riportati in prima pagina, dichiara/no che:

- (a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'/degli analista/i;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;
- (c) uno degli analisti citati nel documento (Ester Brizzolara) è socio AIAF.

Note Metodologiche

Il presente documento è stato preparato sulla base della seguente metodologia.

Mercato Immobiliare

I commenti sul mercato immobiliare sono realizzati sulla base dei dati forniti da Nomisma, dalle Agenzie del Territorio o dalla Federazione Italiana degli Agenti Immobiliari Professionali e sulla base di altri studi tematici o inerenti il mercato immobiliare realizzati dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo.

Tassi di interesse su mutui e prestiti

L'universo di riferimento è quello dei mutui o prestiti a tasso fisso, a tasso variabile o a rata costante. La scadenza di riferimento per i prestiti è di 5 anni e per i mutui a tasso fisso o a tasso variabile è di 20 o 30 anni.

La selezione delle tipologie di indebitamento viene realizzata sulla base delle previsioni sui tassi d'interesse realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Fulvia Risso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Monica Bosi