

Mercato Immobiliare e Finanziamenti

I fattori ESG

Mercato immobiliare

La crescente attenzione ai fattori ESG, acronimo di Environmental, Social e Governance, coinvolge anche il comparto immobiliare che mostra una domanda in aumento di edifici green e sostenibili. L'emergenza sanitaria ha cambiato le priorità delle persone facendo emergere il bisogno di verde nelle case, nelle città e sul territorio nazionale. Il settore immobiliare è responsabile in modo significativo delle emissioni globali di carbonio e le città di tutto il mondo si sono impegnate a contribuire alla sua riduzione. Tra i 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (SDG Sustainable Development Goals) delle Nazioni Unite diversi sono i punti dedicati allo sviluppo di infrastrutture resilienti e alla promozione di insediamenti urbani inclusivi, sicuri, duraturi e sostenibili.

Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Nel mese di novembre i tassi Eurirs hanno registrato nel complesso un significativo calo. Il principale driver del movimento è stata la serie delle riunioni delle più importanti Banche centrali, le quali hanno ampiamente deluso le aspettative di una parte del mercato circa la possibilità di una risposta più incisiva rispetto al *tapering* nei confronti della dinamica inflazionistica. Il trend discendente originato dalle decisioni di politica monetaria ha subito un temporaneo ritracciamento al rialzo con l'uscita dell'inflazione statunitense di ottobre, rivelatasi superiore alle attese, che ha rialimentato le aspettative per una più ravvicinata stretta sui tassi ufficiali, almeno negli USA. Successivamente, però, l'aggravarsi della situazione sanitaria nell'area euro, in particolare in Germania, ha determinato un deciso ritorno alla tendenza originaria. In via prospettica si rivelerà fondamentale il meeting della BCE di dicembre, quando sarà discussa la strategia di uscita dal PEPP – con la possibilità (ora divenuta più probabile) che questa sia accompagnata da un ampliamento degli acquisti APP – e di gestione delle scadenze dei finanziamenti TLTRO. Queste ultime potrebbero influire sui tassi Euribor, i quali nel mese in corso hanno mostrato una sostanziale stabilità ad eccezione del 12 mesi, sceso di circa 4pb.

23 novembre 2021 - 16:27 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

23 novembre 2021 - 16:33 CET

Data e ora di circolazione

I fattori ESG nel mercato immobiliare



IMPATTO  
AMBIENTALE

- 36% CO2
- 40% energia
- 50% materie prime
- 21% acqua potabile



IMPATTO  
SOCIALE

- 90% vita indoor
- Principale influenza qualità della vita e salute
- Impatto architettuale (bellezza)
- Impatto sociale (relazioni)

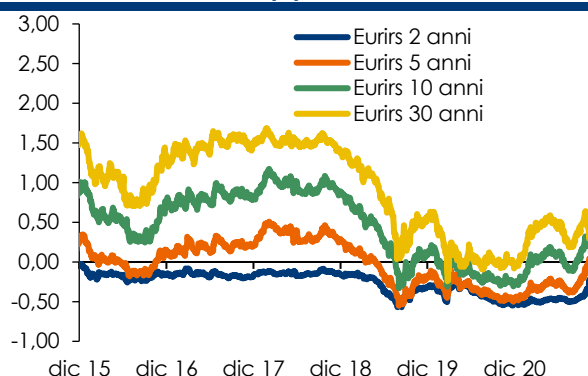


IMPATTO  
INVESTIMENTI

- Principale investimento nella vita delle persone
- Maggior quota di finanziamento nei portafogli bancari

Fonte: CRIF Real Estate Services

L'andamento dei tassi Eurirs (%)



Fonte: Bloomberg

## Mercato immobiliare

Il settore immobiliare, oltre ad essere un potente motore dell'economia globale, è anche cruciale per il raggiungimento di molti degli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite, attraverso la creazione di singoli edifici resilienti, costruiti secondo le logiche della sostenibilità e dell'efficienza energetica, e attraverso lo sviluppo di nuovi progetti di rigenerazione urbana che riguardano interi quartieri e zone.

Ester Brizzolara

### Gli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite



Fonte: Conferenza delle Nazioni Unite

Per valutare un investimento, anche immobiliare, è sempre più frequente il ricorso ai criteri ESG. Tali parametri consentono di analizzare un investimento non solo dal punto di vista puramente economico, ma anche per il suo impatto ambientale, sociale e di governance. Il settore immobiliare è responsabile in modo significativo del consumo di risorse naturali e di energia a livello globale e dovrà inevitabilmente intraprendere un processo di adattamento volto a porre la sostenibilità al centro dell'intera progettazione di nuovi edifici e della riqualificazione di quelli vecchi. Il rischio infatti è che gli immobili che non riusciranno a tener il passo con gli standard green, sempre più richiesti, potranno subire un declassamento capace di riflettersi sui prezzi di vendita e di locazione, con conseguenze negative per i proprietari e gli investitori.

### La pandemia ha accelerato la domanda di edifici green

La pandemia ha cambiato la percezione dei rischi per la salute personale con ricadute sull'intero sistema sociale ed economico. Questa trasformazione, unita alla sempre maggiore attenzione rivolta al tema della sostenibilità, sta apportando cambiamenti sostanziali al settore immobiliare e delle costruzioni, responsabili ad oggi di una parte consistente delle emissioni globali di anidride carbonica.

Mentre quindi in passato la bontà degli investimenti era valutata esclusivamente in base alla capacità di produrre valore, oggi è necessario tener conto anche del beneficio che gli stessi possono apportare all'intera società e all'ambiente. Infatti, è sempre più alta la domanda di immobili green, di ambienti lavorativi più resilienti, sicuri e attenti al benessere dei dipendenti.

Non si tratta solo di nuove costruzioni: gli sviluppi nelle tecniche di costruzione, l'uso di materiali alternativi e tecnologie innovative rendono oggi possibile riqualificare i vecchi edifici e progettare i nuovi secondo i più alti standard di efficienza energetica.

### Il rating ESG diventa parte integrante del valore di un investimento

I criteri ESG prevedono per l'immobile l'analisi e rendicontazione delle seguenti categorie: Energia, Emissioni GHG (gas a effetto serra), Consumo idrico, Trasporti/Mobilità, Comfort/Benessere, Biodiversità, Gestione dei rifiuti, Social, Governance. L'obiettivo è quello di definire un rating ESG per l'asset.

Pur non esistendo ad oggi una definizione universale di architettura sostenibile, gli esperti concordano su una serie di pratiche e in particolare su un approccio ai progetti immobiliari che mirano a ridurre al minimo le conseguenze negative dell'attività edilizia sull'ambiente sia a breve che a lungo termine. Le imprese del settore che vogliono perseguire queste finalità devono quindi tenere conto di diversi aspetti, dall'utilizzo responsabile delle risorse al ricorso a tecnologie non inquinanti.

La domanda per gli edifici cui è assegnato un buon punteggio di sostenibilità cresce man mano che gli standard di settore vengono stabiliti. Oltre alle richieste più tradizionali come energia, acqua e uso dei rifiuti, il COVID-19 ha intensificato la domanda di servizi accessori relativi alla salute (come una buona qualità dell'aria e ventilazione, l'accesso senza contatto, i servizi come palestre e spazi aperti) e di strutture per facilitare la riduzione del traffico pendolare (come parcheggi per biciclette e torrette di ricarica elettrica). Così gli edifici sprovvisti di tali accorgimenti potrebbero sperimentare un indebolimento della domanda, una minore crescita nel volume di affitti e un calo dei relativi canoni.

### Classe Energetica: Re-pricing post riqualificazione energetica degli edifici

2020 DA => A	A	B	C	D	E	F	G
A							
B							
C	11,1%						
D		6,6%					
E			3,5%				
F				3,6%			
G					5,9%		

Nota: le lettere indicano la classe energetica di riferimento. A è la più elevata. Fonte: CRIF Real Estate Services

### La regolamentazione è in via di definizione

In Europa, per incentivare la diffusione dei principi ESG e di conseguenza il Sustainability reporting, si è prodotto un generale quadro regolatorio in cui il principale riferimento normativo europeo è il Regolamento UE 2019/2088 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (Sustainable finance disclosure regulation) e, a seguire, il regolamento UE 2020/852 sulla Tassonomia, che mira ad aumentare la leggibilità delle informazioni riguardo alla sostenibilità; quest'ultima individua sei obiettivi: mitigazione del cambiamento climatico; adattamento al cambiamento climatico; protezione delle risorse idriche; riduzione e riciclo dei rifiuti; prevenzione dell'inquinamento; protezione degli eco-sistemi.

Per quanto riguarda la valutazione di efficienza energetica i vincoli sono ricompresi negli EVS 2020 (European Valuation Standards) che tengono in considerazione la necessità di determinare il valore dell'efficienza energetica negli edifici in un contesto in cui gli interventi sull'impatto climatico hanno la massima priorità. Alcuni di questi prevedono obblighi giuridici di rinnovamento degli edifici per portarli a un livello di efficienza energetica superiore entro una data stabilita.

Negli EVS 2020 la valutazione dell'efficienza energetica è un elemento necessario e prevede che i valutatori tengano conto dei relativi costi nella determinazione del valore di mercato.

### La rigenerazione urbana

La rigenerazione urbana, soprattutto quella che si prefigge di avere un impatto sociale, lega numerosi interventi del piano Next Generation EU, che la valorizza prevedendo oltre 25 miliardi di risorse finanziarie per le sue declinazioni (tra cui abitare sostenibile, asili, scuole, case e ospedali di comunità, verde, infrastrutture sportive, ma anche housing temporaneo). Secondo gli esperti in materia, serve promuovere un grande patto di collaborazione tra pubblico e privato perché gli enti locali possano conferire interventi finanziati dal PNRR negli ambiti di trasformazione urbana.

In Italia ogni abitante ha in città appena 33,8 metri quadrati di verde urbano. Il dato emerge dall'analisi di Coldiretti, basata su dati Istat. Una situazione preoccupante per i grandi centri urbani dove il verde deve ammortizzare gli effetti negativi dell'inquinamento.

Con l'inquinamento dell'aria, è necessario ripensare lo sviluppo delle città, favorendo la diffusione del verde pubblico e privato con gli alberi più adatti alle condizioni climatiche e ambientali dei singoli territori. L'obiettivo è creare vere e proprie oasi mangia-smog nelle città, scegliendo gli alberi più efficaci nel catturare l'inquinamento dell'aria.

### Come è cambiata la valutazione del rischio immobiliare

Rischi Climatici	Rischi Ambientali
Eventi metereologici estremi	Stress idrico
Condizioni metereologiche croniche	Scarsità di risorse Perdita di biodiversità
	Inquinamento
	Altro

Fonte: CRIF Real Estate Services

## Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Paolo Leoni

Nel mese di novembre la curva Eurirs ha registrato nel complesso un deciso calo. Ad inizio mese gli esiti delle riunioni delle più importanti Banche centrali hanno determinato un profondo trend discendente, temporaneamente interrotto dal rimbalzo provocato – nella seconda settimana di novembre – dalla pubblicazione del CPI statunitense di ottobre, rivelatosi significativamente superiore alle attese; il recente peggioramento della situazione sanitaria dell'Eurozona, in particolare della Germania, ha determinato un ritorno alla tendenza ribassista.

Le aspettative che una parte del mercato si era formata circa una risposta più incisiva del *tapering* da parte delle principali Banche centrali nei confronti della dinamica inflazionistica sono state ampiamente deluse dalle riunioni delle autorità monetarie (avvenute tra fine ottobre ed inizio novembre): il 28 ottobre, dopo che la BoJ aveva confermato l'intero status quo di politica monetaria (riducendo – anzi – le proprie proiezioni di inflazione e crescita), la BCE ha lasciato immutati il corridoio dei tassi e la *forward guidance*, rimandando a dicembre (quando saranno disponibili le nuove previsioni economiche dello staff) le scelte sul PEPP; il 3 novembre la Fed ha iniziato il *tapering*, continuando però a sottolineare la necessità di un atteggiamento paziente sul fronte dei tassi di riferimento; il 4 novembre la BoE, che il mercato considerava la più propensa a un'azione sui tassi ufficiali, ha confermato invariata la propria strategia (sebbene abbia modificato il suo scenario centrale, rafforzando la presenza di spinte inflazionistiche). Questa serie di decisioni ha portato sostanzialmente a un riadeguamento delle aspettative di mercato, consistente in una netta discesa dei tassi Eurirs: in particolare hanno pesato le parole della presidente BCE Lagarde che, pur riconoscendo un più lento rientro dell'inflazione, ne ha ribadito il carattere di transitorietà e ha affermato di conseguenza che le scommesse di mercato circa un rialzo dei tassi in tempi non lontani erano da considerarsi pertanto non in linea con la *forward guidance* dell'istituto.

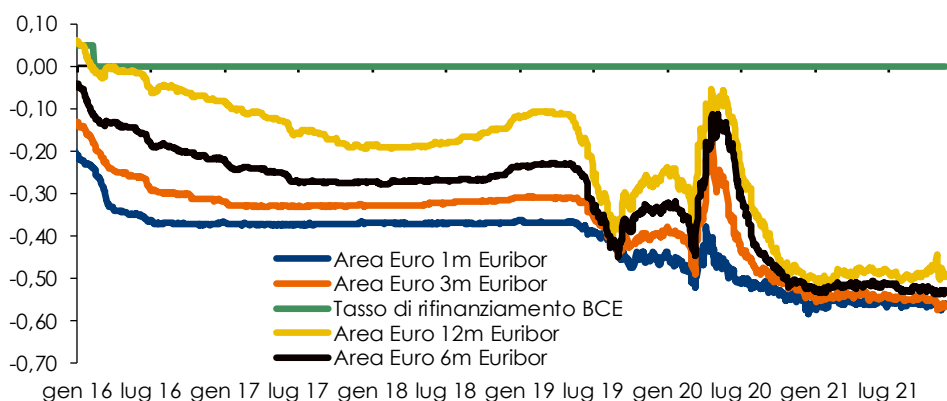
Il trend discendente dei tassi ha subito un temporaneo ritracciamento con la diffusione del dato dell'inflazione statunitense di ottobre che ha mostrato un'accelerazione superiore a quella prevista: l'indice *headline* è cresciuto di +6,2% a/a (+5,9% stimato e +5,4% precedente) e quello *core* di +4,6% a/a (+4,3% stimato e +4% precedente). Dallo spaccato del dato, infatti, è stata riscontrata la possibilità di un'estensione della dinamica inflazionistica a categorie estranee alle riaperture (come l'abitazione), cosa che renderebbe il fenomeno più duraturo rispetto ad una matrice consistente nell'eccezionalità del contesto economico globale segnato dalla pandemia. Ciò ha riproposto il tema di un intervento più celere sui tassi da parte della Fed, questione su cui gli stessi esponenti della banca centrale americana stanno avendo frequenti confronti. Negli ultimi giorni Bullard (St Louis Fed) ha dichiarato, ad esempio, che di fronte a un'inflazione come quella attuale la Fed dovrebbe prendere "una rotta più hawkish nel prossimo paio di riunioni per gestire appropriatamente il rischio", mentre Daly (San Francisco Fed) ha detto che in una situazione di incertezza senza precedenti, occorre "riconoscere la necessità di aspettare". Comunque sia, anche i tassi Eurirs si sono adeguati alla possibilità di una stretta più ravvicinata oltreoceano, sebbene nell'Eurozona diverse esternazioni di responsabili BCE successive alla riunione di ottobre (Villeroy, De Cos, Lagarde) abbiano ancora ribadito che un rialzo l'anno prossimo è "molto improbabile".

L'adeguamento alla tendenza americana è stato però completamente riassorbito con il rapido aggravarsi della situazione sanitaria in Europa: l'aumento del 5% dei decessi solo la scorsa settimana ha rappresentato, secondo l'Organizzazione Mondiale della Sanità, un record mondiale. Ciò ha portato alla re-introduzione di misure restrittive in diversi Stati europei (con proteste anche violente della popolazione) fra cui le più severe in Austria dove è stato re-introdotto un *lockdown* di almeno dieci giorni (con possibilità di estensione fino a venti) ed è stata annunciata l'obbligatorietà del vaccino a partire dal 1° febbraio 2022. In Germania, prima economia dell'Eurozona, i governi regionali della Baviera e della Sassonia hanno imposto un semi-blocco, mentre a Berlino, dove è stato approvato per ora solo un irrigidimento delle

verifiche necessarie alla circolazione dei cittadini, è in corso un dibattito sull'imposizione dell'obbligo di vaccinazione.

Riguardo ai tassi Euribor, tutte le principali scadenze hanno mostrato una sostanziale stabilità; l'unica eccezione è stata rappresentata dal 12 mesi, sceso di circa 4pb sotto l'influenza dei fattori che hanno condizionato i tassi a più lungo termine. Per l'evoluzione dei tassi monetari, così come per quella degli Eurirs, sarà cruciale la riunione di dicembre dell'istituto centrale: in questa sarà infatti dibattuta la modalità di gestione delle scadenze dei finanziamenti TLTRO (che potrebbero dar luogo a minore liquidità nel sistema a giugno 2022 e a giugno 2023) e la possibilità, adesso divenuta più probabile, di accompagnare l'uscita dal PEPP con un aumento degli acquisti nel programma APP.

**I tassi Euribor e il tasso di rifinanziamento della BCE**



Fonte: Bloomberg

Nel complesso ne deriva una preferenza verso l'indebitamento flessibile o a tasso fisso rispetto a quello a tasso variabile, per gli orizzonti temporali medio-lunghi. Gli orizzonti temporali brevi o brevissimi possono invece beneficiare in misura più significativa di un prolungato periodo di tassi Euribor o BCE a livelli minimi.

**Selezione di tipologie di indebitamento con scadenza a 30anni**

Positivi	Negativi*
Tasso fisso	Tasso variabile
	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

## 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 26.10.2021.

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.

## 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 separatezza 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:** Cristina Baiardi