

## Mercato Immobiliare e Finanziamenti

### La resilienza del mercato domestico

#### Mercato immobiliare

Il clima di fiducia sulla ripresa economica italiana trova conferma anche sul mercato immobiliare come dimostrano i principali indicatori del settore. Le politiche monetarie e fiscali europee finora hanno consentito di mantenere tassi di interesse eccezionalmente bassi, fornendo così un incentivo ad accedere ai finanziamenti bancari per finalizzare l'acquisto. In tema di previsioni, la situazione diviene più incerta a partire dal 2022, quando con ogni probabilità si avverteranno gli effetti della rimozione dei provvedimenti governativi a supporto del sistema economico, con possibili ripercussioni sulla solidità e sul potere d'acquisto dei soggetti privati. In quel frangente potrebbe verificarsi un indebolimento della domanda con una minore capacità di accesso al credito.

#### Tassi d'interesse su mutui e prestiti

L'annuncio di un "moderato" ridimensionamento degli acquisti netti realizzati nell'ambito del PEPP, rilasciato dalla BCE nel meeting del 9 settembre, ha determinato un trend al rialzo dei tassi Eurirs che ha portato ad un *upshift* (spostamento verso l'alto) e ad un leggero *steepening* (irripidimento) della curva. Al movimento potrebbero aver contribuito anche le aspettative di inflazione, accresciutesi a seguito dell'accelerazione dei prezzi al consumo nell'area euro: essendo comunque la dinamica inflazionistica legata ad elementi temporanei, tale fattore dovrebbe aver supportato soprattutto la parte breve della curva e dovrebbe essere destinato ad esaurirsi. Prospetticamente, il driver principale sarà rappresentato dalle scelte della BCE, in particolare da quelle che verranno assunte nel meeting di dicembre, quando dovrebbero essere decisi sia la strategia di uscita dal programma PEPP sia l'eventuale rinnovo del TLTRO. Quest'ultimo assume una certa rilevanza per i tassi Euribor che, benché con l'attuale assetto di scadenze TLTRO potrebbero incontrare qualche tensione a giugno 2022, sono comunque destinati a rimanere stabili fino al 2° semestre 2023: prima del 2024, infatti, la BCE difficilmente attuerà manovre sui tassi ufficiali, la cui regolazione è considerata dall'Autorità monetaria completamente indipendente dalla riduzione degli stimoli quantitativi.

27 settembre 2021 - 16:40 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per  
investitori privati e PMI

Ester Brizzolara

Analista Finanziario

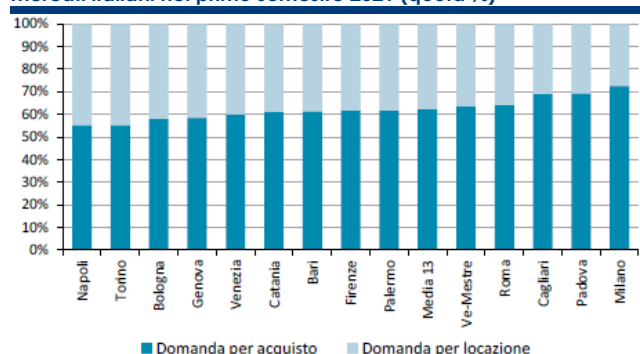
Paolo Leoni

Analista Finanziario

27 settembre 2021 - 16:45 CET

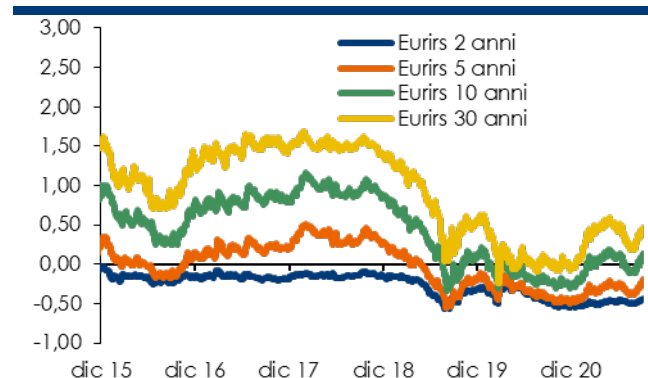
Data e ora di circolazione

Domanda abitativa di acquisto e di locazione nei maggiori mercati italiani nel primo semestre 2021 (quota %)



Fonte: Nomisma

L'andamento dei tassi Eurirs (%)



Fonte: Bloomberg

I dati del presente documento sono aggiornati al 27 settembre 2021 (salvo diversa indicazione).

Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

## Mercato immobiliare

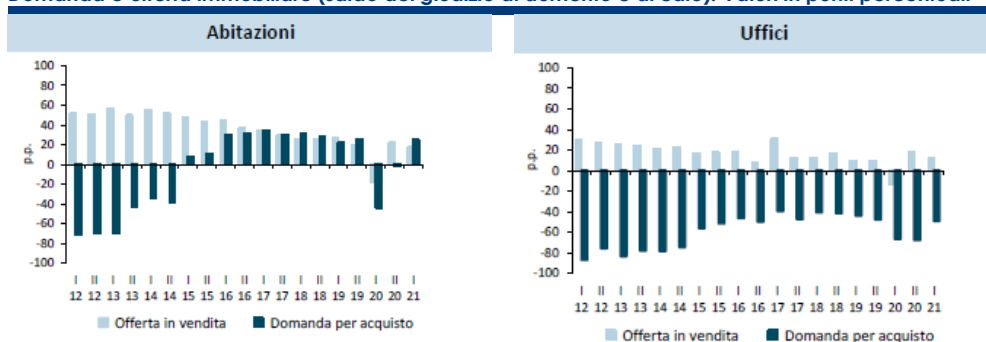
La resilienza del mercato immobiliare domestico durante il periodo pandemico e la successiva reattività di quello residenziale, sembrano propendere per una chiusura della lunga parentesi COVID con inattesa rapidità. Ricordiamo tuttavia che dagli sviluppi macroeconomici dei prossimi mesi arriverà il responso sulla sostenibilità di tale vivacità che trae impulso da aspettative, ma che ha bisogno di solidità delle dinamiche reali per essere convalidata.

Attualmente la domanda di acquisto si rivolge in prevalenza alla prima casa o in sostituzione della casa di proprietà. Secondo una indagine effettuata da Nomisma la quota di coloro che ritiene conveniente impiegare i propri risparmi nell'acquisto dell'abitazione si suddivide tra chi investe nell'abitazione principale per sé o per il proprio nucleo familiare, pari al 70% circa, e chi invece è interessato a una fonte di reddito, vale a dire il rimanente 30%. Invece le motivazioni che riguardano i soggetti che si rivolgono all'affitto sono in prevalenza (64%) condizionate dalla mancanza di risorse economiche sufficienti per poter accedere al mercato della compravendita.

Ester Brizzolara

La domanda abitativa privilegia l'acquisto rispetto all'affitto

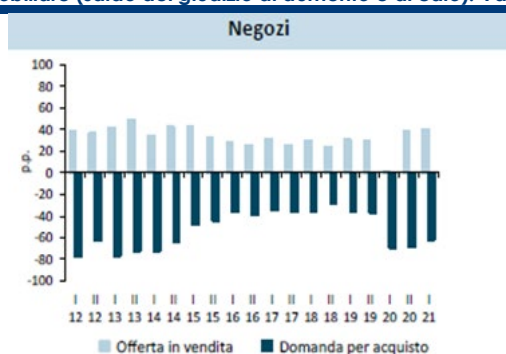
### Domanda e offerta immobiliare (saldo del giudizio di aumento e di calo). Valori in punti percentuali



Fonte: Nomisma

Fonte: Nomisma

### Domanda e offerta immobiliare (saldo del giudizio di aumento e di calo). Valori in punti percentuali



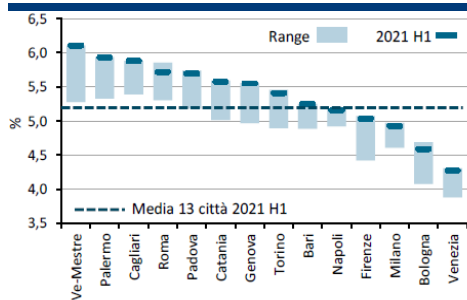
Fonte: Nomisma

La distribuzione del mercato della locazione è piuttosto differenziata sul territorio nazionale. Secondo i dati Nomisma nel 2020 il numero di nuovi contratti di locazione e dei rinnovi è stato di poco superiore a 1,5 milioni, con una flessione di circa il 12% rispetto al 2019. Di tali contratti 1,3 milioni hanno riguardato unità ad uso abitativo, con un calo dell'8,8% rispetto al dato del 2019, mentre la rimanente quota, poco meno di 300 mila contratti, hanno riguardato immobili per le attività produttive, risultati in flessione di oltre il 20% rispetto al 2019.

Come per tutti i trend immobiliari, si rilevano anche in questo caso differenze tra i mercati: la domanda di locazione copre una quota che oscilla tra il 42-45% nei mercati di Napoli, Torino e Bologna, mentre scende al 28-31% a Milano, Padova e Cagliari.

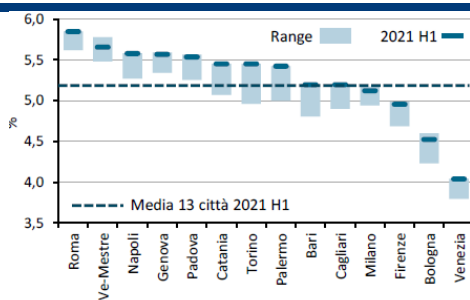
### Rendimenti medi lordi annui in % (range ultimi dieci anni e ultima rilevazione)

#### Abitazioni



Fonte: Nomisma

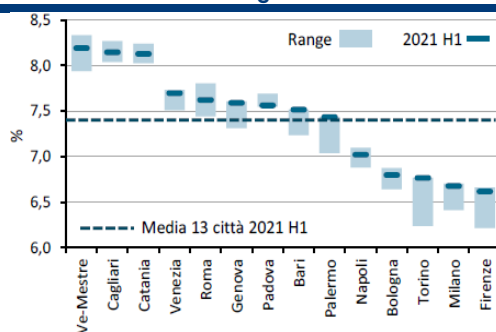
#### Uffici



Fonte: Nomisma

### Rendimenti medi lordi annui in % (range ultimi dieci anni e ultima rilevazione)

#### Negozi



Fonte: Nomisma

Gli immobili residenziali, da sempre asset class di riferimento per i privati, stanno riscontrando un crescente interesse da parte di investitori istituzionali (fondi e società immobiliari) che vogliono aumentare il peso nelle scelte di portafoglio. L'interesse è concentrato nelle città maggiori, con particolare attenzione agli immobili cielo-terra o a nuovi sviluppi, meglio se localizzati in zone centrali e semicentrali. L'attenzione riguarda in particolare il segmento *social housing* e gli studentati e trae origine dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), che prevede ingenti risorse destinate a nuovi sviluppi immobiliari da realizzare nei prossimi anni.

Nel corso degli ultimi mesi si conferma un aumento d'interesse per il settore della logistica, fenomeno già evidente prima della pandemia, ma che adesso mostra dinamiche di sviluppo in accelerazione, soprattutto da parte di investitori stranieri. L'interesse verso magazzini e capannoni, sia per la grande distribuzione che per le consegne dell'ultimo miglio, è aumentato costantemente nel corso del 2021. Anche il settore dei *data center*, finora scarsamente sviluppato in Italia, sembra essere diventato rilevante al fine di garantire spazi di *storage* e capacità di calcolo alle imprese italiane.

Per quanto riguarda il segmento commerciale, che nella prima fase della crisi sanitaria era risultato fortemente colpito, si registrano segnali di miglioramento soprattutto per quanto riguarda i negozi localizzati nelle vie principali e, in generale, nelle vie commerciali. Si evidenziano tuttavia alcune asset class sulle quali l'opinione degli operatori risulta ancora incerta relativamente a valori e redditività; è il caso del settore terziario e commerciale che tratta gli

**Aumenta il peso degli investimenti nel residenziale da parte dei fondi istituzionali in particolare per i nuovi sviluppi di *social housing* o studentati**

**Prosegue l'interesse per gli immobili della logistica e *storage* dei *data center***

**Segnali di leggero miglioramento per il commerciale**

spazi di *co-working* e le *food court* (spazi dedicati alla ristorazione in prossimità di altri negozi). Tali forme di investimento ibride, rispetto ai più tradizionali uffici o centri commerciali, potrebbero risultare meno esposte al rischio deprezzamento rispetto ad altre asset class, anche se molto dipenderà dalla tenuta dell'occupazione e dalle abitudini e stili di vita post pandemia.

Il settore dell'ospitalità, che fino al 2019 aveva fatto registrare uno sviluppo esponenziale, risulta tuttora in difficoltà, per effetto di una ripresa del turismo che si prospetta più lenta rispetto a quanto ipotizzato lo scorso anno. Infine, il segmento direzionale è quello che gli operatori indicano, pressoché all'unanimità, ancora in forte difficoltà alla luce del massiccio ricorso allo *smart working* e la necessità di ripensare l'organizzazione del lavoro così come si presentava prima dell'emergenza sanitaria.

Secondo Nomisma ci sono settori che saranno destinati a fronteggiare cambiamenti strutturali della domanda, mentre per altri si prospetta il ritorno alla condizione pre-COVID in tempi ad oggi difficilmente pronosticabili. Sono i segmenti commerciale e terziario che dovranno fare i conti con trasformazioni strutturali della domanda, mentre il settore alberghiero riteniamo sarà esposto a cambiamenti congiunturali, destinati a condizionare le scelte nel breve periodo. Per il segmento residenziale e della logistica si assisterà a un differente approccio all'abitare e ai consumi on-line. La profondità delle trasformazioni dipenderà fortemente dal target di destinazione, dalla localizzazione e dalla capacità reddituale delle famiglie nei prossimi anni.

Infine, è bene ricordare che l'impatto dell'emergenza sanitaria sulla gestione immobiliare si è tradotta in un aumento della morosità, con incrementi compresi tra il 5% e il 20%. La maggioranza dei locatori ha dovuto far fronte a una richiesta di riduzione dei canoni o di recessi anticipati negli ultimi 12 mesi con conseguente aumento del tasso di *vacancy* (immobili sfitti). La tipologia maggiormente interessata da tali richieste è quella commerciale/retail, seguita da alberghi e uffici, anche in funzione delle tipologie contrattuali attualmente in essere che spesso non permettono margini di rinegoziazione.

**L'ospitalità (hotel e affitti brevi) subisce l'assenza di turismo straniero. A soffrire di più è il settore direzionale dopo la scoperta dello *smart working***

**La pandemia ha scatenato la rinegoziazione dei canoni d'affitto**

## Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Paolo Leoni

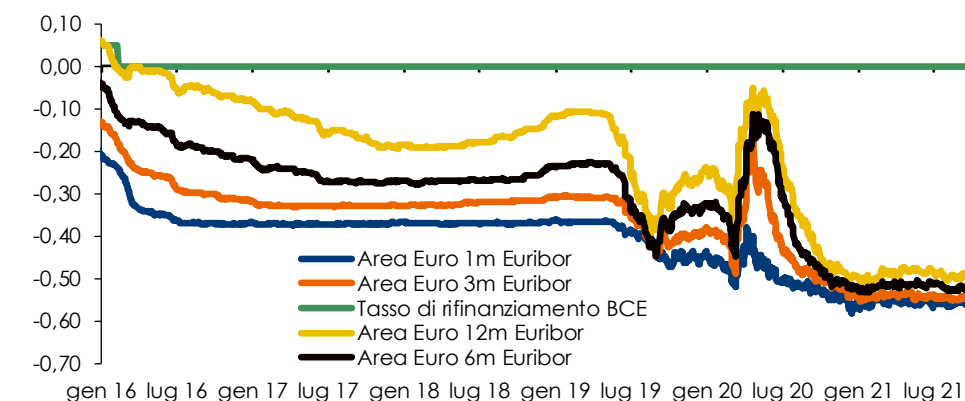
La riunione della BCE di inizio settembre e, dapprima, le relative aspettative, hanno rappresentato il principale driver per l'andamento dei tassi Eurirs da fine luglio. Se le prime tre settimane di agosto hanno visto il delinearsi di una fase sostanzialmente laterale su tutte le principali scadenze, il progressivo rafforzarsi delle attese circa un rallentamento degli acquisti PEPP ha determinato, a partire dagli ultimi giorni del mese scorso, l'inizio di un trend di risalita dei tassi di interesse (leggermente più accentuato per le scadenze lunghe) che si è mantenuto fino ad oggi. Nel meeting del 9 settembre, infatti, l'Autorità monetaria europea, pur lasciando invariati i tassi di riferimento, ha annunciato un "moderato" ridimensionamento degli acquisti netti realizzati nell'ambito del PEPP, influenzando così i tassi superiori all'anno.

L'Istituto di emissione condurrà negli ultimi mesi del 2021 tali operazioni PEPP ad un ritmo "moderatamente inferiore" rispetto ai sei mesi precedenti (probabilmente l'importo si collocherà a metà strada fra i 14,6 miliardi del primo trimestre e i 18,1 miliardi del periodo aprile-settembre). La decisione è apparsa totalmente giustificata, alla luce della drastica riduzione delle emissioni nette di titoli sovrani, della resilienza delle condizioni di finanziamento e, infine, del miglioramento delle prospettive economiche. Nel dettaglio, la variazione del PIL è stata rivista al rialzo dalla BCE al 5% per l'anno in corso (+4 decimi rispetto alle stime di giugno), mentre per il 2022 e 2023 il quadro è rimasto di fatto invariato (rispettivamente a 4,6% e 2,1%); più consistenti, in linea con le aspettative, sono state le correzioni sulla dinamica dei prezzi, attesi aumentare rispettivamente di +2,2% nel 2021, +1,7% nel 2022 e +1,5% a/a nel 2023 (revisioni al rialzo rispettivamente di 0,3, 0,2 e 0,1 punti).

Le accresciute proiezioni di inflazione hanno trovato riscontro in una dinamica crescente del CPI che, nella rilevazione di agosto, ha registrato una variazione dell'indice *headline* pari a +3% a/a (da +2,2% di luglio) ed una delle componenti *core* pari a +1,6% a/a (da +0,7% di luglio): l'incremento tendenziale dell'inflazione *headline* è stato il maggiore dalla fine del 2011 ed ha presumibilmente contribuito ad una crescita delle relative aspettative e, dunque, anche dei tassi di interesse. Le pressioni sui prezzi al consumo dovrebbero però essere solamente temporanee e destinate a riassorbirsi all'inizio del 2022 (come attestato pure dalle previsioni BCE): anche se alcune strozzature all'offerta potrebbero protrarsi, i rincari dell'energia e degli alimenti sono destinati ad essere transitori, così come i contributi positivi di alcuni servizi (viaggi), legati alla tumultuosità delle riaperture, e di alcuni effetti di base, come quello dovuto al ripristino dell'imposta sul valore aggiunto in Germania. La dinamica inflazionistica dovrebbe quindi aver spinto prevalentemente la parte breve della curva Eurirs, limitando lo *steepening*, nonostante la BCE abbia chiarito – alla stregua della Fed – che le decisioni sulla riduzione degli acquisti di titoli vanno considerate completamente indipendenti da quelle sui tassi di riferimento, i quali non dovrebbero essere modificati prima del 2024.

Per quanto riguarda le prospettive sui tassi Eurirs, la riunione BCE di dicembre dovrebbe essere cruciale, in quanto la presidente Lagarde ha ripetuto più volte che in quell'occasione sarà comunicata la strategia di uscita dal PEPP (in particolare, se il programma sarà chiuso il 31 marzo – ipotesi su cui si concentra il consenso del mercato – o se sarà esteso, e se saranno adottate misure compensative temporanee). L'ultimo meeting dell'anno avrà una certa rilevanza anche per i tassi Euribor, i quali hanno mostrato una sostanziale stabilità da fine luglio: a dicembre infatti l'Autorità monetaria valuterà anche se rinnovare il programma TLTRO o se adottare strumenti che ne determinino una conclusione più graduale, dato che l'attuale impianto delle scadenze potrebbe determinare a giugno 2022 delle temporanee tensioni sui tassi monetari; questi ultimi, comunque, dovrebbero mostrare variazioni solo marginali fino al 2° semestre 2023.

### 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 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

## 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.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 30.07.2021.

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.intesasnpaolo.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:** Maria Giovanna Cerini, Monica Bosi