

## Domanda e offerta sul mercato immobiliare

### Mercato immobiliare

Il clima di fiducia di famiglie e imprese si sta deteriorando e gli indicatori congiunturali segnalano il peggioramento dell'attuale fase ciclica. Le evidenze numeriche però non mostrano ancora ciò che sembra prospettarsi per il mercato immobiliare italiano nel breve periodo, vale a dire la chiusura della fase di crescita post pandemica e l'avvio di una nuova fase di arretramento conseguente all'impennata dell'inflazione; quest'ultima insieme al rialzo del costo d'indebitamento, indebolisce infatti la capacità di spesa e d'investimento di famiglie e imprese.

### Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Nell'ultimo mese le scadenze dei tassi Euribor ed Eurirs hanno seguito una diversa dinamica: riguardo ai primi, le scadenze a 1 mese, a 3 mesi e a 6 mesi hanno continuato il trend ascendente avviato in primavera/estate, a differenza della scadenza a 12 mesi rimasta sostanzialmente stabile; riguardo ai secondi, la scadenza a 2 anni ha tracciato un percorso laterale con minime oscillazioni, mentre per quelle superiori (5, 10 e 30 anni) si è registrato un andamento leggermente discendente. Il disomogeneo comportamento è stato indotto dal fatto che i tassi di interesse fino a 1 anno hanno subito il condizionamento delle aspettative sulla politica monetaria e quelli superiori a 5 anni hanno invece incorporato le attese relative agli sviluppi futuri del ciclo economico. Prospettivamente, per i tassi Euribor dovrebbero profilarsi altri mesi di crescita in quanto il rialzo del tasso ufficiale sui depositi potrebbe spingersi fino a 3,50% alla luce di un ragionevole recupero da parte dei lavoratori di potere d'acquisto nei prossimi anni (che porterebbe a una discesa dell'inflazione più lenta nei servizi) e in considerazione dell'ormai minima probabilità di scenari recessivi estremi (come quelli delineati da un razionamento delle fonti energetiche). Per i tassi Eurirs il maggior calo delle scadenze più lunghe dovrebbe proseguire nel breve termine: i rischi al rialzo sull'inflazione 2023 contribuiranno infatti a creare pressioni sulle scadenze brevi, mentre i timori sulla crescita, causati dalla restrizione monetaria, continueranno a pesare su quelle lunghe.

**15 dicembre 2022 - 16:30 CET**

Data e ora di produzione

Nota mensile

**Direzione Studi e Ricerche**

**Ricerca per  
investitori privati e PMI**

**Ester Brizzolara**

Analista Finanziario

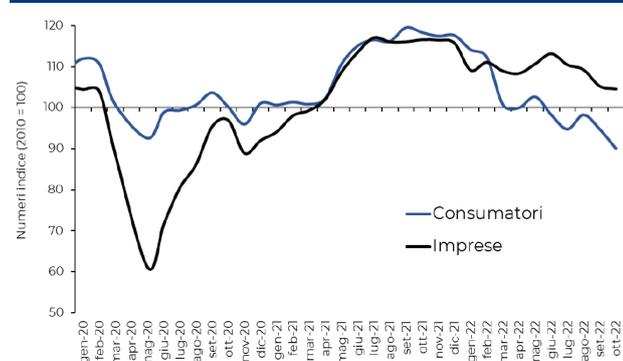
**Paolo Leoni**

Analista Finanziario

**15 dicembre 2022 - 16:35 CET**

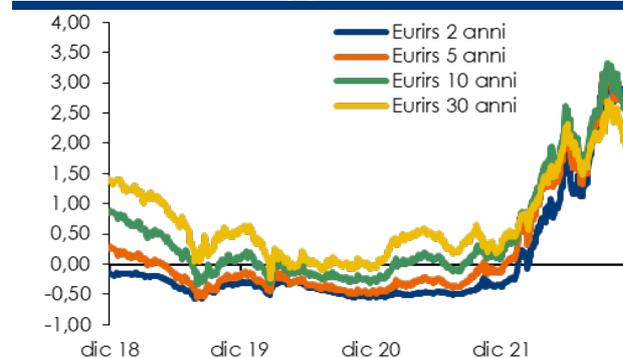
Data e ora di circolazione

**Indice di fiducia di consumatori e imprese**



Fonte: Istat

**L'andamento dei tassi Eurirs (%)**



Fonte: Bloomberg

## Mercato immobiliare

Gli indicatori congiunturali segnano un peggioramento dell'attuale fase del ciclo economico che conduce ad un impoverimento della capacità di spesa di famiglie e imprese. L'impennata inflattiva ha determinato una decisa perdita di potere d'acquisto solo in parte mitigata dalle misure governative implementate a supporto dei redditi meno abbienti e delle aziende in difficoltà. La propensione al risparmio che aveva caratterizzato il periodo pandemico si è notevolmente ridotta in ragione del progressivo ritorno alla normalità e del rincaro dei prezzi. Infine, l'aumento dei tassi sui prestiti finanziari rende più oneroso l'accesso al credito.

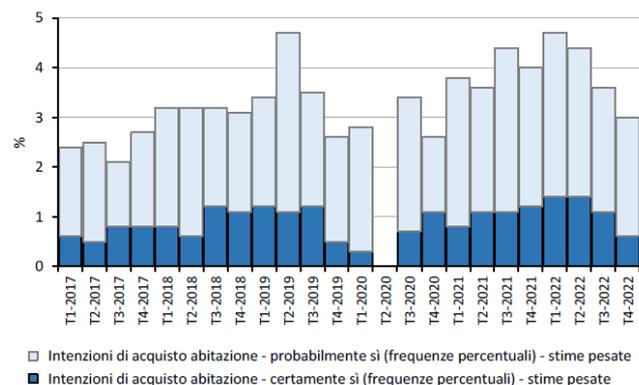
Ester Brizzolara

La premessa macroeconomica ci sembra opportuna per meglio inquadrare il contesto immobiliare pronosticato da Nomisma. A distanza di pochi mesi dalla forte ripresa della domanda post pandemica, si evidenzia una erosione della componente che dipende dall'accesso al credito per finanziare l'acquisto, così come dimostrano i dati di Banca d'Italia con riferimento alla domanda di mutui nonché la percezione degli agenti immobiliari intervistati da Nomisma. Se lo scorso anno la ricerca di una abitazione si focalizzava sul territorio fuori dai grandi centri urbani (maggiore disponibilità di spazi all'aperto e prezzi più convenienti), oggi si assiste ad una tendenza inversa più orientata ai grandi centri, ma con la priorità di individuare soluzioni abitative dove fare convergere le esigenze familiari con quelle di lavoro, oltre che garantire una performance energetica soddisfacente.

### Andamento della domanda di immobili

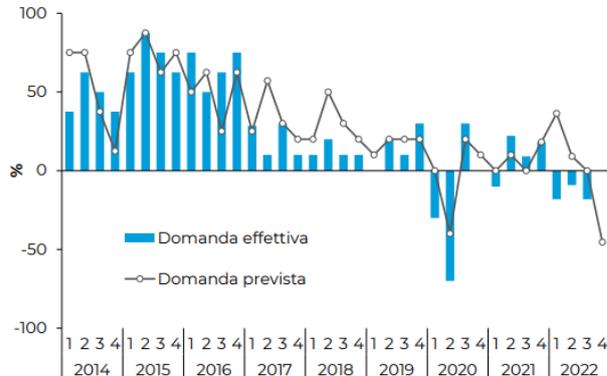
La minore intensità della domanda effettivamente manifestata e la politica restrittiva delle banche centrali porteranno, secondo Nomisma, ad una riduzione delle compravendite dopo lo straordinario balzo messo a segno nel corso del 2021 e nei primi 9 mesi del 2022.

**Intenzione d'acquisto di abitazione da parte delle famiglie (in %)**



Fonte: Nomisma

**Evoluzione domanda di mutui di famiglie (saldi percentuali netti)**



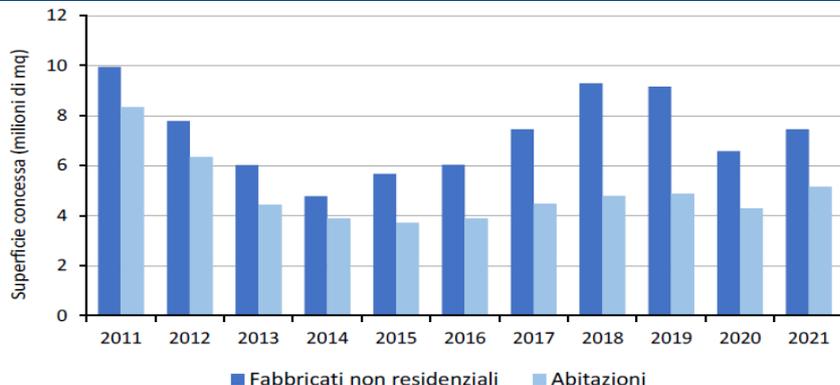
Fonte: Nomisma

Sul fronte dell'offerta immobiliare secondo l'analisi condotta da Nomisma si assiste ad una battuta di arresto della quantità di asset disponibili per la vendita da parte di imprese costruttrici. I prezzi sono maggiorati in quanto comprendono significativi rincari dei costi energetici e dei materiali da costruzione oltre al ritardo negli approvvigionamenti e nei trasporti. A settembre 2022 l'Istat ha registrato un aumento dei prezzi alla produzione nelle costruzioni di edifici dell'8,4% su base annua (beni materiali e trasporti). Unitamente all'aumento dei costi le imprese lamentano la difficoltà di programmare i piani di approvvigionamento dei cantieri, complice la volatilità dei prezzi che impedisce alle aziende produttrici di garantire forniture nei tempi utili per la realizzazione dei lavori. In sintesi, sul mercato l'offerta di nuove costruzioni scarseggia. La nuova superficie autorizzata nel 2021 per le nuove costruzioni non residenziali è inferiore del 39% rispetto al 2011 e quella delle abitazioni del 43%. Nel primo semestre 2021 la quota di acquisti di immobili nuovi è stata pari all'8,3% del totale, salita al 9,2% nel primo semestre del 2022. Si è passati cioè

### Andamento delle offerte di immobili

dalle 29.700 compravendite di abitazioni nuove nel primo semestre del 2021 a 37.400 unità nello stesso periodo dell'anno in corso.

**Permesso di costruire rilasciato per fabbricati non residenziali e abitazioni (superfici in milioni di mq)**

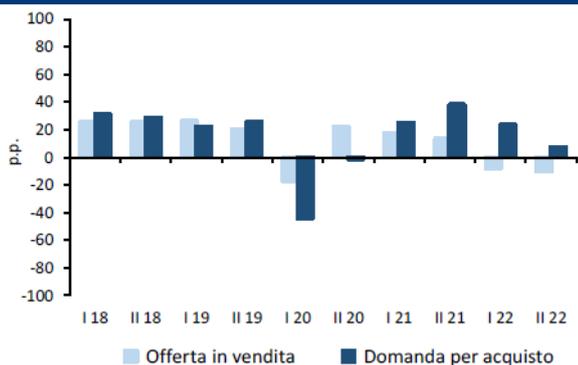


Fonte: Nomisma

In merito alla qualità del parco edilizio italiano esistente, in gran parte si tratta di immobili obsoleti sotto il profilo qualitativo ed energetico. Il 62% circa del patrimonio abitativo e il 37,8% di quello destinato ad altri usi, infatti, ricade tra le classi energetiche più basse (classi F o G) secondo le indagini condotte da Nomisma. Negli ultimi anni c'è stato però un generalizzato miglioramento della prestazione energetica a seguito delle agevolazioni fiscali come il Superbonus 110% per le quali è richiesto un miglioramento delle prestazioni di almeno 2 classi energetiche. Ciò nonostante la preferenza espressa dalla domanda non sempre trova riscontro nell'offerta presente sul mercato e fatica ancora di più a trovare soggetti disposti a riconoscere il valore incrementale dell'immobile certificato ad alta prestazione energetica.

Gli agenti immobiliari intervistati da Nomisma hanno percepito un calo dell'offerta di abitazioni in vendita e, al contempo, una crescita degli uffici immessi sul mercato.

**Sentiment degli operatori su domanda e offerta di immobili in acquisto ad uso ABITATIVO (saldo giudizi di aumento e calo, in %)**



Fonte: Nomisma

**Sentiment degli operatori su domanda e offerta di immobili in acquisto ad uso UFFICI (saldo giudizi di aumento e di calo, in %)**



Fonte: Nomisma

In Italia, alcuni dati di natura strutturale evidenziano come il mercato delle compravendite di immobili residenziali veda come protagonisti le persone fisiche, con transazioni che si aggirano al 96% sul totale degli acquisti, di cui il 50-60% sostenuto dal ricorso al mutuo, con importi che si aggirano in media tra i 130.000-140.000 euro. Riguardo all'utilizzo dell'abitazione acquistata, il 70-80% è destinato a uso primario (prima casa o sostituzione dell'abitazione di proprietà); tuttavia nel 2021 tale percentuale è calata al 66% circa, compensata da un aumento degli acquisti

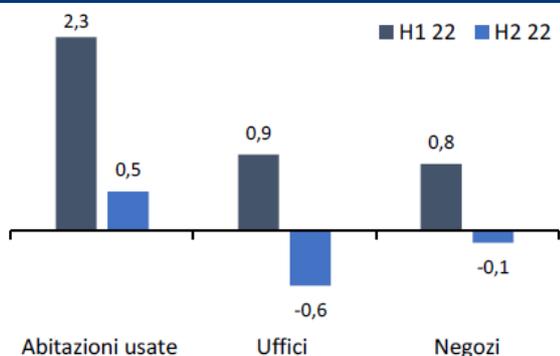
**Alcuni dati che caratterizzano il mercato**

destinati a seconde case per investimento. In prospettiva la domanda di investimento, tradizionalmente più liquida e meno dipendente da mutuo, potrebbe favorire una stabilizzazione e ritardare o rallentare le previsioni di calo.

La risposta dei valori immobiliari alle mutate condizioni di contesto ha visto una attenuazione della crescita, ma senza rischi di cali significativi, quantomeno nel breve periodo. Dopo un 1° semestre caratterizzato da un'accelerazione della dinamica espansiva, nella seconda parte dell'anno la tendenza rialzista è stata decisamente meno intensa. Come evidenzia il grafico sottostante la variazione dei prezzi registrata nel 2° semestre dell'anno segna un deciso rallentamento della crescita nel segmento abitativo e un'inversione di tendenza per uffici e negozi dopo la timida crescita rilevata nel semestre precedente. I valori medi delle abitazioni nelle maggiori città monitorate da Nomisma, nel 2° semestre del 2022, sono aumentati dello 0,5% a fronte di una flessione dello 0,6% per gli uffici e -0,1% per i negozi.

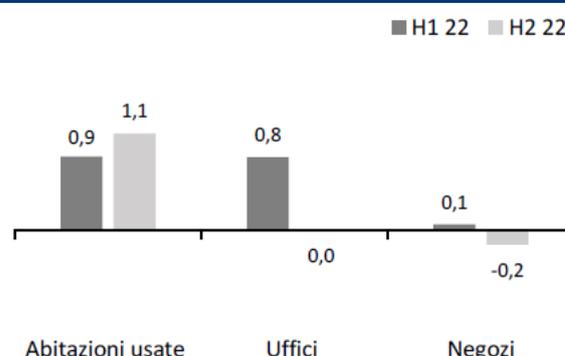
### Prezzi di vendita e canoni di locazione

**Variazioni semestrali dei valori immobiliari nel 2022 (in %)**  
**Prezzi di compravendita**



Nota: H1 22= 1° semestre 2022; H2 22 = 2° semestre 2022. Fonte: Nomisma

**Variazioni semestrali dei valori immobiliari nel 2022 (in %)**  
**Canoni di locazione**



Nota: H1 22= 1° semestre 2022; H2 22 = 2° semestre 2022. Fonte: Nomisma

Diverso il trend dei canoni di locazione di abitazioni, che hanno confermato il tasso di crescita del 1° semestre (attorno all'1% in media), a fronte della stabilità registrata nel segmento locativo degli uffici e della lieve flessione in quello dei negozi. Il +1,1% dei canoni di locazione delle abitazioni, preceduto da un +0,9% nella prima parte dell'anno, testimonia la pressione della componente di domanda che resta esclusa dal mercato dell'acquisto e di quella già robusta di chi cerca casa in affitto. La qualità dell'abitazione rappresenta un elemento importante per chi intende andare a vivere in affitto, in un mercato in cui prevale la scarsa qualità degli immobili disponibili.

## Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Paolo Leoni

Nell'ultimo mese le scadenze dei tassi Euribor ed Euriris hanno seguito una diversa dinamica: riguardo ai primi, le scadenze a 1 mese, a 3 mesi e a 6 mesi hanno continuato il trend ascendente avviato in primavera/estate, a differenza della scadenza a 12 mesi rimasta sostanzialmente stabile; riguardo ai secondi, la scadenza a 2 anni ha tracciato un percorso laterale con minime oscillazioni, mentre per quelle superiori (5, 10 e 30 anni) si è registrato un andamento leggermente discendente. Il disomogeneo comportamento è stato indotto dal fatto che i tassi di interesse fino a 1 anno hanno subito il condizionamento delle aspettative sulla politica monetaria e quelli superiori a 5 anni hanno invece incorporato le attese relative agli sviluppi futuri del ciclo economico.

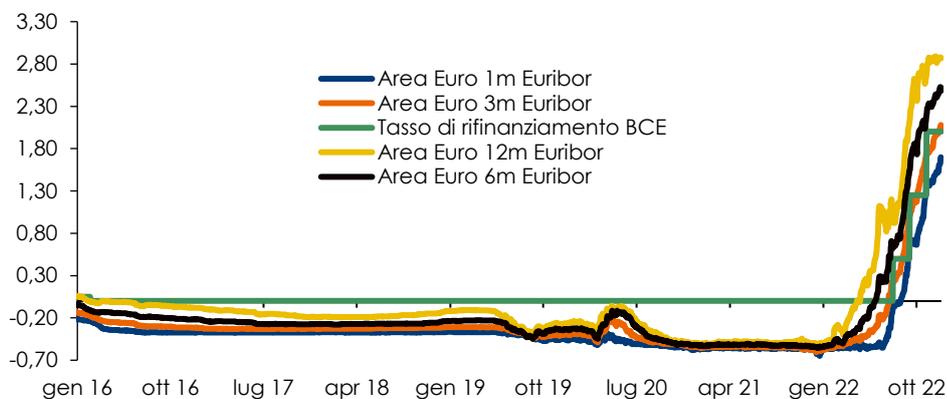
Dopo la riunione di ottobre, sebbene all'interno del Consiglio sia cresciuta la fazione favorevole alla moderazione dei rialzi, non è emersa dalla BCE una linea chiara, con il governatore della Bundesbank Joachim Nagel che ha sostenuto la necessità di portare i tassi a livelli tali da frenare la domanda in considerazione di un'inflazione tedesca prevista ancora superiore a +7% nel 2023. Ugualmente il dato sul CPI dell'Eurozona di novembre non è stato univocamente interpretabile in quanto, nonostante si sia registrato il primo calo da giugno 2021 dell'inflazione headline (+10% a/a da +10,6% di ottobre), l'indice core ha mostrato nuovamente una variazione tendenziale ai massimi storici (+5% a/a come ad ottobre). Tale situazione ha continuato ad alimentare la crescita dei tassi Euribor inferiori all'anno fino alla riunione di dicembre: in quest'ultima la BCE ha scelto di ridurre l'ampiezza dei rialzi, optando per un aumento di 50pb su tutti i tassi ufficiali, e di annunciare il *Quantitative Tightening* (QT), ossia la riduzione del bilancio. Il ridimensionamento di quest'ultimo non avverrà con la vendita di titoli, ma soltanto con il mancato rinnovo di una quota crescente di titoli in scadenza: a partire dall'inizio di marzo 2023 il portafoglio del programma di acquisto di attività (APP) si ridurrà a un ritmo misurato e prevedibile, poiché l'Eurosistema non reinvestirà parte dei pagamenti di capitale dei titoli in scadenza; la riduzione sarà pari a 15 miliardi di euro al mese in media fino alla fine del secondo trimestre del 2023 e il ritmo successivo sarà determinato nel tempo (nella riunione di febbraio il Consiglio direttivo annuncerà i parametri dettagliati per la riduzione del portafoglio APP).

Parallelamente le persistenti tensioni inflattive in area euro nell'ultimo mese, esacerbate dagli impatti della guerra in Ucraina e dalla crisi energetica globale, hanno depresso consumi e investimenti e fatto sorgere crescenti attese di una recessione tecnica a cavallo d'anno. L'incorporazione di queste aspettative, sempre più forti da parte dei tassi Euriris, ha portato a una flessione di quelli con scadenza superiore a 5 anni, sulla scia della progressiva inversione della curva dei rendimenti; questo ha determinato un calo più consistente per le scadenze più lunghe.

Prospetticamente, per i tassi Euribor dovrebbero profilarsi altri mesi di crescita. Perché si ponga termine alla restrizione monetaria è infatti necessario che la probabilità di un calo dell'inflazione al 2% nell'orizzonte di previsione diventi molto alta. Le attuali proiezioni di inflazione della BCE vedono la crescita dell'indice generale dei prezzi pari a +8,4% in media nel 2022, a +6,3% nel 2023, a +3,4% nel 2024 e a +2,3% nel 2025. La discesa sotto il 2% si verificherebbe probabilmente solo nel 2025, anno in cui anche l'inflazione core dovrebbe tornare vicina al 2% (attualmente è prevista in media a +2,4% per quell'anno). Con questo profilo di inflazione, il ciclo di strette monetarie potrebbe continuare fino a portare il tasso sui depositi a 3,50% attraverso altri 2 rialzi di mezzo punto a febbraio e marzo 2023, seguiti da un paio di ulteriori ritocchi nel corso dei mesi seguenti. Tale sentiero dei tassi sembrerebbe infatti più verosimile alla luce di un ragionevole recupero da parte dei lavoratori di potere d'acquisto nei prossimi anni (che porterebbe a una discesa dell'inflazione più lenta nei servizi) e in considerazione dell'ormai minima probabilità di scenari recessivi estremi come quelli delineati da un razionamento delle fonti energetiche. Per i tassi Euriris l'attuale livello della pendenza della curva risulta in linea con uno scenario di rallentamento moderato e, nel breve termine, il maggior calo delle scadenze più lunghe dovrebbe proseguire: i rischi al rialzo sull'inflazione 2023 contribuiranno infatti a creare pressioni sulla parte a breve, mentre i timori sulla crescita, con il proseguire della restrizione, continueranno

a pesare sulla parte a lunga. La stessa BCE ha rivisto al ribasso nel meeting di dicembre le sue proiezioni di crescita, portandole a +0,5% nel 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.

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 28.11.2022.

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:** Monica Bosi