

Mercato Immobiliare e Finanziamenti

Panoramica sugli immobili d'impresa

Mercato immobiliare

La domanda di immobili d'impresa (uffici e negozi) sembra mostrare segnali di miglioramento, nonostante il deterioramento del potere di acquisto causato dall'impennata dell'inflazione e il calo del clima di fiducia dei consumatori. L'interesse si rivolge ad asset che denotano una diversificazione per tipologia e territoriale maggiore rispetto al passato facendo movimentare i prezzi dopo anni di costante flessione. Il settore immobiliare può contare su un'inerzia molto favorevole che eredita dal 2021 e dalla prima parte del 2022, ma lo scenario prospettico risulta incerto a fronte sia delle tensioni geopolitiche in atto sia del rischio di una crisi energetica europea.

Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Durante gli ultimi due mesi i tassi Euribor e i tassi Eurirs hanno mostrato una dinamica stabilmente ascendente che ha portato ampie variazioni soprattutto sulle scadenze brevi. A trainare il rialzo sono state le crescenti aspettative su una maggiore rigidità della BCE, soprattutto dopo il nuovo record segnato dall'inflazione dell'Eurozona ad agosto. Nella riunione dell'8 settembre la BCE ha alzato di 75pb tutti i tassi di riferimento e rivisto al rialzo le proprie proiezioni di inflazione. L'autorità monetaria ha prospettato nuovi rialzi dei tassi ufficiali nelle prossime riunioni, senza fornire alcuna indicazione aggiuntiva riguardo all'estensione degli stessi (quest'ultima dipenderà dai dati e dal loro impatto sulle previsioni). Tuttavia, in due delle risposte fornite ai giornalisti, la presidente Lagarde si è sbilanciata ad affermare che le aspettative dei mercati sono ragionevoli e che il rialzo dei tassi dovrebbe esaurirsi entro la fine del 1° trimestre 2023 (in 4 riunioni al massimo). Il complesso di queste anticipazioni ha ulteriormente alimentato il trend crescente dei tassi Euribor ed Eurirs: per i primi, coerentemente con questo quadro – e considerando le recenti indiscrezioni secondo cui già a dicembre, se le proiezioni di inflazione a lungo termine non saranno rientrate al 2%, il tasso sui depositi potrebbe essere portato al 2% – la tendenza dovrebbe perpetuarsi anche nei prossimi mesi (fino a marzo 2023); per i secondi, l'elevata probabilità di una stagnazione nel presente trimestre e di una recessione a cavallo d'anno dovrebbe determinare una dinamica più incerta e caratterizzata da una maggiore volatilità, con un rialzo sino a fine anno (più accentuato per le scadenze fino a 5 anni) e una flessione nel 1° trimestre 2023.

21 settembre 2022 – 14:18 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

**Ricerca per
investitori privati e PMI**

Ester Brizzolara

Analista Finanziario

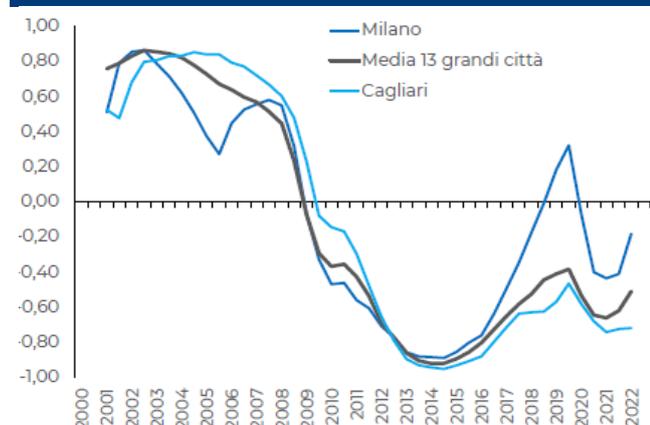
Paolo Leoni

Analista Finanziario

21 settembre 2022 – 14:24 CET

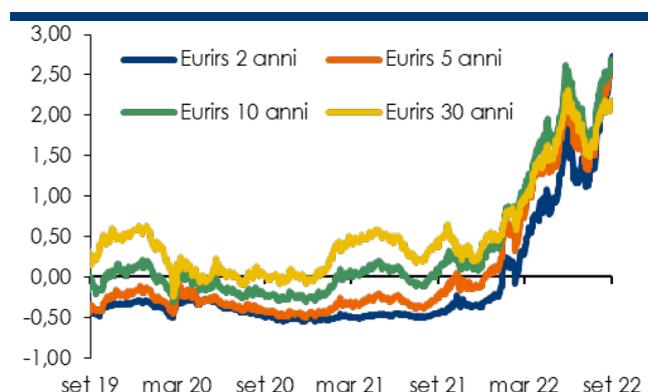
Data e ora di circolazione

Indice di performance del mercato non residenziale delle compravendite



Fonte: Nomisma

L'andamento dei tassi Eurirs (%)



Fonte: Bloomberg

Mercato immobiliare

Il mercato delle unità immobiliari di impresa è ancora in difficoltà rispetto alla situazione pre-pandemica; tuttavia, si intravedono segnali di miglioramento sia in merito alla dinamica dei volumi che dei prezzi. Nel corso del 2021 le transazioni dei segmenti direzionale e commerciale hanno mostrato tassi di crescita superiori al 30% in media annua. Tale dinamica ha poi trovato conferma anche nella prima parte del 2022, con incrementi tendenzialmente più contenuti ma comunque superiori al 10%. Ciò ha contribuito a determinare nel 1° semestre 2022 una leggera crescita dei prezzi di uffici e negozi nella gran parte delle principali città italiane, sulla scorta di quanto già accaduto a Milano e Roma nel corso del 2021.

Ester Brizzolaro

Secondo Nomisma, il 2022 si dovrebbe chiudere con un tasso di variazione medio annuo positivo dei prezzi dello 0,9% per gli uffici e dello 0,7% per i negozi, con le sole Torino e Catania che scontano ulteriori flessioni nel segmento direzionale, e Palermo, Genova, Catania e Padova in quello commerciale.

Previsioni dei prezzi medi a valori correnti in 13 grandi città (var. % annue)

%	2022	2023	2024
Uffici	0,9	1,1	1,5
Negozi	0,7	1,0	1,3

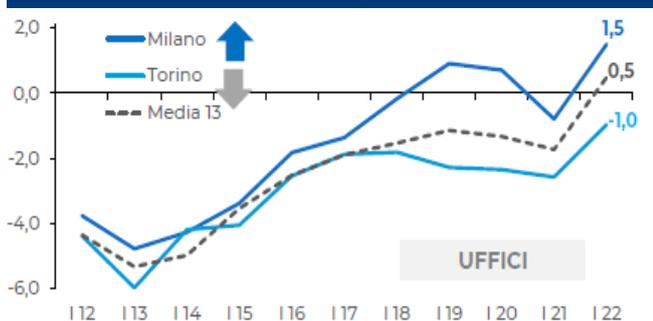
Fonte: Nomisma

Il positivo andamento delle compravendite dovrebbe ulteriormente consolidare la dinamica dei valori nel prossimo biennio, sebbene con un'intensità più contenuta (compresa tra l'1% e l'1,5%) di quella prevista per il settore residenziale. Nel 2023 i prezzi degli uffici dovrebbero aumentare dell'1,1% e quelli dei negozi dell'1%, mentre nel 2024 i tassi di crescita sono stimati da Nomisma rispettivamente a +1,5% e +1,3%, confermando una dinamica leggermente più espansiva nel settore direzionale rispetto a quello commerciale.

L'evoluzione positiva del quadro macroeconomico attesa nel lungo termine (prossimo triennio) dovrebbe attenuare gli effetti della probabile contrazione delle transazioni attesa nel breve termine (a partire dalla seconda metà del 2022), evitando una nuova fase di flessione dei valori. Lo scenario prospettico rimane tuttavia incerto e soggetto a tensioni geopolitiche internazionali, oltre al rischio di una crisi energetica europea.

Di seguito riportiamo un breve riassunto sulla dinamica dei prezzi e delle compravendite e sull'intensità della domanda fin qui registrata.

Evoluzione dei prezzi per Uffici in 13 grandi città (var. % annua)



Fonte: Nomisma

Evoluzione dei prezzi per Negozi in 13 grandi città (var. % annua)



Fonte: Nomisma

Nel segmento degli uffici, il progresso del +0,5% medio tendenziale, registrato nel 1° semestre dell'anno, rappresenta la sintesi che va dal -1,2% di Catania al +2% di Bologna.

Dinamica dei prezzi

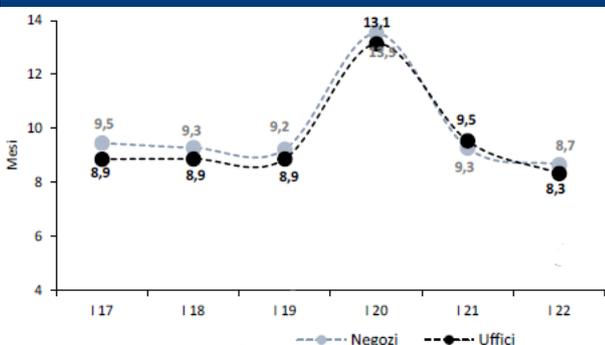
Il segmento dei negozi sembra aver beneficiato di una minore contrazione dei consumi, che aveva avuto pesanti ripercussioni sui bilanci delle attività commerciali, con l'inversione di tendenza dei prezzi saliti dello 0,3% su base tendenziale e dello 0,8% a livello congiunturale (sul semestre precedente). Vi sono, tuttavia, ancora mercati con valori immobiliari in flessione, quali Genova e Palermo (entrambi hanno fatto segnare un arretramento dell'1,5% tendenziale), mentre a guidare la classifica dei rialzi è ancora una volta Milano, con un +2,4% annuale.

Per entrambe i segmenti, uffici e negozi, la riduzione del potere contrattuale della domanda è stata solo in parte compensata da una contrazione delle aspettative, che non ha impedito una timida risalita dei prezzi dopo molti anni.

La domanda immobiliare, a giudizio degli operatori del settore, non si è ancora riattivata nel segmento terziario e commerciale, mentre diversa è la valutazione espressa dagli stessi relativamente al segmento abitativo.

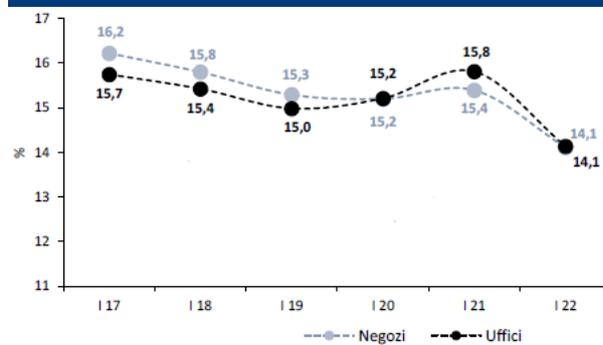
Dinamica delle compravendite e intensità della domanda

Tempi medi di vendita degli immobili d'impresa nei primi semestri (in mesi)



Fonte: Nomisma

Sconti medi praticati sui prezzi richiesti (primi semestri), valori in %



Fonte: Nomisma

Il credito da sempre ha rappresentato un sostegno importante per la concretizzazione degli acquisti immobiliari. A seguito della nuova fase restrittiva della politica monetaria da parte della BCE, con il conseguente aumento dei tassi sui finanziamenti bancari, appare probabile un rallentamento dell'attività di compravendita assistita da mutuo nella seconda metà di quest'anno.

I tempi di assorbimento degli immobili in vendita variano in relazione alla tipologia. Per gli uffici occorrono in media 8,7 mesi, ne occorrono invece 8,3 per i negozi. Negli ultimi anni i tempi per finalizzare la vendita si sono progressivamente ridotti e anche nel 1° semestre di quest'anno ha trovato conferma tale tendenza; tuttavia, i valori si mantengono elevati. Milano risulta essere il mercato che, in tutti i segmenti monitorati, fa segnare i tempi di vendita più contenuti, non solo in comparazione con gli altri contesti urbani, ma rispetto alla performance dello stesso mercato negli ultimi vent'anni.

Tempi di assorbimento

Lo sconto praticato in media sul prezzo richiesto nei 13 maggiori mercati è risultato pari al 14,1% sia per uffici che per negozi. Nell'ultimo anno, la riduzione del divario ha riguardato tutti e due i segmenti monitorati, con un calo maggiore per gli uffici. Agli estremi della graduatoria dello sconto medio praticato nei 13 maggiori mercati, indipendentemente dal segmento immobiliare, si collocano Palermo, Cagliari e Catania tra i mercati con valori più elevati di sconto, mentre Milano si attesta su livelli non distanti dai minimi registrati dal 2000 ad oggi.

Sconti praticati sul prezzo richiesto

Il rendimento medio annuo lordo per gli uffici nelle città principali oscilla tra il 4,8% delle zone centrali al 5,4% delle periferie, con una media urbana del 5,2%. Per i negozi le medie si attestano tra il 7,3% e il 7,4%. Il rendimento in città è pari al 7,3%.

Rendimenti stabili

Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Paolo Leoni

Durante gli ultimi due mesi i tassi Euribor e i tassi Eurirs hanno mostrato una dinamica stabilmente ascendente che ha portato ampie variazioni soprattutto sulle scadenze brevi: per gli Euribor l'aumento è stato in media di +100pb, tanto da portare anche l'Euribor a 1 mese in terreno positivo, mentre per i primi due nodi della curva Eurirs (2 e 5 anni) l'incremento medio è stato di +130pb. Per le scadenze Eurirs più lunghe (10 e 30 anni) la salita è stata meno ripida (+70pb in media) e, conseguentemente, il segmento 2-10 anni della curva è divenuto perfettamente piatto. A trainare il rialzo sono state le crescenti aspettative su una maggiore rigidità della BCE, soprattutto dopo il nuovo record segnato dall'inflazione dell'Eurozona ad agosto.

Nell'Eurozona, il CPI di agosto è salito infatti di +9,1% a/a, nuovo massimo dal 1998 (ovvero da quando esistono i dati comparabili). A causare l'accelerazione sono stati ancora l'energia (+38,3%) e i beni alimentari (+10,6%), anche se una crescita sorprendente è stata riscontrata anche per l'indice core: +4,3% a/a. L'andamento dell'indicatore complessivo su base mensile (+0,6%) ha evidenziato chiaramente il meccanismo endogeno di trasmissione dei rincari energetici, che si sono riflessi nel rialzo dei beni alimentari e dei beni manufatti ex-energia a dispetto dei segnali di attenuate pressioni a monte della catena produttiva.

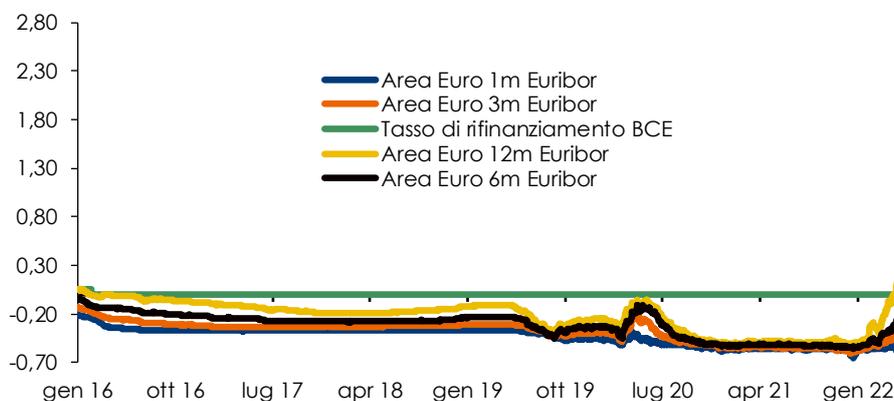
Per contrastare tale dinamica, che nei prossimi mesi potrebbe mostrare una variazione a doppia cifra sulla scia della volatilità dei prezzi del gas, dalla BCE si sono susseguite già da metà agosto diverse dichiarazioni molto severe che, finalizzate a preparare il terreno per la riunione di settembre, hanno guidato verso l'alto la traiettoria dei tassi Euribor ed Eurirs. In particolare, in un'intervista a Reuters il membro del Comitato esecutivo BCE Isabel Schnabel ha sottolineato che anche l'eventualità di una recessione non sarebbe stata sufficiente a spegnere le pressioni inflazionistiche (in quanto causate in parte da uno shock da offerta) e come diversi indicatori segnalassero "un elevato rischio di disancoraggio" delle aspettative di inflazione. Quanto alle scelte operative da compiere, la stessa ha evidenziato il livello fortemente negativo dei tassi reali a breve per mostrare l'ampio spazio disponibile per i rialzi sui tassi ufficiali prima che la politica monetaria possa definirsi effettivamente restrittiva.

Dopo questa serie di esternazioni tese a spostare verso l'alto le aspettative di rialzo dei tassi da +50 a +75 punti base, nella riunione dell'8 settembre la BCE ha eseguito quanto preannunciato, alzando di 75pb tutti i tassi di riferimento. Il comunicato della banca centrale ha giustificato questa accelerazione come un "anticipo" di rialzi futuri, dovuto alla nuova impennata dei prezzi testimoniata dalla revisione delle stime di inflazione. L'autorità monetaria ha mantenuto invece inalterata la politica dei reinvestimenti dei titoli in portafoglio, così come ha lasciato sospesa la forward guidance sui tassi: ha infatti prospettato nuovi rialzi dei tassi ufficiali nelle prossime riunioni, senza fornire alcuna indicazione aggiuntiva riguardo all'estensione degli stessi (quest'ultima dipenderà dai dati e dal loro impatto sulle previsioni). Tuttavia, in due delle risposte fornite ai giornalisti, la presidente Lagarde si è sbilanciata ad affermare che le aspettative dei mercati sono ragionevoli e che il rialzo dei tassi dovrebbe esaurirsi entro la fine del 1° trimestre 2023 (in 4 riunioni al massimo). La crescita dei tassi Euribor ed Eurirs è stata decisamente alimentata da tali anticipazioni, combinate anche con una netta revisione delle proiezioni macro dell'istituto: la crescita 2023 è stata drasticamente tagliata a +0,9% da +2,1% previsto a giugno e lo scenario di inflazione ha registrato un ulteriore consistente peggioramento.

Prospettivamente ci attendiamo nelle prossime due riunioni rialzi dei tassi di 50pb così da terminare il 2022 con il tasso sui depositi presso la BCE a 1,75%, mentre il punto di arrivo a marzo 2023 dovrebbe essere superiore al 2% e ciò anche in caso di scarsità di gas. Coerentemente con queste previsioni – e considerando le recenti indiscrezioni secondo cui già a dicembre, se le proiezioni di inflazione a lungo termine non saranno rientrate al 2%, il tasso sui depositi potrebbe essere portato al 2% – i tassi Euribor dovrebbero continuare a salire nei prossimi mesi. Riguardo al mercato interbancario, va inoltre segnalato il malfunzionamento che sta caratterizzando il mercato repo, i cui tassi sono scesi a causa della scarsa disponibilità di titoli da usare quale garanzia collaterale. Per i tassi Eurirs, infine, l'elevata probabilità di una stagnazione nel presente

trimestre e di una recessione a cavallo d'anno dovrebbe determinare una dinamica più incerta e caratterizzata da una maggiore volatilità: l'attuale tendenza rialzista dovrebbe protrarsi sino a fine anno (con maggiore intensità per le scadenze fino a 5 anni), mentre nel 1° semestre 2023 dovremmo assistere a una flessione.

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 28.07.2022.

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.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