

Mercato Immobiliare e Finanziamenti

Focus sul segmento corporate

Mercato immobiliare

Il mercato corporate europeo ha registrato un rallentamento diffuso nel corso del 2022 a causa sia delle tensioni legate al conflitto in Ucraina, sia per il progressivo deterioramento dello scenario macroeconomico generale. La spinta inflazionistica e l'aumento dei tassi di finanziamento hanno creato incertezza tra gli investitori e questo ha comportato modifiche nei flussi d'investimento sia dal punto di vista geografico sia per tipologia di asset, con un ritorno d'interesse per il segmento direzionale e per la logistica, considerati maggiormente difensivi nei periodi di bassa propensione al rischio. La ripresa del segmento corporate europeo è legata all'andamento di alcune variabili, tra cui le decisioni di politica monetaria in merito al punto di arrivo dei rialzi dei tassi di interesse e la riduzione dei costi dei beni e servizi legati alle costruzioni, che hanno subito una forte impennata nei mesi scorsi bloccando l'avvio di nuovi cantieri. Infine, la capacità di generare nuova offerta di immobili adeguata agli standard internazionali resta un nodo da sciogliere, soprattutto in Italia, per scongiurare il rischio di allontanamento da parte di numerosi investitori. I primi mesi dell'anno mostrano un clima attendista, che difficilmente porterà i dati sull'intero 2023 a livelli superiori rispetto allo scorso anno.

Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Nell'ultimo mese si sono verificati movimenti contrastati che hanno portato a un incremento dei tassi Euribor con scadenza a 1, 3, 6 mesi e del tasso Eurirs a 30 anni e ad una sostanziale stabilità per le restanti principali scadenze dei tassi Eurirs e per il tasso Euribor a 12 mesi. Le minime variazioni per gli ultimi casi citati sono infatti derivate dal fatto che il traino rialzista rappresentato dalla riunione di politica monetaria della BCE e dalle successive dichiarazioni restrittive dei principali esponenti è stato contrastato dall'influenza ribassista della dinamica dei tassi negli Stati Uniti dove le aspettative sull'economia appaiono più incerte a causa delle ripercussioni della restrizione monetaria e creditizia. Prospettivamente, la BCE dovrebbe alzare ancora i tassi di 25pb il 15 giugno (evento che riteniamo quasi certo), e di ulteriori 50pb tra il 27 luglio e il 14 settembre senza effettuare alcun taglio prima di fine 2023. Questa view, più restrittiva rispetto a quanto correntemente incorporato dal mercato, fa propendere per ulteriori allunghi per i tassi Euribor ed Eurirs nei prossimi mesi. Una fase di accentuata volatilità potrebbe inoltre verificarsi a giugno, con il rimborso dei fondi TLTRO III.

24 maggio 2023 - 14:40 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per
investitori privati e PMI

Ester Brizzolara

Analista Finanziario

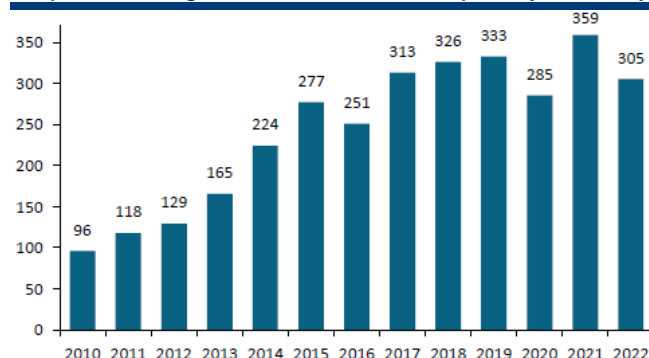
Paolo Leoni

Analista Finanziario

24 maggio 2023 - 14:45 CET

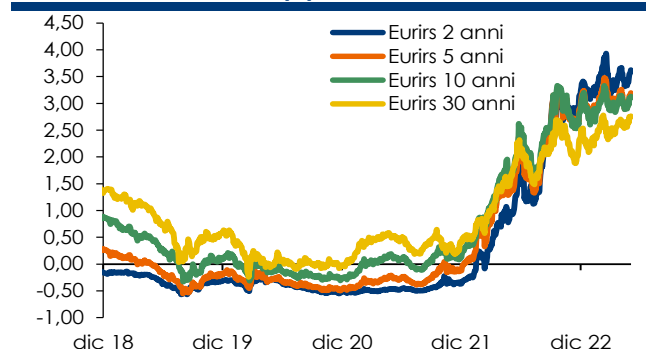
Data e ora di circolazione

Europa: volume degli investimenti immobiliari corporate (mld di euro)



Fonte: Nomisma

L'andamento dei tassi Eurirs (%)



Fonte: Bloomberg

Mercato immobiliare

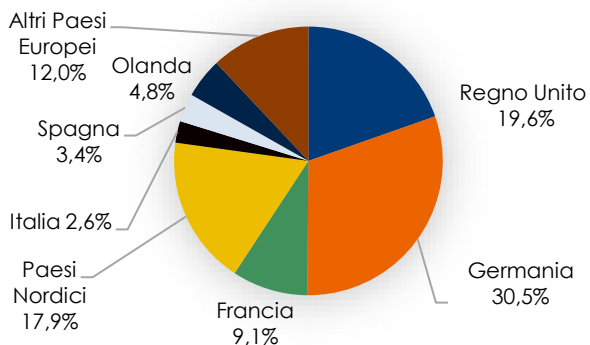
Il mercato corporate europeo ha terminato il 2022 con investimenti di poco superiori a 300 mld di euro, in calo su base annua del 15% circa. Ad appesantire il dato consuntivo ha contribuito soprattutto la forte flessione registrata nel 4° trimestre, pari al -58% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. L'instabilità geopolitica, l'inflazione e l'aumento dei tassi di interesse hanno spinto numerosi investitori a congelare le possibili operazioni d'ingresso sul mercato in attesa di una stabilizzazione del quadro macroeconomico.

Ester Brizzolaro

La flessione degli investimenti ha mostrato un andamento disomogeneo fra i vari paesi. Secondo le rilevazioni di Nomisma, Regno Unito e Francia, per esempio, sono rimasti abbastanza stabili, con valori pari rispettivamente a circa 72 miliardi di euro e 33 miliardi, mentre la Germania insieme ai paesi nordici (Danimarca, Svezia, Norvegia e Finlandia) hanno registrato un significativo calo, nell'ordine del 40% e del 31% rispettivamente, risentendo tra le altre cose della maggiore vicinanza al territorio di guerra ucraino. Infine, non sono mancati i paesi che hanno evidenziato un progresso, come Spagna e Italia, con investimenti pari a 17,6 miliardi di euro e 11,7 miliardi, con una crescita rispettivamente del 42% e del 24% circa su base annua. Tali dinamiche hanno portato a una ricomposizione del quadro a livello europeo, che ha visto guadagnare quote di mercato al Regno Unito a scapito della Germania, come evidenzia il confronto fra i due grafici sotto riportati. La Francia ha ripreso qualche punto percentuale, mentre i paesi nordici hanno perso anch'essi quote e si sono attestati al 14,4%, a vantaggio di Italia e Spagna che, pur mantenendo quote residuali, sono salite rispettivamente al 3,8% e al 5,8%.

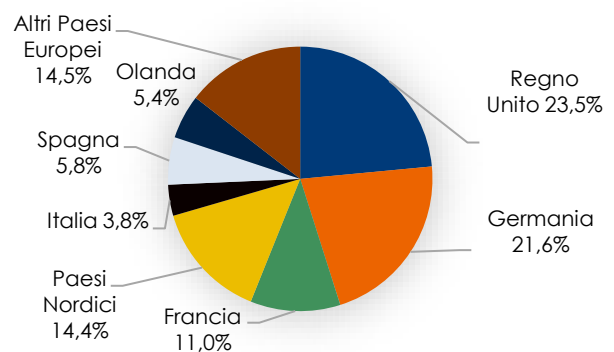
Europa

Europa: suddivisione degli investimenti immobiliari per paese (in % sul totale) nel 2021



Nota: Paesi nordici = Danimarca, Svezia, Norvegia, e Finlandia. Fonte: Nomisma

Europa: suddivisione degli investimenti immobiliari per paese (in % sul totale) nel 2022



Nota: Paesi nordici = Danimarca, Svezia, Norvegia, e Finlandia. Fonte: Nomisma

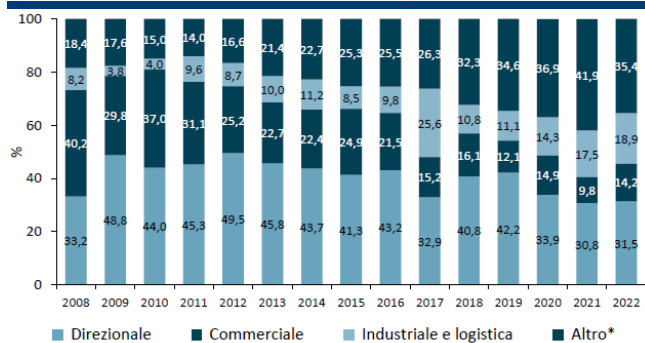
La diversa composizione geografica ha comportato un riposizionamento dell'asset allocation più favorevole al segmento commerciale, che ha visto un incremento degli investimenti del 20% rispetto all'anno precedente, portando l'incidenza sul totale al 14,2%. Gli altri settori sono risultati tutti in calo, compreso il segmento della logistica che nel corso del 2021 aveva mostrato un consolidamento della posizione di preminenza.

Nel 2022 la logistica ha rappresentato il 18,9% del totale investito, con un valore in riduzione dell'8%. Il mercato degli uffici si conferma l'asset class più rilevante, con un peso del 31,5%, nonostante la contrazione a/a nell'ordine del 15%. Infine, gli investimenti in asset alternativi hanno visto ridursi la propria quota dal 41,9% al 35,4%, in particolar modo a causa della contrazione nei segmenti residenziale, sanitario e alberghiero, rispettivamente in calo del 46%, 14% e 9%.

Per quanto riguarda il rendimento degli asset immobiliari, si nota come il rialzo dei tassi d'interesse ufficiali deciso dalla Banca Centrale Europea per fronteggiare l'inflazione abbia fatto salire anche i rendimenti medi da locazione, che fino alla fine del 2021 avevano registrato un trend

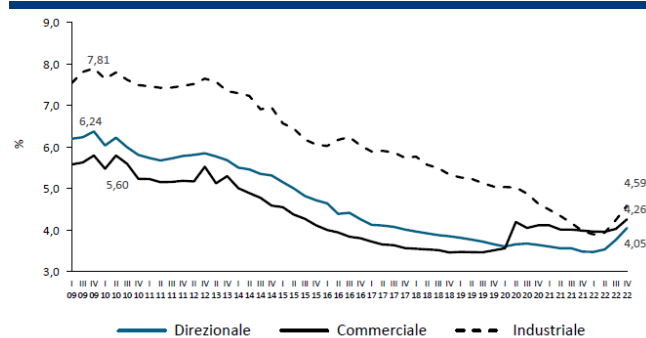
discendente. Secondo i dati Nomisma, nel corso della seconda parte del 2022 il dato medio è tornato a risalire, portando il rendimento medio annuo al 4,59% per gli immobili industriali, seguito da quelli commerciali al 4,26% e, infine, dal comparto direzionale, che si è attestato al 4,05%.

Europa: investimenti corporate per tipologia (in % sul totale)



Nota (*): Hotel, Misti e altre tipologie. Fonte: Nomisma

Europa: evoluzione dei rendimenti (dati in %)



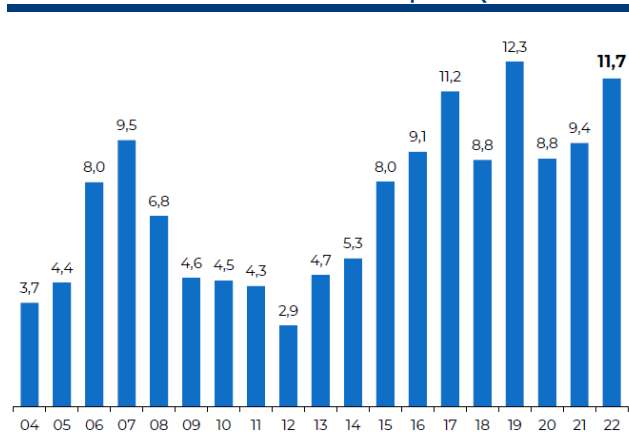
Fonte: Nomisma

Il mercato corporate in Italia nel corso del 2022 ha visto gli investimenti salire a 11,7 mld di euro, in progresso del 24,4% rispetto all'anno precedente, nonostante la contrazione registrata nel 4° trimestre. Il rallentamento, tuttora in atto, deriva dalla frenata dell'economia globale. Il rialzo dell'inflazione ha generato un aumento dei costi di costruzione e ristrutturazione che, insieme ai maggiori oneri di finanziamento, hanno compresso la redditività di numerose operazioni immobiliari che sono state interrotte o posticipate. Il rallentamento degli investimenti nella seconda parte del 2022 non ha impedito tuttavia un avanzamento della quota del mercato corporate italiano sul totale europeo, assestatisi al 3,8%, livello record degli ultimi dieci anni secondo i dati elaborati da Nomisma.

Italia

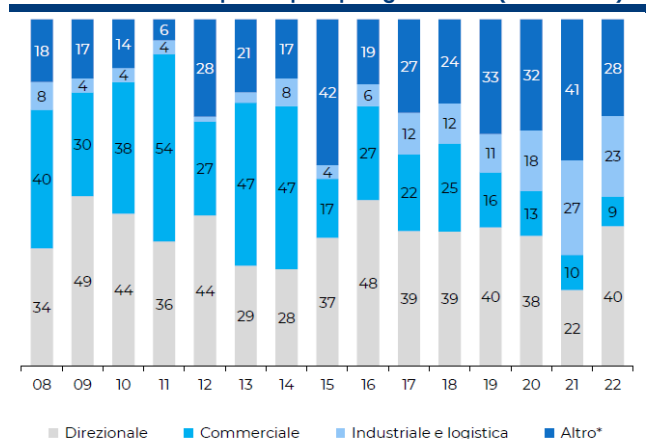
Gli investitori stranieri continuano a rappresentare la componente più rilevante del mercato domestico con il 69% dei volumi complessivi.

Italia: volume investimenti immobiliari corporate (miliardi di euro)



Fonte: Nomisma

Italia: investimenti corporate per tipologia di asset (% sul totale)



Nota: (*) Hotel, Misti e altre tipologie. Fonte Nomisma

In merito all'asset allocation per tipologia, il segmento direzionale ha confermato la posizione dominante con circa 4,7 miliardi di investimenti, pari a circa il 40% del totale. La logistica ha conseguito circa 2,7 miliardi di euro investiti e una quota di mercato pari al 23%. Il segmento commerciale invece ha continuato a perdere posizioni, raggiungendo a stento il miliardo di euro di investimenti, pari a circa il 9% del mercato complessivo. Per quanto riguarda le asset class che hanno storicamente un peso più contenuto, si è registrato un sensibile ritorno di interesse per gli

hotel (1,6 miliardi di euro di investimento, corrispondenti a una quota del 13,7% del mercato), mentre l'asset class residenziale è arretrata ulteriormente, attestandosi poco oltre gli 800 milioni di euro con una quota di mercato prossima al 7%.

Il mercato più importante per gli investimenti corporate continua ad essere Milano, che lo scorso anno ha rappresentato circa il 44% della movimentazione complessiva, pari a 5,2 miliardi di euro investiti. Roma, invece, risulta meno interessante per gli investitori, con una quota di mercato del 13% e un ammontare totale pari a circa 1,5 miliardi di euro, nonostante gli importanti eventi in programma nei prossimi anni, a partire dal Giubileo 2025. Il resto degli investimenti (43% del totale) è stato distribuito sul territorio nazionale con una concentrazione maggiore nel Nord Italia, oppure nelle principali città d'arte nel caso degli hotel.

Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Paolo Leoni

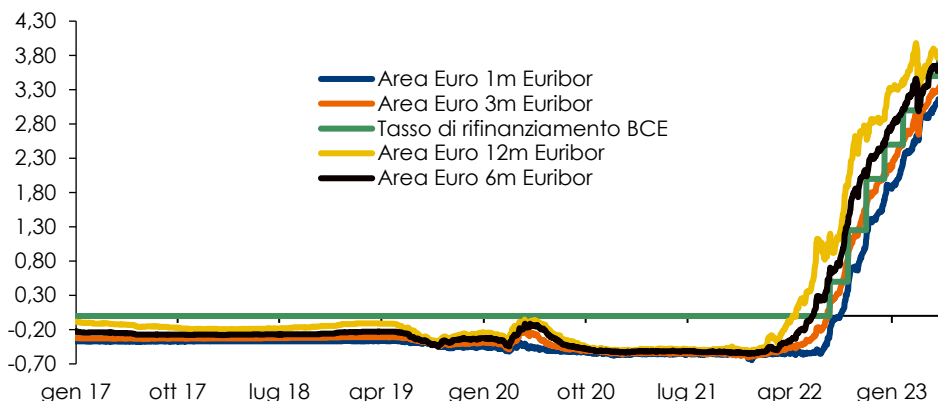
Nell'ultimo mese sui tassi Euribor ed Eurirs si sono verificati movimenti contrastati: per i primi le scadenze a 1, 3 e 6 mesi sono salite sulla scia della riunione BCE, mentre quella a 12 mesi è rimasta sostanzialmente stabile, recuperando nelle ultime sedute un'iniziale fase di discesa; per i secondi, invece, le scadenze a 2, 5 e 10 anni hanno seguito una dinamica omologa al tasso annuale e quella a 30 anni ha, al contrario, registrato un significativo rialzo. L'andamento discendente assunto in un primo momento dall'Euribor 12 mesi e dagli Eurirs a 2, 5 e 10 anni è stato causato dall'influenza del mercato americano che ha scontato aspettative più incerte sull'economia a causa delle ripercussioni della restrizione monetaria e creditizia; successivamente, nuove dichiarazioni di esponenti BCE (che ne hanno ribadito l'atteggiamento severo) hanno favorito il recupero delle scadenze in questione.

A maggio, come da consenso, la BCE ha alzato i tassi ufficiali di 25pb, motivando la scelta a causa di rischi al rialzo rispetto allo scenario dei prezzi ancora troppo forti e di prospettive di inflazione "troppo alte troppo a lungo" sulla scia della vischiosità del CPI core. Riguardo all'indirizzo sull'andamento dei tassi ufficiali il Consiglio direttivo ha assicurato di portarli "a livelli sufficientemente restrittivi per ottenere un tempestivo ritorno dell'inflazione all'obiettivo di medio termine del 2%", specificando poi che "saranno mantenuti a tali livelli per tutto il tempo necessario". L'Autorità monetaria ha inoltre annunciato un'accelerazione di circa 10 mld del ritmo della riduzione del bilancio, rendendo noto che da luglio i reinvestimenti del portafoglio APP, finora diminuiti di 15 mld mensili, saranno del tutto interrotti. Queste decisioni hanno influito sui tassi Euribor fino a 6 mesi determinandone un aumento piuttosto regolare sulla scia di aspettative sempre più preponderanti sulla stretta. L'Euribor a 12 mesi e gran parte dei tassi Eurirs si sono invece uniformati inizialmente all'andamento dei tassi negli Stati Uniti dove la Fed, pur operando una stretta di 25pb, ha puntualizzato al contempo di non aspettarsi più rialzi (a meno che, riunione per riunione, non si rivelino necessari). L'attenzione posta poi dalla Banca centrale americana non solo sull'andamento dei dati, ma anche sulla restrizione cumulata e gli effetti della stretta creditizia ha portato i mercati ad anticipare uno scenario economico più incerto, riflessosi in una discesa dei tassi USA. Questo uniformarsi dei tassi europei alla dinamica statunitense è stato successivamente neutralizzato da una lunga stringa di dichiarazioni di esponenti BCE successive al meeting, tutte volte a dare ai mercati un messaggio restrittivo, probabilmente con l'obiettivo dell'istituto di innescare una rimodulazione verso l'alto delle attese di mercato. Particolarmente ascoltate dagli operatori sono state le parole di De Guindos, considerato tipicamente una "colomba" (ossia un funzionario dall'approccio più espansivo della media dei membri della BCE): il vice-presidente della BCE ha affermato, riprendendo le parole di Lagarde, che sul fronte dell'inasprimento della politica monetaria, "una parte significativa del viaggio è stata fatta, ma c'è ancora molta strada da fare" e non si sa quale sarà il punto di arrivo. De Guindos ha anche segnalato che è particolarmente preoccupante l'evoluzione dell'inflazione core nel settore dei servizi.

Prospettivamente riteniamo dunque che la BCE alzerà ancora i tassi di 25pb il 15 giugno (evento che consideriamo quasi certo) e che ulteriori 50pb di rialzo tra il 27 luglio e il 14 settembre restino probabili; non riteniamo invece plausibile che la BCE tagli i tassi prima di fine 2023. Questa view, più restrittiva rispetto a quanto correntemente incorporato dal mercato, fa propendere per ulteriori allunghi per i tassi Euribor ed Eurirs nei prossimi mesi. Una fase di accentuata volatilità potrebbe verificarsi a giugno, con il rimborso dei fondi TLTRO III: tale evento, dato che coinciderà con una fase di drenaggio della raccolta a vista, obbligherà una parte del sistema bancario europeo (quello senza eccesso di riserve) a ridurre gli attivi oppure ad aumentare il ricorso alle MRO e alle LTRO ordinarie, con impatti negativi sulla redditività e sulle condizioni creditizie. Il problema sarà particolarmente sentito in Italia, ove poco meno della metà degli intermediari non hanno riserve sufficienti a coprire il rimborso delle TLTRO (secondo quanto riportato da Banca d'Italia nel Rapporto sulla Stabilità Finanziaria 1/2023). Una parte del mercato si aspetta che la BCE possa offrire delle LTRO di durata superiore ai tre mesi per agevolare la transizione. La presidente BCE Lagarde ha ripetuto che la scadenza di giugno non può essere una sorpresa per

nessuno e che le banche devono essere preparate all'evento. In un'ottica futura a più lungo termine è ragionevole ipotizzare che da gennaio 2024 l'Autorità monetaria possa sospendere per intero anche i reinvestimenti del portafoglio "pandemico" PEPP: Tale eventualità, ovviamente, potrebbe avere parimenti un effetto rialzista sui tassi che la stessa BCE ha cercato di stimare attraverso una recente simulazione sui tassi governativi. Secondo tale studio, il rialzo di 277pb segnato tra ottobre 2021 e marzo 2023 dai tassi governativi a 10 anni è stato indotto per 65pb dalle attese di mercato su modifiche dei programmi PEPP e 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.

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 20.04.2023.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati.

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, Monica Bosi