

Aggiornamento sul mercato residenziale

Mercato immobiliare

Le tendenze previsionali sul mercato residenziale italiano per il 2023 sono improntate all'ottimismo per il segmento della locazione, dove sono attesi canoni e numero di contratti in crescita. Le compravendite invece sono previste in ribasso, mentre dovrebbero rimanere stazionari i prezzi medi di transazione. Dopo un biennio post-pandemico 2021-2022 di ritrovato ottimismo, il mercato immobiliare deve fare i conti con uno scenario di allentamento della crescita economica, unito alla severità delle misure restrittive di politica monetaria messe in campo dalla BCE. In tale contesto il ricorso al credito per acquistare la casa diventa imprescindibile per larga parte delle famiglie italiane ma questo crescente fabbisogno si scontra inevitabilmente con maggiori oneri di finanziamento e un orientamento selettivo da parte del sistema bancario. Ne deriva quindi un sensibile calo delle intenzioni di acquisto immobiliari e delle richieste di finanziamento che, almeno temporaneamente, va a rafforzare il mercato della locazione.

Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Durante l'ultimo mese i tassi Eurirs hanno registrato significativi cali: tale dinamica è stata il riflesso della crisi bancaria scaturita dal caso SVB (Silicon Valley Bank) negli Stati Uniti che ha determinato sui mercati una forte avversione al rischio e una ridefinizione delle attese di politica monetaria. Questi elementi hanno avuto un'influenza meno rilevante sui tassi Euribor, i quali si sono uniformati alla stretta di +50pb decisa a marzo dalla BCE, con un rialzo delle scadenze ad 1 e 3 mesi e una sostanziale stabilità di quelle a 6 mesi ed 1 anno. L'attuale contesto di crisi ancora in corso rende difficile delineare uno scenario prospettico: la situazione di incertezza potrebbe portare comunque le banche ad inasprire le condizioni di prestito. Attualmente, per quanto riguarda i tassi ufficiali, i mercati danno per scontato che siano più o meno arrivati, e non arrivano ad incorporare 50pb di ulteriore aumento. Ciò può essere vero in caso di continuazione dell'incertezza, ma non sarà affatto così se invece le tensioni finanziarie rientreranno: in tal caso, la necessità di rallentare la domanda interna per frenare l'inflazione sottostante implicherà nuovi rialzi dei tassi (da 50 a 100pb, a nostro giudizio).

27 marzo 2023 - 13:26 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

**Ricerca per
investitori privati e PMI**

Ester Brizzolara

Analista Finanziario

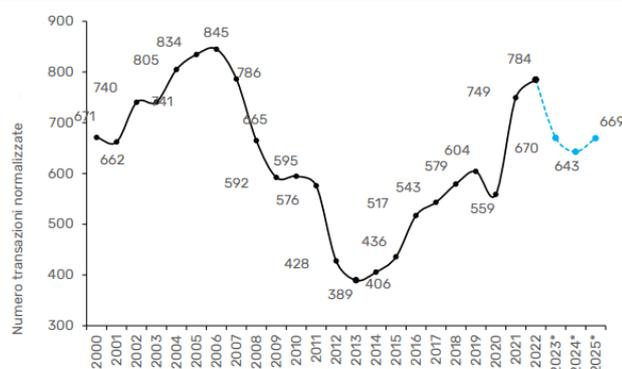
Paolo Leoni

Analista Finanziario

27 marzo 2023 - 13:32 CET

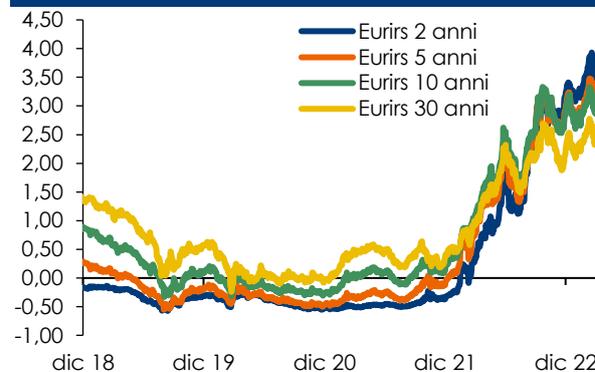
Data e ora di circolazione

Italia: numero di compravendite residenziali (dati in migliaia)



Nota: (*) previsioni Nomisma. Fonte: Nomisma

L'andamento dei tassi Eurirs (%)



Fonte: Bloomberg:

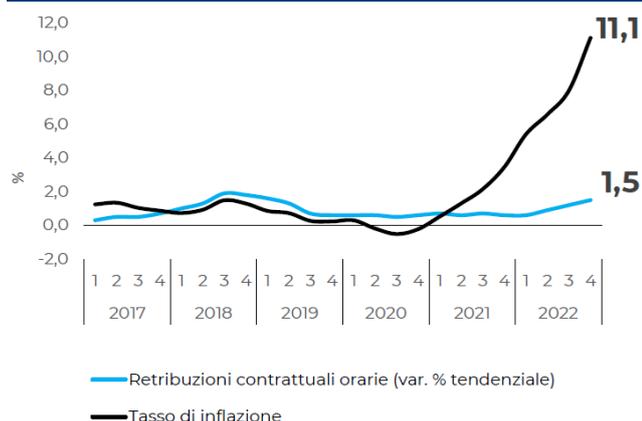
Mercato immobiliare

Il mercato immobiliare italiano si trova ad affrontare uno scenario meno favorevole rispetto al recente passato. Dopo aver beneficiato di un ampio recupero dei volumi di compravendita nel biennio post-pandemico, il repentino rialzo dei tassi d'interesse, posto in essere dalla BCE per contrastare l'inflazione, sta comportando una maggiore onerosità dei mutui e una frenata della domanda abitativa.

Ester Brizzolara

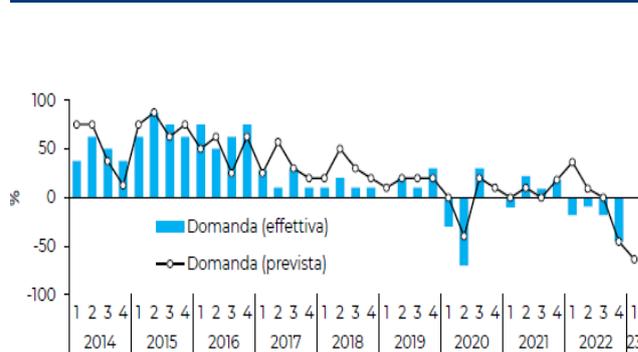
A rendere più difficile l'accesso al credito, secondo il recente Osservatorio di Nomisma, non è solo l'accresciuta onerosità del finanziamento con tassi passati in media dall'1,9% di maggio 2022 al 3,8% di febbraio 2023, ma anche il cambio di percezione sulla solvibilità futura di molti dei potenziali mutuatari. Redditi familiari fermi, in quanto non indicizzati all'inflazione, comportano infatti una perdita di potere d'acquisto con un peggioramento delle condizioni economiche soprattutto per i redditi medio-bassi. Inoltre, l'aspetto emotivo gioca un ruolo importante, dal momento che la contrazione della domanda riflette anche il peggioramento del clima di fiducia dei consumatori, preoccupati della situazione economica del Paese e, conseguentemente, della propria capacità di restituzione del debito.

Perdita del potere di acquisto: evoluzione delle retribuzioni da lavoro dipendente rispetto all'inflazione (valori in %)



Nota: gli adeguamenti salariali sono stati molto contenuti e ben lontani dall'assorbire gli effetti dell'adeguamento dei prezzi. Fonte: Nomisma

Domanda di mutui delle famiglie per l'acquisto di abitazioni (saldo percentuale netto: aumento – diminuzione)



Nota: la domanda di mutui ha subito una contrazione sul finire dello scorso anno, con la prospettiva di ulteriori ridimensionamenti anche nel 1° trimestre 2023. Fonte: Nomisma

Se il 2022 ha visto una sostanziale stabilità delle erogazioni di mutui (+1%), associata a una marcata diminuzione di surroghe e sostituzioni (-70%), il 2023 secondo la previsione di Nomisma potrebbe vedere una diminuzione annua a doppia cifra sia dei nuovi finanziamenti per la casa (-18%) sia delle surroghe e sostituzioni (-47%). Infine, anche la politica creditizia più prudente incide negativamente sull'afflusso di domanda di acquisto. Pertanto, per il 2023 Nomisma stima una flessione dell'attività di compravendita residenziale intorno al 14,6% su base annua a 670 mila transazioni rispetto alle 784 mila concluse nel 2022. L'intensità della contrazione dovrebbe essere più evidente nella prima parte dell'anno per poi ridursi progressivamente. I rischi di ridimensionamento del mercato dovrebbero essere circoscritti all'anno in corso e non dovrebbero comportare arretramenti dei valori nominali.

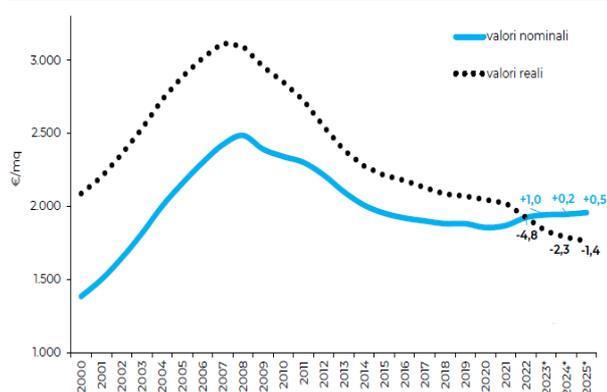
Sul fronte prezzi, Nomisma ipotizza una sostanziale stabilità nel 2023 (+1% circa a valori nominali), che deriva da un riassetto della domanda per la minore capacità di spesa a fronte di una resistenza all'adeguamento al ribasso dei valori di vendita che comporta sempre un certo ritardo temporale. Il tutto si somma al fatto che in Italia c'è una mancanza strutturale di immobili nuovi, quindi conformi ai nuovi criteri di risparmio energetico, che indirizza gran parte della domanda sull'usato da ristrutturare. Ricordiamo che la direttiva UE "case green" prevede che gli immobili

residenziali raggiungano la classe energetica E entro il 2030 e la classe energetica D entro il 2033. Il 61% degli edifici residenziali italiani si trova in classe F (3,15 milioni pari al 25,3% del totale) o G (4,46 milioni pari al 37,7% del totale) secondo i dati aggiornati di Istat-Enea.

La rigidità dei prezzi delle abitazioni nelle fasi di rallentamento del ciclo economico rappresenta una caratteristica del mercato immobiliare italiano, destinata a trovare conferma anche in questa fase congiunturale in cui l'erosione in termini reali sarà tutt'altro che trascurabile, alla luce di un'inflazione ancora elevata e che fatica a ridimensionarsi.

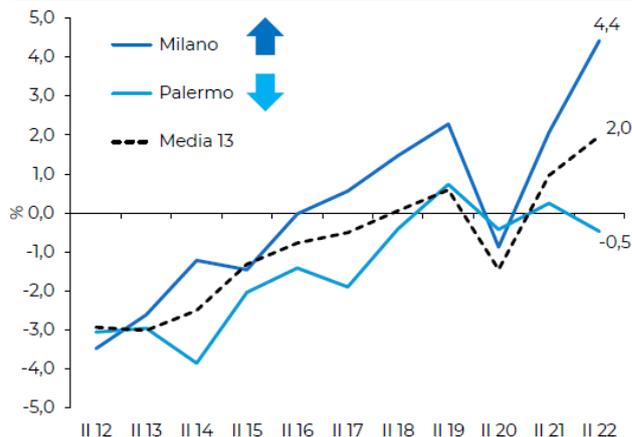
Le evidenze emerse dall'Osservatorio di Nomisma sulle città intermedie confermano il perdurare di un'intonazione positiva dei prezzi anche se è in corrispondenza dei grandi centri abitativi che ci si aspetta la comparsa di eventuali segnali recessivi. Nelle diverse aree territoriali c'è una certa eterogeneità delle performance dovuta principalmente agli sfasamenti temporali che hanno segnato le fasi di inversione dei cicli immobiliari. Nomisma evidenzia anche come nell'ultimo anno i tempi per finalizzare la vendita di un'abitazione si siano in realtà leggermente accorciati (5,4 mesi in media) non discostandosi dai livelli raggiunti a consuntivo nel 2021. Lo sconto medio praticato sul prezzo richiesto si attesta in media al 10,6% nel comparto abitativo.

Prezzi medi di abitazioni e previsioni (media delle grandi città italiane, valori % annuali)



Nota: (*) previsioni Nomisma; valori reali= al netto dell'inflazione. Fonte: Nomisma

Evoluzione canoni di locazione residenziali nelle maggiori città italiane (variazioni % annuali)



Fonte: Nomisma

La situazione sul versante degli affitti residenziali risulta più dinamica. Alla domanda stabile di lungo periodo si aggiunge quella temporaneamente impossibilitata ad accedere alla proprietà. Ne deriva, quindi, una maggiore propensione rialzista sui canoni rispetto alla dinamica dei prezzi. I rendimenti lordi da locazione nella media delle principali città monitorate da Nomisma non hanno subito variazioni significative e si attestano in media al 5,5% nel residenziale. I tempi medi per affittare un'abitazione si attestano a 1,5 mesi.

Infine, per quanto riguarda il versante degli investimenti corporate in Italia, secondo Nomisma la situazione appare più articolata. Proprio quando la risalita del comparto sembrava procedere con passo spedito, con volumi tornati su livelli prossimi ai massimi storici, il progressivo indebolimento delle prospettive di crescita economica ha fatto riemergere i dubbi irrisolti da parte degli investitori stranieri relativamente alle prospettive del Paese e alla sostenibilità del debito pubblico. Per Nomisma il clima attendista, sommato al rialzo dei tassi d'interesse, dovrebbe favorire un processo di riprezzamento verso il basso dei valori immobiliari. L'entità della correzione dipenderà dalla severità del rallentamento in atto e dall'orientamento che la BCE darà alla politica monetaria nei prossimi mesi.

Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Paolo Leoni

Durante l'ultimo mese i tassi Eurirs hanno registrato significativi cali: tale dinamica è stata il riflesso della crisi bancaria scaturita dal caso SVB (Silicon Valley Bank) negli Stati Uniti che ha determinato sui mercati una forte avversione al rischio e una ridefinizione delle attese di politica monetaria. Questi elementi hanno avuto un'influenza meno rilevante sui tassi Euribor, i quali si sono uniformati alla stretta di +50pb decisa a marzo dalla BCE, con un rialzo delle scadenze ad 1 e 3 mesi e una sostanziale stabilità di quelle a 6 mesi ed 1 anno.

Dopo il fallimento di SVB il 10 marzo (dovuto a *mala gestio* in un contesto di tassi in rapida crescita) e quello, quasi contestuale, di Signature Bank, l'inizio di un panico bancario ha indotto il Tesoro, la Fed e la FDIC (Federal Deposit Insurance Corp.) a definire SVB e Signature "banche sistemiche" e ad annunciarne il pagamento di tutti i depositi, compresa anche la parte non coperta dall'assicurazione FDIC. La Fed ha inoltre istituito uno speciale programma di finanziamento a un anno che consente alle banche di ottenere fondi con collaterale (Treasury, MBS e altro) sotto la pari, per un valore nominale pari a 100. Se da un lato queste decisioni hanno incrementato la solidità del sistema bancario, esse hanno al contempo evidenziato come anche banche di media dimensione possano rappresentare un rischio sistemico, in un contesto regolamentare che negli anni si è concentrato sulle grosse banche e che ha visto un allentamento delle restrizioni per gli istituti più piccoli nell'era Trump. Successivamente, infatti, anche per un'altra banca di media grandezza, First Republic Bank (quattordicesima banca statunitense per dimensioni), si è reso necessario un salvataggio, in questo caso operato (per ora) da operatori privati: a suo favore le prime 11 banche degli Stati Uniti hanno erogato prestiti per 30 mld di dollari senza la richiesta di particolari garanzie, in forza di un merito creditizio ritenuto ancora sufficiente; tuttavia anche per lo sviluppo di questa vicenda non è da escludere la necessità di un intervento pubblico.

Le debolezze emerse nel sistema bancario USA hanno portato gli investitori a mettere sotto esame pure il settore del credito europeo, ravvisando una situazione fortemente critica nell'elvetica Credit Suisse. Più precisamente il fondo Saudi National Bank (primo azionista dell'istituto svizzero) ha ritenuto – per non incorrere in nuove regole in ambito normativo che scatterebbero con una quota superiore al 10% – di non aderire a una ricapitalizzazione di Credit Suisse, indispensabile dopo le enormi perdite del 2022 (passivo riconducibile a problemi di credibilità già presenti nel biennio 2020-21 per riciclo di denaro, corruzione in Mozambico e comportamenti poco consoni del management durante la pandemia). Di conseguenza le Autorità svizzere hanno orchestrato l'acquisizione (per 3 mld di franchi svizzeri) dell'istituto da parte di UBS, con la concessione da parte della banca centrale di un sostegno supplementare di liquidità garantito dal governo.

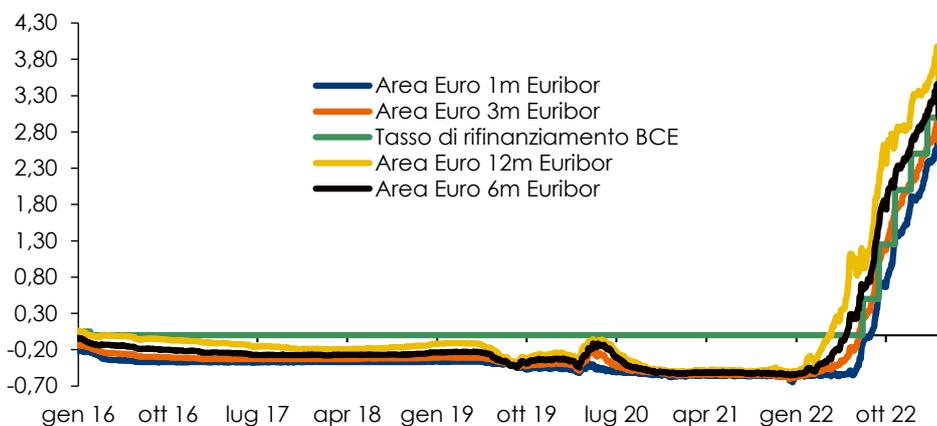
L'insieme di queste vicende ha naturalmente creato un clima di fuga dal rischio sui mercati finanziari, favorendo il ricorso agli asset più sicuri come le obbligazioni ad elevato rating. Tali flussi hanno di conseguenza determinato una forte flessione dei tassi di interesse che ha interessato ogni principale scadenza degli Eurirs (con movimenti più ampi sul tratto breve di curva dove il calo è stato di oltre -25pb contro -15pb della scadenza decennale). L'effetto sui tassi Euribor si è invece limitato solo alle scadenze a 6 e 12 mesi, dove si è ugualmente considerata la possibilità di una rimodulazione della politica monetaria alla luce della crisi, mentre quelle ad 1 e 3 mesi hanno scontato l'esito della riunione BCE di marzo.

Nel meeting del 16 marzo la Banca Centrale Europea ha preferito infatti procedere secondo i programmi, alzando i tassi di 50pb. La BCE ha rimarcato la solidità del sistema bancario europeo sul fronte patrimoniale e della liquidità, oltre alla possibilità di intervenire a sostegno della liquidità e contro la frammentazione del mercato, se necessario. L'aumento dell'incertezza ha però indotto l'istituto ad eliminare qualsiasi indicazione sull'evoluzione futura dei tassi, anche in termini direzionali. Le tensioni finanziarie sono state menzionate come un fattore, tra gli altri, che potrebbe influenzare le decisioni future, perché potrebbero rendere più restrittive le condizioni di finanziamento. A riprova della persistenza di questo clima di massima sensibilità al rischio di

mancata tenuta di qualche banca è stata riscontrata una forte volatilità sui mercati finanziari a fronte di istituti di minori dimensioni che hanno deciso di non esercitare la facoltà di rimborso anticipato su propri titoli subordinati per importi particolarmente esigui o addirittura sulla scelta di Deutsche Bank di procedere in tal senso per importi di maggiori dimensioni.

Prospettivamente, il contesto di tensioni finanziarie ancora non risolte rende difficile delineare uno scenario: ammesso che la situazione di incertezza potrebbe portare le banche ad inasprire le condizioni di prestito, i mercati attualmente danno per scontato che i tassi ufficiali siano più o meno arrivati, e non arrivano ad incorporare 50pb di ulteriore aumento. Ciò può essere vero in caso di continuazione dell'incertezza, ma non sarà affatto così se invece le tensioni finanziarie rientreranno: in tal caso, la necessità di rallentare la domanda interna per frenare l'inflazione sottostante implicherà nuovi rialzi dei tassi (da 50 a 100pb, a nostro giudizio). Nello scenario base ci aspettiamo 25pb di rialzo sia alla riunione del 4 maggio, sia a quella del 15 giugno.

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 20.02.2023.

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.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 Riso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi