

Mercato Immobiliare e Finanziamenti
Mercato corporate Europa e Italia
Mercato immobiliare

Il mercato immobiliare corporate europeo ha visto una forte contrazione degli investimenti nella prima parte dell'anno a causa soprattutto del forte rialzo dell'inflazione e del repentino aumento dei tassi d'interesse. In attesa di una riduzione del costo delle materie prime e di una stabilizzazione della politica monetaria da parte della BCE, molti operatori hanno deciso di frenare gli investimenti e, i proprietari di ritirare dal mercato gli asset meno redditizi per evitare vendite a sconto. La liquidità si mantiene comunque elevata e per gli operatori che non devono fare ricorso alla leva finanziaria, l'attenzione si focalizza sui settori anticiclici che possono garantire rendimenti elevati, in concorrenza con altre asset class, come il reddito fisso. Il mercato immobiliare corporate italiano nella prima parte dell'anno ha visto un volume d'investimento in contrazione, ridotto a circa un terzo del volume registrato nel primo semestre 2022. Nonostante i segnali di miglioramento osservati negli ultimi mesi con riferimento alla dinamica inflattiva, permane una situazione di incertezza e attendismo principalmente legata al perdurare di tassi d'interesse elevati.

Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Nell'ultimo mese i tassi Euribor da 1 a 6 mesi sono rimasti sostanzialmente stabili mentre quello a 12 mesi è lievemente sceso così come il tasso Eurirs a 2 anni: tutte queste dinamiche sono state dettate da crescenti aspettative circa l'assenza di nuovi rialzi dei tassi ufficiali, aspettative che hanno poi trovato conferma nella riunione di ottobre in cui l'Autorità monetaria europea ha deciso di mantenere invariato lo status quo della propria politica. Il tasso Eurirs a 5 anni è risultato nel complesso poco mosso, a fronte invece di un significativo aumento delle scadenze a 10 e 30 anni: in questo caso il driver del movimento è stato rappresentato principalmente dall'andamento dei tassi a lungo termine statunitensi, saliti dopo la pubblicazione di sorprendenti dati macroeconomici che hanno anticipato un'accelerazione dell'attività economica USA nel 3° trimestre. Prospettivamente, riteniamo che la BCE manterrà i tassi stabili almeno fino alla seconda metà del prossimo anno, con un primo taglio che potrebbe verificarsi nell'autunno del 2024: ci attendiamo dunque una sostanziale stabilità dei tassi Euribor nei prossimi mesi, con un probabile lieve calo nella parte finale del 2024. Per i tassi Eurirs si prospetta invece qualche ulteriore timido aumento legato alla possibile ripresa economica dalla prossima primavera: l'inizio dei tagli BCE dovrebbe comunque determinare anche per questi una fase di leggera flessione.

26 ottobre 2023 - 16:57 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche
**Ricerca per
investitori privati e PMI**
Ester Brizzolara

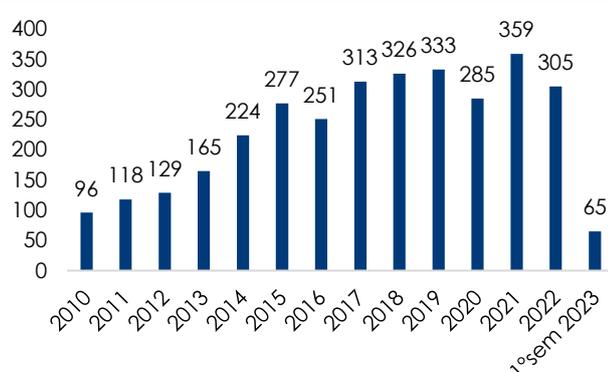
Analista Finanziario

Paolo Leoni

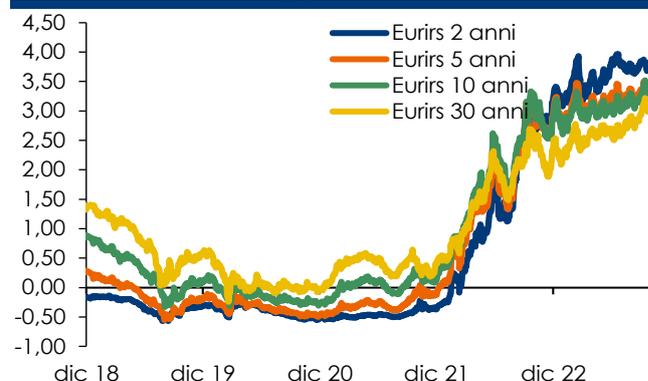
Analista Finanziario

26 ottobre 2023 - 17:00 CET

Data e ora di circolazione

Volume degli investimenti immobiliari corporate (Mld di euro)


Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Nomisma e Scenari Immobiliari

L'andamento dei tassi Eurirs (%)


Fonte: Bloomberg

Mercato immobiliare

Europa

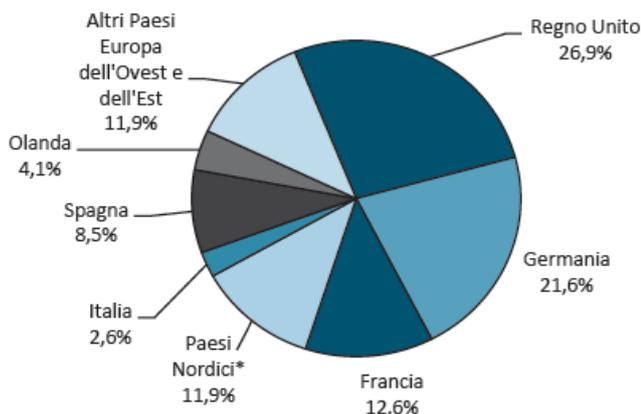
Il mercato corporate europeo ha visto un forte rallentamento dell'attività negli investimenti immobiliari. Un trend già evidente a fine 2022, ma che nel corso di quest'anno è andato consolidandosi. Secondo i dati rilevati da Nomisma nel primo trimestre 2023 gli investimenti sono stati 34 miliardi di euro in calo del 63% a/a, sui minimi dal 2008. Mentre l'Outlook di Scenari Immobiliari, pubblicato di recente, evidenzia come al termine del primo semestre di quest'anno il volume totale degli investimenti in Europa abbia segnato una diminuzione di circa il 60%, attestandosi a 65 miliardi di euro. La riduzione registrata nel secondo trimestre ammonta pertanto al 57% a/a con volumi attestatisi a soli 31 miliardi di euro. La forte contrazione operata dagli investitori ha coinvolto un po' tutti i mercati immobiliari europei, ma in particolare la Germania e i paesi nordici.

Ester Brizzolara

Gli effetti dell'aumento dei tassi d'interesse si sono evidenziati significativamente sul mercato immobiliare europeo generando un temporaneo allontanamento di tutti gli operatori che investono utilizzando la leva finanziaria. Restano attivi numerosi investitori che dispongono di una elevata liquidità, unicamente alla ricerca di occasioni a forte sconto e con orizzonti di crescita del valore o della redditività nel medio lungo termine. In aggiunta, secondo Nomisma, numerosi proprietari hanno ritirato dal mercato parte dell'offerta in attesa di una stabilizzazione dei tassi d'interesse da parte della BCE.

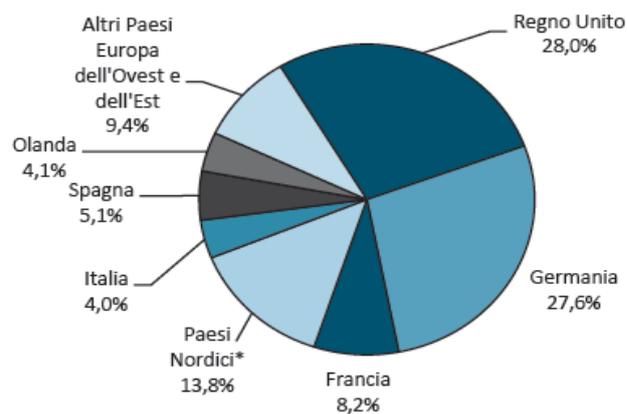
Il ridimensionamento del mercato corporate europeo ha determinato un riassetto delle quote dei vari paesi. In particolare, Francia e Spagna hanno visto aumentare la propria incidenza, mentre Germania e Italia hanno fatto segnare il maggiore arretramento, come evidenziano i grafici sotto riportati, che si riferiscono al primo trimestre. Secondo gli esperti il quadro a fine anno non dovrebbe comportare significative variazioni.

Europa - Investimenti immobiliari corporate per paese nel 1° trim 2023 (in % sul totale)



Fonte: Nomisma; Nota (*): Danimarca, Svezia, Norvegia e Finlandia

Europa - Investimenti immobiliari corporate per paese nel 1° trim 2022 (in % sul totale)

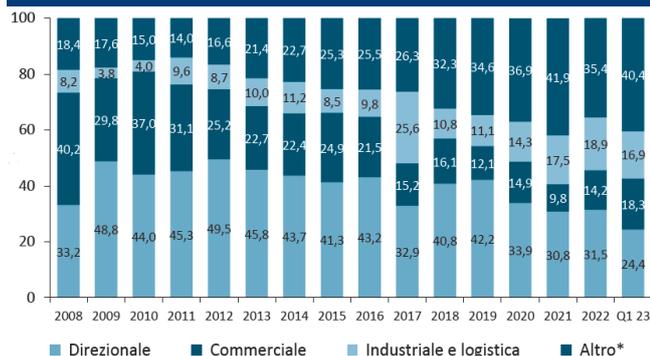


Fonte: Nomisma; Nota (*): Danimarca, Svezia, Norvegia e Finlandia

In merito alla destinazione d'uso degli immobili si nota un recupero di posizioni del segmento commerciale (18,4% della quota di mercato) mentre quello della logistica dopo anni di crescita evidenzia una moderata flessione (al 16,9%). È tuttavia il mercato direzionale ad aver subito la maggiore contrazione (dal 31,5% al 24,4%) a vantaggio dei cosiddetti asset alternativi tra cui multi family e hotel, mentre studentati, senior housing e RSA potrebbero risultare maggiormente attrattive in quanto anticicliche.

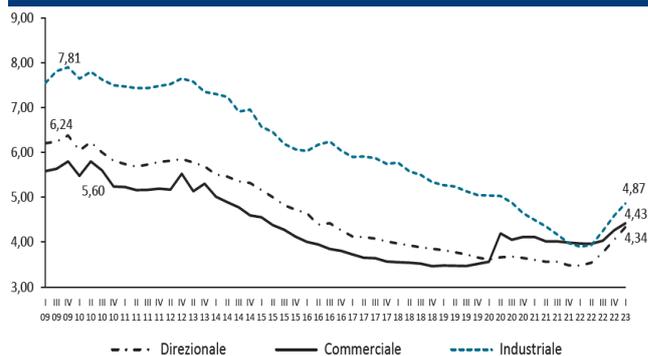
La politica monetaria europea restrittiva, che ha portato un aumento dei tassi d'interesse significativo in un periodo relativamente breve di tempo, ha avuto inevitabili riflessi sui rendimenti medi lordi sul mercato immobiliare. I rendimenti risultano in crescita in tutte le principali città europee e generalizzati per le diverse asset class. In particolare, l'incremento più marcato ha riguardato il segmento industriale e della logistica (yield intorno al 4,9%) seguito da quello commerciale (4,4%) e direzionale 4,3%. La sola parziale indicizzazione dei canoni di locazione potrebbe favorire ulteriori aggiustamenti nel breve periodo.

Europa – Investimenti corporate per tipologia (in % sul totale)



Fonte: Nomisma; Nota (*) Hotel, misti e altre tipologie

Europa - Evoluzione dei rendimenti (dati in %)



Fonte: Nomisma

Secondo Scenari Immobiliari guardando al comparto Non Residenziale nei paesi europei la previsione è che il 2023 andrà a chiudere con prezzi sostanzialmente stabili rispetto al 2022, dimostrando una buona capacità di resistenza, nonostante le turbolenze congiunturali e il calo della superficie occupata. La domanda di spazi per uffici nel 2023 è diminuita in tutte le principali capitali europee, a parte Parigi, Madrid, Oslo e la City di Londra. In molte città europee i canoni di locazione stanno crescendo moderatamente, come Roma, Parigi, Madrid e Francoforte. In altre grandi città la crescita dei canoni sta invece diminuendo come a Milano e Barcellona, Londra, Berlino e Zurigo.

Italia

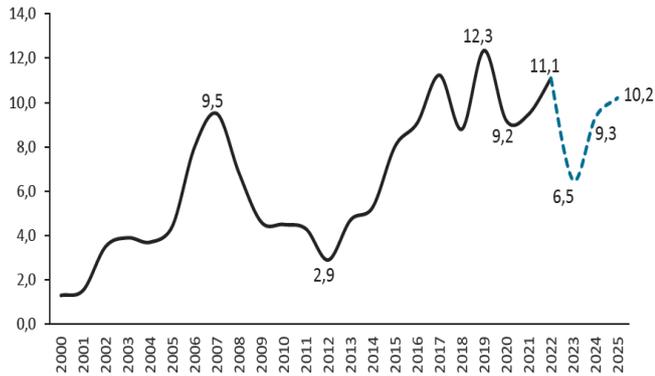
Il mercato corporate in Italia ha subito una riduzione trasversale degli investimenti in tutte le asset class nel corso della prima parte dell'anno; nel 1° trimestre i volumi si sono ridotti a 889 mln di euro e nel secondo a circa 1,1 miliardi. Il risultato semestrale ha sfiorato quindi i 2 miliardi di euro, pari a circa un terzo del volume registrato nel primo semestre record del 2022.

Nonostante i segnali di miglioramento osservati negli ultimi mesi con riferimenti alla dinamica inflattiva, permane una situazione di incertezza e attendismo principalmente legata al perdurare di tassi di interesse elevati. L'innalzamento, anche solo parziale dei canoni per quasi tutte le asset class spingerà al rialzo gli yield medi, favorendo un graduale riprezzamento di tutti gli immobili d'impresa. Il 2023 dovrebbe chiudersi con circa 6,5 mld di nuovi investimenti secondo Nomisma, per poi risalire a 9,3 mld nel 2024 e a 10,2 mld nel 2025 mantenendosi comunque al di sotto dei valori registrati nel 2019. In tale contesto gli investitori esteri sono diminuiti in maniera sostanziale arrivando a rappresentare il 38-40% circa del totale investito.

La fase di debolezza del mercato corporate ha modificato anche l'asset allocation per tipologia nel corso della prima parte del 2023 con una riduzione della componente direzionale (scesa al 13,8%) sul totale investito. Il segmento commerciale si mantiene invece su quote residuali, mentre la logistica appare ancora prevalente (32,7% del totale). Infine, si conferma sempre più rilevante l'incidenza degli immobili alternativi; a beneficiare del cambio di interesse sono stati principalmente i segmenti alberghiero (17,9%) e residenziale (22,3%).

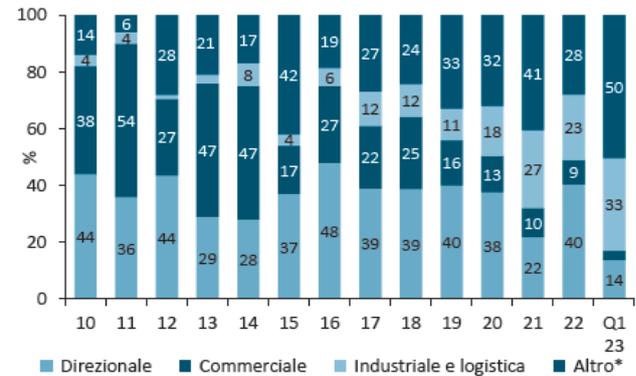
Infine, per quanto riguarda la dislocazione territoriale degli investimenti, Milano si conferma in testa con il 40% della movimentazione complessiva, mentre Roma si attesta intorno al 13%. Il resto si distribuisce sull'intero territorio nazionale, ma con prevalenza al Nord o nelle città d'arte per gli hotel.

Italia – Volume degli investimenti immobiliari corporate e previsioni (dati in mld di euro)



Fonte: Nomisma

Italia – Investimenti corporate per tipologia (% sul totale)



Fonte: Nomisma; Nota (*) Hotel, misti e altre tipologie

Tassi d'interesse su mutui e prestiti

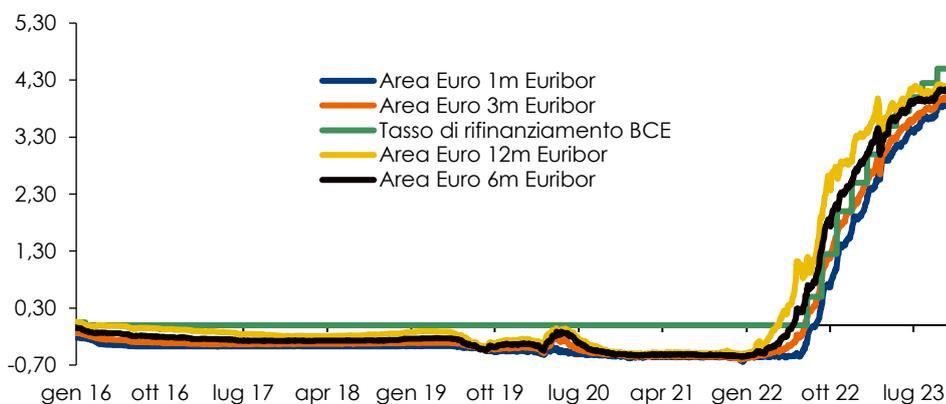
Paolo Leoni

Nell'ultimo mese i tassi Euribor da 1 a 6 mesi sono rimasti sostanzialmente stabili mentre quello a 12 mesi è lievemente sceso così come il tasso Eurirs a 2 anni: tutte queste dinamiche sono state dettate da crescenti aspettative circa l'assenza di nuovi rialzi dei tassi ufficiali, aspettative che hanno poi trovato conferma nella riunione di ottobre in cui l'Autorità monetaria europea ha deciso di mantenere invariato lo *status quo* della propria politica. Il tasso Eurirs a 5 anni è risultato nel complesso poco mosso, a fronte invece di un significativo aumento delle scadenze a 10 e 30 anni: in questo caso il driver del movimento è stato rappresentato principalmente dall'andamento dei tassi a lungo termine statunitensi, saliti dopo la pubblicazione di sorprendenti dati macroeconomici che hanno anticipato un'accelerazione dell'attività economica USA nel 3° trimestre (cambio di passo concretizzatosi effettivamente con un aumento del PIL di +4,9% t/t ann. secondo la stima preliminare).

Da inizio mese si sono susseguiti una serie di interventi da parte di primari esponenti BCE secondo cui il livello dei tassi raggiunto con il rialzo di settembre dovrebbe essere sufficiente a conseguire l'obiettivo di inflazione e pertanto potrebbe rappresentare il picco della restrizione monetaria. Tali esternazioni hanno progressivamente rimodulato le aspettative sui tassi ufficiali, che si sono riflesse in un andamento strettamente laterale dei tassi Euribor da 1 a 6 mesi e in una leggera flessione dei tassi Euribor a 12 mesi ed Eurirs a 2 anni (i mercati hanno infatti iniziato a scontare un taglio con significativa probabilità già dalla fine della prossima primavera). Le attese degli operatori hanno poi trovato conferma nell'esito della riunione di ottobre della BCE dove è stato deciso di confermare in pieno gli strumenti e l'orientamento di politica monetaria: dopo il rialzo "cautelativo" di settembre, l'istituto ha mostrato confidenza nel proprio scenario centrale che contempla una crescita debole ma in ripresa nel prossimo anno e un'inflazione ancora troppo alta ma che scenderà grazie alla trasmissione della restrizione monetaria già in atto. L'Autorità monetaria ha comunque ammesso che su questo quadro pesano prevalentemente rischi verso il basso, anche perché per l'inflazione presenta elevati rischi al rialzo legati alle tensioni internazionali. Sulla questione del bilancio, Lagarde ha confermato che non sono stati trattati né il tema dei reinvestimenti PEPP né quello dell'aumento del coefficiente di riserva obbligatoria.

L'influenza delle scelte di politica monetaria per i tassi Eurirs superiori a 2 anni è stata secondaria rispetto a quella dei dati macroeconomici. In quest'ambito il ruolo principale è stato interpretato dalle statistiche sui consumi americani che ne hanno evidenziato una sorprendente resilienza: alcuni indicatori parziali, come le vendite al dettaglio USA di settembre (+0,6% m/m), hanno infatti anticipato un forte risultato nel 3° trimestre per l'aggregato dei consumi (e quindi, per l'intera economia statunitense) risultato che è effettivamente emerso dai dati preliminari di contabilità nazionale contenenti un incremento dei consumi di +4% t/t ann. e un'accelerazione della crescita a +4,9% t/t ann. da +2,1% t/t ann. del 2° trimestre. Le evidenze circa la solidità del quadro economico americano hanno quindi determinato un rialzo dei tassi a lungo termine domestici che hanno a loro volta trainato gli Eurirs a 5, 10 e 30 anni. I dati macro europei hanno invece mostrato prevalentemente un'influenza ribassista, con gli indici PMI flash area euro di ottobre che hanno mostrato un peggioramento della contrazione sia nel manifatturiero che nei servizi.

Prospettivamente, riteniamo che la BCE manterrà i tassi stabili almeno fino alla seconda metà del prossimo anno, con un primo taglio che potrebbe verificarsi nell'autunno del 2024: ci attendiamo dunque una sostanziale stabilità dei tassi Euribor nei prossimi mesi, con un probabile lieve calo nella parte finale del 2024. Per i tassi Eurirs si prospetta invece qualche ulteriore timido aumento legato alla possibile ripresa economica dalla prossima primavera: l'inizio dei tagli BCE dovrebbe comunque determinare anche per questi una fase di leggera flessione.

I tassi Euribor e il tasso di rifinanziamento della BCE

Fonte: Bloomberg

All'interno di questo quadro previsionale, che rende ancora preferibile l'indebitamento a tasso variabile, va tuttavia precisato che il processo di riduzione del bilancio, che entrerà nel vivo l'anno prossimo, potrebbe provocare un incremento di volatilità sia nei tassi Euribor che nei tassi Eurirs a lungo termine.

Selezione di tipologie di indebitamento con scadenza a 30 anni

Positivi	Negativi*
Tasso variabile	Tasso fisso
Rata costante	

Nota: (*) L'eventuale opportunità di ristrutturazione è legata alle condizioni dello specifico mutuo di cui si è titolari e a quelle alternative, nonché ai costi dell'operazione. Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo SpA, banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, Refinitiv).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Refinitiv, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 25.09.2023.

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 Risso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Monica Bosi