

Andamento del mercato immobiliare domestico

Mercato immobiliare

Il mercato immobiliare italiano mostra una ripresa dell'attività di compravendita, unitamente a un maggiore dinamismo della domanda che contribuisce ad alimentare la crescita dei prezzi delle abitazioni a valori nominali, che tuttavia si traduce in ulteriori flessioni residuali in termini reali. Tra gli immobili di impresa, uffici e negozi, è atteso invece una minore vivacità sui volumi, mentre i prezzi dovrebbero mostrare un aumento, seppure inferiore al punto percentuale annuo nei valori nominali. Sul fronte della locazione la domanda crescente sostiene il residenziale, mentre arretra su livelli più contenuti la richiesta di uffici e negozi.

Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Da metà dicembre i tassi Euribor a 1, 3 e 6 mesi hanno registrato un calo, guidato dalle attese di ulteriori tagli BCE, mentre quello a 12 mesi e i tassi Eurirs hanno segnato ampie variazioni al rialzo, influenzati dall'andamento dei rendimenti statunitensi (nonostante la dicotomia esistente tra le due aree relativamente a robustezza economica e profilo atteso di politica monetaria). Dato il contesto di debolezza del ciclo europeo, riteniamo che la BCE possa ridurre i tassi di 25pb in ogni riunione del 2025 fino a giugno. Alla luce di queste proiezioni i tassi Euribor dovrebbero continuare a scendere per i primi due trimestri del 2025 per poi invertire la dinamica durante l'estate e salire leggermente nell'ultima parte dell'anno, mentre i tassi Eurirs dovrebbero mostrare un andamento differenziato: il 2 anni è atteso calare leggermente nel primo trimestre e rimanere sostanzialmente stabile prima di risalire di qualche punto sul finale d'anno; per i 5, 10 e 30 anni prevediamo invece un'apprezzabile flessione durante i primi tre mesi del 2025 a cui seguirà una risalita che li porterà a fine anno sopra gli attuali livelli. Questo quadro previsionale rende ancora preferibile l'indebitamento a tasso variabile rispetto a quello a tasso fisso.

28 gennaio 2025 - 15:58 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

**Ricerca per
investitori privati e PMI**

Ester Brizzolara

Analista Finanziario

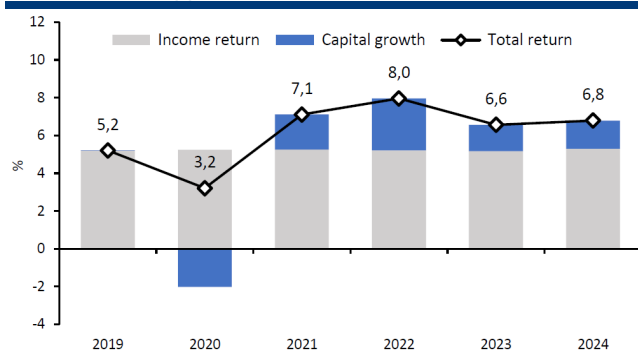
Paolo Leoni

Analista Finanziario

28 gennaio 2025 - 16:03 CET

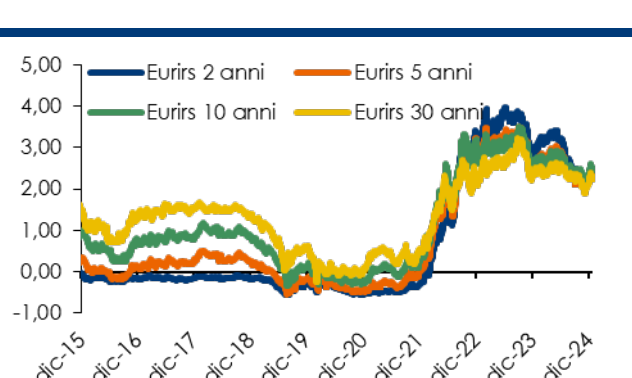
Data e ora di circolazione

Rendimenti totali lordi annui di abitazioni in buono stato nella media dei 13 maggiori mercati italiani (valori in %)



Fonte: Nomisma

L'andamento dei tassi Eurirs (%)



Fonte: Bloomberg

Mercato immobiliare

Il miglioramento atteso dello scenario macroeconomico italiano dovrebbe riflettersi positivamente sul mercato immobiliare domestico grazie alla riduzione dell'inflazione e il parziale recupero del potere d'acquisto delle famiglie.

Ester Brizzolara

Le decisioni espansive di politica monetaria adottate dalla Banca Centrale Europea, unitamente al processo di riduzione dei tassi di interesse già ben avviato, sta dando impulso alla ripresa delle erogazioni di mutui per l'acquisto di abitazioni. La ripresa dell'attività di compravendita, insieme al maggior dinamismo del mercato immobiliare, contribuisce ad alimentare la crescita dei prezzi delle abitazioni a valori nominali, che tuttavia si traduce in ulteriori flessioni residuali in termini reali (al netto dell'inflazione), seppure di entità contenuta (come illustrato nella tabella sottostante). Tra gli immobili di impresa (uffici e negozi) si nota un moderato aumento dei prezzi, inferiore al punto percentuale annuo a valori nominali, mentre prosegue la contrazione dei prezzi nei valori reali.

Previsioni dei prezzi medi degli immobili a valori correnti e a valori reali. Anno base 2024 (var. % annuali)

Anno	Abitazioni		Uffici		Negozi	
	Valori nominali	Valori reali	Valori nominali	Valori reali	Valori nominali	Valori reali
2024	1,7	0,5	0,2	-0,9	0,9	-0,3
2025	1,3	-0,6	0,1	-1,8	0,5	-1,3
2026	1,5	-0,2	0,5	-1,2	0,8	-0,9
2027	1,6	-0,4	0,4	-1,6	0,7	-1,3

Nota: stime dal 2025; Fonte: Nomisma

Gli operatori immobiliari intervistati da Nomisma in occasione del Rapporto sul Mercato Immobiliare presentato lo scorso dicembre, esprimono una moderata fiducia riguardo al mercato residenziale, con un saldo positivo dei giudizi riguardanti la tendenza dei contratti di compravendita e di locazione stipulati nel 2024. L'aumento dei contratti si colloca in una situazione di mercato che vede una domanda in crescita, sia per l'acquisto che per la locazione, a fronte di un'offerta giudicata in calo nel segmento locativo e stabile nella componente in vendita.

Clima di fiducia degli operatori immobiliari

Contrariamente al settore abitativo, quello degli immobili per uso ufficio e negozi stenta a decollare, con una prospettiva di flessione dei contratti finalizzati sia all'acquisto che alla locazione. Il calo è dovuto a una domanda su livelli più contenuti rispetto al passato.

Secondo le osservazioni di Nomisma la dinamica dei prezzi delle abitazioni nel secondo semestre si è di fatto arrestata, mentre su base annua l'incremento è quantificabile in un +1,7% per gli immobili in ottimo stato di conservazione e in un +1,5% per quelli in buono stato, tassi che comunque non sono in grado di assorbire l'inflazione.

Dinamica dei prezzi

Per i prezzi di uffici e negozi il 2024 ha visto un calo del secondo semestre che non ha completamente eroso l'evoluzione positiva registrata nel primo in entrambi i comparti di mercato. Su base annua i prezzi degli uffici fanno segnare un +0,2%, mentre quelli dei negozi crescono del +0,9%.

In merito al settore degli affitti la domanda è guidata da due diversi e distinti orientamenti: il primo considera l'affitto una scelta motivata da esigenze familiari e lavorative; il secondo, che riguarda la maggioranza delle famiglie, considera l'affitto una soluzione temporanea oppure permanente perché non sussistono le condizioni economiche per accedere al mercato della compravendita.

Canoni di affitto e rendimenti di abitazioni, uffici e negozi

Sul mercato della locazione, la pressione della domanda ha fatto sì che, anche nell'ultimo anno, non si arrestasse la crescita dei canoni (+2,5% nel primo semestre e +1,7% nel secondo), iniziata

al termine della pandemia da Covid19. Si tratta di variazioni che, per quanto significative, risultano inevitabilmente condizionate dalle capacità di spesa della domanda. Secondo i dati elaborati da Nomisma sui mercati di Milano e Roma, nonostante si sia registrato un indebolimento della domanda di locazione, la crescita dei canoni registrata a consuntivo d'anno è risultata, rispettivamente, del 3,2% e del 4,7%.

Il rendimento totale medio lordo annuo del segmento abitativo, che comprende le variazioni in conto capitale e il ritorno da locazione, si attesta al 6,8% nel 2024 (si veda grafico in prima pagina) in linea con quello dell'anno precedente e più contenuto rispetto al 2022.

Sul segmento locativo degli uffici e dei negozi, l'andamento dei canoni sul 2024 si è mantenuto positivo sotto la spinta delle variazioni registrate nel primo semestre, anche se si tratta di tassi non in grado di assorbire l'inflazione (+1,4% annuo per gli uffici e +1,6% per i negozi).

I rendimenti totali medi dei comparti non residenziali, nel caso degli uffici, risentono del contenuto apporto della crescita dei canoni e si posizionano al di sotto di quelli delle abitazioni, nell'ordine del 5,6% annuo, mentre i negozi raggiungono l'8,2% annuo.

Per quanto riguarda l'evoluzione dei tempi medi di vendita di abitazioni negli ultimi dieci anni, il trend è stato discendente, tanto che attualmente nei maggiori mercati cittadini occorrono in media poco meno di 5 mesi per concludere una compravendita. Su livelli più elevati si collocano i tempi di assorbimento di uffici e negozi (poco al di sotto di 8 mesi) con differenze tra i diversi mercati sia per gli uffici che per i negozi. Sul versante della locazione residenziale, nell'ultimo decennio i tempi medi per chiudere una trattativa si sono dimezzati, arrivando a stabilizzarsi al di sotto dei due mesi. La variabilità a livello geografico si presenta contenuta. Per uffici e negozi il tempo medio necessario alla locazione è rimasto pressoché invariato su livelli decisamente più elevati, nell'ordine di 5,3 mesi per entrambi.

Tempi di assorbimento di abitazioni, uffici e negozi nel 2024

Mesi	Abitazioni usate	Uffici	Negozi
Tempo di vendita	4,8	7,8	7,8
Tempo di locazione	1,9	5,3	5,3

Fonte: Nomisma

Rendimento medio degli asset immobiliari

Tempi medi di vendita e locazione

Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Paolo Leoni

Da metà dicembre i tassi Euribor a 1, 3 e 6 mesi hanno registrato un calo, guidato dalle attese di ulteriori allentamenti della politica monetaria dell'Eurozona, mentre quello a 12 mesi e i tassi Eurirs hanno segnato ampie variazioni al rialzo, influenzati dall'andamento dei rendimenti statunitensi (nonostante la dicotomia esistente tra le due aree relativamente a robustezza economica e profilo atteso di politica monetaria).

Questi ultimi sono stati infatti trainati al rialzo da una radicale rimodulazione delle aspettative di politica monetaria negli Stati Uniti che ha preso avvio proprio dalla riunione Fed di dicembre. Nonostante un ulteriore taglio dei tassi di riferimento di 25pb (in forza del bilanciamento dei rischi derivante dal raffreddarsi del mercato del lavoro), la banca centrale americana ha infatti aperto a un approccio più circospetto e non privo di pause. Nel nuovo grafico a punti (diagramma in cui vengono rappresentate le previsioni non vincolanti dei partecipanti) i funzionari hanno previsto solo 2 tagli in ciascun anno (2025 e 2026), mentre il tasso di lungo periodo è stato alzato di pochi punti base, al 3% dal 2,75-3% stimato a settembre. Questo rallentamento nella discesa dei tassi è risultato coerente con l'aggiornamento delle proiezioni economiche, dato che l'autorità monetaria, partendo da un più disgregato complesso di stime da parte dei singoli governatori (poiché – in un contesto di incertezza – non tutti hanno considerato nell'elaborazione delle stesse l'impatto delle politiche della nuova Amministrazione), ha fornito più elevate previsioni di inflazione rispetto a tre mesi fa: nel 2025 questa dovrebbe attestarsi a +2,5% (da +2,1% di settembre), a +2,1% nel 2026 (da +2,0% stimato tre mesi prima) e a +2,0% nel 2027 (per quanto riguarda l'inflazione core, questa dovrebbe essere di +2,5% l'anno prossimo, di +2,2% nel 2026 e di +2% nel 2027); le proiezioni sulla crescita, invece, sono state lasciate sostanzialmente invariate tranne che per quest'anno, il cui risultato è stato corretto al rialzo a +2,5% (da +2% previsto a settembre).

Oltre alle presumibili ripercussioni delle politiche della nuova Amministrazione, un ulteriore elemento che ha favorito le aspettative di un atteggiamento più guardingo della Fed è stato il report sul mercato del lavoro USA di dicembre, pubblicato il 10 gennaio. Il rapporto ha mostrato condizioni ancora notevolmente robuste, con una domanda di manodopera decisamente resiliente (soprattutto nei servizi): i nuovi occupati non agricoli hanno sorpreso al rialzo con 256 mila unità (da 212 mila di novembre, registrando così l'incremento più elevato degli ultimi nove mesi) e il tasso di disoccupazione è inaspettatamente sceso di un decimo a 4,1%, con una partecipazione rimasta invariata al 62,5%. Il quadro emerso ha dunque rafforzato l'approccio cauto all'allentamento, già palesato dai verbali di dicembre, determinando di riflesso un innalzamento della curva dei rendimenti statunitense che ha trascinato quella dell'Eurozona. Una parziale discesa si è avuta poi successivamente, con la diffusione dell'inflazione americana di dicembre: il fatto che la misura core abbia mostrato una variazione annua di +3,2% (minimo dallo scorso agosto) ha innalzato le probabilità attribuite dal mercato a un secondo taglio Fed nel 2025 (precedentemente ridottesi al minimo dopo il report sul mercato del lavoro USA).

Confortante è stata anche la pubblicazione dell'inflazione area euro di dicembre (+2,4% a/a per il CPI headline e +2,7% a/a per quello core) che non è andata oltre la stimata accelerazione dovuta a un già previsto effetto di base sull'energia: tale fenomeno temporaneo, ormai scontato dai mercati, non ha dunque alterato il profilo delle aspettative riguardanti il prosieguo dell'allentamento BCE, mantenendo intatto il trend ribassista dei tassi Euribor a 1, 3 e 6 mesi.

La BCE resta molto riluttante sia a impegnarsi ad attuare un allentamento dei tassi secondo un percorso predeterminato, sia a comunicare ai mercati quali sono le attese su entità e ritmo dei tagli futuri: la posizione prevalente resta quella di fornire un indirizzo flessibile (soft guidance), decidendo riunione per riunione il da farsi (così è avvenuto anche alla riunione del 12 dicembre). I dati diffusi nella prima parte dell'anno hanno confermato i rischi al ribasso sull'attività economica; in questo quadro, la salita dell'inflazione vista nell'ultimo trimestre del 2024 non pare un ostacolo al percorso di riduzione dei tassi da parte della BCE, poiché, come già detto, dovuta a effetti base sull'energia che sono attesi rientrare già nel trimestre corrente, e dato il contesto di debolezza del ciclo; prospetticamente, pertanto, riteniamo che la BCE possa decidere un nuovo

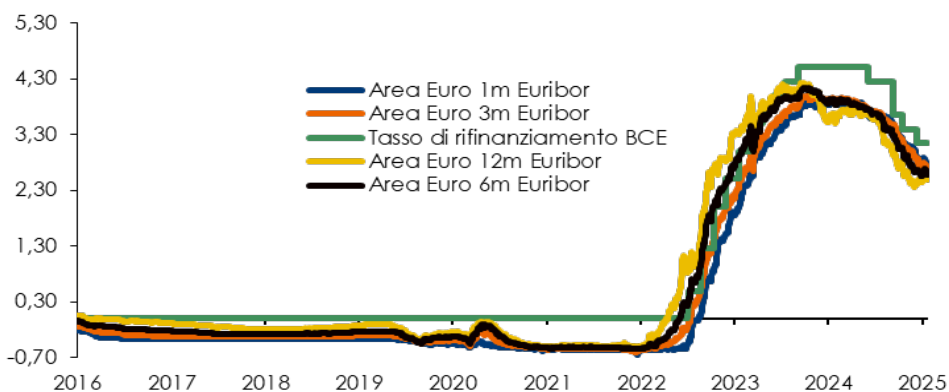
taglio dei tassi da 25pb nella riunione del Consiglio Direttivo del 30 gennaio. A questo dovrebbero seguire altre riduzioni di pari entità in ogni riunione successiva fino a far raggiungere a giugno il livello del 2% al tasso sui depositi (anche se non escludiamo del tutto un ulteriore -25pb). Alla luce di queste proiezioni i tassi Euribor dovrebbero continuare a scendere per i primi due trimestri del 2025 per poi invertire la dinamica durante l'estate e salire leggermente nell'ultima parte dell'anno, mentre i tassi Eurirs dovrebbero mostrare un andamento differenziato: il 2 anni è atteso calare leggermente nel primo trimestre e rimanere sostanzialmente stabile prima di risalire di qualche punto sul finale d'anno; per i 5, 10 e 30 anni, prevediamo invece un apprezzabile calo durante i primi tre mesi del 2025 a cui seguirà una risalita che li porterà a fine anno sopra gli attuali livelli. Questo quadro previsionale rende ancora preferibile l'indebitamento a tasso variabile rispetto a quello a tasso fisso.

Selezione di tipologie di indebitamento con scadenza a 30anni

Positivi	Negativi*
Tasso variabile	Tasso fisso
Rata costante	

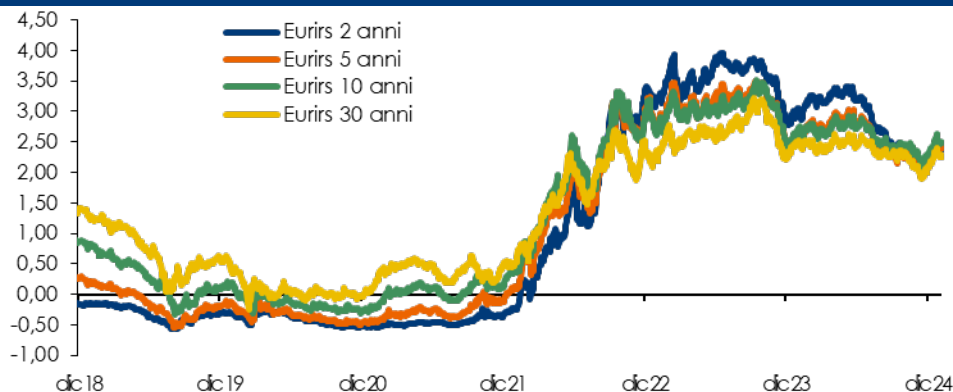
Nota: * L'eventuale opportunità di ristrutturazione è legata alle condizioni dello specifico mutuo di cui si è titolari e a quelle alternative, nonché ai costi dell'operazione. Fonte: Research Department Intesa Sanpaolo

I tassi Euribor e il tasso di rifinanziamento della BCE



Fonte: Bloomberg

I tassi swap (Eurirs)



Fonte: Bloomberg

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo S.p.A., 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, LSEG).

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, LSEG, 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 da Research Department 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 13.12.2024.

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. Verrà inoltre messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet Prodotti e Quotazioni (www.prodottiequotazioni.intesasanpaolo.com) e il sito di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasanpaolo.com/it/business/mercati.html>).

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 separazione 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 – in accordo con 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, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro 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. all'indirizzo (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Retail Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

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 da Research Department 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 da Research Department 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 Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara

Laura Carozza

Piero Toia

Analista Obbligazionario

Paolo Leoni

Serena Marchesi

Fulvia Rizzo

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Monica Bosi