

**Mercato Immobiliare e Finanziamenti**

**Mercato corporate in Europa e in Italia**

**Mercato immobiliare**

Gli investimenti immobiliari corporate in Europa sono risultati in crescita nei primi 9 mesi dello scorso anno, seppure con un andamento differenziato all'interno dei singoli paesi. L'Italia ha migliorato la sua incidenza sul totale investito, pur mantenendo fermo il valore assoluto, beneficiando dell'andamento meno brillante degli altri paesi. A livello di tipologia è diminuito l'interesse per il segmento direzionale, mentre il commerciale è risultato in leggera ripresa. Gli asset alternativi, quali l'alberghiero, il residenziale, studentati ecc., continuano a rappresentare la quota di maggioranza. In tale contesto, il mercato italiano ha visto crescere l'interesse da parte degli investitori stranieri che sono alla ricerca di operazioni in comparti diversificati in grado di offrire rendimenti elevati.

**Tassi d'interesse su mutui e prestiti**

Da fine gennaio i tassi Euribor hanno registrato un calo, guidato dal nuovo taglio BCE e dalle prospettive di ulteriori allentamenti, mentre i tassi Eurirs sono rimasti sostanzialmente stabili, in quanto influenzati anche dall'andamento dei rendimenti statunitensi. I tassi Euribor dovrebbero continuare a scendere per i primi tre trimestri del 2025 (per i primi due quello a 12 mesi) per poi registrare un accenno di risalita sul finale d'anno, mentre per i tassi Eurirs a 5, 10 e 30 anni si profilerebbe un apprezzabile calo fino a marzo per proseguire con una graduale risalita fino fine 2025 sopra gli attuali livelli (minime variazioni invece per quello a 2 anni). Questo quadro previsionale rende ancora preferibile l'indebitamento a tasso variabile rispetto a quello a tasso fisso.

**24 febbraio 2025 – 15:00 CET**

Data e ora di produzione

Nota mensile

**Research Department**

**Ricerca per  
investitori privati e PMI**

**Ester Brizzolara**

Analista Finanziario

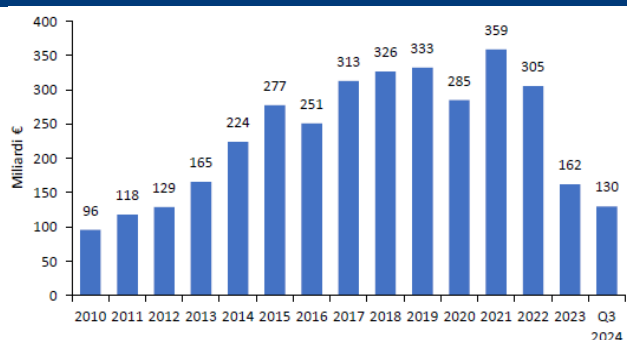
**Paolo Leoni**

Analista Finanziario

**24 febbraio 2025 - 15:05 CET**

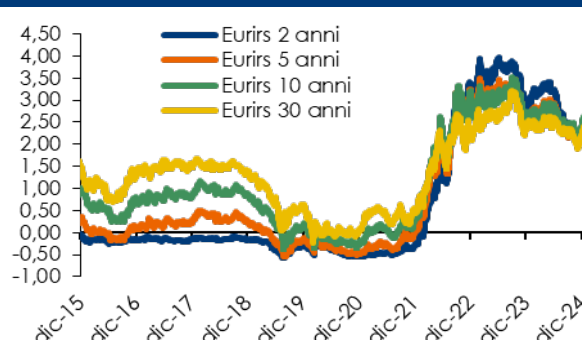
Data e ora di circolazione

**Volume degli investimenti immobiliari corporate in Europa (mld di euro)**



Nota: il dato sul 2024 si riferisce ai primi 9 mesi. Fonte: Nomisma

**L'andamento dei tassi Eurirs (%)**



Fonte: Bloomberg

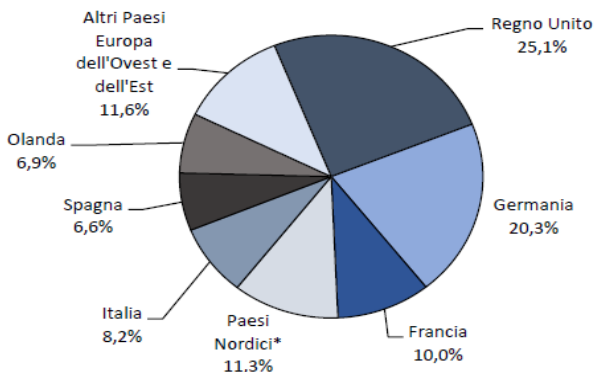
## Mercato immobiliare

### Corporate Europa

Il mercato degli investimenti corporate in Europa ha raggiunto i 130 miliardi di euro nei primi 9 mesi del 2024, in crescita del 13% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. L'andamento nei vari paesi è risultato eterogeneo con differenze anche significative. La Gran Bretagna si è confermata la più attraente contando 35 mld di euro investiti, pari a circa il 25% degli impieghi europei, mentre la Germania ha visto crescere la propria quota fin sopra il 20%. I Paesi Nordici hanno confermato un'incidenza superiore all'11% superando la Francia. L'Italia ha raggiunto l'incidenza dell'8,2%, maggiore a quella della Spagna 6,6% e dei Paesi Bassi 6,9%. Il valore investito nei primi 9 mesi rispetto all'anno precedente è risultato in calo sia in Gran Bretagna (-5,6%) che in Francia (-25,6% a 9,6 mld) mentre in Germania gli investimenti sono rimasti stabili a circa 21,7 mld di euro. Infine, i paesi rimanenti hanno registrato progressi marcati, come l'Italia (+76,8% a 6,4 mld), Paesi Bassi (+26,8%) e Paesi Nordici (+22,3%). Questi ultimi hanno attratto complessivamente oltre 16 mld di investimenti.

Ester Brizzolara

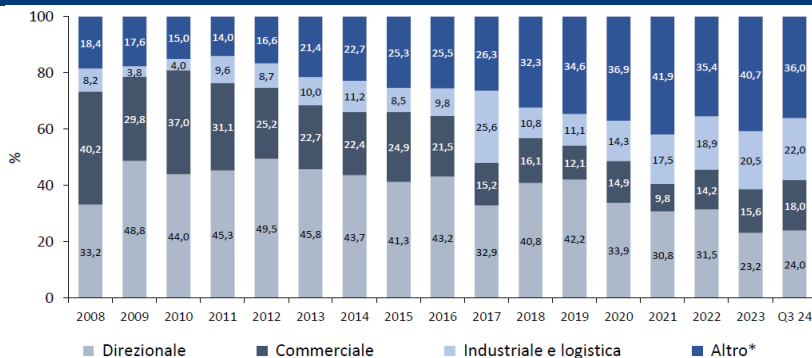
#### Investimenti immobiliari per paese in Europa (in % sul totale)



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

A livello di asset allocation per tipologia la quota di investimenti nel settore direzionale (uffici) si è attestata al 24% del valore complessivo, sui livelli minimi degli ultimi anni. In lieve ripresa è risultato invece il comparto commerciale con una quota pari al 18%. L'interesse per il settore industriale e per la logistica invece è aumentato leggermente rispetto al risultato registrato nell'intero 2023 con una incidenza che ha raggiunto il 22%. Gli asset alternativi (Hotel e altre tipologie tra cui residenziale, strutture sanitarie ecc.) continuano a rappresentare la quota maggioritaria con una incidenza del 36%, in cui prevale il residenziale (22%) seguito dall'alberghiero (12%).

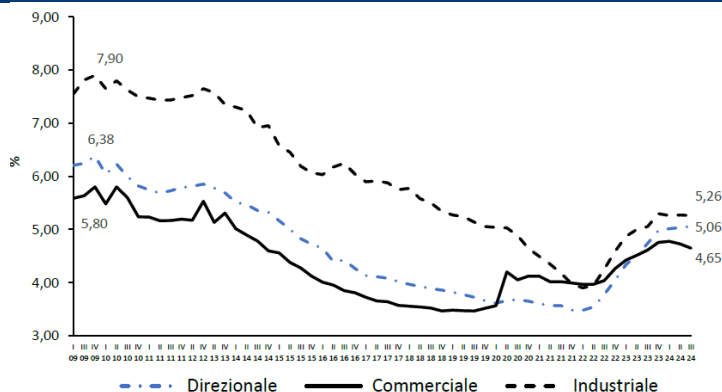
#### Investimenti corporate per tipologia in Europa (in % sul totale)



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

In termini di rendimento si nota un rialzo degli asset core (quali uffici, negozi e logistica) che offrono ritorni nell'ordine del 4,6%-5,3% complice, sia lo spostamento di interesse verso altre tipologie di immobili con diversa destinazione d'uso, sia la moderata flessione dei prezzi.

**Evoluzione degli yields in Europa (in %)**



Fonte: Nomisma

**Corporate Italia**

Nei primi 9 mesi del 2024 gli investimenti corporate in Italia si sono attestati a 6,4 mld in linea con quanto fatto nell'intero 2023. L'area milanese su cui si è concentrata la quota maggiore, circa il 45%, ha visto la finalizzazione di importanti contratti di compravendita, mentre su Roma si è orientato il 20% degli investimenti. La parte restante, circa il 35%, si è distribuita sul resto del territorio nazionale. Il mercato italiano ha visto una quota crescente di investitori stranieri (al 67%) mentre quelli italiani si sono fermati al 33%. Va detto che l'andamento meno brillante degli investimenti in Europa ha sostenuto al rialzo l'incidenza dell'Italia che, come si vede nel grafico sottostante, ha raggiunto il 4,9%, percentuale mai raggiunta negli anni precedenti.

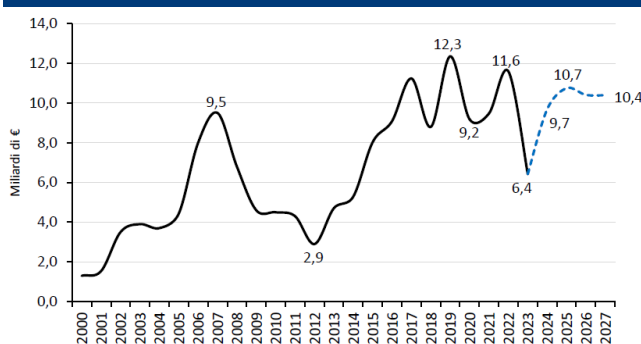
Secondo le indicazioni di Nomisma riportate nell'Osservatorio Immobiliare dello scorso dicembre, la maggior parte degli investitori è alla ricerca di operazioni in segmenti diversificati che possano offrire rendimenti superiori agli asset core, quali commerciale e direzionale. Questi ultimi, infatti, rappresentano rispettivamente circa il 23% e il 24% del totale investito, mentre la quota degli alternativi, pari al 35%, è orientata soprattutto verso il segmento alberghiero, la cui incidenza è al 20%, mentre quello residenziale non supera il 4,5%.

**Incidenza degli investimenti immobiliari corporate in Italia sul totale investimenti in Europa (dati in percentuale)**



Fonte: Nomisma

**Volume degli investimenti immobiliari corporate in Italia e previsioni 2024-2027 (miliardi di euro)**



Fonte: Nomisma

## Il comparto uffici in Europa e a Milano

Secondo uno studio recente di Cushman & Wakefield "Rethinking European Offices 2030" che ha esaminato il patrimonio immobiliare degli uffici nelle principali città europee, si osserva una crescente incidenza delle strutture vetuste che hanno una gestione degli spazi poco efficienti e costruiti con materiali poco preformanti dal punto di vista energetico. Allo stesso tempo le nuove costruzioni hanno mostrato negli ultimi anni un basso livello di crescita. A peggiorare il quadro si aggiungono le normative più stringenti sull'efficienza energetica che richiedono interventi strutturali significativi e tempestivi. Secondo gli esperti, tra le città dell'Europa occidentale Milano risulta avere la maggiore concentrazione di uffici a rischio obsolescenza entro il 2030, seguita da Barcellona e Stoccolma, tutti con una percentuale maggiore dell'80%.

La riqualificazione degli immobili in Italia risulta estremamente delicata nelle maggiori città che vedono una importante presenza di patrimoni storici, mentre le nuove costruzioni faticano a essere implementate. Tuttavia, la direzione definita dalle autorità europee è quella di avere un parco immobiliare con migliori standard energetici, tanto che questi ultimi ormai rientrano tra i prerequisiti per esaminare potenziali investimenti da parte dei fondi istituzionali. Certamente adeguare un edificio o ricostruirlo secondo i criteri di sostenibilità ESG (Ambiente, Sociale e Governance) ha costi importanti che poi però vengono in parte riconosciuti negli elevati canoni di affitto.

A Milano, secondo l'analisi condotta dagli esperti, solo una parte minore dello stock uffici ha meno di 10 anni, oltre al fatto che nell'ultimo trentennio il segmento degli uffici è cresciuto in media annua meno dell'1%, seppure con intensità differenti in base alla tipologia. La mancanza strutturale di immobili di qualità, ossia quelli indicati dalla normativa come grado A, caratterizza in prevalenza le zone centrali della città, mentre la qualità si conferma un fattore determinante della domanda. La richiesta di spazi di qualità costituisce infatti il 70% circa della domanda complessiva a Milano nell'ultimo decennio, con un incremento del 15% dal 2019 al 2023, rispetto a una flessione generale che ha riguardato il mercato pari all'11%. Infine, negli ultimi anni, una parte degli edifici adibiti a ufficio ha subito una riconversione in destinazioni d'uso, più richieste quali l'hotel e il residenziale, tra cui studentati, strutture per anziani e coabitazione.

## Tassi d'interesse su mutui e prestiti

Da fine gennaio i tassi Euribor hanno registrato un calo, guidato dal nuovo taglio ai tassi di riferimento deciso dalla BCE e dalle prospettive di ulteriori allentamenti, mentre i tassi Eurirs, influenzati anche dall'andamento dei rendimenti statunitensi, sono rimasti sostanzialmente stabili.

Paolo Leoni

Nella riunione del 30 gennaio la BCE ha portato il tasso sui depositi al 2,75% dal 3%, con una decisione presa all'unanimità, dato che lo scenario sottostante (come confermato da Lagarde in conferenza stampa) era rimasto in linea con le proiezioni dello staff di dicembre. La banca centrale ha continuato a giudicare al ribasso i rischi per la crescita e bilanciati quelli per l'inflazione, astenendosi ancora dal fornire indicazioni vincolanti sul percorso dei tassi ufficiali e riconoscendo che "la politica monetaria rimane restrittiva e i passati rialzi dei tassi di interesse si stanno ancora trasmettendo ai crediti in essere". La Presidente Lagarde ha comunque affermato che è prematuro parlare del livello di minimo che il target rate raggiungerà in questa fase, indicando quindi implicitamente che l'allentamento potrebbe proseguire a un ritmo serrato. Di fronte a questo quadro è proseguito il trend discendente dei tassi Euribor, alimentato anche dalla questione (preannunciata dalla stessa Lagarde e analizzata in un documento pubblicato il 7 febbraio) della neutralità dei tassi: secondo questo recente studio BCE il tasso naturale (ossia quello privo di effetti restrittivi o espansivi) si collocherebbe intorno all'1,75% - 2,25%, un po' sotto alla precedente stima di 1,75% - 2,5% (anche se la stessa autorità monetaria ha puntualizzato che non può essere usato come guida meccanica nelle proprie scelte).

Contrariamente ai tassi Euribor, i tassi Eurirs hanno subito l'influenza rialzista dei rendimenti statunitensi (che ne ha compensato le pressioni al ribasso derivanti dalla debolezza economica europea e dalle prospettive di politica monetaria), mostrando variazioni trascurabili da inizio mese. Negli Stati Uniti gli ultimi dati su inflazione e occupazione hanno infatti rafforzato l'atteggiamento attendista della Fed già emerso nella riunione di gennaio (quando la banca centrale aveva lasciato i tassi sui fed funds invariati a 4,25%-4,50%, escludendo dal comunicato ogni riferimento ai progressi sul fronte inflattivo e all'indebolimento del mercato del lavoro). Il CPI di gennaio ha mostrato una variazione di +3% a/a (da +2,9%), con importanti contributi su base mensile di comparti problematici come abitazione (+0,4% m/m da +0,3%) e altri servizi, mentre dall'employment report dello stesso mese sono emersi, a fronte di un calo dei nuovi occupati (143 mila da 307 mila, rivisto ampiamente al rialzo), una discesa del tasso di disoccupazione (4% da 4,1%) e un'accelerazione salariale (la retribuzione media oraria è salita di +0,5% m/m da +0,3% precedente). La successiva pubblicazione dei verbali del meeting di gennaio ha evidenziato come il Comitato stia riservando una notevole attenzione alle iniziative della nuova amministrazione Trump: i funzionari hanno sottolineato i rischi al rialzo per l'inflazione che potrebbero derivare dai "cambiamenti nella politica commerciale e d'immigrazione" e dai "potenziali danni alle catene del valore derivanti dai connessi sviluppi geopolitici". Oltre che un miglioramento dei dati di inflazione, quindi, la banca centrale statunitense sembrerebbe aspettare anche un quadro più definito delle possibili tensioni commerciali internazionali (al fine di poter effettuare previsioni più attendibili) e tale attesa è stata confermata esplicitamente da Powell che, nella consueta testimonianza semestrale al Parlamento, ha affermato che la banca centrale "non ha fretta" di procedere con ulteriori tagli.

Prospettivamente, la nostra view di base contempla altri tre tagli BCE da 25pb nelle prossime riunioni di marzo, aprile e giugno in modo che in quest'ultimo meeting il tasso sui depositi raggiunga il 2%. Nel caso di estese tensioni commerciali che possano incidere pesantemente sulla crescita (secondo una nostra simulazione un dazio universale del 10% dovrebbe determinare una riduzione cumulata del PIL in 2-3 anni di 2-3 decimi, ma qualora si consideri anche l'IVA in un criterio di reciprocità - ipotesi che Trump sembra aver recentemente caldeggiato - l'impatto potrebbe essere doppio), gli allentamenti potrebbero però anche continuare. Sulla base del nostro scenario centrale i tassi Euribor dovrebbero continuare a scendere per i primi tre trimestri del 2025 (per i primi due quello a 12 mesi) per poi registrare un accenno di risalita nell'ultima parte dell'anno, mentre i tassi Eurirs dovrebbero mostrare, a nostro avviso un andamento differenziato: il 2 anni è atteso sostanzialmente stabile per tutto l'anno; per i 5, 10 e 30 anni, prevediamo invece un apprezzabile calo durante i primi tre mesi del 2025 a cui

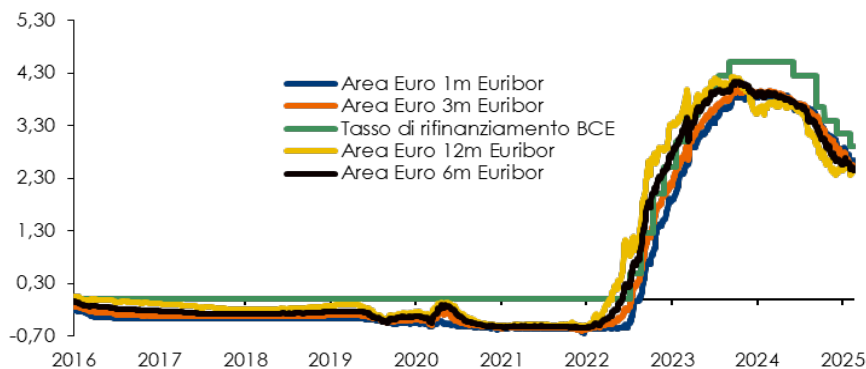
seguirà una risalita che li porterà a fine anno sopra gli attuali livelli. Questo quadro previsionale rende ancora preferibile l'indebitamento a tasso variabile rispetto a quello a tasso fisso.

**Selezione di tipologie di indebitamento con scadenza a 30anni**

Positivi	Negativi*
Tasso variabile	Tasso fisso
Rata costante	

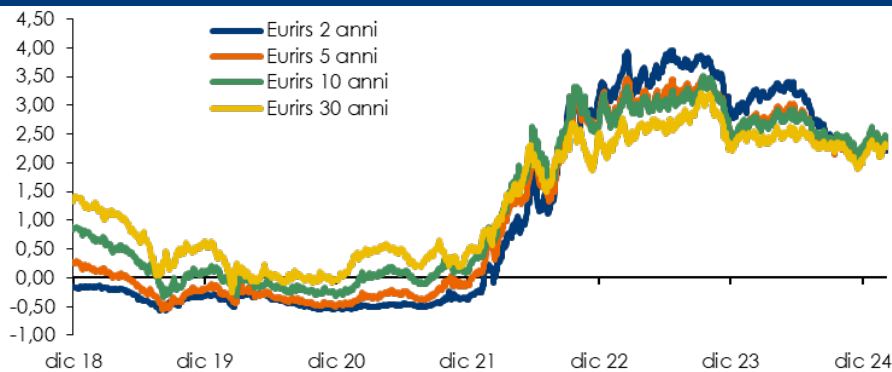
Nota: \* L'eventuale opportunità di ristrutturazione è legata alle condizioni dello specifico mutuo di cui si è titolari e a quelle alternative, nonché ai costi dell'operazione. Fonte: Research Department Intesa Sanpaolo

**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 28.01.2025.

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](http://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 Riso

##### Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

**Editing:** Monica Bosi