

WEEKLY UPDATE

31 marzo 2025



L'EUROPA E LA MILITARIZZAZIONE: NUOVO APPROCCIO E NUOVI IMPEGNI FINANZIARI

A metà settembre 2024, quando fu pubblicato il Rapporto Draghi su come l'Europa dovesse riorganizzare sé stessa per affrontare le sfide dei prossimi decenni, il capitolo inerente alla Difesa fu analizzato con interesse ma, a livello di importanza, certamente non classificato tra le urgenze più impellenti a cui si dovesse attribuire priorità assoluta.

All'indomani del meeting Trump-Zelensky di venerdì 28 febbraio, tutto (o quasi) è cambiato poiché, per la prima volta in modo tangibile, c'è stata la diffusa percezione che per il Vecchio Continente fosse suonata la campana per dar vita *ex novo* ad una struttura militare che, potenzialmente, possa anche prescindere dal secolare ombrello protettivo garantito dagli Stati Uniti.

I contenuti resi noti a suo tempo dall'ex numero uno della Bce sono diventati prepotentemente attuali, al punto che esperti di geopolitica, economisti e consulenti governativi si sono messi all'opera per cercare di capire come organizzare la macchina bellica europea del futuro, con le evidenti conseguenze anche in termini di impegni e oneri da sostenere.

L'idea centrale di Draghi è che, attualmente, la spesa pubblica dell'UE per la Difesa sia del tutto insufficiente, poiché 50 anni di progressivo disimpegno (grazie all'immane supporto USA) ha impedito di prevedere correttamente la domanda in funzione delle mutazioni

Documento a cura
di **Fabrizio Pozzi** -
Analista senior,
team Gestione
prodotti azionari e
obbligazionari



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING
Asset Management

geopolitiche in atto; in sostanza, solo dopo l'invasione dell'Ucraina l'Europa ha cominciato a uscire dal torpore investendo massicciamente nella Difesa anche se, va opportunamente rilevato, la spesa attuale è un terzo di quella americana (313 miliardi di dollari contro 916 e di poco superiore a quella cinese, pari a 296 miliardi): in più, non va dimenticato che in Europa solo 10 Stati membri spendono il 2% del PIL, in linea con le disposizioni Nato, fermo restando che se tutti contribuissero, come da regole, il budget disponibile aumenterebbe di almeno 60 miliardi (e, secondo le stime della Commissione europea, nel prossimo decennio serviranno almeno 500 miliardi di investimenti).

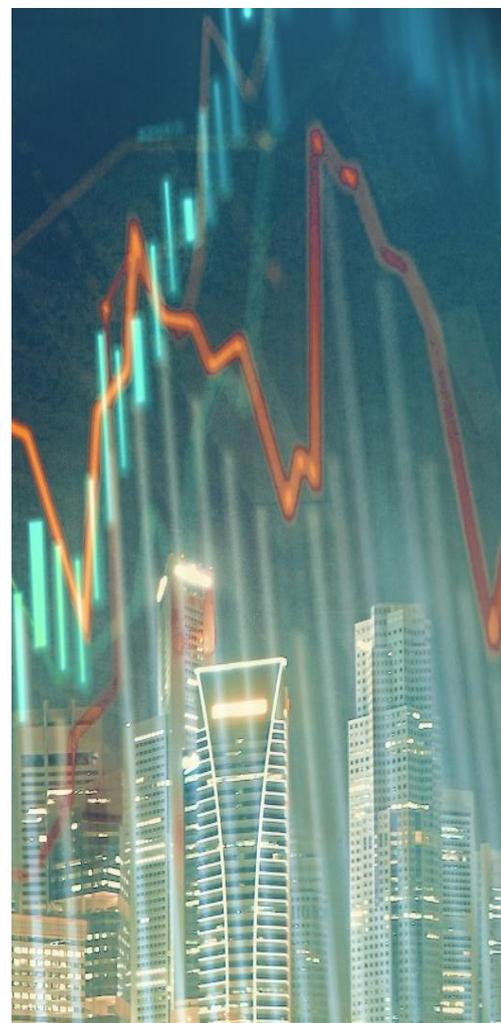
Peraltro, qualche addetto ai lavori ha anche azzardato che, stanti le attuali frizioni geopolitiche su scala globale, non sarebbe inopportuno se il budget medio dei Paesi Nato europei arrivasse attorno al 3% del PIL (come era ai tempi della Guerra Fredda): senonché, secondo stime conservative, per tornare a quei livelli bisognerebbe aggiungere 280 miliardi l'anno agli attuali stanziamenti.

La sola Germania, ad esempio, dovrebbe aumentare di 40 miliardi le sue spese militari anche se, a dirla tutta, gli effetti moltiplicativi (benefici) sul PIL domestico non sarebbero trascurabili: secondo uno studio a cura della Normale di Pisa, in effetti, un aumento di 1 miliardo del budget della Difesa genererebbe una crescita della produzione interna di 1.23 miliardi di euro e seimila nuovi posti di lavoro (del resto, pare assodato che una spesa militare alta non è incompatibile con un'economia in salute, soprattutto se si pensa che il picco del budget del Pentagono è stato negli anni '50, cioè proprio nell'epoca d'oro del capitalismo americano).

Il futuro Cancelliere tedesco Merz, per essere precisi, sta già prendendo in considerazione lo stanziamento di 200 miliardi di euro per finanziare un fondo di emergenza per la Difesa volto a ricostruire le proprie forze armate e ovviamente, affinché tale idea prenda corpo, il primo passo è stato modificare il "freno al debito" (lo scorso 18 marzo), ovvero quella normativa, ormai obsoleta, secondo la quale il deficit strutturale federale non poteva superare lo 0.35% del PIL: a tutt'oggi, dunque, il bazooka fiscale per il riarmo tedesco è legge (e secondo i maligni tanta fretta da parte di Berlino si spiega con la ferma volontà di rilancio dell'industria bellica allo scopo di coprire e compensare tutti i guai recenti cagionati dalla filiera dell'*automotive* e tuttora irrisolti).

In ogni caso, quali che siano le scelte dei singoli governi europei in tema di pianificazione delle spese militari, ciò che appare del tutto evidente è che, in generale, sarà opportuno studiare, dal punto di vista finanziario, le formule combinate più idonee, compatibilmente con le esigenze di quadratura dei conti pubblici.

Ecco perché, in tale ottica, si parla sempre più di Eurobond: un mercato da 600 miliardi di euro, destinato a sfondare il tetto del



“trilione” già alla fine del prossimo anno, ma che potrebbe continuare a crescere per puntare verso dimensioni del tutto inimmaginabili al momento della sua creazione.

L'idea di utilizzare in modo permanente questi strumenti di debito comune è una delle ipotesi che anima le ferventi discussioni fra i rappresentanti politici ed è verosimile supporre che la sua realizzazione provocherebbe un'indubbia trasformazione del mercato di quelli che, appunto, vengono comunemente denominati Eurobond, e non soltanto in termini puramente quantitativi (anche se, va opportunamente precisato, pare che i 27 si muovano in ordine sparso sulle clausole del ReArm UE e l'Olanda avrebbe già fatto recapitare un secco “no” all'ipotesi di debito comune).

Le agenzie di rating, ovviamente, hanno già cominciato a fare due conti in funzione di predefiniti scenari attesi e, in un contesto di bassa crescita e di crescenti impegni di spesa dovuti anche a cambiamento climatico, innovazione tecnologica e invecchiamento della popolazione, molti Stati membri della UE (tra i quali l'Italia, ma non solo) non avranno lo spazio fiscale sufficiente per finanziare totalmente con le casse dello Stato le spese militari, a colpi di debito e deficit; pertanto, per non compromettere la sostenibilità dei debiti pubblici e la tenuta dei rating sovrani, la UE dovrà contare sulle istituzioni europee esistenti per il finanziamento della spesa militare extra e soprattutto su formule di debito comune europeo, programmando sul lungo termine le risorse da utilizzarsi a copertura o a garanzia dei *safe assets*: a tale conclusione sono arrivate, appunto, le agenzie di rating, in ragione del fatto che, per rispettare i requisiti Nato, si potrebbe arrivare anche a stanziare il 3-5% del PIL in termini di spese militari, pur ammettendo che *“nel nostro scenario di base ipotizziamo che la spesa per la difesa nell'UE aumenterà molto gradualmente. Ma non si tratterà di una spesa una tantum, in quanto la difesa è un impegno di spesa a lungo termine: inizialmente, l'incremento graduale della spesa per la difesa sarà fatto attraverso una combinazione di strumenti di finanziamento a livello nazionale e sovranazionale”*.

Nel mentre, Ursula Von der Leyen non ha perso tempo e ai primi di marzo ha presentato il piano *ReArm Europe*, partendo dal presupposto che *“la sicurezza europea è minacciata, viviamo tempi pericolosi”*.

Parlando a seguito dell'ufficializzazione del congelamento degli aiuti militari statunitensi per l'Ucraina, la presidente della Commissione europea ha indicato una serie di proposte per potenziare l'azione europea, ovvero *“si tratta di usare tutte le leve finanziarie a disposizione per il riarmo, l'Europa deve investire massicciamente e urgentemente per il breve e per il lungo termine”*.

Von der Leyen ha voluto precisare di *“essere riconoscente agli Stati Uniti per il ruolo che hanno avuto nella sicurezza europea per*



decenni, ma il contesto in cui operiamo sta cambiando drasticamente e drammaticamente: le fondamenta su cui è stato costruito l'ordine politico ed economico europeo del dopoguerra sono state scosse fino al midollo e la storia ci insegna che l'intero sistema internazionale può essere destabilizzato".

Complessivamente, il piano *ReArm Europe* prevederebbe un impegno da 800 miliardi per la difesa UE articolato in alcuni, imprescindibili punti sintetici: a) attivazione della clausola di salvaguardia nazionale del Patto di stabilità per permettere agli Stati membri di poter spendere per la Difesa anche sfiorando il 3% del deficit (*"se ogni Paese aumentasse la spesa per la Difesa dell'1.5% del PIL in media, ciò creerebbe uno spazio fiscale di circa 650 miliardi di euro in un periodo di quattro anni"*); b) varo di un nuovo strumento per fornire 15 miliardi di euro di prestiti agli Stati membri per investimenti nella Difesa (*"spendere meglio e spendere insieme"*); c) flessibilità nel bilancio europeo per permettere agli Stati che lo vorranno di aumentare la spesa per la Difesa; d) mobilitazione del capitale privato; e) attivazione della Banca europea per gli investimenti per il sostegno del piano di riarmo.

Un progetto ambizioso, dunque, per un futuro europeo *"post America"*, anche se non manca, tra gli addetti ai lavori, chi fa notare il peso specifico di talune criticità fortemente condizionanti.

Anzitutto, *"ci vorranno anni per mettere a punto una struttura di Difesa indipendente"* e su questo aspetto il coro è praticamente unanime; inoltre, per quanto possa aver ragione l'ex segretario generale della NATO (Rasmussen) ad asserire che *"l'Europa deve ragionare sul fatto che non siamo soltanto più vulnerabili, ma verosimilmente anche soli"*, non esiste una visione univoca in termini di percentuale del PIL da associare alla Difesa su base europea nel complesso: si va dal 3%, che pure è molto superiore all'attuale contributo di diversi Paesi, al 3.7% proposto dal segretario generale della NATO, al 4-4.5% ipotizzato da chi immagina un completo disimpegno americano in qualità di *"cappa protettiva"* sul Vecchio Continente.

Resta il fatto, comunque, che secondo un *think-tank* basato su Bruxelles si dovrebbero formare almeno 50 brigate europee per compensare le 300.000 unità che gli americani schiererebbero in un'eventuale guerra ma, sfortunatamente, i moderni *jet* avveniristici del Vecchio Continente non dispongono di sufficienti munizioni per poter scatenare azioni distruttive, qualora ve ne fosse bisogno (numeri alla mano, aggiornati a marzo 2025, a disposizione dei 27 della UE, si contano 3900 carrarmati e 2000 aerei da combattimento).

In più, fattore non meno rilevante, esiste una questione di coordinamento generale delle formazioni militari in caso di guerra: perché si parla di NATO, ma si sottende Stati Uniti quando si tratta di far riferimento a strutture apicali a cui siano demandate tutte le responsabilità operative; inoltre, è pur vero che Francia e Gran



Bretagna possono vantare strutture militari già di peso e, comunque, imparagonabili rispetto alla pochezza degli altri Paesi europei ma, se necessario, la potenza d'urto delle armi strettamente nucleari, intese anche come deterrente, sarebbe pressoché nulla: in tal senso, gli addetti ai lavori hanno (impietosamente) fatto notare che vi sono *“problemi di credibilità e di capacità, considerato che in circa 80 anni tutto l'arsenale bellico nucleare è stato creato e gestito solo dall'America”*.

Insomma, è chiaro a tutti che ormai *“il dado è tratto”* e, prima o poi, anche l'Europa avrà una sua struttura militare più o meno competitiva, fermo restando che l'auspicio generale è che, ancora una volta, prevalga la millenaria saggezza di Sun Tzu, nella piena consapevolezza che *“la cosa migliore non è vincere cento battaglie, bensì sottomettere il nemico senza combattere”*.

L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Settimana conclusiva di marzo con avvio favorevole (lunedì 24) sui mercati azionari asiatici, dove in particolare il Topix Real Estate si è subito distinto a inizio ottava con un pregevole rialzo del 3.35%, a conferma del fatto che ormai in Giappone si respira aria di inflazione, rialzi tassi e, soprattutto, di crescita.

E la parola crescita è molto in voga anche nei quartieri alti dell'amministrazione di Pechino, in quanto la Cina sta spingendo forte sull'unica strategia che può salvarla dalla stagnazione: il rilancio dei consumi interni.

In effetti, il piano dettagliato del primo ministro Li Qiang punta decisamente a stimolare la spesa dei consumatori, ancora frenata dal mercato immobiliare e, nel mentre, la banca centrale cinese ha annunciato finanziamenti a basso costo per aree importanti di consumo, fermo restando che il governo ha già messo sul piatto una prima tranche di 11.2 miliardi di dollari per i governi locali allo scopo di sostenere le vendite di auto ed elettrodomestici: al punto che si offrono rimborsi a chi permuta vecchie auto o elettrodomestici, in modo tale che le famiglie ritrovino la fiducia necessaria a smobilizzare le risorse congelate nel timore di nuovi disastri tipo quello originato dal mattone.

Come sovente accade nelle esternazioni di Pechino, maggiori dettagli ancora non sono noti ma è indubbio che la Cina le sta provando tutte, incluse le misure per aumentare il potere di spesa estendendo i sussidi per gli anziani e l'assicurazione sanitaria per i residenti rurali.

Anche oltreoceano si tende a parlare più di crescita che di inflazione e non a caso, proprio mercoledì 19 in occasione del discorso di Powell al meeting della Fed, Wall Street ha reagito con entusiasmo alle dichiarazioni del numero uno della banca centrale, in particolare a



quelle legate al taglio al *quantitative tightening* (riduzione del bilancio della Fed), ovvero annunciando un taglio alla riduzione di bilancio sui titoli di Stato, a partire da aprile, da 25 a 5 miliardi al mese: una mossa apprezzata dalla comunità finanziaria che, a dire il vero, nutrirebbe concrete speranze su un atteso recupero dei listini alla luce di alcune considerazioni di fondo.

Anzitutto, per ragioni tecniche e sostanziali, in virtù del fatto che alla fine del trimestre i grandi investitori ribilanciano i portafogli e, stando alle stime di una primaria casa di investimento sull'azionario globale, i fondi di investimento necessiterebbero di un ribilanciamento pari a 50 miliardi di dollari e lo stesso quantitativo farebbe riferimento ai fondi pensione; secondariamente, se è vero che dazi più *soft* sono decisamente graditi alle Borse, la nuova svolta umorale di Trump sarebbe orientata ad un rinvio, in particolare, dei dazi su chip e farmaceutica: la qual cosa potrebbe agevolare un rimbalzo delle quotazioni, soprattutto se associata agli attuali livelli di *sentiment*, decisamente negativi rispetto alle medie storiche.

Basti pensare che l'ultimo sondaggio di metà marzo dell'*American Association of Individual Investors* tra i risparmiatori americani su un orizzonte di tempo semestrale ha evidenziato un ottimismo pari al 19.1% contro una media storica del 37.5% e la stessa Associazione si è premurata di segnalare che, di norma, percentuali così negative sono compatibili con un rimbalzo delle quotazioni, quantomeno nel breve periodo.

Peraltro, è interessante sottolineare come, anche negli ambienti culturali americani, mai come ora sia stato rivalutato il capolavoro di Francis Scott Fitzgerald, "*Il grande Gatsby*", a conferma del fatto che convivono due sentimenti di "*sogno e delusione dell'America*", verosimilmente ascrivibili al fatto che il MAGA trumpiano (*Make America Great Again*) pare poco convincente e, come avviene nel romanzo di Fitzgerald, "*il mito americano si decompone pagina dopo pagina, mantenendo tutto lo sfavillo di facciata ma mostrando anche il ventre molle della sua fragilità*": fermo restando, ovviamente, che la base elettorale repubblicana si augura un epilogo ben diverso rispetto a quello del *Grande Gatsby*.

Nel mentre, giusto per restare sempre aderenti ai dati macro, martedì 25 sono stati rilasciati i nuovi numeri relativi alla fiducia dei consumatori USA e anche a marzo l'ottimismo degli americani nei confronti dell'economia ha subito un calo significativo passando dai 98.3 punti di febbraio a 92.9 (è appena il caso di sottolineare che questa variazione nell'indice di fiducia riflette un cambiamento nel *sentiment* degli americani riguardo alle prospettive economiche del Paese e, non a caso, l'indice del Conference Board è spesso considerato un indicatore anticipatore delle tendenze economiche future).



Per quanto poi riguarda i contributi più recenti dei banchieri Fed in merito alle aspettative congiunturali, sicuramente il più loquace è stato Williams, in occasione di un convegno alle Bahamas, puntualizzando che *“c'è una certa incertezza nella politica monetaria e l'attuale orientamento modestamente restrittivo della politica monetaria è del tutto appropriato, data la solidità del mercato del lavoro e l'inflazione ancora un po' al di sopra del nostro obiettivo del 2%”*.

Williams non ha precisato nelle sue osservazioni formali che cosa si aspetti per la politica della Fed nel corso dell'anno, ma ha osservato che l'economia ha iniziato il 2025 su una buona base ricordando che, sebbene il raffreddamento dell'inflazione sia stato un processo accidentato, il mercato del lavoro è più equilibrato e non è di per sé un motore delle pressioni sui prezzi; in merito alle aspettative prospettiche, il banchiere ha detto di vedere un rallentamento della crescita, in parte a causa della diminuzione dei tassi di immigrazione, ma ha aggiunto che *“è difficile sapere con precisione come si evolverà l'economia. L'incertezza è elevata e ci sono molti scenari che potrebbero verificarsi, a seconda delle politiche fiscali e commerciali e degli sviluppi geopolitici e di altro tipo e al momento è difficile assegnare probabilità a questi scenari”*.

E non è certo un mistero che sia Powell che Lagarde siano convinti che i dazi possano ridurre la crescita e aumentare l'inflazione sia negli USA che nell'Eurozona; anzi, per dirla con De Guindos senza dare troppa importanza alla diplomazia, *“le politiche di Donald Trump stanno causando più incertezza per l'economia di quanta ce ne fosse durante il Covid. Sembra che ogni giorno venga imposta una nuova tariffa o ne venga rimossa una già annunciata. Speriamo di avere presto più chiarezza sui piani dell'amministrazione statunitense per il futuro, perché una guerra commerciale sarebbe una sconfitta per tutti, con un impatto molto peggiore sulla crescita che sull'inflazione”*.

Inoltre, al di là dei dazi, de Guindos ha posto l'accento sulla deregolamentazione di banche, istituzioni non bancarie e del settore crypto, ma anche sulle modifiche fiscali per le aziende che potrebbero influenzare i flussi di capitali attraverso l'Atlantico, precisando che *“in generale, la nuova amministrazione Usa non è molto aperta a continuare con il multilateralismo, con la cooperazione tra giurisdizioni e la ricerca di soluzioni condivise per problemi comuni. Questo è un cambiamento molto importante e una grande fonte di incertezza”*.

Lagarde, da parte sua, non si è certo sottratta alle discussioni sui temi tariffari ma, anzi, ha esortato l'Unione europea ad essere *“forte”* nel contrastare la politica violentemente unilaterale di alcuni Paesi, tra cui gli Stati Uniti; nello specifico, la numero uno della Bce ha voluto puntualizzare che *“l'impatto delle misure commerciali rimane incerto, ma secondo la Bce un dazio americano del 25% sulle importazioni europee ridurrebbe la crescita nella zona euro di 0.3 punti nel primo*



anno e una ritorsione europea aumenterebbe questa perdita a 0.5 punti”.

Proprio sul versante commerciale poi, la Commissione europea ha annunciato di voler rinviare alla prima settimana di aprile l'adozione delle prime misure contro i dazi americani, in modo da allineare a metà aprile l'entrata in vigore delle due tornate già previste di contro-dazi europei: in pratica, l'obiettivo è di dare più spazio al negoziato con Washington, dopo che gli Stati Uniti hanno annunciato ulteriori dazi (reciproci) per il 2 aprile.

E sul tema non si è fatto certo attendere il parere dell'Ocse, secondo cui i dazi trumpiani, con meno crescita e più inflazione, soffiano sui venti stagflazionistici, con il risultato che, secondo le stime 2025, il PIL globale aumenterà del 3.1%, lo 0.2% in meno di quanto indicato a dicembre: nel dettaglio, *“se i dazi saranno confermati, saranno un ostacolo per l'attività economica globale e faranno salire il prezzo dei prodotti finali importati per i consumatori e di quelli intermedi per le imprese”.*

Il saldo settimanale dei principali listini azionari ha evidenziato una colorazione piuttosto sbilanciata sul rosso, con l'S&P 500 in strenua difesa di 5500-5600 e l'Eurostoxx 600 debole tra 540 e 550, mentre il Topix ha ceduto sotto la soglia 2800 (complice lo stacco dividendi) e lo Shanghai Composite ha consolidato in area 3350.

Universo obbligazionario tendenzialmente laterale, con i tassi decennali americani in altalena tra 4.4% e 4.25% e i corrispettivi tedeschi chiusi nel range 2.8% -2.7%, a fronte di uno spread Btp-Bund sovente intorno ai 110 punti base.

Moneta unica ancora in flessione con minimo settimanale a 1.0733 (salvo poi recuperare in chiusura di ottava) mentre, in tema di commodities, il petrolio è risalito al test di quota 70 poiché, a detta degli esperti, la corsa pre-tariffa ha spinto il greggio canadese ai massimi degli ultimi quattro anni.

Infine, da notare come oltre all'oro, anche il rame segua lo stesso trend verso nuovi massimi in ragione delle forniture a rischio su scala globale: ancora una volta l'attesa dei dazi sta favorendo movimenti anomali sulle materie prime e, in particolare, le quotazioni del metallo rosso si sono impennate sulla scia di enormi quantità in viaggio sulla rotta transatlantica; in sostanza, se gli USA continueranno come un'idrovora a risucchiare rame da ogni angolo del pianeta, potrebbero esserci difficoltà di approvvigionamento per tutti gli altri Paesi, considerato che al momento stanno viaggiando oltreoceano 500.000 tonnellate di rame raffinato, ovvero l'equivalente di oltre sei mesi di normali importazioni.



DISCLAIMER

Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management SGR" o "SGR"), società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (TUF), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Asset Management SGR (ed eventualmente da altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, è fornita dalla SGR relativamente all'accuratezza, completezza, affidabilità e correttezza delle stesse. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento o in eventuali documenti allegati non costituiscono in alcun modo ricerca in materia di investimenti o comunicazione di marketing, raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, né sollecitazione o offerta, né consiglio di investimento, consulenza in materia di investimenti, consulenza legale, fiscale o di altra natura.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni e le previsioni qui contenute.

Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, è necessario prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.

I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.

Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita, né una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.

Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute; la SGR e i propri dipendenti non sono altresì responsabili per qualsiasi errore e/o omissione contenuti in tali informazioni.

La presente comunicazione e i relativi contenuti (ivi compresi quelli di eventuali documenti allegati) non potranno essere riprodotti, ridistribuiti, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicati, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso scritto da parte della SGR.