

# WEEKLY UPDATE

24 giugno 2024



## IL CARO AFFITTI SU SCALA GLOBALE: UNA VARIABILE MACRO CHE CONTINUA A PESARE

Se il bicchiere mezzo vuoto rappresenta in genere il pessimismo ovvero, in questo caso, la piaga del caro affitti che affligge i tre continenti più rappresentativi (l'Europa, le Americhe e l'Asia), vale subito la pena precisare, per oggettività di analisi, che esiste anche una sorta di bicchiere mezzo pieno dove, quantomeno, i canoni di locazione vengono corrisposti in un contesto normativo e regolamentativo chiaro e ben definito, tale da recare anche vantaggi (diretti e indiretti) a chi ne usufruisce in termini di abitazione principale.

Per quanto riguarda, ad esempio, il Vecchio Continente, se si prendono a riferimento gli ultimi report pubblicati da agenzie europee rinomate, incrociandole con le leggi attualmente in vigore nelle differenti Nazioni attraverso un'analisi approfondita dei canoni di locazione, dei tassi di occupazione e delle politiche abitative, emergono dati interessanti e sorprendenti inerenti ai Paesi che meglio si distinguono per l'efficacia-efficienza dell'istituto della locazione abitativa.

Anzitutto, la Germania, ex locomotiva d'Europa ora pesantemente soffocata dai guai dell'immobiliare commerciale, può vantare una combinazione di mercato stabile e regolamentazioni favorevoli, con incentivi statali per i proprietari e aiuti ai locatari che contribuiscono a mantenere un equilibrio di domanda-offerta vivace e sostenibile; nello specifico, con il suo programma di sostegno al settore degli affitti residenziali, la Germania si distingue per il suo impegno a garantire una fornitura stabile di alloggi a prezzi accessibili, fermo restando che gli incentivi statali per i proprietari sono cruciali per stimolare l'offerta di alloggi a lungo termine e garantire la sostenibilità del mercato immobiliare.

**DOCUMENTO A CURA  
DEL TEAM GESTIONE  
PRODOTTI AZIONARI,  
OBBLIGAZIONARI E  
SOLUZIONI DI  
INVESTIMENTO di  
Fideuram Asset  
Management SGR**



FIDEURAM  
INTESA SANPAOLO  
PRIVATE BANKING  
Asset Management

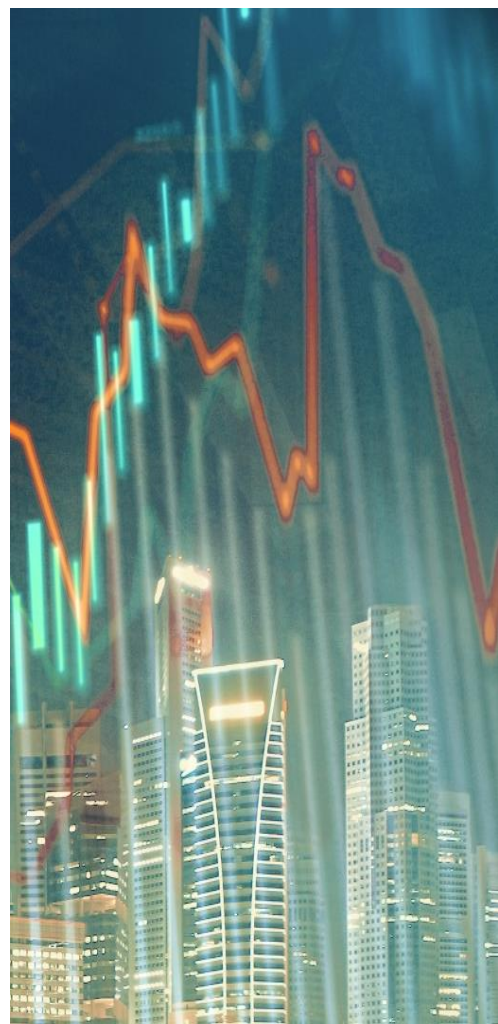
Similmente, forti analogie sono riscontrabili anche in Olanda e Austria, dove incentivi fiscali ai proprietari che investono nel settore degli affitti residenziali, incoraggiando la partecipazione e la crescita del mercato, si coniugano con un equilibrio tra mercato stabile e politiche abitative progressiste: in altri termini, gli sforzi del governo per garantire un accesso equo all'abitazione e gli incentivi agli investimenti immobiliari si traducono in un binomio inscindibile di successo sia nell'ottica dell'inquilino che del proprietario.

E l'Italia come si colloca nel panorama europeo? Secondo un recente report a cura di un istituto specializzato su un range di popolazione compresa tra i 23 e i 40 anni, il mix di caro vita e caro alloggi sta alimentando sempre più, come *new normal*, il fenomeno del *co-living*, ossia soluzioni abitative che consistono in immobili pensati per l'affitto, dove le stanze sono private ma molti spazi rimangono condivisi con tutti i locatari, dalla cucina alle aree relax. Di per sé, a detta degli esperti, si tratta di *"un quadro preoccupante della situazione abitativa dei 'giovani' italiani, ma allo stesso tempo apre nuove prospettive per il futuro. L'emergere di modelli di coabitazione fluidi e collaborativi rappresenta un'opportunità per ripensare il modo di vivere gli spazi abitativi e per costruire città più inclusive e sostenibili"*.

Oltreoceano, ovviamente, vale un discorso a sé stante, sia per le dimensioni sia per l'incidenza delle variabili in gioco nel determinare le dinamiche inflazionistiche che, a loro volta, si riflettono sui macro aggregati condizionando fortemente le politiche economiche governative. Posto che gli addetti ai lavori tendono ad inquadrare il mercato immobiliare all'interno di tre fasi, dove materie prime e tassi giocano un ruolo di primo piano, l'attuale "fase 3" è proprio quella in cui l'effetto combinato di commodities-tassi in rialzo ha frenato l'*housing affordability* (l'accessibilità degli alloggi, con impatto sugli investimenti e sulla costruzione di case), accentuando di conseguenza le tensioni sul mercato degli affitti. Secondo un'analisi a cura del gruppo Zillow, negli ultimi quattro anni gli affitti nella maggior parte delle aree metropolitane statunitensi sono aumentati circa 1,5 volte più velocemente dei salari e come testimoniato dalla stessa Janet Yellen (Segretario del Tesoro USA) *"l'edilizia abitativa è un problema reale negli Stati Uniti a causa dell'enorme carenza di appartamenti a prezzi accessibili. Detto questo, credo fermamente che i costi degli alloggi, che hanno spinto l'inflazione verso l'alto, scenderanno"*.

Solo nel 2023, i prezzi degli affitti a New York sono aumentati con una velocità sette volte superiore ai salari, facendo registrare il divario più imponente riscontrato negli Stati Uniti: tutto ciò, nonostante un mercato del lavoro che continua ad essere manifestamente robusto (*"l'entrata in funzione di nuovi edifici multifamiliari ha alleggerito la pressione competitiva in molti mercati"*), ha dichiarato Kenny Lee, economista di Street Easy, *"ma a New York la costruzione non riesce a tenere il passo con la domanda"*.

Peraltro, è anche opportuno fare qualche precisazione in merito a preconcetti che, sovente, vengono impropriamente diffusi sul tema del caro affitti degli Stati Uniti; anzitutto, nonostante il costo degli alloggi negli USA continui a crescere, molti investitori sono convinti che il picco inflattivo sia stato ormai raggiunto e che presto il livello dei prezzi comincerà ad abbassarsi, complice proprio il



rallentamento dei canoni di locazione (tesi da noi condivisa in merito a questi ultimi, quantomeno in un orizzonte temporale di dodici mesi, salvo poi eventualmente ripristinare un trend ascendente in ottica di lungo periodo). Del resto, vari sondaggi approntati da organismi privati segnalano un raffreddamento degli affitti che, comunque, dovranno via via risultare riflessi nelle statistiche governative, ovvero nell'oggettivazione numerica; certo è, comunque, che prevedere l'inflazione con un approccio "bottom-up", cioè partire dal prezzo di un bene o di un servizio per poi prenderlo come riferimento per calcolare la tendenza generale dei prezzi, presenta una criticità intrinseca: un tema complesso come gli affitti dovrebbe suggerire agli investitori grande cautela nel fidarsi delle previsioni relative all'inflazione (per esempio, un mercato del lavoro rigido con una robusta crescita dei salari incide in maniera preponderante sull'andamento dei canoni di locazione, poiché ci si aspetta che la domanda di alloggi in affitto rimanga forte, soprattutto se le possibilità di comprare casa sono limitate).

In sostanza, se il quesito centrale si identifica con quanto incida il costo degli alloggi sull'inflazione, ebbene la voce "alloggi" conta per un terzo dell'Indice dei Prezzi al Consumo (CPI) degli Stati Uniti, mentre la sottocategoria "affitti" pesa solo per il 7,6% del CPI complessivo e l'«Owners' Equivalent Rent» (OER), che stima i costi sostenuti dai proprietari degli immobili, per il 25,6%; ad esempio, dall'agosto 2022 all'agosto 2023, l'incremento della voce di spesa legata agli alloggi (+7,2%) ha rappresentato una considerevole porzione dell'aumento complessivo dell'inflazione.

Dunque, sebbene gli affitti attirino gran parte dell'attenzione mediatica, in realtà rappresentano soltanto il 7,6% del paniere, mentre l'OER ne esprime la componente principale.

Negli Stati Uniti, infatti, la maggioranza delle famiglie (circa due terzi) è proprietaria di un immobile e dunque non deve pagare un canone di locazione, senza dimenticare poi che il CPI non è un indicatore aggiornato dell'andamento dei prezzi degli affitti, bensì uno strumento per misurare il "costo della vita".

Quale che sia, comunque, la metodologia più consona per calcolare l'incidenza del monte-affitti all'interno del paniere inflattivo, resta il fatto che, a livello globale, nelle economie più avanzate, dall'America alla Nuova Zelanda, "milioni di persone spendono più di un terzo del loro reddito disponibile nell'affitto della casa" e il *rental nightmare* (incubo affitti) è trasversale in quanto si estende dalle social democrazie, di norma più sensibili ai diritti degli inquilini, ai Paesi anglofoni dove l'istituto della proprietà è più diffuso.

Nella sola Inghilterra, dal 1920 al 2000, i proprietari di casa sono passati dal 20% al 70% (e diverse altre Nazioni hanno seguito lo stesso trend), ma dal 21esimo secolo la musica è cambiata. Come ben sintetizzato in uno studio a cura dell'Università di Cardiff, in Paesi come Inghilterra, Danimarca, Irlanda, Nuova Zelanda e Spagna il tasso di *homeownership* (proprietà della casa) è sceso del 10% nell'arco periodale compreso tra il 2008 e il 2020 e secondo un report dell'Oxford University le aspettative vanno nella direzione di un "comparto affitti" sempre più massiccio e stabile.

Non a caso, qualche tempo fa, una banca inglese (Halifax) ha coniato l'efficace espressione di "generation rent" (generazione affitti), con l'idea di etichettare una generazione (i *millennials*, nativi



tra il 1981 e il 1996) incapace di potersi permettere l'acquisto di una prima casa.

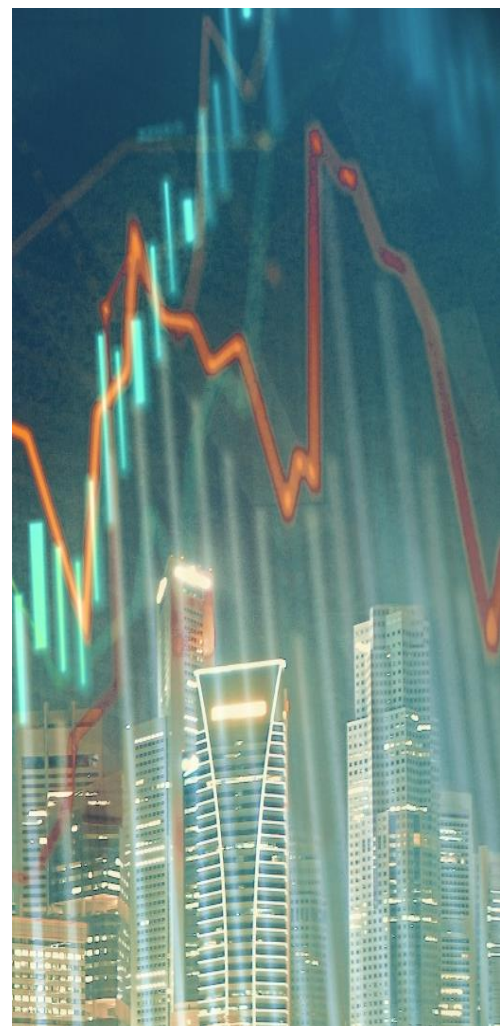
Ad un certo punto i governi di mezzo mondo hanno ritenuto doveroso intervenire in favore dell' "universo degli inquilini", introducendo una sorta di "congelamento degli affitti" (dalla Scozia all'Australia all'America e via dicendo), con il diretto impegno, in materia, anche da parte di Biden che, in vista delle elezioni, ha promesso di *"usare la mano pesante"* contro i proprietari.

Di fatto, però, il *rent control* (regolamentazione degli affitti) ha sempre suscitato qualche perplessità presso gli economisti, già ben sintetizzate dal premio Nobel Milton Friedman secondo il quale imposizioni troppo coercitive a scapito del "mondo della proprietà" tendono ad agire poi da freno nell'incentivare nuove costruzioni, con quanto ne consegue, implicitamente, sulla crescita economica e sulla dinamica degli affitti medesimi. Non a caso, l'esempio della Nuova Zelanda è da manuale. Posto che Auckland (la capitale) si è sempre distinta come una delle località più care a livello di abitazione, nel 2016 è stato avviato un piano-boom di costruzioni di nuove case che si è tradotto in 44.000 nuove abitazioni nell'arco di sette anni, contribuendo ad abbassare del 30% gli affitti rispetto al periodo antecedente: avallando, di fatto, una regola generale implementabile su scala globale, ovvero che *"il solo modo per gli inquilini di spuntare un equo prezzo di locazione consiste nel pianificare di vivere in città capaci di assicurare una buona offerta immobiliare, oltreché assecondare piani regolatori favorevoli ad incentivare nuove costruzioni"*. Anche se non sempre è sufficiente perché, come ricordava il grande scrittore Robert Musil ne *"L'uomo senza qualità"*, *"l'affitto era basso, ma risistemare l'edificio adeguandolo alle esigenze moderne aveva richiesto una quantità incredibile di denaro; era diventato un'avventura che, alla fine, lo costrinse a chiedere l'aiuto del padre: un passo che gli costò molto perché amava l'indipendenza"*.

## L'ANDAMENTO DEI MERCATI

La terza settimana di giugno era iniziata (lunedì 17) con un interrogativo di fondo da parte della comunità finanziaria, ovvero se da Parigi, dove nell'ottava immediatamente precedente il listino azionario aveva perso oltre il 6%, sarebbero arrivati segnali più distensivi dopo le tensioni seguite all'annuncio del presidente Macron di indire nuove elezioni il 30 giugno: anche perché, a dire il vero, Wall Street, testando nuovi massimi, si era dimostrata totalmente refrattaria alle vicende francesi, ragion per cui c'era molto interesse per capire se il nervosismo occorso a metà mese fosse circoscrivibile solo al Vecchio Continente.

Sicuramente in Europa qualche timore di fondo è stato avvertito, se non altro testimoniato dalla corsa evidente a migliorare la qualità dei cosiddetti "collaterali", ossia le garanzie poste in quasi tutte le operazioni finanziarie (dai derivati ai prestiti BCE): *"non per paura, ma per maggior prudenza in attesa dell'esito del voto in Francia"*, è stato il coro pressoché unanime degli strategist, per la semplice ragione che si tratta di *"un normale rialzo di volatilità temporanea, fermo restando che le istituzioni francesi sono forti e il presidente*



*Macron resterà all'Eliseo fino al 2027", senza contare che "l'economia europea sta crescendo, avvicinandosi al suo potenziale, e anche in Francia la ripresa economica è già visibile".*

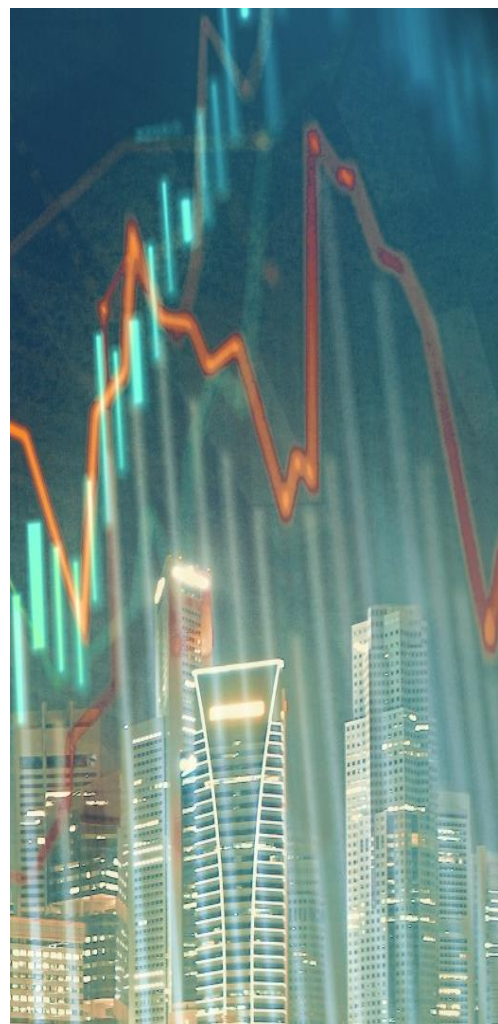
Un altro tema di estrema attualità, particolarmente dibattuto in questi giorni, riguarda il ruolo dell'intelligenza artificiale e le relative quotazioni di mercato che, come ampiamente noto, in alcuni casi hanno sviluppato trend quasi esponenziali.

Posto che le prime tre aziende dell'indice S&P 500 (Nvidia, Apple, e Microsoft) valgono ormai da sole più di tutto il mercato azionario cinese, cioè la seconda economia più grande al mondo, il quesito che si pone nelle sale operative di mezzo mondo è tanto semplice quanto sostanziale, ovvero: si sta creando una bolla paragonabile alle Internet company degli anni 2000? La risposta, ovviamente, non può essere banale e semplicistica, ma secondo diversi analisti *"le cose adesso sono molto diverse, dal momento che l'avanzata di questi titoli è sostenuta da una solida dinamica degli utili che crescono ancor più velocemente"*.

Per di più, a sgomberare il campo dai fantasmi del passato c'è una discreta lista di segnali di mercato che parrebbero escludere il rischio di una bolla speculativa; anzitutto, se si focalizza l'attenzione sui multipli valutativi, negli Stati Uniti il rapporto tra prezzo e utili è prossimo a 21 (un valore al di sopra della media degli ultimi dieci anni) ma, è bene precisare, *"l'extra rendimento ottenibile investendo in azioni rispetto alle obbligazioni governative a 10 anni è sui minimi degli ultimi due decenni: la qual cosa implica che per quanto le valutazioni azionarie possano essere elevate, restano comunque su livelli inferiori rispetto a quanto osservato nel 2000"*. Non solo ma, per quanto attiene in particolare, ai titoli del comparto Hi-Tech, la capacità di esibire utili progressivamente ascendenti in ottica prospettica va di pari passo con gli "strappi" al rialzo delle quotazioni.

Il caso di Nvidia è emblematico: nell'ultimo anno il prezzo delle azioni è triplicato, a fronte di utili però che si sono moltiplicati per cinque (come dire, se in Borsa comandano gli utili, il pur imponente rally non deve sorprendere più di tanto); inoltre, sotto il profilo del sentiment in senso stretto, *"al momento non si ravvisa alcun eccesso di ottimismo sui mercati, così come l'allocazione delle azioni rispetto ai bond è sostanzialmente bilanciata, né si nota una marcata propensione a portare a termine fusioni e acquisizioni: e quest'ultimo fattore, storicamente, raggiunge picchi elevati durante i periodi di bolla"* (basti ricordare, ad esempio, che ai tempi della crisi di Lehman Brothers il volume di M&A aveva raggiunto un livello quasi doppio rispetto alla media, mentre i volumi di oggi sono assolutamente in linea con la media storica).

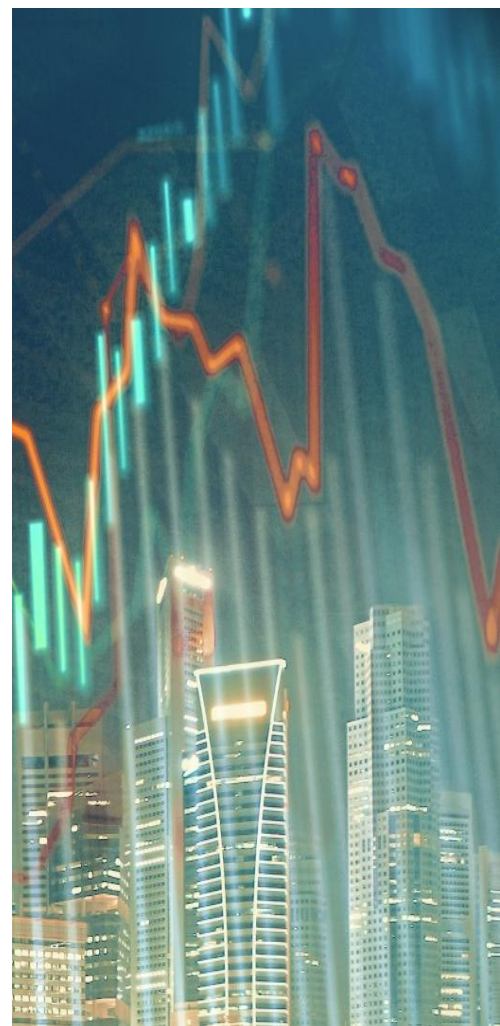
Anche da un punto di vista dei fondamentali, se è pur innegabile che le famiglie americane abbiano ormai dilapidato il "tesoretto" di 2.1 trilioni di liquidità accumulato nel periodo pandemico e che i tassi di insolvenza su carte di crediti e acquisto auto siano saliti rispetto ad



un anno fa, è altrettanto evidente che le sofferenze di oggi siano di entità molto inferiore rispetto a quanto occorso nel 2007: in aggiunta, molte famiglie titolari di un mutuo siedono su solidi contratti a tasso fisso e ben un terzo del debito su mutui è stato rinegoziato nel periodo 2020-2021, dunque traendo vantaggi dai tassi ancora saldamente sotto controllo. Non deve, pertanto, stupire se *“una buona parte dell’America potrebbe trovarsi nella situazione di riuscire a schivare ancora per un po’ di tempo una crisi a livello di consumi”*.

In ultima istanza, dunque, al netto di una volatilità ovviamente “ballerina”, i mercati sembrano aver ben digerito l’annuncio di Powell (mercoledì 12) di un solo eventuale taglio dei tassi nel 2024, anche se, a dirla tutta, qualche economista ha cominciato a storcere il naso sull’opportunità di esternare le note *dot plot*, ritenute scarsamente utili, se non addirittura del tutto inutili; le *dot plot*, storicamente, furono introdotte nel 2007, in sordina, per dare la possibilità ai diciannove banchieri americani di esprimere (in forma rigorosamente anonima) le loro previsioni in termini di crescita economica, occupazione e inflazione. Nel 2012 il salto di qualità, quando l’allora presidente della FED Ben Bernanke aveva la necessità di corroborare lo strumento di politica monetaria appena “inventato”, ossia gli annunci monetari; Bernanke, dunque, pensò di rafforzare le caratteristiche dell’annuncio monetario modificando la *dot plot* e introducendo anche (a cura dei singoli banchieri) le previsioni sui tassi di interesse futuri su quattro orizzonti temporali: in ottica di breve periodo, su scadenze precise, e in chiave prospettica di lungo periodo, con riferimento ad un orizzonte temporale non specificato ma intrinsecamente corrispondente ad un tasso “neutrale”, cioè che riflette uno stato dell’economia americana che cresce in modo stabile senza alcuna tensione inflazionistica. Peccato che, se lo scenario di fondo diventa manifestamente inflazionistico, i *dot plot* verosimilmente diventano obsoleti o comunque tutt’altro che semplici da gestire a livello comunicativo: al punto che, quando qualcuno nel Vecchio Continente ha suggerito a Lane (capo economista della BCE) di emulare i colleghi d’oltreoceano esercitandosi con le metodologie tanto care a Bernanke, la piccata risposta non si è fatta attendere (proprio qualche giorno fa), sottolineando a chiare lettere che *“siamo piuttosto decisi a non pubblicare un percorso di politica previsionale, a non fare un dot plot”*. Non solo ma, in modo molto pragmatico, a metà della scorsa settimana lo stesso Lane ha voluto puntualizzare che *“il pieno impatto degli scorsi aumenti dei tassi da parte della BCE deve ancora farsi sentire sull’inflazione dell’Eurozona; non pensiamo che l’effetto massimo sulla dinamica inflattiva si sia concretizzato e siamo convinti che le nostre decisioni di politica monetaria continueranno a far raffreddare l’inflazione fino al prossimo anno”*.

Idea pienamente condivisa anche da Rehn, secondo il quale *“sono stati compiuti notevoli progressi nel riportare l’inflazione al livello target”*, mentre diversi banchieri dell’Eurotower continuano ad ostentare un atteggiamento guardingo e improntato alla massima



prudenza; Centeno si astiene dal fornire una tempistica specifica su quando la BCE potrebbe riprendere a tagliare i tassi, mentre Kazaks si dice convinto che *“un certo grado di restrittività dovrebbe comunque essere mantenuto per garantire la stabilità”* e, sulla stessa falsariga, Vasle prevede che *“il taglio dei tassi procederà a un ritmo più lento rispetto ai precedenti aumenti dei tassi in quanto l’inflazione è notevolmente rallentata negli ultimi mesi ma esistono diversi rischi al processo di disinflazione, tra cui persistenti aumenti salariali, costi dei servizi e tensioni politiche”*.

Infine, Vujcic ha voluto richiamare l’attenzione sull’importanza dei prossimi mesi al fine di definire un quadro prospettico credibile, poiché *“per fare di più, dobbiamo vedere di più. Osserveremo i dati in arrivo fino a settembre, fino ad allora avremo altre tre letture sull’inflazione, dati sull’attività economica, sul mercato del lavoro e sui mercati finanziari, oltre alla nuova proiezione”*.

Per quanto riguarda il versante asiatico, vale la pena sottolineare i recenti dati macro rilasciati da Pechino, dove le vendite al dettaglio in maggio hanno sorpreso positivamente, pur in un contesto in cui la produzione industriale e gli investimenti hanno deluso le attese.

Per il comparto immobiliare è d’obbligo un approccio paziente, anche se le recenti politiche adottate dal governo cinese permettono ora un cauto ottimismo sulle prospettive del settore, con gli effetti che impiegheranno qualche settimana prima di potersi manifestare.

Da ultimo, giovedì 20 la *People’s Bank of China* ha lasciato invariato il tasso *prime* sui prestiti a 1 anno (LPR), il parametro di riferimento per la maggior parte dei prestiti alle imprese e alle famiglie (confermato al 3,45%).

Per quanto riguarda i saldi dei principali listini azionari, settimana più favorevole all’emisfero occidentale, con l’S&P 500 che assapora un nuovo record oltre 5500 e l’Eurostoxx 600 che conferma la buona vena rialzista ampiamente oltre quota 500, a fronte del Topix giapponese in fase di consolidamento in area 2700 e dello Shanghai Composite in lotta per conservare la soglia 3000.

Universo obbligazionario in trend manifestamente laterale, con i rendimenti decennali americani inchiodati nello stretto range 4.20-4.30% e i corrispettivi tedeschi nell’intorno 2.35-2.45%, mentre lo spread Btp-Bund ha spesso stazionato nell’area dei 150 punti base.

Moneta unica ancora tendenzialmente debole al test di 1.07 (violato al ribasso in chiusura di ottava), similmente allo yen che “vede” sempre più da vicino quota 160.

In tema di commodities, il petrolio ha riconquistato agevolmente il livello 80 in ragione di una sorprendente diminuzione delle scorte negli Stati Uniti (unitamente a nuovi segnali di una forte domanda), mentre il grano, all’opposto, ha registrato quotazioni in forte ribasso a motivo del miglioramento dei raccolti in Russia, Paese che si conferma sempre come principale esportatore mondiale.



## 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.