

# WEEKLY UPDATE

21 ottobre 2024



## TRANSIZIONE ENERGETICA: PERCHÈ GLI INVESTIMENTI IN ENERGIA SOLARE DOMINANO SULLE ALTRE TECNOLOGIE RINNOVABILI

I dati più recenti a cura dell'IEA (Agenzia Internazionale dell'Energia) sono tanto chiari quanto inequivocabili: il solare, lo scorso anno, ha registrato una crescita record del 26% a livello globale, superando tutte le altre fonti rinnovabili, tra cui l'eolico e l'idroelettrico, e si candida a detronizzare il carbone entro il 2027.

Nello specifico, i numeri parlano da soli: gli investimenti nel solare arriveranno quest'anno a 500 miliardi di dollari e supereranno per il secondo anno di fila il flusso di risorse dedicato a tutte le altre tecnologie elettriche cumulate, in base ai calcoli (prudenziali) dell'IEA.

Quest'onda crescente di capitali, attratta dalla continua diminuzione dei costi e dalla grande flessibilità di utilizzo, finanzierà la produzione di 70 celle solari che andranno ad alimentare singole abitazioni, comunità energetiche, grandi impianti industriali e reti elettriche, senza emettere fumi e senza bruciare combustibile; queste celle, che attualmente coprono meno di 10mila chilometri quadrati della superficie terrestre, nel 2023 hanno generato 1600 terawattora di energia, ovvero il 6% dell'elettricità mondiale.

Inoltre, sia chiaro, unitamente alle installazioni, anche la ricerca sulle celle solari medesime è in forte ascesa, con un primo significativo responso: le celle in silicio e perovskite si stanno dimostrando le più promettenti e hanno il potenziale per

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

raggiungere efficienze significativamente più elevate rispetto agli attuali moduli fotovoltaici in silicio standard.

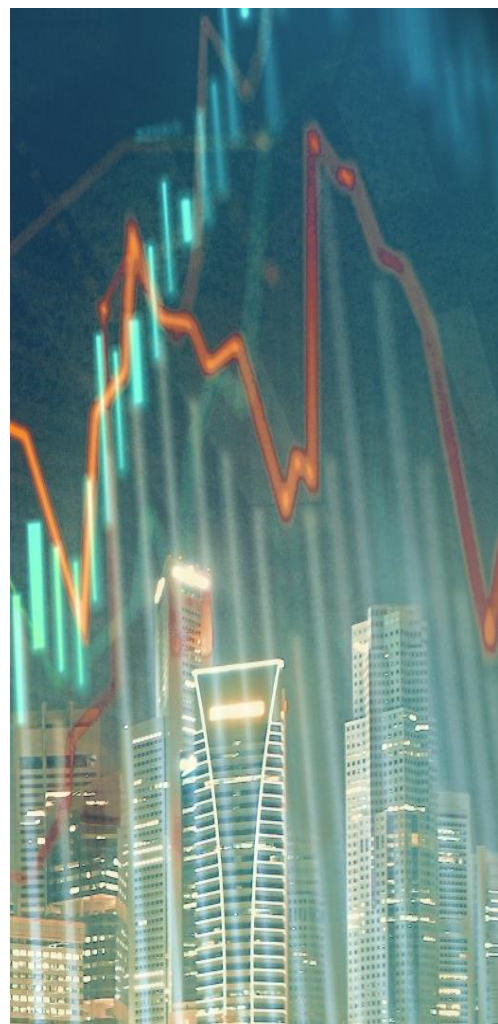
Non a caso, a detta degli esperti, la rivoluzione solare non riguarda solo l'hardware ma, sempre più, anche il software, al punto che già si parla di un "solare 3.0"; l'integrazione di tecnologie intelligenti come l'Internet of Things (IoT) e l'intelligenza artificiale (AI) sta trasformando il modo in cui gli impianti solari vengono monitorati e gestiti (ad esempio, una delle frontiere più interessanti dell'energia solare è il fotovoltaico integrato negli edifici (BIPV): questa tecnologia prevede l'incorporazione dei pannelli solari direttamente nelle strutture edilizie, come facciate, tetti, finestre e balaustre, trasformando, di fatto, gli elementi architettonici in generatori di energia).

Non solo, ma dopo l'eolico galleggiante è arrivata l'ora del solare galleggiante, un' applicazione del fotovoltaico pronta a fare boom, dopo anni di sperimentazioni; come dimostra la loro rapida espansione, gli impianti realizzati su laghi e bacini d'acqua dolce potrebbero diventare un pilastro dell'industria fotovoltaica: basti pensare all'enorme potenziale del solare galleggiante sui bacini idroelettrici o sulle vecchie cave trasformate in laghi artificiali (secondo una ricerca del *National Renewable Energy Laboratory* del Dipartimento dell'Energia americano, solo utilizzando il 20% della superficie idrica degli invasi idroelettrici si potrebbe generare una quantità di elettricità pari al 14% del consumo elettrico mondiale).

In sostanza, comunque, volendo trasmettere un messaggio di sintesi efficace ed esaustivo, ciò che davvero rende unico e rivoluzionario il solare rispetto ad altre tecniche preposte alla transizione energetica è il suo tasso di crescita; nel 2004 ci è voluto un anno per installare un gigawatt di capacità solare, nel 2010 un mese, nel 2016 una settimana e nel 2023 meno di un giorno, senza contare che l'anno scorso la capacità solare mondiale ha raggiunto i 1419 gigawatt e per quest'anno gli analisti prevedono circa 600 gigawatt di nuova capacità: in pratica, tradotto in cifre, ogni giorno s'installa quasi il doppio di quanto vent'anni fa si faceva in un anno.

Di questo passo, secondo le stime, il solare produrrà più elettricità del nucleare nel 2026, dell'eolico nel 2027, dell'idroelettrico nel 2028, del gas nel 2030 e del carbone nel 2032, con la previsione (IEA) che il sole diventerà domino assoluto in quanto a fonte di energia primaria entro il 2040 (del resto, è appena il caso di sottolineare, rendere efficienti le turbine eoliche a scopo energetico comporta sforzi e impegni dimensionali ben superiori rispetto all'attivazione di pannelli solari).

Ciò detto, comunque, sia ben chiaro un concetto basilare: la crescita del solare non dipende dalle politiche climatiche dei governi, ma dalla sua convenienza.



In 50 anni di vita il costo di un megawattora solare è calato di oltre mille volte e questo trend continua battendo regolarmente tutte le più prudentiali previsioni, al punto che oggi il costo dell'elettricità per il solare e per l'eolico è di circa 40 dollari al megawattora, ovvero inferiore a quello del carbone, che è il più economico dei combustibili fossili.

L'unico problema, ampiamente risaputo, è che la stragrande maggioranza delle celle solari (e quasi tutto il silicio purificato) provengono dall'industria cinese che, come noto, gode di vantaggi concorrenziali impropri anche grazie alle forti sovvenzioni governative; in altri termini, Pechino nel 2023 ha costruito e consolidato il suo monopolio, con le aziende cinesi che hanno prodotto il 93% di tutto il polisilicio mondiale destinato al solare (alcune si sono espanse in verticale e producono anche le celle, mentre altre lasciano ai propri clienti la trasformazione del silicio in un semiconduttore).

Anche l'India, a sua volta, sta spingendo molto sul solare; come ben sintetizzato dal numero uno di Adani Green Energy, *“quando c'è stata l'invasione dell'Ucraina, l'energia indiana è andata in tilt: non puoi ipotizzare che 1.4 miliardi di persone debbano dipendere da fattori geopolitici per il proprio fabbisogno energetico”*, anche se la questione è di ben più ampio respiro su scala globale, in quanto la *“fame di energia”* è tanta e tale che fattori quale la minimizzazione dei costi e la velocità di implementazione stanno divenendo sempre più strategici e imprescindibili.

Ne sa qualcosa, ad esempio, l'Irlanda, dove ormai i data center usano più elettricità di tutte le abitazioni e, ovviamente, il dibattito sul sorpasso irlandese non può che partire dall'intelligenza artificiale generativa, dato che è proprio il boom di questa nuova tecnologia ad aver ridisegnato i piani energetici del mondo (considerato che ChatGPT e le sue sorelle richiedono enormi quantità di potenza di calcolo che impattano violentemente sui consumi).

In tal senso, una delle stime più recenti afferma che entro il 2027 l'intera industria dell'AI potrebbe consumare tra gli 85 e i 134 terawattora all'anno e, benché i vari modelli di GenAI siano stati sottoposti a cure dimagranti importanti in fatto di consumi, le stime non fuggano i dubbi circa la sostenibilità a lungo termine di questa tecnologia (anche, e soprattutto, in considerazione del fatto che i chip attuali sono decisamente energivori e senza contare che il microprocessore H100 di Nvidia – il più acquistato in assoluto – consuma circa 700 Watt, laddove un data center di piccole dimensioni necessita di almeno 400 di questi chip); la questione, insomma, è fortemente dibattuta e l'autorevole intervento di Sam Altman (OpenAI) all'ultimo meeting di Davos ha richiamato l'attenzione, appunto, sul fatto, che il vero tallone d'Achille sia il consumo energetico (e nell'universo Hi-Tech forti speranze sono riposte nella fusione nucleare, quale mezzo per produrre energia pulita infinita).



Il quadro di fondo che emerge, pertanto, è piuttosto disarmante: le fonti rinnovabili accelerano, ma non saziano l'appetito energetico; i numeri dicono che, nel mondo, è stato un anno record per le fonti rinnovabili, sia in termini di nuova capacità installata che di generazione elettrica.

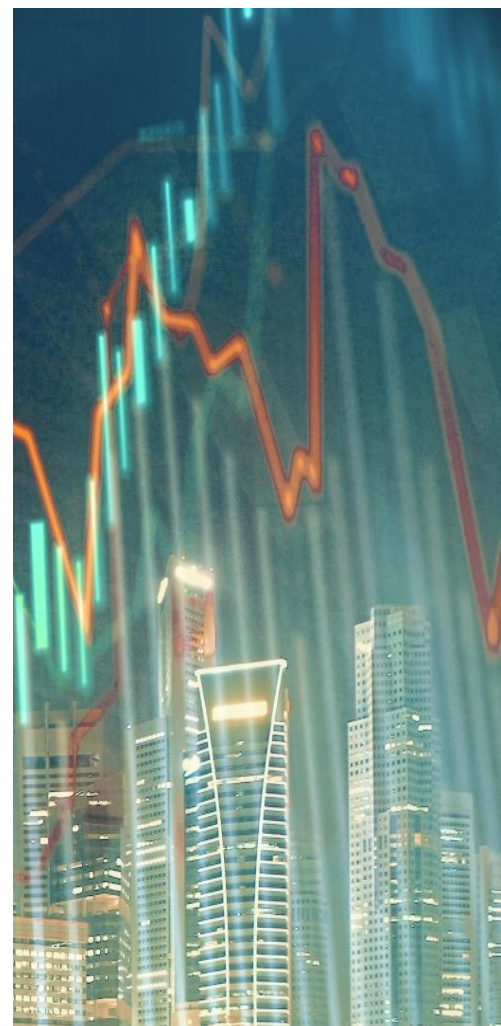
Ma i numeri dicono anche che l'anno scorso le emissioni di CO2 imputabili all'energia sono aumentate ancora, spingendosi addirittura a livelli senza precedenti: oltre 40 gigatonnellate, ossia 40 miliardi di tonnellate; in effetti, pure i consumi di carbone e petrolio sono aumentati (e quelli di gas non sono scesi, salvo che in Europa).

Il petrolio, in particolare, ha superato per la prima volta nella storia l'asticella simbolica dei 100 milioni di barili al giorno di domanda globale e, per quanto riguarda il carbone, India e Cina, al di là dei proclami e dei buoni propositi green, non fanno sconti: la prima ha registrato un balzo dell'8% dei consumi di combustibili fossili, mentre Pechino, che pure esibisce una schiacciante superiorità nella produzione e utilizzo di veicoli elettrici, continua comunque a bruciare metà del carbone impiegato nel mondo.

In tale contesto, se si vuole vedere il bicchiere mezzo pieno, è doveroso comunque precisare che in Europa, per la prima volta nella storia, i fossili sono scesi sotto il 70% del mix (che comunque rimane consistente); in più, consola anche apprendere che nel settore energetico gli investimenti green sono il doppio di quelli attirati dagli idrocarburi: circa 2mila miliardi di dollari contro mille.

La transizione energetica ormai è avviata e indietro non si torna ma, soprattutto in Occidente, cresce il malessere per il costo delle misure di decarbonizzazione che tende a pesare in modo sproporzionato sulle fasce più deboli della popolazione, con un marcato disallineamento tra quanto si verifica in Europa e negli Stati Uniti: per il fatto che *"in Europa la transizione ecologica rallenta perché c'è stato un eccesso di normazione dell'imponente Green deal, mentre negli USA sta accelerando perché sono state varate poche regole e si è puntato molto sugli incentivi che la rendono attrattiva per gli investimenti"* (D. Etzion, professore di strategia e sostenibilità della University of Vermont).

Ancora una volta, l'eccesso di "burocratese" del Vecchio Continente rischia di far perdere il treno del progresso e porre le aziende europee nella spiacevole situazione di dover rincorrere la "lepre americana", storicamente sempre più agile nel muoversi nei meandri dei pacchetti legislativi, privilegiando sempre e comunque le dinamiche di mercato (come anche nel caso della filiera agro-industriale, dove nella logica d'oltreoceano si vuole privilegiare la capacità di produrre reddito da parte delle aziende del settore, mentre ai piani alti di Bruxelles si focalizza prioritariamente l'attenzione sulla qualità del prodotto).



In ogni caso, da quanto si è visto, la strada del solare è spianata e solo in discesa in quanto esplicita il doppio vantaggio competitivo dell'economicità e della velocità di realizzo, senza contare che le riserve di petrolio, per quanto estese, sono limitate, mentre il contributo del sole è pressoché infinito; pur sempre sapendo, come ci dicono gli astrofisici, che anche il combustibile solare ad un certo punto finirà, trasformando il sole stesso in una "stella collassante", ovvero in una "nana bianca": ma questo, secondo stime autorevoli, si verificherà tra 4-5 miliardi di anni, ragion per cui non è il caso di preoccuparsene troppo.

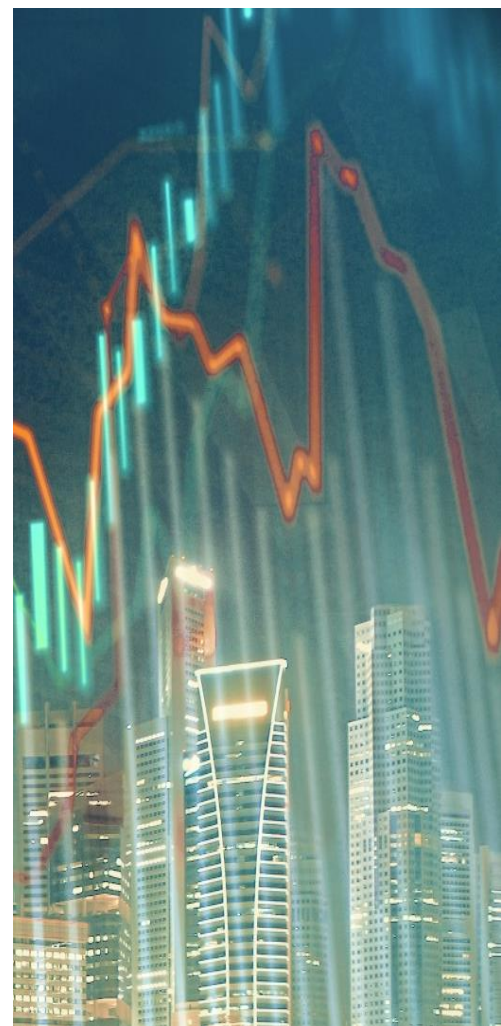
## L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Giro di boa del mese di ottobre sempre all'insegna dell'ottimismo sui mercati azionari globali, con numeri statistici decisamente da primato; a due anni esatti dai minimi dell'ottobre 2022 l'indice Msci World è salito di quasi il 60% e l'S&P 500 da quota 3500 è arrivato a sfiorare la soglia 6000: in soldoni, la capitalizzazione delle Borse globali è passata da 90mila a 124.300 miliardi di dollari, ovvero un balzo di oltre 34mila miliardi di dollari, cioè più o meno quanto il PIL di Stati Uniti, Germania e Giappone messi insieme.

Ovviamente, nell'ottobre 2022, in coincidenza del bottom di due anni fa, termini come recessione, *hard landing* e *soft landing* occupavano le prime pagine della stampa specializzata ma, col senno di poi, si può tranquillamente affermare che la recessione "più telefonata" della storia non si è mai verificata: anzi, non c'è stata neppure la "telefonata" correzione di settembre, statisticamente molto ricorrente e attesa dagli operatori per rientrare in nuove posizioni.

Non solo, ma le trimestrali più che soddisfacenti di JPMorgan, Wells Fargo e Blackrock hanno contribuito ad alimentare nuova fiducia, rivalutando anche, implicitamente, quel mondo delle banche regionali che a marzo 2023 era stato messo a dura prova in ragione della bancarotta dichiarata dalla Silicon Valley Bank che costrinse la FED a varare un fondo di emergenza, al fine di evitare potenziali effetti (indesiderati) "a cascata"; di fatto, quindi, nonostante i consumatori dispongano di meno risparmi e il mercato del lavoro abbia dato qualche segnale di rallentamento (sebbene l'ultimo dato dei *NonFarm Payrolls* di settembre abbia nettamente stupito al rialzo), i profitti continuano a salire e unitamente alla liquidità creano un binomio propulsivo che piace molto ai mercati.

Basti pensare che la M2 (liquidità) globale è tornata a salire proprio dall'ottobre 2022 e, da allora, è passata da 96mila miliardi 110mila miliardi, registrando di recente un nuovo massimo; al momento, dunque, liquidità e utili rappresentano un solido sostegno alle fortune borsistiche anche se, nell'imminente, non mancano ostacoli più o meno impegnativi, il cui superamento sarà decisamente



importante per garantire nuove chance rialziste all'appetito dei "Tori".

Anzitutto, le elezioni del 27 ottobre in Giappone dovranno chiarire se i nuovi dettami di politica monetaria (che tanto fanno innervosire i mercati) avranno una logica continuità o vi saranno eventuali varianti e poi, ovviamente, l'appuntamento elettorale americano del 6 novembre sarà seguito dalla comunità finanziaria come l'evento dell'anno: non tanto in funzione di chi sarà il vincitore, quanto piuttosto per capire se il nuovo inquilino della Casa Bianca potrà contare su un consenso schiacciante o su una maggioranza risicata, aspetto di non poco conto nel creare le aspettative dei mercati.

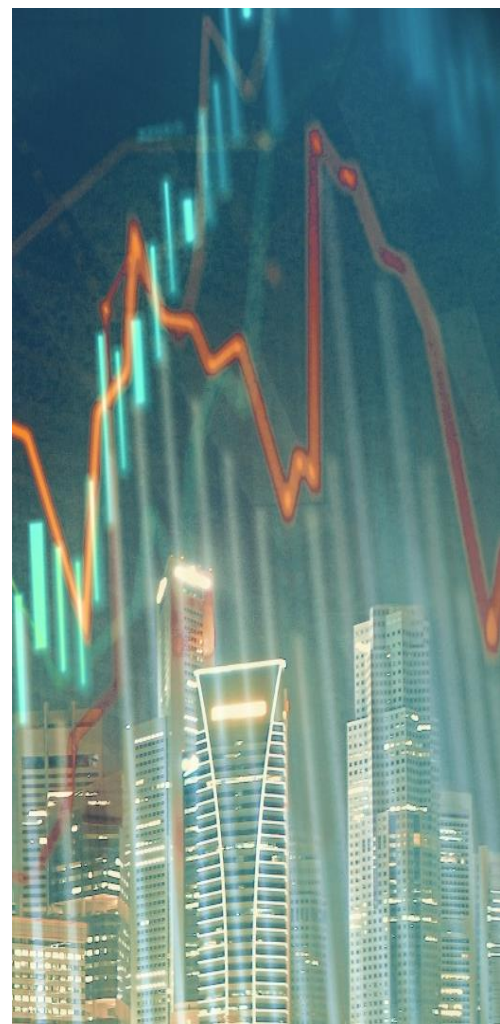
Anche perché, nel frattempo, le tensioni in Medio Oriente stanno divenendo sempre più pressanti e la Cina, al netto degli imponenti stimoli pubblici varati da Xi-Jinping a inizio ottobre, resta ancora un'incognita in merito alla capacità di rilanciarsi e archiviare definitivamente la bolla immobiliare; a livello di provvedimenti, l'ultimo in ordine cronologico risale al week-end del 12-13 ottobre e ha sancito la strada che il governo di Pechino intende percorrere: quella dell'indebitamento sovrano, un proposito ambizioso e non privo di rischi, anche se per ora non sono stati rilasciati dettagli specifici in merito.

Il ministro delle Finanze (Lan Foan) si è limitato a osservare che il governo ha un "*marginale relativamente ampio*" per aumentare il debito e il deficit di bilancio, ma quel che si sa è che la Cina dovrebbe emettere obbligazioni sovrane speciali per un valore di circa 283 miliardi di dollari entro il 2025, fermo restando che esistono vincoli di bilancio: a marzo il deficit di bilancio è stato fissato al 3% del PIL, inferiore al 3.8% rivisto dello scorso anno.

Ciò detto, al top della lista ci sono gli enti locali e i loro debiti occulti; la Terra del Dragone ha aumentato il sostegno alle amministrazioni locali per affrontare i rischi di debito nascosti, stanziando circa 170 miliardi di dollari e in cantiere c'è pure un programma di swap del debito su larga scala, oltretutto l'uso dei proventi dei titoli di Stato locali per sostenere il mercato immobiliare e ricapitalizzare le grandi banche statali.

In più, l'amministrazione di Pechino sosterrà anche l'acquisto di abitazioni commerciali esistenti da utilizzare come alloggi a prezzi accessibili: basterà tutto questo? Ovviamente bisognerà convincere gli investitori in merito alla bontà dei provvedimenti, anche se alcuni economisti hanno già sentenziato che il "*whatever it takes*" cinese di draghiana memoria potrebbe essere viziato alla fonte in ragione di un fattore critico ben preciso: la "trappola della liquidità".

La banca centrale cinese, ovviamente, è fermamente convinta di aver individuato la terapia anti-trappola "*adottando una serie di misure non convenzionali, quale diretta espressione di un mix combinato di politiche monetarie e fiscali, ma l'annuncio di azioni*



*straordinarie non significa di per sé che queste mosse di politica economica saranno sufficienti; occorre che il sistema privato, sia interno che internazionale, riacquisti fiducia dato che la credibilità è una condizione necessaria per il successo”.*

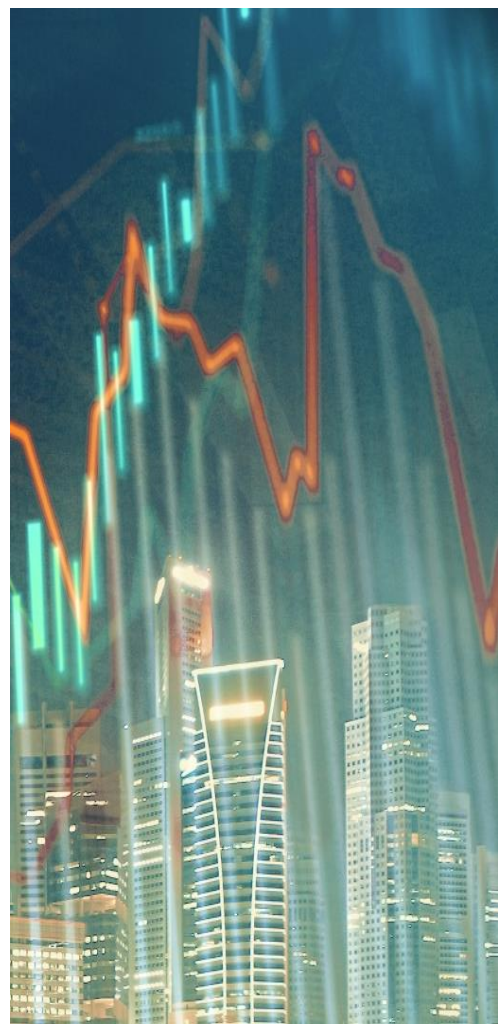
Nel mentre, oltreoceano si discute molto sui futuri orientamenti della FED in termini di tassi, dato che il decennale oltre il 4% ha un po' spiazzato le aspettative di consenso e, in tale ottica, non si sono fatti attendere i commenti di alcuni banchieri centrali; Kashkari, anzitutto, intervenendo ad un convegno in Argentina, ha tenuto a sottolineare che *“è probabile che la FED effettuerà dei tagli modesti nei prossimi trimestri; la politica monetaria rimane complessivamente restrittiva, dato che il mercato del lavoro rimane forte”* e tale riflessione è stata confermata in toto da Mary Daly (FED San Francisco), in quanto *“c'è ancora molto da fare e la verità è che la politica monetaria è ancora molto lontana da un punto di stabilizzazione”.*

Fortunatamente, invece, stabili e in gran salute continuano ad essere i conti del mondo bancario, dove ancora nella scorsa settimana si sono registrate apprezzabili conferme.

Goldman Sachs, in primo luogo, è cresciuta un po' in tutte le divisioni, al punto che il Ceo David Solomon si è lasciato andare ad entusiastiche affermazioni, puntualizzando che *“la nostra performance dimostra la forza del nostro franchising di livello mondiale in un ambiente operativo in miglioramento. Continuiamo a fare affidamento sui nostri punti di forza, ovvero talento eccezionale, capacità di esecuzione e competenza nella gestione del rischio, che ci consentono di servire efficacemente i nostri clienti in uno scenario complesso e di offrire risultati agli azionisti”*, mentre la Ceo di Citigroup (J. Fraser) non ha nascosto la propria soddisfazione in quanto *“i servizi hanno registrato un trimestre record guidato dalla crescita di prestiti, depositi e asset, nonché da nuovi mandati. Nei mercati, i ricavi sono aumentati con un aumento del 32% in azioni. I ricavi dell'investment banking sono aumentati del 31%, trainati in gran parte dall'emissione di debito investment grade. Stiamo anche iniziando a vedere l'impatto positivo dei cambiamenti che abbiamo implementato nella nostra attività Wealth, con ricavi in aumento del 9%, tra cui una forte crescita degli asset di investimento dei clienti e dei ricavi delle commissioni di investimento”* (e sulla stessa falsariga si sono allineati anche i risultati di Bank of America e Morgan Stanley).

Nella scorsa ottava, peraltro, tutta l'attenzione della comunità finanziaria era concentrata sulla riunione della BCE, da cui sono emersi i seguenti punti topici:

1. La banca centrale europea ha tagliato i tassi, come da attese, e un ulteriore limata è probabile a dicembre;
2. La BCE si è convinta della necessità di rimuovere la restrizione monetaria più velocemente del previsto e procedere con un altro taglio consecutivo, interrompendo la



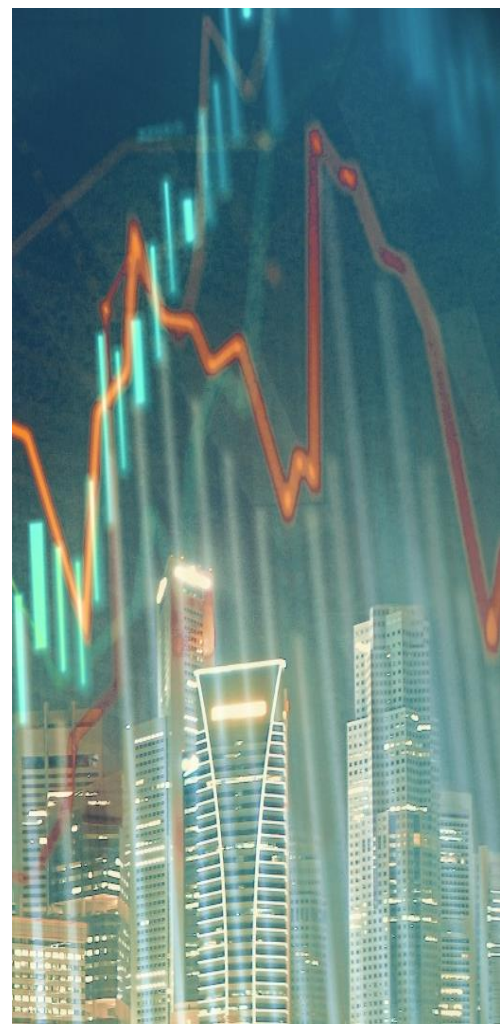
tendenza finora adottata di procedere gradualmente con tagli di 25 pb a trimestre (soprattutto in ragione del deterioramento degli indicatori di crescita e di un'inflazione palesemente orientata al ribasso);

3. Ancora una volta la BCE ha dimostrato, come osservato dalla stessa Lagarde, di essere pienamente "*dipendente dai dati*" e di poter tagliare i tassi anche in assenza di una revisione "ufficiale" delle previsioni di crescita ed inflazione (che avviene a cadenza trimestrale, e quindi la prossima sarà a dicembre);
4. La conferenza stampa è risultata piuttosto asettica in termini di contenuti, fermo restando che è stato ribadito come sia necessario "*mantenere i tassi ad un livello restrittivo per un periodo sufficiente di tempo*";
5. Sulla base delle citate argomentazioni, ci aspettiamo pertanto che i tassi vengano tagliati anche a dicembre, sempre di 25 pb; in coerenza con uno scenario di crescita più dimesso per il prossimo anno, prevediamo poi che la BCE prosegua a tagliare i tassi in tutte le riunioni successive fino a giugno del prossimo anno, attesa al momento condivisa dal mercato

Il saldo settimanale dei principali listini azionari ha sostanzialmente confermato una fase di consolidamento diffusa sia sul fronte occidentale che orientale, con l'S&P 500 sempre in vista di 5900, l'Eurostoxx 600 solido oltre 520, il Topix in area 2700 e lo Shanghai Composite a ridosso della soglia 3200.

Universo obbligazionario tendenzialmente adirezionale nel corso della settimana, con il rendimento decennale americano stabile oltre il 4% e il corrispettivo tedesco stretto nel range 2.2%-2.3%, a fronte di uno spread Btp-Bund spesso sotto i 120 punti base.

Moneta unica sempre sofferente sotto 1.09 mentre, in tema di commodities, il petrolio, dopo il massimo relativo a 78, si è progressivamente indebolito (sotto i 70 dollari) in quanto, al momento, i trader tendono ad attribuire maggior rilevanza all'abbondanza di offerta su scala globale piuttosto che alle tensioni in essere in Medio Oriente.





## 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.