

WEEKLY UPDATE

13 gennaio 2025



2025: ANNO DI GRANDI SPERANZE E CRITICITÀ ATTESE

Le statistiche sulla ciclicità dei mercati dicono che, dal 1880, gli anni che terminano con il “cinque” (tipo il 2025) tendono ad evidenziare peculiarità prevalentemente rialziste all’interno della decade di riferimento e tale aspettativa per il nuovo anno risulta anche condivisa dalle principali case di investimento. Ciò premesso, gli stessi strategist ed economisti che nutrono grandi speranze per un’evoluzione congiunturale favorevole e un’implicita conferma dei mercati, sono perfettamente consapevoli delle criticità che, mese dopo mese, la comunità finanziaria internazionale si troverà a dover affrontare, soprattutto in ragione di quegli eventi che, nel corso del 2024, hanno rappresentato una sorta di “spartiacque” tra il recente passato e l’immediato futuro: in primo luogo, l’elezione di Trump e ciò che ne conseguirà dopo il giuramento del 20 gennaio a Capitol Hill. Quello che per ora si sa, e su cui riflettono politologi e osservatori internazionali, è che Trump ha promesso enormi cambiamenti e ora è atteso alla prova dei fatti: e la retorica dei discorsi elettorali è piuttosto differente dalla realtà dell’arte del governare (solo qualche giorno fa, ad esempio, l’affermazione “non escludo la forza per Panama e Groenlandia “ha immediatamente attivato gli studiosi del “Trump-pensiero” circa la seriosità del proclama). Anzitutto, la politica estera rappresenterà un test molto ravvicinato, poiché le esternazioni pre elettorali su Ucraina e Medio Oriente lasciavano intendere una gran fretta, da parte del 47° presidente USA, di assurgere al ruolo di paciere anche se, come ampiamente noto, la prima vera sfida sul terreno geopolitico sarà quella con Pechino, anche perché “per quanto l’economia sia oggi manifestamente debole, la Cina risulta oggi più aggressiva e agguerrita rispetto a quando Trump iniziò il suo primo mandato nel 2017”: e qui, sul piano delle tariffe, si vedrà se Trump darà veramente seguito ai

Documento a cura di
**Fabrizio Pozzi - Analista
senior, team Gestione
Prodotti Azionari e
Obbligazionari**

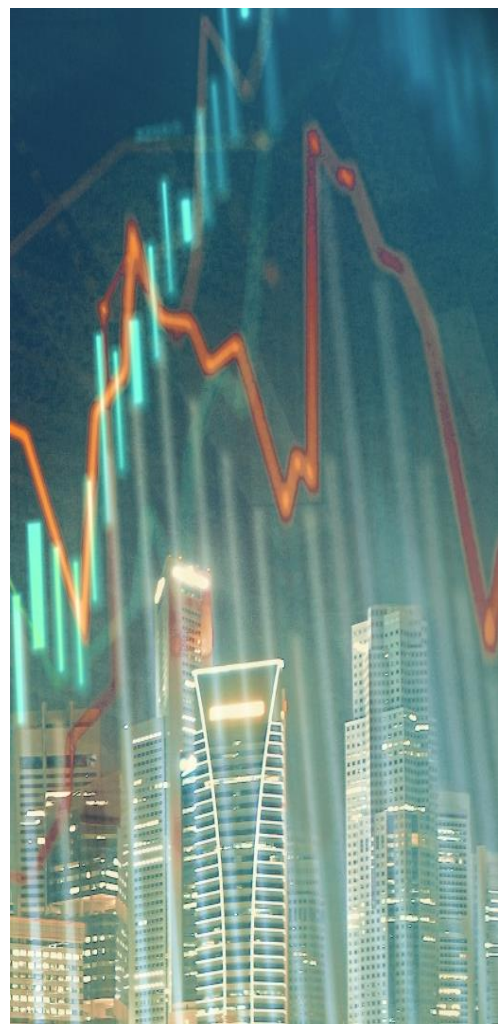


FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING
Asset Management

propositi preannunciati nel corso di tutto il 2024, ovvero ad aggravii del 60% su tutto ciò che sarà importato dalla Cina.

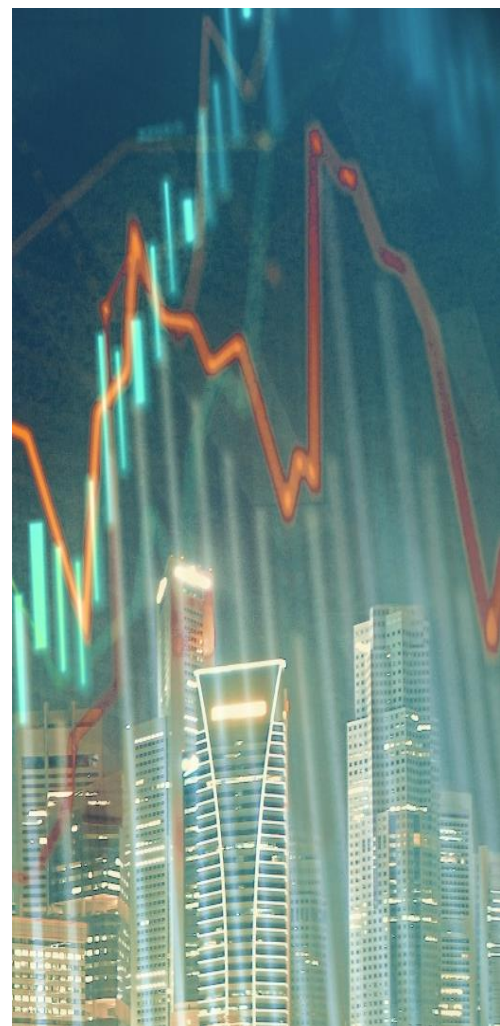
Le prime settimane del mandato presidenziale saranno decisive, ma certo è che la sfida alla Terra del Dragone si preannuncia senza esclusione di colpi, anche perché Pechino sull'intelligenza artificiale generativa (AI) sta sempre più mettendo paura alle Big Tech a stelle e strisce; i chatbot cinesi stanno via via accorciando il gap con quelli americani, al punto che alcuni media americani, su tutti la Cnbc, temono che i modelli di AI cinesi siano pronti al grande balzo, superando quelli USA sia in termini di prestazioni che di diffusione e un chiaro segnale, in tal senso, arriva da *Hugging Face*, la piattaforma di open source di LLM (Large Language Model) più popolare al mondo, dove è possibile trovare strumenti e risorse per lavorare con l'AI generativa e la computer vision: ebbene, negli ultimi tre mesi, nella classifica degli LLM più scaricati è comparso Qwen2.5 (con 94 milioni di download in un solo trimestre), il modello creato da Alibaba Cloud. Un grattacapo di non poco conto per Trump, la cui reazione non è al momento prevedibile, così come è arduo capire se le promesse di usare la scure contro l'immigrazione irregolare resteranno solo sulla carta, come implicitamente deducibile dai più recenti studi economici; in effetti, stando ai numeri calcolati dal *Peterson Institute for International Economics*, i conti non tornano molto. Se Trump volesse dar seguito agli originali propositi di liberarsi di una parte della forza lavoro originata negli USA dai flussi migratori del recente passato, le conseguenze, a livello di impatto economico, sarebbero quantomeno tetre; stimando un monte-immigrati irregolari pari a 8.3 milioni, un'eventuale rimpatrio parziale pari a 1.3 milioni inciderebbe su una minore crescita del PIL USA per l'1.2% entro il 2028: ma, se si ipotizzasse una rinuncia a tutto l'attuale potenziale espresso dagli immigrati irregolari, la contrazione complessiva della crescita potrebbe addirittura incidere in negativo per il 7.4%. Senza contare, sempre secondo stime prospettiche, che se gli effetti migratori si combinassero con quelli tariffari in uno scenario da "worst case" (il caso peggiore), la crescita attesa entro il 2028 andrebbe rettificata al 3-10% in meno, con inflazione galoppante del 13-23% più alta rispetto a scenari prospettici in cui il binomio immigrazione-dazi doganali rimanga ancorato agli attuali livelli. Ma, ovviamente, l'evoluzione del "Trump pensiero" rappresenta solo una delle criticità di fondo per l'anno in corso.

Il Vecchio Continente, inutile a dirsi, ha i suoi problemi. Francia e Germania sono alle prese con crisi politico-economiche non facilmente preventivabili fino a qualche anno fa; Macron ha da poco varato un nuovo governo che deve far digerire una legge di Bilancio tanto ostica quanto austera, mentre a Berlino la nuova tornata elettorale è stata fissata al 23 febbraio, nel tentativo di assemblare una maggioranza credibile che affronti con altrettanta credibilità la crisi dell'industria e dell'*automotive* in particolare. Ma non è tutto, anzi. I venti che soffiano dalla nuova amministrazione Trump impongono nuove e importanti decisioni in materia di Difesa: ovvero l'Europa saprà cavarsela a fronte di un progressivo disimpegno americano, costituendo una forza militare autonoma capace di salvaguardare i propri interessi senza la longa manus della Casa Bianca? Il primo problema (e il principale), ovviamente, è il reperimento delle risorse, dal momento che, a tutt'oggi, solo due terzi dei Paesi europei membri della NATO stanziavano il 2% del proprio PIL sulla voce "Difesa" (e Trump ha già tuonato che quella percentuale è troppo risicata e deve salire al 5%): il che implica necessariamente che, se si vuole colmare il gap, l'indebitamento deve salire (verosimilmente con la pressione fiscale). Il Regno Unito, a sua volta, deve gestire peculiarità proprie interne di difficile lettura in chiave di prospettive di



politica economica; se da un lato il nuovo governo Starmer ha avviato un progressivo riavvicinamento all'Eurozona con reciproci benefici in termini di business, dall'altro la frammentazione delle componenti politiche inglesi non è di aiuto in termini di stabilità; basti pensare che, sommando le percentuali di voti di Laburisti e Conservatori, si arriva ad un risicato 57%, ovvero la sommatoria più bassa dal 1918, lasciando spazio ad una selva di partiti minori i cui umori possono risultare decisivi nell'attuazione delle politiche governative (e, non a caso forse, l'imperante incertezza, unitamente a inflazione e deficit, spiega le ragioni per cui i titoli di stato inglesi siano in questi giorni sotto attacco).

Sul versante asiatico, poi, anche l'India dovrà esplicitare il proprio ruolo nello scacchiere internazionale della crescita globale; se è innegabile che il fattore demografico (al contrario della Cina) giochi a favore, il nuovo anno dovrà chiarire se gli investimenti delle grandi società saranno in grado di fare da volano a quella crescita del 7% che la Banca Mondiale ha stimato per il 2025 (ma il governo indiano ha già rettificato al ribasso al 6.4% la crescita per l'anno in corso, ovvero il livello più basso degli ultimi quattro anni); secondo i calcoli di S&P Global, le grandi conglomerate indiane potrebbero investire circa 800 miliardi nei prossimi dieci anni (cioè almeno il triplo di quanto investito nella passata decade), con particolare riferimento ai comparti guida della transizione energetica e specifico impegno riservato a semiconduttori e veicoli elettrici: ma perché il circolo si riveli virtuoso, secondo gli analisti, è opportuno un cambio di mentalità delle piccole aziende a conduzione familiare, con rinnovate piattaforme salariali in linea con i mercati e un nuovo processo di riurbanizzazione venuto a mancare all'epoca dell'esplosione della pandemia e non ancora ripristinosi. Per quanto poi riguarda l'America Latina, la questione più controversa è quella che interessa il Messico; è noto che Trump voglia riportare parte della produzione all'interno dei confini nazionali (cosiddetto *reshoring*), procedendo nel contempo ad espellere quattro milioni di immigrati messicani illegali (fermo restando che gli imprenditori americani sono, invece, ben felici di disporre di manovalanza poco istruita e ampiamente sottopagata) anche se, a detta degli esperti, i sonni del tycoon potrebbero a breve essere turbati più dal cosiddetto "quartetto del caos", ovvero il noto CRINK (Cina, Russia, Iran, Nord Corea): in effetti, qui si entra in un territorio inesplorato a livello di alleanze strategiche, ma di certo i Paesi che fanno parte del quartetto non hanno mai brillato per capacità diplomatica o accordi bilaterali a livello di commercio internazionale. Da ultimo, qualche criticità va messa in conto per quanto concerne i grandi business attesi e le implicazioni finanziarie di un mondo che ha ormai archiviato definitivamente la logica dei "tassi zero". Il processo di aumento di stoccaggio di energia della rete, ad esempio, sarà uno dei fattori vincenti dell'anno in corso per svariate ragioni. Anzitutto, una spinta notevole sarà agevolata dal crollo del prezzo del litio (-97% dal 1991, con prospettive di discesa anche nel 2025), materia prima fondamentale per le batterie (per laptop, cellulari e auto elettriche); un ulteriore impulso verrà dato poi dalle batterie agli ioni di sodio, considerate già un'alternativa vincente rispetto al litio in quanto più economiche mentre, ovviamente, un ruolo di prim'ordine sarà recitato dall'intelligenza artificiale (AI), per la quale si calcola che il consumo globale di energia, grazie alla voracità dei data center, passerà dai 240 *terawatt* (TWh) nel 2020 ai 600 TWh nel 2025. L'intelligenza artificiale, peraltro, pur entrando nella vita di imprese e famiglie con l'effetto dirompente di una rivoluzione copernicana, lascia aperte alcune questioni non facilmente risolvibili; non solo le imprese, come ricordato da Mark Zuckerberg, dovranno "attendere parecchio tempo prima di trasformare gli ingenti investimenti in profitti da conto economico"

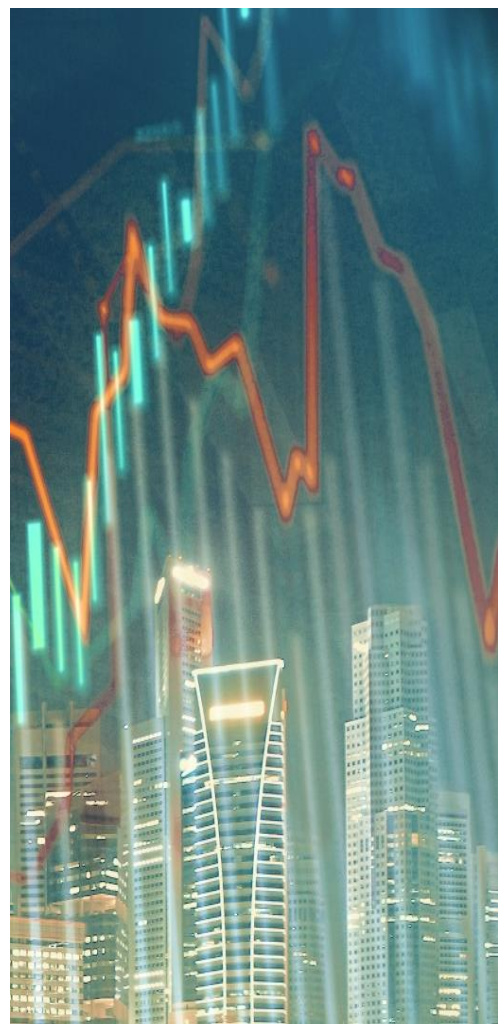


(e ne sa qualcosa Samsung, che proprio la scorsa settimana ha annunciato utili in forte flessione per via dei costi sostenuti sull'AI, al fine di recuperare terreno sui competitor) ma, come sottolineato dal premio Nobel per la Fisica David Gross, "l'AI non è trasparente e non possiede alcun meccanismo per testare l'attendibilità delle informazioni: può essere un rischio per la ricerca".

Insomma, la svolta epocale dell'AI recherà parecchi vantaggi su vari fronti del sapere umano, pur sempre però evidenziando fattori in chiaroscuro, tali per cui un approccio critico e prudentiale è da ritenersi requisito minimo indispensabile per approcciare una disciplina che, almeno per ora, presenta ancora aspetti irrisolti di non poca rilevanza (economici, scientifici, etici). Grandi entusiasmi da un lato, dunque, ma inevitabili incognite, dall'altro, intimamente connesse a nuovi equilibri geopolitico-strategici che stanno plasmando un mondo ben diverso rispetto a soli 25 anni fa anche se, pensando alle grandi soddisfazioni che i mercati azionari hanno riservato a tutto il 2024, possiamo condividere la riflessione del poeta tedesco Friedrich Hebbel, per il quale "dobbiamo augurarci soltanto di conservare e migliorare un po' quello che abbiamo, al nuovo anno non chiediamo niente di più".

L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Prima decade di gennaio all'insegna di moderato ottimismo sui mercati azionari globali, né poteva essere altrimenti dopo un 2024 da incorniciare, pur in un contesto in cui economisti e strategist già si chiedono se, in ottica prospettica, vi siano i presupposti per ipotizzare un 2025 altrettanto ambizioso in termini di obiettivi. Dal punto di vista della crescita attesa, giova anzitutto rilevare come da parte di FED e BCE si registrino aspettative cautamente favorevoli, stando almeno alle dichiarazioni rilasciate da Barkin oltreoceano e da Isabel Schnabel con riferimento all' Eurozona; secondo il banchiere centrale USA "l'Outlook di base per il 2025 è positivo", anche se c'è qualche rischio potenziale di inflazione in rialzo; l'inflazione non è ancora tornata all'obiettivo" del 2%, c'è altro lavoro da fare" mentre, secondo la nota esponente del Board BCE, "nei prossimi dodici mesi un'espansione economica è ancora molto più probabile di una recessione, nonostante la prospettiva di ulteriori barriere commerciali offuschi le prospettive economiche dell'area dell'euro. Sebbene la previsione di base non incorpori il potenziale impatto delle misure politiche concrete della nuova amministrazione Trump, poiché queste rimangono incerte, è probabile che i recenti indicatori del sentiment riflettano in parte l'aumento dell'incertezza della politica commerciale – ha aggiunto Schnabel -. La ricerca empirica suggerisce che, piuttosto che l'effettivo aumento delle tariffe in sé, sarà l'aumento dell'incertezza a rappresentare il principale ostacolo alla crescita. Tuttavia, si stima spesso che questi effetti siano di breve durata, con una crescita in forte ripresa una volta che l'incertezza svanisce". Ciò premesso, e posto che Ken Fisher ammonisce di non dare troppo peso alle parole delle banche centrali, in quanto "FED, BCE e gli altri istituti non dettano la direzione dell'economia né quella dei mercati azionari; i mercati si muovono a livello globale e valutano le aspettative dei profitti nell'arco dei successivi 3-30 mesi", in effetti le attenzioni degli analisti sono concentrate proprio su quest'ultimo aspetto, ovvero gli utili aziendali. Wall Street ha multipli piuttosto elevati rispetto alla media storica, ma giustificati dal fatto che gli utili aziendali sono robusti e crescono: soprattutto nel comparto Tech. Secondo gli ultimi dati, gli analisti prevedono una crescita a doppia cifra per le società dell'indice S&P 500 nel 2025, superando la media degli ultimi 10 anni, anche se un recente studio ammonisce che un'eventuale guerra dei dazi peserebbe non poco sul monte-utili della Borsa americana. In dettaglio,



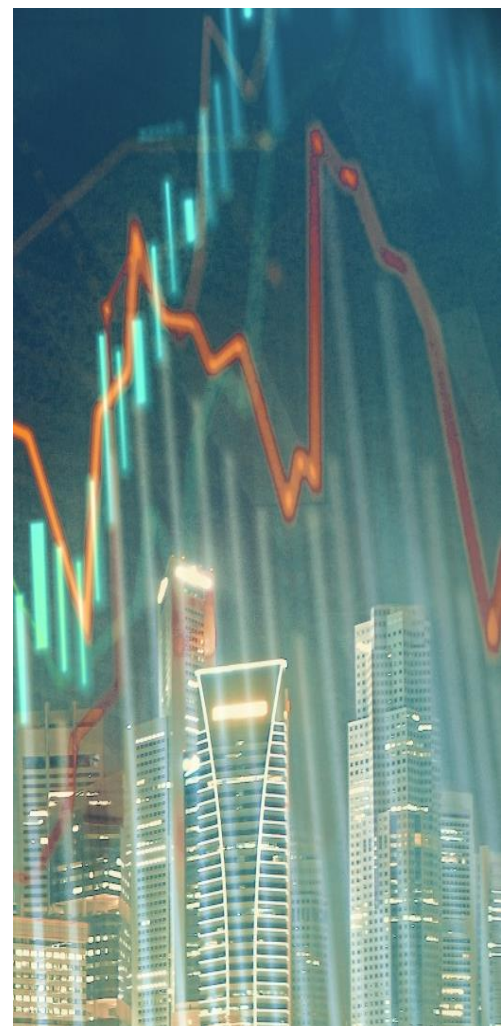
uno scenario teorico di applicazione di dazi su Cina e resto del mondo (esclusi Messico e Canada) pari rispettivamente a circa il 40% e 8% si tradurrebbe in un impatto negativo all'utile per azione (Eps) dell'S&P 500 dell'1%: questo, però, in assenza di reazioni ma, qualora prendesse piede un circolo vizioso di reciproche ritorsioni (simili a quelle statunitensi), la percentuale raddoppierebbe al 2% (e, nel caso estremo ipotizzato da Trump di dazi al 60%, l'utile per azione potrebbe subire addirittura una flessione del 10%: anche se Waller, componente del Board della FED, si è affrettato a precisare che " non ho aspettative che i dazi impattino in modo significativo sull'inflazione " in quanto trattasi di congetture). Ovviamente, va precisato che siamo nel campo delle simulazioni (in base alle quali anche il Vecchio Continente subirebbe una contrazione dei profitti del 3%), ma è del tutto palese che anche il quadro inflazionistico, nel caso, andrebbe rivisto alla luce delle politiche tariffarie.

Nel mentre, comunque, i dati di inflazione dell'Eurozona, aggiornati alla scorsa ottava, sono accelerati in linea con le stime; l'indice dei prezzi al consumo si è posizionato al 2.4%, con un CPI core stabile al 2.7%, confermando un quadro di generale disinflazione per l'anno in corso. La lieve risalita dell'inflazione era ampiamente prevista ed è legata soprattutto ad effetti base nei prezzi del carburante, mentre la dinamica dei prezzi di fondo è rimasta pressoché inalterata; per quanto poi riguarda, nello specifico, la Germania, il dato armonizzato ha registrato un'accelerazione al 2.9% (rispetto al 2.4% di novembre e al 2.6% stimato), al punto che qualche economista già parla di " spettro della stagflazione " per la ex locomotiva d'Europa, con nuove possibili divergenze tra " falchi " e " colombe " della BCE in merito alla politica monetaria più appropriata da applicare. Non solo ma, pur nell'ambito di una non univocità di dati relativi alla dinamica dei prezzi, la valutazione degli economisti sull'operato della banca centrale europea nel 2024 non è molto tenera: in altri termini, si poteva e si doveva fare di più. I quattro tagli dei tassi apportati tra giugno e dicembre dello scorso anno fanno storcere il naso in quanto sarebbe stato fatto troppo poco e troppo lentamente, secondo la maggioranza degli esperti interpellati da un sondaggio condotto dal Financial Times: infatti, ben il 46 per cento degli economisti interpellati ha ritenuto che la banca centrale europea sia "rimasta indietro rispetto alla curva e non è stata in linea con i fondamentali economici "; in pratica, un'azione troppo lenta se si considera la debolezza della congiuntura europea. Nessuno dei 72 economisti interpellati dal FT pensa invece che la Bce fosse in anticipo rispetto alla curva, dunque una sentenza senza appello per l'operato di Lagarde e dei componenti del Board BCE, ritenuti troppo timidi nel ribaltare la politica monetaria da restrittiva ad accomodante: in più, pesa anche il fatto che la BCE continui a far dipendere le proprie decisioni dai dati e non abbia ancora varato una *guidance* che indichi un percorso chiaro dei tassi. In particolare, Eric Dor (professore di economia presso la IESEG School of Management di Parigi), ritiene che l'Eurotower abbia sottovalutato "i rischi al ribasso per la crescita reale nell'Eurozona" e questo l'ha portata ad essere "troppo lenta" nel tagliare i tassi e ciò si fa sentire sull'economia reale; un'ulteriore forte critica arriva anche da chi sottolinea la scarsa capacità di lettura delle dinamiche dell'inflazione ("non appena il rischio di disancoraggio delle aspettative di inflazione è evaporato, avrebbe dovuto tagliare i tassi il più velocemente possibile, non con piccoli passi gradualisti"). A ciò si aggiunga il recente report a cura di S&P Global Ratings, secondo il quale emergerebbero timidi segnali di un clima più favorevole dell'economia, pur se non diffuso in modo univoco; in effetti, l'*outlook* è gradualmente migliorato, ma non per tutti: in Europa si sono registrate 33 insolvenze a fine 2024, rispetto alle 25 dell'anno



precedente (il 30% in più di fallimenti in 12 mesi, quindi il secondo anno con il più alto numero di imprese in difficoltà dalla crisi del 2008). Peraltro, va anche rilevato che per l'agenzia di rating la situazione si sta stabilizzando, con previsioni di un calo del tasso di default a 12 mesi fino al 4.25% (dal 5%) entro settembre 2025: e pure il debito insoluto darebbe segnali confortanti, in ragione del fatto che "ci aspettiamo che questa tendenza continui, dato che gli emittenti in difficoltà cercano opzioni per gestire le incombenti scadenze del debito".

L'evento più atteso nella scorsa settimana, comunque, riguardava il mercato del lavoro USA e i numeri ancora una volta hanno sorpreso le stime di consenso. Nello specifico, sono stati rilasciati dati decisamente più robusti delle attese, con una crescita degli addetti molto più forte del consenso e un calo decisamente marcato (e altrettanto inatteso) del tasso di disoccupazione: l'occupazione totale è infatti aumentata di 226 mila unità. L'aspetto sicuramente rilevante dell'informativa di venerdì scorso è che la crescita degli addetti è stata piuttosto omogenea tra i diversi settori, con la sola significativa eccezione del comparto manifatturiero che ha registrato, con un calo di 13.000 unità, un andamento più debole del previsto; non solo, ma la crescita degli occupati è stata molto sostenuta anche nella survey condotta presso le famiglie e qui decisamente inatteso è stato l'ampio calo del numero dei disoccupati (-235 mila, la correzione più ampia dal dicembre 2022) e, per conseguenza, del tasso di disoccupazione. Nel complesso, quindi, i dati di dicembre del mercato del lavoro, decisamente più forti delle attese, rafforzano il segnale nella direzione di una pausa già mandato dalla FED con la riunione del FOMC di metà dicembre, con il rischio, inoltre, che la pausa della FED possa protrarsi più a lungo di quanto prospettato nel nostro scenario centrale. Il saldo settimanale dei principali listini azionari ha evidenziato chiusure non univoche: Wall Street più cauta, con l'S&P 500 sulla difensiva nel range 5800-5900, soprattutto dopo l'impennata dei tassi a seguito dei dati sul mercato del lavoro, un'Eurozona più brillante in avvio del nuovo anno, con l'*Eurostoxx* 600 ben saldo oltre 500 mentre, sul versante orientale, il *Topix*, pur debole, ha conservato quota 2700 e lo Shanghai Composite non ha avuto grossi problemi a difendere l'area supportiva intorno a 3200. Universo obbligazionario tendenzialmente sofferente, con i rendimenti decennali americani al test di 4.8% e i corrispettivi tedeschi in direzione 2.6%, a fronte di uno spread Btp-Bund sempre premiante e ampiamente sotto i 120 punti base. Moneta unica ancora debole, con minimo settimanale sotto 1.03 mentre, in tema di commodities, il petrolio ha puntato spedito oltre i 75 dollari poiché gli acquirenti cinesi, evitando le forniture dall'Iran e preoccupati per eventuali prossime sanzioni imposte da Trump, di fatto hanno contribuito non poco a spingere le quotazioni del greggio nell'arco di tutta la scorsa settimana, con buona pace dei traders rialzisti che già scommettono su un imminente target in area 80 (e oltre).



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.