

5 settembre 2016

Risultati e considerazioni sui nostri fondi



Zest Absolute Return Var 4 (Global Macro)

FONDO	GEN	FEB	MAR	APR	MAG	GIU	LUG	AGO	SET	OTT	NOV	DIC	YTD
2010	0,61	-0,18	1,28	-0,47	1,13	1,18	-0,13	1,88	-0,27	0,55	-0,25	-0,65	4,75
2011	-0,67	0,50	-0,15	0,76	1,19	-0,53	0,16	0,54	-1,97	0,46	-1,39	1,46	0,30
2012	2,50	0,67	-0,46	-1,94	-0,67	0,07	1,63	0,89	1,27	0,27	0,53	0,95	5,78
2013	1,02	-0,64	-0,05	1,40	-0,01	-2,63	1,70	0,27	0,29	1,65	0,15	-0,17	2,95
2014	0,22	0,98	0,28	0,19	0,81	0,17	0,20	0,39	0,05	0,86	0,05	-1,04	3,19
2015	2,54	1,67	0,01	0,23	0,15	-2,24	-0,40	-2,25	-2,15	1,82	0,59	-2,44	-2,60
2016	-1,53	-0,22	1,57	-0,16	0,45	-2,00	1,50	0,98					0,52

Outlook

Outlook – Le Banche Centrali differenzieranno le loro politiche?

Settembre sarà un mese di decisioni monetarie, infatti BOJ, Fed e BCE dovrebbero dare nuovi “segnali di fumo” alle tribù dei mercati finanziari. Come abbiamo già scritto ampiamente le politiche monetarie sono potenti, ma insufficienti da sole a stimolare le economie e adesso ci attendiamo che le politiche fiscali cambieranno, senza clamore, per riaccendere l’attività del settore privato.

Il duro e grande match tra le dottrine economiche ordoliberaliste tedesche e quelle (più efficaci) post keynesiane è ancora acceso, ma credo che gli ordoliberalisti siano costretti adesso ad accettare un approccio meno dogmatico, poiché le medicine propinate sono state quanto meno inefficaci, se non nocive, per molti pazienti.

In Europa in particolar modo, dove le contaminazioni culturali sono una conseguenza positiva e inevitabile della UE, la retorica sulla riduzione del debito come panacea di ogni male, sta cambiando in crescita+controllo del debito come nuova ricetta.

Fino ad oggi abbiamo visto le quattro maggiori banche centrali avere un atteggiamento competitivo tra di loro, potrebbe essere stato un approccio concertato, ma adesso una deve prendere la guida.

Quello che intendo è che i tassi negativi e le politiche monetarie non ortodosse sono più efficaci se divergono (cautamente) tra di loro nei prossimi mesi o nel prossimo anno: BOJ sarà più aggressiva nell’espansione di bilancio, BCE e BOE neutrali e infine la Fed con toni più *hawkish*. Questa divergenza porterà effetti non solo interni (tassi di rifinanziamento bassi o negativi) ma anche sui cambi (cioè esterni) permettendo dinamiche economiche più veloci. Fino ad adesso gli effetti sui cambi sono stati modesti poiché le autorità monetarie hanno fatto tutte quasi le stesse cose, di fatto annullando l’impatto sui cambi riducendo l’impatto delle politiche monetarie stesse.

Queste divergenze saranno molto graduali poiché l’economia USA, quella in miglior forma, sta crescendo nell’area del 2% e non pare in grado di sostenere un USD molto più forte. L’economia dell’area Euro necessiterebbe di una Germania che abbandoni per tre anni il dogma del pareggio di bilancio e facesse per es. il 2% di deficit così da crescere del 3% annuo, in modo che possa guidare il resto d’Europa fuori dalla stagnazione; ma questo non accadrà, pertanto non resta che attendere BOJ e le “three arrows” come l’esperimento da analizzare in Settembre.

Performance del mese

La performance del mese è stata +0.98%(classe R), Durante il mese abbiamo ridotto al 5% l’esposizione equity (long Europa), abbiamo venduto progressivamente call OTM su Eurostoxx e abbiamo acquistato un “synthetic short” su SP.

Siamo adesso pronti a riaprire le posizioni lunghe sia nel caso di declino dei mercati, sia in caso di break out rialzista.

FX ha aiutato: abbiamo incrementato il lungo USD (15%) e abbiamo una posizione lunga AUD del 4.5%; abbiamo infine aperto una posizione long GBP short JPY (3%)

I bonds in portafoglio non hanno subito variazioni di rilievo poiché siamo molto conservativi su duration e credito. La nostra posizione su subordinati UCG e ISP è incrementata a 8.5%(7.5%) del fondo.

Abbiamo venduto call dicembre su US Treasury (quelle di settembre sono scadute) e Bund per un ammontare delta adjusted del 16% del fondo.

Siamo flat oro, ma pronti a comprarlo in caso di crescita delle aspettative di inflazione



Edoardo Ugolini
Portfolio Manager

Per ulteriori dettagli sul portafoglio è disponibile un fact-sheet seguente link:

http://www.zest-management.com/repository/fund_mod/attach/253_Factsheet_it%20ARV.pdf

Zest North America Pairs Relative (Long/Short Equity)

FONDO	GEN	FEB	MAR	APR	MAG	GIU	LUG	AGO	SET	OTT	NOV	DIC	YTD
2015					-0.08	0.00	-0.84	0.32	-1.11	0.96	-0.57	-0.01	-1.32
2016	-2.44	0.01	3.01	1.79	0.72	-1.51	0.97	1.18					3.67

Outlook

Agosto è stato meno volatile del temuto anche se l'ansia per il rallentamento del ciclo economico è ampiamente diffusa e pronunciata.

Gli utili aziendali non sembrano giustificare le valutazioni, sebbene queste siano molto più soggettive di quanto si sia soliti ammettere e spesso richiedano interpretazione. La parte più acuta di riduzione dei profitti aziendali negli Stati Uniti pare conclusa, l'allocatione settoriale sta mutando così come la rotazione tra "factor-style" è in corso.

I dati economici sono in fase di stabilizzazione dopo quelli alquanto positivi di luglio. L'economia sta accelerando sequenzialmente nel corso del trimestre mentre il mercato sta sottostimando la probabilità che la Fed rialzi i tassi quest'anno. Lo spettro deflattivo sta venendo meno e la componente ciclica inflattiva è evidente soprattutto in USA, dove l'immobiliare è in fase di miglioramento, i consumi sono sostenuti ed il mercato del lavoro in espansione. I dati sull'occupazione saranno analizzati attentamente nel corso dei prossimi mesi ma la pressione sui salari associata ad una situazione di quasi piena occupazione spingeranno la Fed ad un incremento dei tassi entro fine anno.

I mercati azionari sono ad un punto di svolta significativo. Riteniamo che la sovraperformance delle strategie "momentum" sia giunta a termine. Essa ha avuto come concause le politiche monetarie ultra espansive, e la disponibilità degli investitori a pagare un forte premio per prezzi stabili, bassa volatilità e contenuta leva operativa. Titoli difensivi sono stati confusi con titoli sicuri finché tale paradigma è stato messo in dubbio da performance deludenti. Attualmente riteniamo che un contesto di crescita moderatamente positiva ed un minore ricorso a politiche monetarie estreme e di dubbio effetto sia sufficiente a supportare questo cambio di leadership. In questo scenario il nostro portafoglio è molto ben posizionato, altrimenti abbiamo tutti gli strumenti per gestire al meglio il rischio.

Chiaramente esser moderatamente positivi sull'economia non presuppone un posizionamento aggressivo immediato perché i movimenti non sono rettilinei ed istantanei, il "noise" recita un ruolo importante, e momenti di incertezza affioreranno. Pazienza e volatilità sono di estremo valore.

Preferiamo esser disciplinati attendendo momenti più propizi in quanto consapevoli che comprare alto e vendere basso impatta negativamente le performance ed erode capitale.

Performance del mese

Il fondo Zest North America Pairs Relative ha guadagnato l'1.18% sul mese portando il rendimento da inizio anno a +3.67%. Lo stock picking è stato estremamente premiante e anche questo mese siamo stati favorevolmente impattati da M&A. il nostro investimento lodo si attesta al 160%.



Pasquale Corvino
Portfolio Manager

Per ulteriori dettagli sul portafoglio è disponibile un fact-sheet al seguente link:

http://www.zest-management.com/repository/fund_mod/attach/279_Factsheet_it%20NAP.pdf

Zest Dynamic Opportunities (Cross Asset Absolute Return)

FONDO	GEN	FEB	MAR	APR	MAG	GIU	LUG	AGO	SET	OTT	NOV	DIC	YTD
2014	-0.17	0.59	0.12	0.46	0.41	0.59	-0.42	0.27	0.56	0.64	0.13	-0.16	2.03
2015	1.58	1.16	0.15	0.33	-0.31	-1.27	1.14	-2.92	-2.79	2.58	0.29	-1.92	-2.13
2016	-1.90	-0.49	2.13	1.07	-0.13	-0.59	1.92	1.09					3.09

Review & Outlook

Zest Dynamic Opportunities chiude il mese di Agosto con un rendimento positivo dell' 1.09%, portando la performance da inizio anno a +3.09%.

Tutti i comparti del fondo hanno contribuito positivamente durante il mese di Agosto. Il book di Credito ha registrato un incremento di circa 50bps, mentre il corto sui tassi G10 ha contribuito circa 30bps. Il comparto di FX ha aggiunto circa 25bps, mentre l'allocazione azionaria ha guadagnato circa 20bps.

Il fondo è entrato nel mese di Agosto con una esposizione azionaria lunga di circa il 2.5%, raggiungendo un picco intorno all'8%, principalmente a causa di un aggiustamento dei delta dovuti a movimenti di mercato. Lo *short* sulle utilities americane è stato chiuso con buon profitto, mentre il corto su indici core europei è stato marginalmente aumentato. Nella seconda parte del mese sono stati aggiunte posizioni di copertura nella forma di *put spreads*, portando l'esposizione del fondo a circa 5% net long.

L'apparente calma e mancanza di direzione nei principali mercati azionari nel corso del mese di agosto è stata visibile solamente a livello di indici. In realtà, molto pronunciati i movimenti a livello settoriale sia negli Stati Uniti che in Europa, soprattutto in segmenti particolarmente sensibili ai tassi di interesse. Il differenziale di performance tra finanziari e utilities è stato uno dei più alti negli ultimi cinque anni. Sebbene parte del movimento sia spiegabile come "*return to the mean*" dai mesi precedenti, è comunque chiaro che i mercati azionari abbiano iniziato a scontare possibili azioni da parte della FED così come cambi nella forma della curva dei tassi.

In questo contesto, il fondo sta prediligendo un approccio relativamente conservativo in ambito azionario, beneficiando di posizioni calls accumulate in passato che garantirebbero una partecipazione in caso di movimenti repentini di rottura al rialzo e garantendo una certa copertura in caso di correzioni a ribasso. Il fondo mantiene posizioni corte su JPY e su tassi decennali del G10. La posizione corta di dollari è stata chiusa con buon profitto ed il fondo è al momento lungo USD. Con il (nuovo) cambio di retorica da parte della FED, mi aspetto il dollaro rimanga supportato. Il mercato dovrebbe continuare a riapprezzare nuove possibili azioni da parte di BOJ. L'anomalia di un differenziale tra tassi a dieci anni e PCE core inflation prossimo allo zero o negativo, successo negli ultimi trent'anni solo durante i postumi della crisi del debito sovrano europeo, dovrebbe invece favorire una curva dei tassi più *steep* (a prescindere dagli umori della FED).



Guglielmo Di Gioia
Portfolio Manager

Per ulteriori dettagli sul portafoglio è disponibile un fact-sheet al seguente link:

http://www.zest-management.com/repository/fund_mod/attach/270_Factsheet_it%20DO.pdf

Zest Emerging Markets (Equity Focused Emerging Markets)

FONDO	GEN	FEB	MAR	APR	MAG	GIU	LUG	AGO	SET	OTT	NOV	DIC	YTD
2010						-1.28	-1.46	0.53	0.67	-0.84	2.78	0.89	1.23
2011	-0.83	-0.47	-3.25	4.46	-1.88	-1.74	2.24	-3.34	-3.11	0.77	-1.48	0.50	-8.11
2012	3.82	2.34	0.27	0.50	1.06	-1.09	0.06	-0.60	-0.84	0.55	0.77	4.18	11.43
2013	1.27	0.16	1.49	2.77	-1.66	-8.55	3.61	-0.43	3.84	1.31	1.66	0.08	5.07
2014	-0.62	-0.05	-1.70	-1.68	1.74	1.46	2.93	1.91	-0.99	-4.11	1.30	-0.61	-0.63
2015	5.86	0.64	4.22	6.39	-1.47	-3.60	-3.20	-5.09	-1.77	0.04	1.81	-3.61	-0.59
2016	-4.82	0.29	3.27	1.95	-3.14	0.54	1.80	0.80					0.44

Outlook

Il sentimento generale del mercato è rimasto positivo nel mese di agosto. I mercati azionari sono stati sostenuti dal rialzo dei prezzi delle materie prime, i livelli dei tassi di interesse bassi ed una maggiore propensione al rischio tra gli investitori. Anche le aspettative del mercato su un ulteriore aumento dei tassi negli Stati Uniti è sceso ulteriormente nel corso del mese. L'impatto dovuto al tentativo di golpe militare in Turchia si è ridimensionato, mentre per quanto riguarda la Brexit, ci vorrà del tempo perché le conseguenze si attenuino, nel frattempo gli investitori avranno modo di aggiustare la loro visione.

Crediamo ancora che la Federal Reserve dovrebbe usare gli attuali forti livelli di occupazione negli Stati Uniti per aumentare i tassi verso quello che è considerato un livello "normale". È nell'interesse della Fed, di disporre di nuovo di strumenti convenzionali per eventuali future crisi economiche e finanziarie. Rimaniamo pertanto positivi sul biglietto verde nei confronti dell'Euro e non copriamo l'esposizione valutaria EM contro la moneta Euro del fondo.

Il segmento dei mercati azionari emergenti ha beneficiato di maggiore afflusso verso la parte asiatico-emergente. In Cina, la ristrutturazione delle imprese dello Stato annunciato dal governo, ha sicuramente stabilizzato i mercati azionari cinesi e i titoli H, quotati a Hong Kong sono stati tra i più performanti. Le valutazioni basse azionarie in Cina e Corea del Sud, continuano ad essere attraenti. La guerra verbale verso la Corea del Sud e gli Stati Uniti da parte di Kim Jong-un della Corea del Nord ha poco impatto sul sentimento del mercato.

L'Africa ha continuato a sottoperformare i mercati emergenti. L'America Latina ha beneficiato del rialzo dei prezzi delle materie prime. Il processo di impeachment contro Dilma Rousseff in Brasile non è riuscito a minare il sentiment di mercato in quanto gli investitori si aspettano misure più favorevoli dal suo potenziale successore Michel Temer.

Infine, l'incontro di Jackson Hole ha dato un quadro più chiaro della visione della Fed sui tassi di interesse, come dichiarata da Yellen, e cioè che nel corso degli ultimi mesi, l'aspettativa di un aumento dei tassi si è "rafforzata".

Performance del mese

Il fondo è aumentato del 0.80% nel mese di agosto. Il contributo positivo è venuto dai nostri investimenti in Cina attraverso azioni H di Hong Kong, un importante sovraperformance in Thailandia e un positivo contributo dell'Europa emergente. L'andamento è stato influenzato negativamente dal rafforzamento di euro nel corso del mese. Hanno sottoperformato la Corea del Sud, il Brasile e l'Indonesia, in quanto alcuni dei nostri investimenti sono stati colpiti da presa di profitto. Abbiamo mantenuto l'esposizione azionaria netta al 42%.

Vediamo le valutazioni attuali dei mercati emergenti come attraenti e manteniamo una visione positiva verso US \$ contro Euro.



Marcel Zimmerman
Portfolio Manager

Per ulteriori dettagli sul portafoglio è disponibile un fact-sheet al seguente link:

http://www.zest-management.com/repository/fund_mod/attach/272_Factsheet_it%20EM.pdf

Zest Global Value (Global Value Allocation)

FONDO	GEN	FEB	MAR	APR	MAG	GIU	LUG	AGO	SET	OTT	NOV	DIC	YTD
2010	0.68	0.05	0.79	0.21	1.53	0.12	-0.03	1.97	-0.37	-0.46	-1.43	-0.69	2.35
2011	-0.96	0.04	-0.47	0.30	1.43	-0.08	0.18	1.30	0.57	-0.61	-1.26	2.42	2.83
2012	1.82	0.67	0.24	-1.09	0.47	-0.31	1.19	0.40	0.42	0.28	0.32	0.72	5.22
2013	0.70	-0.32	0.22	0.80	-0.22	-1.17	0.17	-0.06	0.15	1.06	0.15	0.24	1.71
2014	0.62	0.53	0.44	0.55	0.35	0.48	0.15	0.25	-0.07	-0.94	0.98	-0.63	2.73
2015	1.58	1.65	0.63	-1.23	-0.85	-1.24	0.14	-3.51	-1.90	0.98	-0.16	-1.19	-5.11
2016	-2.45	-1.19	1.87	0.78	0.94	-1.78	1.48	0.90					0.46

Outlook

Agosto è stato meno volatile del temuto anche se l'ansia per il rallentamento del ciclo economico è ampiamente diffusa e pronunciata.

I dati economici sono in fase di stabilizzazione dopo quelli alquanto positivi di luglio. L'economia sta accelerando sequenzialmente nel corso del trimestre mentre il mercato sta sottostimando la probabilità che la Fed rialzi i tassi quest'anno. Lo spettro deflattivo sta venendo meno e la componente ciclica inflattiva è evidente soprattutto in USA, dove l'immobiliare è in fase di miglioramento, i consumi sono sostenuti ed il mercato del lavoro in espansione. I dati sull'occupazione saranno analizzati attentamente nel corso dei prossimi mesi ma la pressione sui salari associata ad una situazione di quasi piena occupazione spingeranno la Fed ad un incremento dei tassi entro fine anno.

Gli utili aziendali non sembrano giustificare le valutazioni, sebbene queste siano molto più soggettive di quanto si sia soliti ammettere e spesso richiedano interpretazione. Con oltre \$13tn allocati a tassi negativi, perlomeno in relativo, tutto è più giustificabile e non occorre guardare altrove per identificare bolle. Tassi negativi non sono una soluzione ma solo una distorsione che nel tentativo di riflazionare gli asset li ha trasformati in una passività. Ad ogni modo la politica monetaria risulta sempre meno efficace e nuove politiche fiscali dovranno fare il loro corso.

La parte più acuta di riduzione dei profitti aziendali negli Stati Uniti pare conclusa, l'allocazione settoriale sta mutando così come la rotazione tra "factor-style" è in corso. Tutto ciò depone favorevolmente per i corsi azionari.

Chiaramente esser moderatamente positivi sull'economia non presuppone un immediato posizionamento aggressivo sugli asset rischiosi perché i movimenti non sono rettilinei ed istantanei, il "noise" recita un ruolo importante, e momenti di incertezza affioreranno nel corso delle prossime settimane. Pazienza e volatilità sono di estremo valore. Preferiamo esser disciplinati attendendo momenti più propizi in quanto consapevoli che comprare alto

Performance del mese

Il fondo Zest Global Value ha guadagnato lo 0.9% in Agosto. Abbiamo approfittato del momento favorevole di mercato per ridurre parte della nostra esposizione azionaria e lo short duration.



Pasquale Corvino
Portfolio Manager

Per ulteriori dettagli sul portafoglio è disponibile un fact-sheet al seguente link:

http://www.zest-management.com/repository/fund_mod/attach/260_Factsheet_it%20GV.pdf

Zest Mediterraneo Absolute Value (Long/Short Equity)

FUND	GEN	FEB	MAR	APR	MAG	GUN	LUG	AGO	SEP	OTT	NOV	DIC	YTD
2015					0.00	-0.46	1.46	-1.03	-2.30	2.24	-0.17	-0.49	-0.80
2016	-2.43	-0.91	1.36	2.28	-0.88	-4.70	1.24	0.49					-3.68

Outlook

Il mese di Agosto è stato caratterizzato da un mercato laterale e con scarsi volumi. L'Eurostoxx 50 ha chiuso in territorio positivo dell'1.08% soprattutto grazie alla forza del DAX.

Il differenziale di performance tra la periferia Europea e il centro Europa ha continuato a peggiorare toccando a inizio mese un importante punto di minimo, basti pensare che il mercato Italiano non ha ancora avvicinato i livelli pre Brexit.

I prossimi mesi saranno ancora caratterizzati da incertezza sia politica che macroeconomica, in attesa delle mosse della Fed e della BoJ soprattutto così come delle elezioni americane, del referendum in Italia e della formazione del governo in Spagna. Un ulteriore rialzo dei tassi da parte della Federal Reserve entro fine anno sta diventando più probabile col passar del tempo mentre BoJ ed ECB potrebbero rafforzare ulteriormente la loro azione da Settembre in avanti.

In questo contesto abbiamo effettuato poche modifiche al nostro portafoglio cercando come sempre di cogliere le opportunità che di volta in volta il mercato ci presenterà.



Gianrito Nicodemo
Portfolio Manager

Per ulteriori dettagli sul portafoglio è disponibile un fact-sheet al seguente link:

http://www.zest-management.com/repository/fund_mod/attach/274_Factsheet_it_ME.pdf

Zest Derivatives Allocation (Flexible)

FONDO	GEN	FEB	MAR	APR	MAG	GIU	LUG	AGO	SET	OTT	NOV	DIC	YTD
2015					-0.07	-0.42	0.04	-0.72	-0.90	2.39	0.76	-0.61	0.43
2016	-1.45	-1.87	2.27	0.92	0.57	-1.59	0.73	0.99					0.50

Outlook

Agosto è stato meno volatile del temuto anche se l'ansia per il rallentamento del ciclo economico è ampiamente diffusa e pronunciata.

I dati economici sono in fase di stabilizzazione dopo quelli alquanto positivi di luglio. L'economia sta accelerando sequenzialmente nel corso del trimestre mentre il mercato sta sottostimando la probabilità che la Fed rialzi i tassi quest'anno. Lo spettro deflattivo sta venendo meno e la componente ciclica inflattiva è evidente soprattutto in USA, dove l'immobiliare è in fase di miglioramento, i consumi sono sostenuti ed il mercato del lavoro in espansione. I dati sull'occupazione saranno analizzati attentamente nel corso dei prossimi mesi ma la pressione sui salari associata ad una situazione di quasi piena occupazione spingeranno la Fed ad un incremento dei tassi entro fine anno.

Gli utili aziendali non sembrano giustificare le valutazioni, sebbene queste siano molto più soggettive di quanto si sia soliti ammettere e spesso richiedano interpretazione. Con oltre \$13tn allocati a tassi negativi, perlomeno in relativo, tutto è più giustificabile e non occorre guardare altrove per identificare bolle. Tassi negativi non sono una soluzione ma solo una distorsione che nel tentativo di riflazionare gli asset li ha trasformati in una passività. Ad ogni modo la politica monetaria risulta sempre meno efficace e nuove politiche fiscali sono dovranno fare il loro corso.

La parte più acuta di riduzione dei profitti aziendali negli Stati Uniti pare conclusa, l'allocazione settoriale sta mutando così come la rotazione tra "factor-style" è in corso. Tutto ciò depone favorevolmente per i corsi azionari.

Chiaramente esser moderatamente positivi sull'economia non presuppone un immediato posizionamento aggressivo sugli asset rischiosi perché i movimenti non sono rettilinei ed istantanei, il "noise" recita un ruolo importante, e momenti di incertezza affioreranno nel corso delle prossime settimane. Pazienza e volatilità sono di estremo valore. Preferiamo esser disciplinati attendendo momenti più propizi in quanto consapevoli che comprare alto e vendere basso impatta negativamente le performance ed erode capitale.

Performance del mese

Il fondo Zest Derivative Allocation ha guadagnato lo 0.99% in Agosto. Abbiamo apportato pochi cambiamenti nel corso del mese data la volatilità estremamente bassa e restiamo focalizzati sulle posizioni core.



Pasquale Corvino
Portfolio Manager

Per ulteriori dettagli sul portafoglio è disponibile un fact-sheet al seguente link:

http://www.zest-management.com/repository/fund_mod/attach/281_Factsheet_it%20DE.pdf

5 settembre 2016



Zest Asset Management Sicav

C/o Degroof Petercam Asset Services
12 Rue Eugene Ruppert
2453 LUXEMBOURG

Zest SA

Via Greina, 3
6900 Lugano-Switzerland
0041 91 910 30 10
info@zest-funds.com

Disclaimer

La presente pubblicazione è stata redatta da Zest SA, in qualità di "investment manager" della Zest Asset Management Sicav. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. La presente pubblicazione si intende pubblicata per l'utilizzo da parte di operatori qualificati. Non vi è garanzia di ottenere uguali rendimenti per il futuro ed il valore degli investimenti può aumentare o diminuire secondo l'andamento dei mercati.