



Terzo trimestre 2019

Analisi e prospettive di mercato¹

Punti salienti sul debito dei mercati emergenti

- Nel secondo trimestre il debito emergente ha registrato performance positive: ha infatti beneficiato della caccia al rendimento degli investitori in un contesto di aspettative di tagli dei tassi da parte della Fed e di aspettative di crescita più modeste nei mercati sviluppati
- Il recente ristagno del commercio globale, l'impegno delle principali banche centrali e le misure di stimolo previste in Cina sono i principali fattori macroeconomici in gioco

Mercati emergenti

L'attività economica nei principali mercati emergenti ha continuato a rallentare in linea con il trend consolidatosi verso la fine dello scorso anno. In particolare, nei primi tre mesi dell'anno abbiamo visto il maggior numero di economie emergenti con una crescita negativa (trimestre su trimestre) dalla crisi finanziaria globale, e i dati disponibili mostrano scarsi segnali di una ripresa generalizzata nel secondo trimestre. Un fattore comune alla base di questa performance deludente è stato il recente ristagno del commercio globale.

Anche alcuni aspetti specifici dei singoli paesi hanno frenato l'espansione economica. In Sudafrica, ad esempio, il neo-eletto parlamento e il presidente non hanno ancora adottato politiche economiche risolutive per stimolare la crescita, dopo anni di gestione economica mediocre e di corruzione galoppante. Il nuovo governo si è impegnato a prendere provvedimenti, ma la strada sarà lunga. In Brasile, le persistenti incertezze hanno amplificato la debolezza strutturale della crescita economica, delineando una ripresa piuttosto sottotono; in effetti, l'espansione sembra destinata ad attestarsi all'1% circa per il terzo anno consecutivo. L'economia argentina rimane impanzanata nella recessione, mentre l'attuazione del programma di riforme finanziato dall'FMI continua a correggere gli squilibri

macroeconomici. Tuttavia, una ripresa prevista per la seconda metà del 2019 dovrebbe migliorare il contesto per le prossime elezioni generali. In Messico l'accresciuta incertezza riguardo alla direzione della politica economica sotto la guida di AMLO è diventata un ostacolo per le prospettive di crescita già non esaltanti. Ciò ha in parte giustificato la revisione al ribasso del rating e dell'outlook del Messico da parte rispettivamente di Fitch e Moody's. Il rischio che le tensioni commerciali con gli Stati Uniti tornino ad acuirsi a causa dell'immigrazione complica ulteriormente la situazione.

In futuro, gli interventi delle principali banche centrali e le misure di stimolo attese in Cina dovrebbero in una certa misura sostenere l'attività economica nei mercati emergenti. Inoltre, le autorità di questi paesi attueranno probabilmente misure di sostegno alla crescita. In Russia, la stabilità macroeconomica è ben radicata e la banca centrale ha avviato un allentamento monetario abbinato a un ambizioso programma di investimenti nelle infrastrutture. Inoltre, la minaccia di sanzioni sembra rientrare. In America latina, le banche centrali del Brasile e della regione delle Ande potrebbero attuare ulteriori stimoli. In Asia si prevede un'ulteriore espansione monetaria generalizzata, accompagnata da uno stimolo fiscale in India. Inoltre, l'esito nel complesso favorevole delle elezioni in India, Indonesia e Filippine dovrebbe contribuire a ridurre l'incertezza politica che questi paesi hanno dovuto affrontare.

Cosa significa per il debito dei mercati emergenti?

Tutti i segmenti del mercato del debito emergente hanno registrato performance positive nel secondo trimestre (anche se non compaiono di seguito, le obbligazioni in valuta locale senza copertura hanno sovraperformato, con un rendimento totale del +5,64% nel secondo trimestre). Il segmento ha continuato a beneficiare della caccia al rendimento degli investitori nel contesto delle aspettative di tagli dei tassi da parte della Fed e della crescita inferiore nella maggior parte dei mercati sviluppati. Inoltre, le probabilità di una recessione globale nel breve-medio

¹ Le opinioni qui espresse appartengono al team PGIM Fixed Income Emerging Markets. PGIM Limited è il sub-gestore degli investimenti di Nordea 1 – Emerging Market Bond Fund e Nordea 1 – Emerging Market Bond Opportunities Fund.

termine restano ridotte, alla luce della crescita relativamente sostenuta negli Stati Uniti e delle aspettative di ulteriori misure di stimolo in Cina. Evitare una guerra commerciale in piena regola tra gli USA e la Cina è cruciale per i mercati emergenti, poiché un ulteriore rallentamento del commercio globale e dell'espansione delle economie emergenti rappresenterebbe un ostacolo indipendentemente dall'allentamento monetario delle banche centrali dei mercati sviluppati.

Performance del debito dei mercati emergenti

	Rendimento totale (%)		Variazione spread (pb) / rendimento (%)		OAS (pb) / rendimento (%)
	T2	YTD	T2	YTD	
Valuta forte ME	4,08	11,31	-5 pb	-69 pb	346 pb
Valuta locale ME (con copertura)	3,22	5,26	-0,48%	-0,77%	5,69%
Cambi ME	2,07	3,57	-0,96%	-0,22%	5,08%
Titoli societari ME	3,50	8,83	-3 pb	-38 pb	333 pb

Fonte: J.P. Morgan, dati al 30.06.2019. Le performance rappresentate sono storiche; i rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri e gli investitori potrebbero non recuperare l'intero capitale investito. Non è possibile investire direttamente in un indice.

Titoli di Stato dei mercati emergenti in valuta forte: la performance per paese dei titoli di Stato dei mercati emergenti ha rispecchiato il rally dei Treasury USA e gli sviluppi specifici. Alcuni titoli a più alto rating e più sensibili all'andamento dei Treasury USA hanno sovraperformato, come quelli di Qatar, Russia e Romania, che hanno conseguito un rendimento di oltre il 6% con una contrazione di 20-30 pb in termini di spread. Hanno messo a segno risultati brillanti anche i titoli di paesi in cui si osservano sviluppi favorevoli, tra cui Ucraina (+10,2%), Mozambico (+17,1%) e Tunisia (+8,6%). I mercati che hanno sottoperformato sono quelli alle prese con il rischio politico e con l'incertezza, come Venezuela (-33,2%) e Zambia (-5%). Nei prossimi mesi per i titoli più duramente colpiti potrebbe presentarsi l'opportunità di generare rendimenti interessanti. Nel caso dell'Argentina, una vittoria dell'attuale Presidente Macri si tradurrebbe in un netto repricing, dal momento che le obbligazioni del paese scontano una probabilità di default di oltre il 50%. La Turchia, declassata a B1 da Moody's il 14 giugno, rimane impantanata nell'incertezza economica e politica, ma la recente vittoria di un candidato dell'opposizione a Istanbul ha innescato un rally ed è probabile un ulteriore rialzo. Il Sudafrica è riuscito ad allontanare un declassamento alla categoria high yield da parte di Moody's nel secondo trimestre, ma le persistenti difficoltà per l'orientamento in generale ortodosso del Presidente Ramaphosa in un contesto economico sottotono potrebbero mettere sotto pressione il rating investment grade del paese.

Tassi locali: sebbene il quadro generale per i tassi locali dei mercati emergenti rimanga favorevole sulla scia del rallentamento dell'inflazione, della crescita globale inferiore al livello tendenziale e dei tassi reali nel complesso positivi, il recente rally di queste emissioni appare eccessivo in quanto i tagli dei tassi d'interesse in molti paesi sono ormai scontati e il rendimento

pari al 5,69% del benchmark GBI-EM è sul livello più basso degli ultimi cinque anni. Inoltre, le curve si sono appiattite in quasi tutti i paesi quando i dati globali hanno sorpreso al ribasso, le banche centrali sono divenute più accomodanti e gli investitori alla ricerca di rendimento hanno incrementato la duration. Ciò detto, in alcuni paesi i mercati non scontano tagli dei tassi che tuttavia possono verificarsi.

Valute: la tesi a favore delle valute emergenti rimane incerta anche dopo che nel secondo trimestre il dollaro USA ha reso il -1,19% rispetto alle divise del G10 e il -2,07% rispetto a quelle emergenti. In vista del terzo trimestre, l'incertezza riguardo al commercio non è particolarmente favorevole alle valute. D'altro canto, un taglio dei tassi a opera della Fed appare probabile e l'eventuale inversione di rotta che ne conseguirebbe avrebbe un impatto netto positivo sulle divise, al pari delle potenziali misure di stimolo in Cina per le infrastrutture e il settore immobiliare.

Cosa teniamo d'occhio...

In termini di posizionamento, continuiamo a privilegiare gli spread, in particolare alcuni emittenti sovrani a più basso rating con un comprovato accesso al mercato e/o che godono del sostegno dell'FMI, come Ecuador, Ucraina ed emittenti dell'Africa sub-sahariana. Manteniamo il sovrappeso sull'Argentina in previsione di un esito favorevole delle elezioni, in grado quindi di ridurre significativamente le probabilità di default. Troviamo inoltre interessanti alcune emissioni quasi sovrane. Continuiamo a ravvisare valore in Pemex agli attuali livelli di +300 pb rispetto alle emissioni sovrane, in quanto il Messico considera quello con Pemex un legame inscindibile e adotterà misure volte a sostenerla più apertamente. Tra le altre esposizioni di qualità più elevata citiamo l'Indonesia, con la sua economia orientata al mercato interno, e la Russia, in virtù dei fondamentali creditizi assai solidi. Tra le obbligazioni corporate dei mercati emergenti, privilegiamo alcuni emittenti del comparto immobiliare cinese a più alto rating in grado di accedere alla liquidità del mercato del debito onshore e i titoli quasi sovrani indiani, alla luce del valido mandato del governo. I fondamentali societari nei mercati emergenti restano solidi e, pur essendo aumentata negli ultimi tempi, l'offerta di nuove emissioni è ancora inferiore ai livelli dello scorso anno.

Quanto ai tassi locali, sovrappesiamo attivamente la duration in paesi per i quali prevediamo un allentamento delle politiche monetarie (Cina, Messico, Indonesia e Russia) nella seconda metà del 2019. A livello regionale, la nostra maggiore esposizione riguarda l'Asia (Cina, Indonesia, Thailandia e Filippine), seguita da quella al Messico. Fatta eccezione per il Messico, la duration in America latina è prossima a un livello neutrale. Nella regione CEEMEA, sovrappesiamo attivamente Russia e Polonia e sottopesiamo Ungheria e Romania. Il nostro posizionamento valutario attivo è net short sul dollaro USA con un'enfasi sul valore relativo delle valute emergenti. Abbiamo ridotto l'esposizione lunga netta sul dollaro dal massimo di maggio. I nostri principali sovrappesi sono in Russia, Messico, India ed Egitto:

le valute di questi paesi hanno rendimenti reali elevati, partite estere gestibili e valutazioni interessanti, nel caso di Messico ed Egitto. Tra i maggiori sottopesi citiamo Cile, Brasile, Ungheria e Cina: si tratta di valute di paesi esposti al rallentamento del commercio globale (Cile e Cina), con banche centrali accomodanti (Cile, Brasile e Cina), crescita debole (Brasile) e/o rendimenti reali poco interessanti poiché la banca centrale è influenzata dalle dinamiche politiche (Ungheria).

Riteniamo che, a determinate condizioni, le prospettive per gli spread, alcune obbligazioni in valuta locale e le divise emergenti siano incoraggianti, ipotizzando un esito ragionevole dei negoziati commerciali e segnali più chiari di espansione economica in Cina. Tenendo presente che un contesto favorevole potrebbe non concretizzarsi, vi è il margine per un interessante restringimento degli spread dei titoli sovrani e delle obbligazioni societarie investment grade e high yield. Le prospettive per le valute e i tassi emergenti sono meno chiare, ma permangono interessanti opportunità di relative value.

Nordea 1 – Emerging Market Bond Fund

Performance 2° trimestre 2019

Nordea 1 – Emerging Market Bond Fund (BP-USD)	4,12%
Nordea 1 – Emerging Market Bond Fund (BI-USD)	4,25%
Indice di riferimento ²	4,08%

Fonte: Nordea Investment Funds S.A. Periodo in rassegna: 31.12.2018 – 30.06.2019. Le performance rappresentate sono storiche; i rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri e gli investitori potrebbero non recuperare l'intero capitale investito. Il valore delle azioni può variare notevolmente in conseguenza della politica d'investimento del comparto e non può essere garantito, l'investitore potrebbe perdere una parte o la totalità dell'importo investito. 2) JP Morgan EMBI Global Diversified.

Il sovrappeso su Venezuela e Argentina e il sottopeso in Kazakistan, Filippine e Panama hanno rallentato la performance relativa. L'Argentina ha sottoperformato dopo l'accelerazione dell'inflazione superiore alle attese e a causa dell'incertezza che circonda le imminenti elezioni presidenziali. Le pressioni sulla valuta hanno provocato un ampliamento dei CDS, che ha esercitato pressioni sulle obbligazioni a breve termine. Le Filippine hanno sovraperformato dopo il taglio di 25 pb del tasso di riferimento a opera della banca centrale del paese. Il sovrappeso su Ucraina, Brasile e Sudafrica, insieme alla sottoponderazione di Polonia e Cina, ha controbilanciato parte di queste perdite.

Il posizionamento nelle emissioni sovrane dell'Oman ha eroso la performance, mentre quello in Venezuela ha favorito il risultato. Il posizionamento nelle emissioni sovrane corporate e quasi sovrane del Venezuela (PDVSA) e del Messico (PEMEX) ha avuto un effetto deleterio, mentre quello in Sudafrica (ESKOM) ha giovato al rendimento.

I sovrappesi in valuta forte del fondo sono in Argentina, Ucraina e Brasile, mentre le aree maggiormente sottopese sono Filippine, Polonia e Cile. Le variazioni più significative nel corso del trimestre hanno riguardato l'incremento dell'esposizione a Sri Lanka e Ucraina e la riduzione di quella a Emirati Arabi Uniti, Qatar e Arabia Saudita.

Nordea 1 – Emerging Market Bond Fund: Top 10 dei paesi in termini di esposizione

	Portafoglio (%)	Benchmark ³ (%)	Differenza (%)
Messico	5,65	4,74	0,91
Argentina	5,28	2,58	2,70
Indonesia	5,14	4,34	0,80
Brasile	4,96	3,08	1,87
Turchia	4,30	3,35	0,94
Ucraina	4,19	2,43	1,75
Ecuador	3,77	2,56	1,21
Federazione russa	3,73	3,25	0,48
Sudafrica	3,61	2,60	1,01
Sri Lanka	2,68	2,42	0,26

Fonte: PGIM Ltd. al 30.06.2019. Nota: i dati sono basati sull'allocazione del portafoglio modello e possono differire dai dati ufficiali del fondo. 3) JP Morgan EMBI Global Diversified.

Nordea 1 – Emerging Market Bond Opportunities Fund

Performance 2° trimestre 2019

Nordea 1 – Emerging Market Bond Opportunities Fund (BP-USD)	4,55%
Nordea 1 – Emerging Market Bond Opportunities Fund (BI-USD)	4,67%
Indice di riferimento ⁴	4,86%

Fonte: Nordea Investment Funds S.A. Periodo in rassegna: 31.12.2018 – 30.06.2019. Le performance rappresentate sono storiche; i rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri e gli investitori potrebbero non recuperare l'intero capitale investito. Il valore delle azioni può variare notevolmente in conseguenza della politica d'investimento del comparto e non può essere garantito, l'investitore potrebbe perdere una parte o la totalità dell'importo investito. 4) 50% JP Morgan EMBI Global Diversified e 50% JP Morgan GBI-EM Global Diversified.

Quanto agli investimenti in valuta forte, i sovrappesi in Ucraina, Brasile, Indonesia, Sudafrica e Turchia hanno trainato il risultato. La Turchia ha sovraperformato dopo la vittoria schiacciante del candidato dell'opposizione al ballottaggio delle elezioni comunali di Istanbul, chiudendo mesi di incertezza che hanno pesato sui bond turchi. Il sovrappeso in Argentina, Sri Lanka e Zambia, insieme al sottopeso in Filippine e Kazakistan, ha controbilanciato parte di queste perdite. Le obbligazioni in Zambia hanno risentito di una serie di notizie negative: il debito del paese è stato declassato da Moody's alla categoria Caa2 con un outlook negativo, il governo ha ridotto la fornitura di elettricità dopo uno dei peggiori periodi di siccità mai registrati e ha comunicato il progetto di acquisire l'attività interna di produzione di rame di Vedanta Resource Ltd.

Per quanto riguarda i tassi locali con copertura, il sottopeso in Argentina, Polonia, Romania, Ungheria e Repubblica Ceca ha contribuito alla performance relativa. Il sottopeso in Turchia e Russia ha invece penalizzato il fondo.

Il posizionamento nelle emissioni sovrane di Romania e Venezuela ha inciso positivamente, mentre quello in Messico ha rallentato il risultato. L'esposizione alle emissioni quasi sovrane e corporate di Sudafrica (ESKOM) e Brasile (PETBRA) ha avuto

un effetto favorevole, mentre quella al Messico (PEMEX) ha eroso il rendimento. Il posizionamento nelle emissioni in valuta locale di Messico, Turchia, Brasile, Thailandia e Colombia ha avuto un impatto positivo, mentre quello in Sudafrica è stato deleterio.

Le valute dei mercati emergenti sono apparse più solide nel corso del trimestre, mettendo a segno un rendimento totale del +3,22% secondo il JP Morgan EMI+ Index. L'esposizione al peso argentino, unitamente a quella al peso colombiano e al peso cileno, ha contribuito alla performance. L'esposizione al renminbi cinese, al real brasiliano e alla lira turca si è rivelata penalizzante.

I maggiori sovrappesi e sottopesi del fondo in valuta forte e le variazioni nel corso del trimestre sono stati simili a quelli menzionati in precedenza per il Nordea 1 – Emerging Market Bond Fund. Per quanto riguarda i tassi locali, il fondo ha ampliato l'esposizione a Thailandia e Indonesia, riducendo quella a Polonia e Brasile. Sul fronte valutario, ha incrementato INR e THB e ridotto BRL e TWD.

Nordea 1 – Emerging Market Bond Opportunities Fund: Top 10 dei paesi in termini di esposizione

	Portafoglio (%)	Benchmark ⁵ (%)	Differenza (%)
Indonesia	5,44	4,21	1,23
Messico	5,03	4,51	0,52
Argentina	5,02	2,39	2,62
Ucraina	4,65	2,45	2,20
Brasile	4,64	3,01	1,63
Turchia	4,33	3,22	1,11
Ecuador	3,85	2,49	1,36
Federazione russa	3,84	3,19	0,65
Sudafrica	3,33	2,54	0,79
Sri Lanka	2,92	2,19	0,73

Fonte: PGIM Ltd. al 30.06.2019. Nota: i dati sono basati sull'allocazione del portafoglio modello e possono differire dai dati ufficiali del fondo. 5) 50% JP Morgan EMBI Global Diversified e 50% JP Morgan GBI-EM Global Diversified.

Fonte (se non indicato diversamente): Nordea Investment Funds S.A. Periodo in esame (se non indicato diversamente): 31.12.2018 – 30.06.2019. La performance è calcolata sulla differenza tra i valori delle attività (al netto delle commissioni e degli oneri fiscali applicabili in Lussemburgo) nella valuta della relativa Classe Azionaria, con reinvestimento dei proventi lordi e dei dividendi, escludendo le commissioni iniziali e di uscita alla data del 30.06.2019. Commissioni di ingresso e di uscita potrebbero influire sul valore della performance. **Le performance rappresentate sono storiche; i rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri e gli investitori potrebbero non recuperare l'intero capitale investito. Il valore delle azioni può variare e non è assicurato, gli investitori possono perdere parte o la totalità dell'importo investito.** Se la valuta della relativa Classe Azionaria differisce dalla valuta del paese in cui l'investitore risiede la performance rappresentata potrebbe variare in base alle fluttuazioni valutarie. I comparti citati fanno parte di Nordea 1, SICAV, una società di investimento a capitale variabile (Société d'Investissement à Capital Variable) con sede in Lussemburgo, costituita validamente ed in esistenza in conformità alle leggi in vigore in Lussemburgo e alla direttiva n. 2009/65/CE del 13 luglio 2009. **Il presente documento contiene materiale pubblicitario e potrebbe non fornire tutte le informazioni rilevanti rispetto al/i fondo/i presentato/i. Gli investimenti riguardanti i fondi Nordea devono essere effettuati sulla base del Prospetto informativo e del Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID), che sono disponibili elettronicamente, insieme alle relazioni semestrali e annuali, e ad ogni altra documentazione d'offerta. Tale documentazione, sia in inglese che nella lingua locale del mercato in cui la SICAV indicata è autorizzata per la distribuzione, è anche disponibile senza costi presso Nordea Investment Funds S.A., 562, rue de Neudorf, P.O. Box 782, L-2017 Lussemburgo, presso i rappresentanti locali, gli agenti incaricati dei pagamenti, o presso i nostri distributori.** Gli investimenti in strumenti derivati e le operazioni in valuta estera possono essere soggetti a significative fluttuazioni e di conseguenza possono influenzare il valore di un investimento. Gli investimenti in mercati emergenti comportano un maggiore elemento di rischio. **Come conseguenza della politica d'investimento il valore delle azioni non è assicurato e può fluttuare ampiamente. Gli investimenti in titoli di capitale e di debito emessi dalle banche rischiano di essere soggetti al meccanismo di bail-in, come previsto dalla direttiva europea 2014/59/UE (ciò significa che i titoli di capitale e di debito potranno essere svalutati, assicurando perdite adeguate ai creditori non-garantiti dell'ente).** Per ulteriori dettagli dei rischi di investimento associati a questo/i fondo/i, si rimanda al Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID), disponibile come sopra descritto. Nordea Investment Funds S.A. ha deciso di assorbire i costi di ricerca, pertanto tali costi saranno in futuro coperti dall'attuale struttura commissionale (commissioni di gestione e di amministrazione). Nordea Investment Funds S.A. pubblica esclusivamente informazioni relative ai prodotti e non fornisce alcuna raccomandazione d'investimento. Pubblicato da Nordea Investment Funds S.A., 562, rue de Neudorf, P.O. Box 782, L-2017 Luxembourg, che è autorizzata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) autorità lussemburghese di sorveglianza dei mercati finanziari. Per ulteriori informazioni, La preghiamo di contattare il Suo consulente finanziario. Egli potrà consigliarLa in maniera imparziale sui fondi di Nordea Investment Funds S.A. **Si prega di notare che potrebbero non essere disponibili tutti i comparti e le classi di azioni nella sua nazione. Informazioni aggiuntive per gli investitori in Svizzera:** Il Rappresentante e Banca incaricata dei pagamenti in Svizzera è BNP Paribas Securities Services, Paris, succursale di Zurigo, Selnaustrasse 16, CH-8002 Zurigo, Svizzera. **Informazioni aggiuntive per gli investitori in Italia:** In Italia, la documentazione relativa alla SICAV sopra elencata è disponibile presso i collocatori e sul sito web www.nordea.it. L'elenco aggiornato dei Soggetti collocatori, raggruppati per categorie omogenee, è messo a disposizione del pubblico presso gli stessi Soggetti collocatori, e presso i Soggetti incaricati dei pagamenti: State Street Bank International GmbH – Succursale Italia BNP Paribas Securities Services – Succursale di Milano, Banca Sella Holding S.p.A., Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., Allfunds Bank S.A.U. Succursale di Milano, Société Générale Securities Services S.p.A., CACEIS Bank S.A. – Succursale Italia e sul sito www.nordea.it. **Il Prospetto ed il Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID) sono stati debitamente pubblicati presso la Consob. Prima dell'adesione leggere il Prospetto informativo e il KIID, disponibili presso i collocatori.** Eventuali richieste di informazioni potranno essere inviate ai Soggetti collocatori. Si raccomanda la lettura dell'ultimo rendiconto annuale della gestione per un maggiore dettaglio informativo in merito alla politica di investimento concretamente posta in essere dal comparto. Per conoscere il profilo di rischio dei suddetti comparti, si prega di fare riferimento al prospetto del fondo. Fonte (se non indicato diversamente): Nordea Investment Funds S.A. Laddove non diversamente indicato, tutte le considerazioni espresse appartengono a Nordea Investment Funds S.A. È vietata la riproduzione e la circolazione di questo documento senza previa autorizzazione, nonché la sua trasmissione agli investitori privati. Questo documento contiene informazioni esclusivamente riservate ad investitori professionali e consulenti finanziari e non è pensato per una divulgazione generica. I riferimenti a società o altre tipologie di investimento contenuti all'interno del presente documento non costituiscono sollecitazione alla compravendita di tali investimenti, ma hanno scopo illustrativo.