
Metodologia per la Costruzione di Strategie Alternative Efficienti per le Compagnie di Assicurazione

Considerazioni fondamentali

1. L'unico "free lunch" è l'illiquidità
2. Espandere l'universo investibile per massimizzare la diversificazione e il set di opportunità
3. Scarsità di capitale: come costruire strategie efficienti sia da un punto di vista di rischio che di capitale

1. L'unico “free lunch” è l'illiquidità

Tendenze assicurative in Europa

- L'incertezza economica impatta tutti gli investitori ma si possono notare alcune discrepanze in Europa in termini di difficoltà affrontate dalle assicurazioni nei mercati locali
- I tassi di interesse così bassi sono fonte di preoccupazione per le assicurazioni vita. I profitti realizzati vanno ai client finali mentre i re-investimenti vengono effettuati a rendimenti inferiori

Regno Unito	■ Il “Matching adjustment” guida la costruzione dei portafogli “buy and maintain” ■ Le assicurazioni Vita sono fortemente influenzate da aggiustamenti della volatilità e misure transazionali
Francia	■ Esistenza di polizze con “lapse risk” significativo ■ Tassi di interesse per un periodo prolungato impattano la profittabilità
Italia	■ La distribuzione di dividend è determinante per stabilire l'appetito per il rischio ■ Forte tendenza alla diversificazione
Germania	■ Focus sulla gestione del capitale nei portafogli obbligazionari ■ I “book yields” scendono più velocemente dei livelli di garanzia alimentando la differenza di duration tra attivi e passivi
Svizzera	■ Bisogno di diversificazione a causa dei bassi tassi delle obbligazioni governative locali ■ ESG diventa sempre più importante per assicurazioni di grande e media taglia
Olanda	■ Un mercato altamente competitivo che comporta elevati livelli di garanzia accoppiati a mutui con duration incrementale ■ Competizione da parte delle banche locali per entrare nel mercato del direct lending alle PMI

Paese	Media Garanzie	Govern. 10 anni
Regno Unito	Circa 0%	1.23%
Francia	Circa 1%	0.65%
Italia	Tra 2-3%	1.79%
Germania	Tra 3-3.5% (1.25% nuove polizze)	0.17%
Svizzera	Tra 2-3%	-0.22%
Spagna	Tra 3.5-4%	1.32%
Olanda	Tra 3.5-4%	0.31%
Norvegia	Tra 3-3.5%	1.63%

Fonte: ¹Moody's Investor Service Report “Low Interest Rates are Credit Negative for Insurers Globally, but Risks Vary by Country”, 26 Marzo 2015

Fonte: ²BLOOMBERG, 29 Dicembre 2016. SCR – Solvency Capital Requirement

Il premio di illiquidità è significativo sia nel mondo azionario che obbligazionario.

Solvency II tratta l'illiquidità in modo favorevole

- Gli attivi obbligazionari sono trattati in modo simile da Solveny II nei mercati pubblici e in quelli privati
 - Istruiti da rating, duration e LTV
 - I miglioramenti di capital adjusted return sono significativi spostandosi da pubblico a privato
- Negli attivi azionari ci sono opportunità per un efficientamento del SCR
 - Gli attivi legati ai mercati azionari forniscono interessanti capital adjusted returns

Asset Class	Rendimento atteso/ Default Adjusted Yield (Pubblico)	Rendimento atteso/ Default Adjusted Yield (Privato)	SCR Pubblico	SCR Privato
Investment Grade	1.4% (corporates A+ 1-10)	3.5% (CMLs)	7.0%	7.5%
High yield	2.3%	4.5% (bank loans) 6.7% (direct lending)	18 – 25%	18 – 25%
Azionario	7.1%	6.1% (infrastrutture) 7.0% (convertibili) 9.5% (private equity) 11.7% (mercati emergenti)	39%	30 - 36% 18% 49% 49%

Fonte: I dati di rendimento sono di Barclays Point al 28/02/2017. I rendimenti attesi sono dalle JPMAM long term capital market assumptions del 2016. I rendimenti attesi sono al lordo delle commissioni e sono stimati e non garantiti. I rendimenti attesi sono coperti dal rischio di cambio e aggiustati per default potenziali al netto dei recovery attraverso le tabelle storiche sui default di Moody's.

2. Espandere l'universo investibile per massimizzare la diversificazione e il set di opportunità

Capital adjusted return per un portafoglio in EUR

Index	Capital Adjusted Yield/Return
EM Equity	5.2%
Private Equity	3.6%
Direct Lending	3.5%
EUR Property	3.0%
EUR Equity	2.9%
Infra. Equity	2.6%
EUR Gov BBB 10+ Yr	2.4%
USD CML	1.7%
USD Agency 10+ Yr	1.6%
Convertibles	1.6%
EUR Gov BBB 5-10 Yr	1.4%
USD Corp A+ 10+ Yr	1.4%
EUR Gov A+ 10+ Yr	1.2%
USD Agency RMBS	1.0%
Lev. Loans	0.8%
EUR Gov Related BBB	0.7%
USD EM 1-10 Yr Sov	0.7%
USD Corp BBB 10+ Yr	0.6%
USD EM 1-10 Yr Corp	0.4%
EUR Corp A+ 10+ Yr	0.4%
EUR Gov A+ 5-10 Yr	0.3%
EUR Gov BBB 1-5 Yr	0.2%
EUR Gov-Related 1-10 Yr A+	0.1%
USD Corp A+ 1-10 Yr	0.0%
EUR Corp A+ 1-10 Yr	-0.2%
EUR Corp BBB 10+ Yr	-0.2%
USD Corp BBB 1-10 Yr	-0.2%
USD Agency 1-10 Yr	-0.2%
EUR Covered	-0.3%
USD High Yield 1-5 Yr	-0.3%
EUR Gov A+ 1-5 Yr	-0.5%
EUR Corp BBB 1-10 Yr	-0.5%
EUR High Yield	-0.7%
Hedge Funds	-2.6%

$$\text{Capital adjusted return} = \text{Expected return} - \text{SCR} \times \text{WACC}^1 - \text{Expected Defaults} - \text{FX Cost}$$

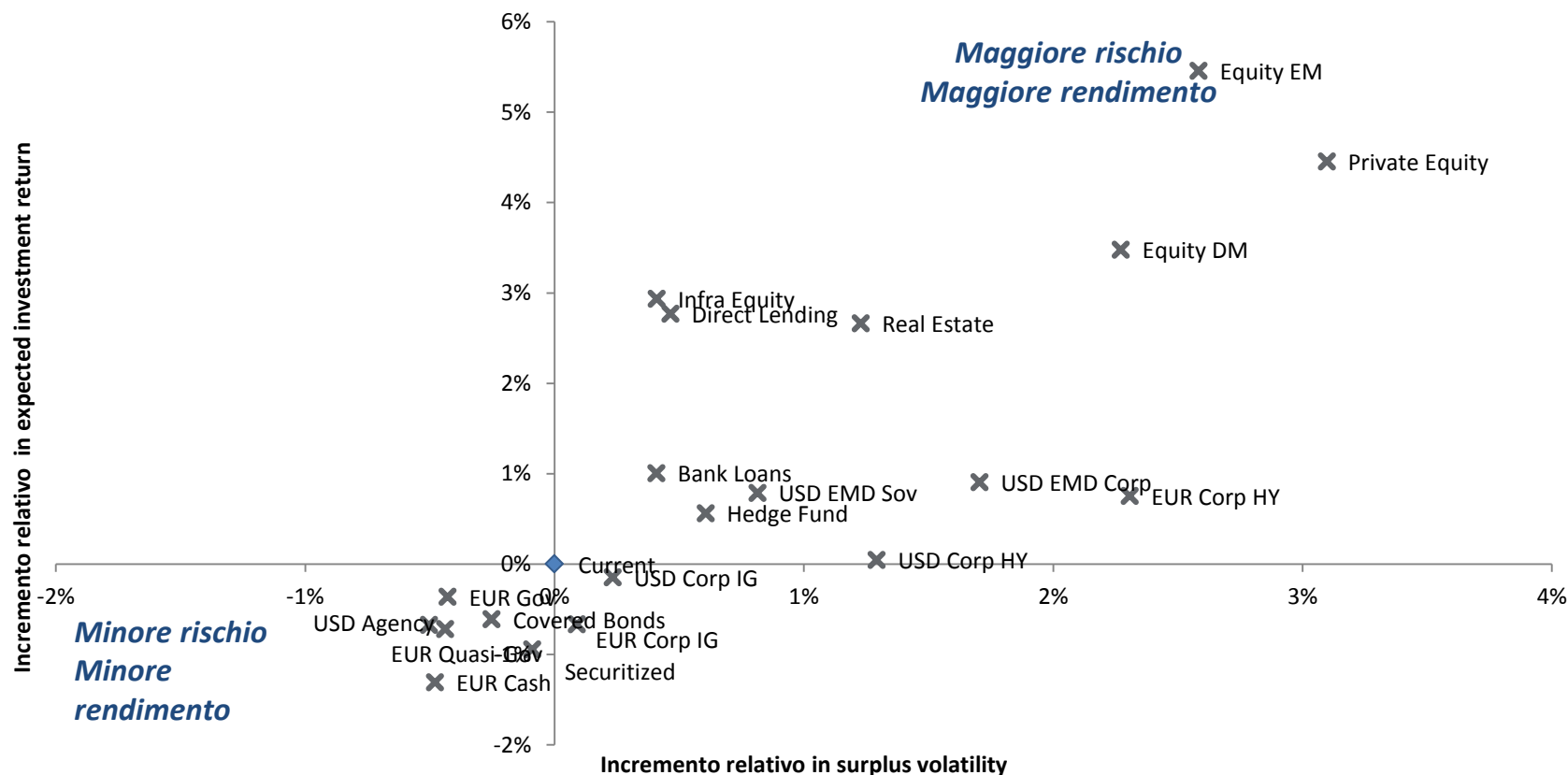
- Investimenti illiquidi come Azionario Emergente, Private Equity, Infrastructure Equity e Direct Lending hanno i maggiori capital adjusted return
- All'interno degli investimenti cartolarizzati US Agency RMBS sono interessanti come asset core, dato che sono classificati come debito corporate o governativo
- La protezione al ribasso offerta dai convertibili rende l'asset class efficiente da un punto di vista di capitale
- Investimenti in spread assets non-core possono offrire un premio di liquidità significativo a supporto di più alti capital adjusted return – e.g. debito emergente, leveraged loans e CMLs

Fonte: I dati di rendimento sono di Barclays Point al 28/02/2017. I rendimenti attesi sono dalle JPMAM long term capital market assumptions del 2016. 1-WACC è il costo del capitale medio pesato. I rendimenti attesi sono al lordo delle commissioni e sono stimati e non garantiti. I rendimenti attesi sono coperti dal rischio di cambio e aggiustati per default potenziali al netto dei recovery attraverso le tabelle storiche sui default di Moody's, historical default tables.

Risk-return trade-off (rappresentativo di portafogli di Assicurazioni Vita Europee)

Rischio Economicico

- Il grafico sottostante indica il profilo rischio/rendimento del portafoglio rappresentativo di Assicurazioni Vita Europee in caso di riallocazione di 1% in ciascuna asset class nell'universo (diminuendo quindi l'allocazione del portafoglio attuale in maniera proporzionale)

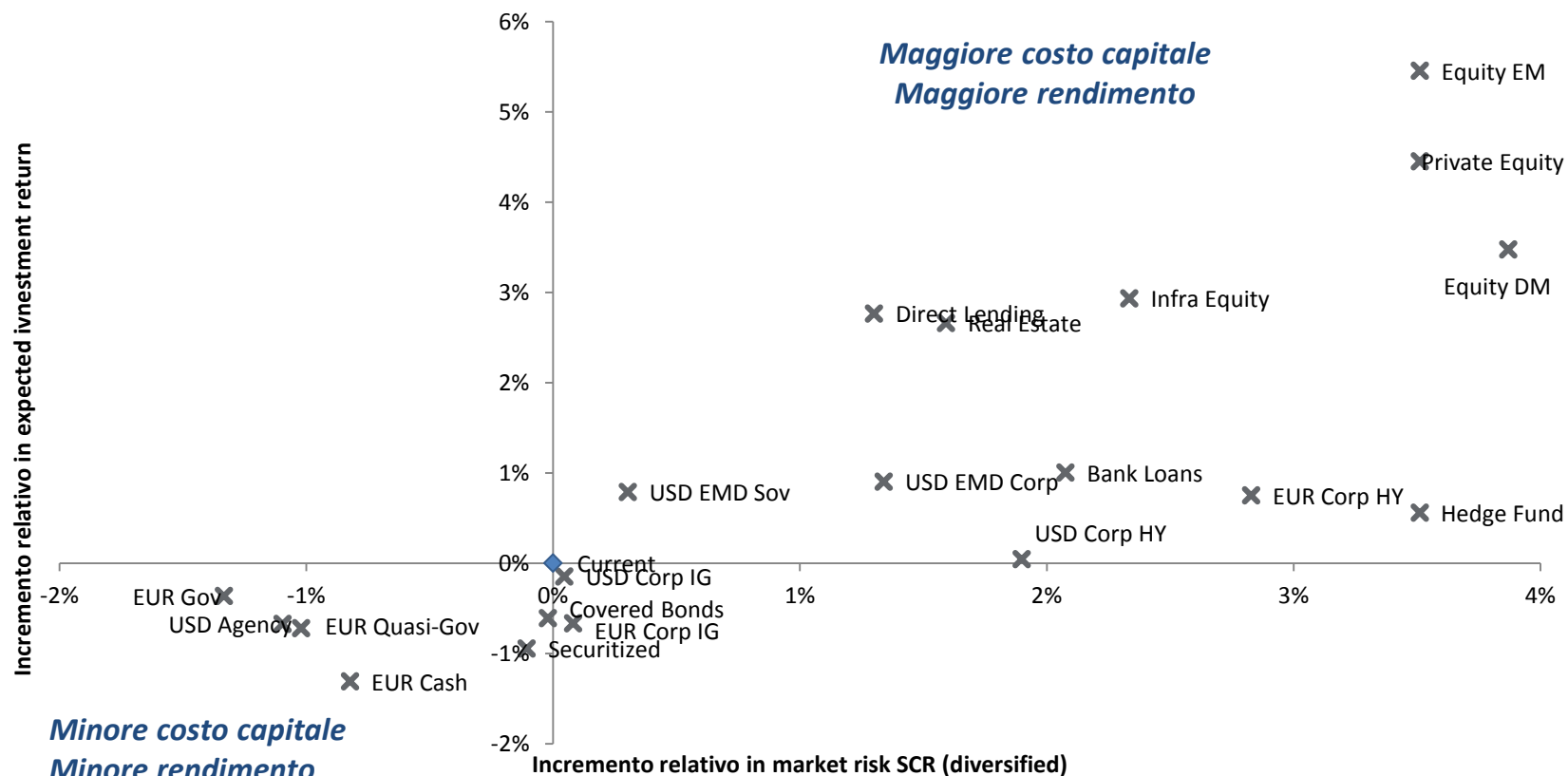


Fonti: Barclays POINT, Bloomberg al 31/12/2016; J.P. Morgan Asset Management Long Term Capital Market Assumptions (LTCMA) 2017 analisi di J.P. Morgan Asset Management
 IG – Investment Grade; HY – High Yield, EM – Emerging Market; DM – Developed Market

Risk-return trade-off (rappresentativo di portafogli di Assicurazioni Vita Europee)

Solvency II - market risk SCR

- Il grafico sottostante indica il profilo rischio/rendimento del portafoglio rappresentativo di Assicurazioni Vita Europee in caso di riallocazione di 1% in ciascuna asset class nell'universo (diminuendo quindi l'allocazione del portafoglio attuale in maniera proporzionale)
- La Market risk SCR è calcolata su tutti i sottomoduli di rischio di mercato e tiene conto del rischio di tasso del portafoglio asset-liability



Fonti: Barclays POINT, Bloomberg al 31/12/2016; J.P. Morgan Asset Management Long Term Capital Market Assumptions (LTCMA) 2017 analisi di J.P. Morgan Asset Management
IG – Investment Grade; HY – High Yield, EM – Emerging Market; DM – Developed Market

3. Scarsità di capitale: come costruire strategie efficienti sia da un punto di vista di rischio che di capitale

Asset allocation efficiente

Executive summary

	Risultati chiave	Vincoli chiave
Matching della Duration	Un esatto matching della duration attività-passività permette una più efficace allocazione del capitale economico e normativo al fine di cercare investimenti maggiormente profittevoli.	- La duration ponderata delle attività è pari a quella delle passività. - Il tasso di duration chiave (KRDs) del portafoglio asset-liabilities è vincolato: - all'interno del ± 0.5 annuo del KRDs fino a 10 anni - all'interno del ± 1 annuo del KRDs a 20 e 30 anni
Rischio e capitale	- Il rischio di portafoglio è misurato da eccedenze di volatilità (es. volatilità del portafoglio composto dagli attivi investiti e dalle passività assicurate). - Il fabbisogno di capitale regolamentare è misurato dal parametro di mercato della formula standard di Solvency II.	- Ogni allocazione minimizza il rischio per un livello di rendimento target soggetto a capital budget e altri vincoli. - Nessun capitale aggiuntivo viene allocato a Solvency II - Le allocazioni efficienti dovrebbero avere requisiti patrimoniali uguali o inferiori rispetto a quelli previsti da Solvency II, per quanto riguarda l'asset allocation iniziale.
Diversificazione	- Il segmento della allocazione efficiente preposto a cercare il rendimento viene diversificato come segue: - Azionario: Paesi Sviluppati e Mercati Emergenti - Attività Reali: Azionario Infrastrutture e Real Estate - Credito Illiquido: Prestiti Bancari e Prestiti Diretti	- Passività denominate in GBP sono garantite da asset denominati in GBP; - Il surplus può essere investito in attività in valute estere totalmente coperte al rischio di cambio. - Limiti di concentrazione per credit rating, valuta e tipologia di asset

Fonte: J.P. Morgan Asset Management analysis

Asset allocation efficiente

Bilancio iniziale: asset investiti e passività delle assicurazioni

	Weight	Expected Return	Duration	SCR ex IR	Volatility	Sharpe Ratio	
						Standard	Adjusted
Insurance Liabilities	-83%	0.0%	7.9y	0.0%	4.4%	8.7%	8.7%
EUR Cash	3%	-0.4%	0.1y	0.0%	1.6%	0.0%	0.0%
EUR Gov	50%	0.4%	9.5y	0.0%	6.6%	12.2%	12.2%
EUR Quasi-Gov	4%	0.0%	4.3y	0.0%	3.1%	12.9%	12.9%
EUR Corp IG	25%	0.3%	4.3y	4.9%	3.3%	21.5%	6.7%
EUR Corp HY	0%	1.8%	5.0y	23.2%	13.9%	15.9%	-0.8%
Bank Loans	2%	3.1%	0.3y	24.6%	6.3%	56.2%	16.8%
Equity DM	5%	6.6%	0.0y	37.6%	13.5%	51.4%	23.6%
Real Estate	2%	5.5%	0.0y	25.0%	10.5%	56.2%	32.4%
Private Equity	0%	8.5%	0.0y	47.6%	19.5%	45.7%	21.3%
Mortgages	8%	1.6%	6.3y	0.0%	2.7%	70.9%	70.9%

* Solvency II standard formula market capital requirement excluding interest rate risk charges

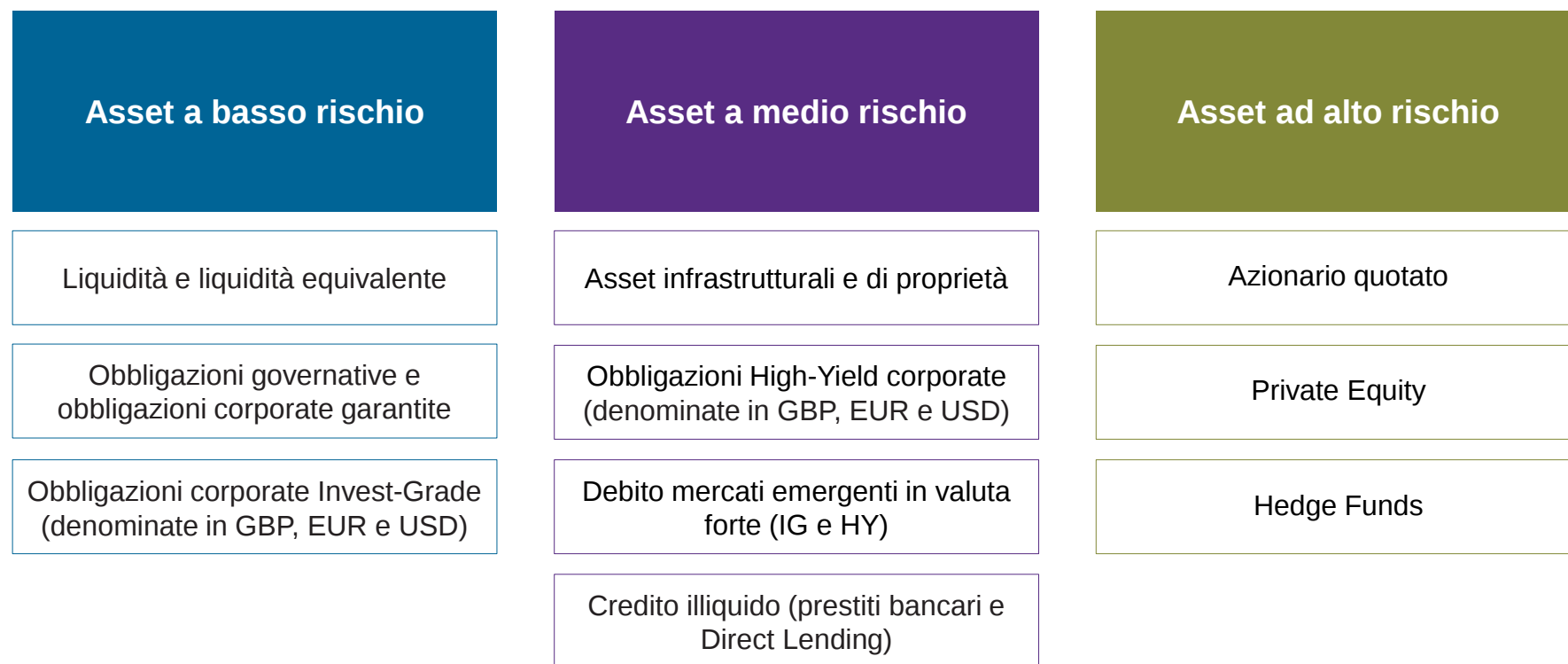
- L'allocazione iniziale degli asset di investimento tiene conto delle medie dei singoli paesi riportate nel report EIOPA 2016 e dalle relazioni annuali sugli Stress Test pubblicate dagli assicuratori europei.
- I rendimenti attesi delle attività obbligazionarie sono basati sui rendimenti di mercato attuale; i rendimenti attesi delle attività azionarie, Real Estate e Private Equity si basano sulle ipotesi di mercato di lungo termine di J.P. Morgan Asset Management (2017); i rendimenti attesi per i mutui sono basati sull'analisi storica dei dati.
- L'adjusted Sharpe ratio si basa sulla correzione dello stesso per il costo del capitale di rischio secondo Solvency II (escluse le spese di capitale relative al rischio di tasso di interesse).

Fonte: J.P. Morgan Asset Management Analisi; J.P. Morgan Asset Management 2017 Long-Term Capital Market Assumptions; UK ONS dataset MQ5; EIOPA 2016 Insurance Stress Test Report
Rendimenti attesi sono riportati al netto dei costi di FX e al lordo delle commissioni. Trattasi di stime e non sono garantite.

Asset allocation efficiente

Panoramica dell'universo di investimento

- In linea generale, l'universo d'investimento può essere suddiviso in asset a basso, medio e alto rischio
- Le Ipotesi dettagliate del rischio e rendimento attesi degli indici di investimento utilizzati nello studio di asset allocation sono fornite nella sezione Capital-Adjusted Returns.



Fonte: J.P. Morgan Asset Management. IG – Investment Grade; HY - High Yield

Asset allocation efficiente

Rendimento e composizione del Portafoglio

Asset Class	Current	Port A	Port B	Port C	Port D	Port E
Expected Return (%)	0.9	1.0	1.2	1.4	1.6	1.7
Asset Vol (%)	4.2	3.4	3.5	3.6	3.7	3.9
Surplus Vol (%)	2.8	1.8	2.0	2.2	2.5	2.9
Sharpe Ratio	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
FI Duration	7.1	7.4	7.9	8.1	8.5	8.4
Asset Duration	6.6	7.0	7.5	7.5	7.5	7.5
SCR Mkt (%)	3.9	2.9	3.2	3.9	4.5	4.5
SCR IR (%)	0.0	0.4	0.8	0.8	0.8	0.8
SCR SP (%)	1.8	1.8	1.9	1.9	1.1	1.3
SCR EQ (%)	2.0	0.9	1.1	1.9	3.3	2.5
SCR FX (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
SCR RE (%)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	1.2
Default Cost (%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
FX Hedge Cost (%)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3

Pesi del Portafoglio (%)	Current	1.00%	1.20%	1.40%	1.60%	1.65%
EUR Cash	3.2	5.0	5.0	5.0	5.0	2.5
EUR Gov	50.2	59.1	52.5	49.2	55.6	52.4
EUR Quasi-Gov	3.7	0.8	1.4	1.5	0.8	1.4
EUR Corp IG	25.3	7.2	12.7	13.9	6.8	12.5
EUR Corp HY	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
USD Agency	0.0	3.5	0.6	0.7	0.0	0.0
USD Muni	0.0	6.5	9.4	9.3	8.9	7.5
Bank Loans	2.4	0.0	0.0	0.6	0.0	0.0
Equity DM	5.2	0.0	0.0	0.0	2.3	3.1
Equity EM	0.0	0.0	0.2	1.6	2.5	2.5
Real Estate	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5	4.7
Private Equity	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Infra Equity	0.0	3.2	3.5	4.1	4.9	1.0
Direct Lending	0.0	5.0	5.0	4.5	3.6	4.3
Mortgages	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Le principali modifiche alla ripartizione esistente suggerita dalla nostra analisi sono:

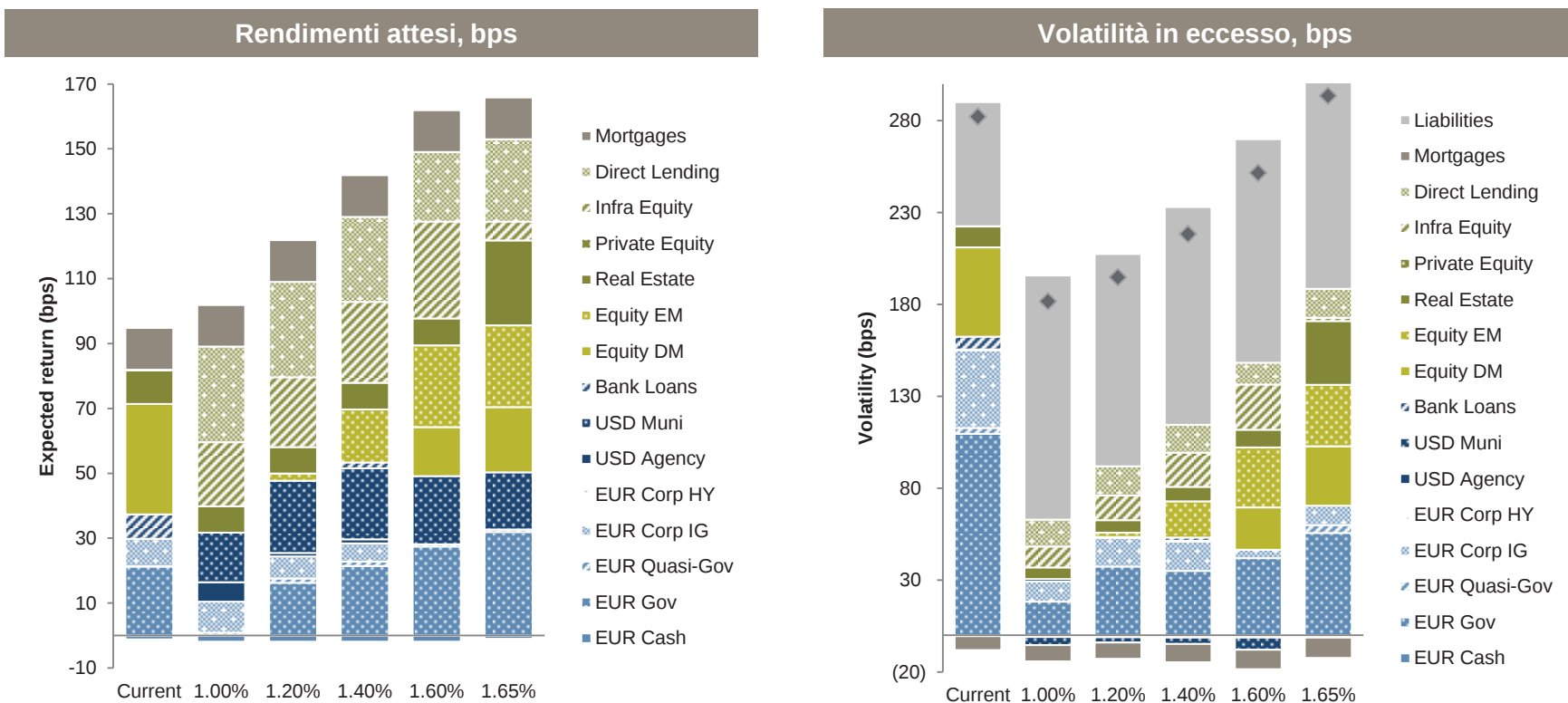
- Aumento della duration dei titoli governativi denominati in EUR investendo in obbligazioni di alta qualità (single A e superiori), governative Euro con 15+ anni di maturity.
- Diversificazione dalle obbligazioni EUR corporate a basso rendimento verso obbligazioni di alta qualità USD (completamente coperte al rischio di cambio), incluse obbligazioni municipali e agencies.
- Utilizzare il capitale economico e normativo liberato al fine di ottenere rendimenti più elevati investendo in asset quali:
 - Azionario Infrastrutture
 - Prestiti diretti
 - Mercato del debito emergente

Fonte: Bloomberg and Barclays POINT as at 30/12/2016; J.P. Morgan Asset Management (JPMAM) analysis

Rendimenti attesi per gli indici obbligazionari si basano sugli attuali rendimenti di mercato, rettificati per la media storica di default e per costi di copertura FX. I rendimenti attesi ritorni per attività diverse rispetto a quelle a reddito fisso si basano sulle J.P. Morgan Asset Management Long Term Capital Market Assumptions (LTCMA) 2017. Le covarianze sono basati sulle analisi dei rendimenti storici. I rendimenti attesi sono indicati al netto delle spese di FX e al lordo delle commissioni di gestione. Trattasi di stime e non sono garantite. FI – fixed income; SCR – solvency capital requirement; Mkt – market risk; IR – interest rate risk; SP – spread risk; EQ – equity risk; FX – foreign exchange risk; RE – property risk; EM – Emerging Market; DM – Developed Market; IG – Investment Grade; HY – High Yield

Asset allocation efficiente

Composizione dei rendimenti attesi e della volatilità in eccesso



- Una ri-allocazione a US Treasuries con maggiore duration migliora il contributo delle obbl. governative EUR al rendimento complessivo
- L'allocazione si allontana dalle obbligazioni corporate europee in quanto offrono bassi rendimenti e vengono sostituite con obbligazioni USD di alta qualità – incluse obbligazioni municipali e agencies.
- La maggior parte del contributo al rendimento atteso proviene dall'allocazione ai prestiti diretti e all'azionario infrastrutture. Nei portafogli a minor rischio vengono quindi sempre più sostituiti da titoli azionari (MS e ME) e Real Estate che permettono di raggiungere rendimenti più elevati.

Rendimenti attesi sono riportati al netto dei costi di FX e al lordo delle commissioni. Trattasi di stime e non sono garantite..

15 | MATERIALE DESTINATO SOLAMENTE AD USO INTERNO DEI CLIENTI PROFESSIONALI.
E' PERTANTO VIETATA LA SUA DIFFUSIONE CON QUALSIASI MEZZO PRESSO IL PUBBLICO

Asset allocation efficiente

Valutiamo la flessibilità intorno la frontiera efficiente

Asset Class	Opt	Alt 1	Alt 2	Alt 3	Alt 4	Alt 5	Alt 6
Expected Return (%)	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60
Asset Vol (%)	3.66	3.84	3.88	3.81	3.68	3.76	3.82
Surplus Vol (%)	2.52	2.73	2.75	2.77	2.56	2.63	2.71
Sharpe Ratio	0.64	0.59	0.58	0.58	0.63	0.61	0.59
FI Duration	8.45	8.60	8.45	8.42	8.41	8.46	8.40
SCR Mkt (%)	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50

Asset Class	Opt	Alt 1	Alt 2	Alt 3	Alt 4	Alt 5	Alt 6
EUR Cash	5.0	4.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
EUR Gov	55.6	63.3	48.8	46.8	52.4	53.2	49.6
EUR Quasi-Gov	0.8	0.0	1.4	1.6	1.1	1.0	1.4
EUR Corp IG	6.8	0.0	12.4	14.4	9.9	8.9	12.1
USD Agency	0.0	0.0	1.1	3.3	0.0	0.2	0.6
USD Muni	8.9	8.6	8.9	6.7	8.9	8.9	8.9
Equity DM	2.3	3.2	1.7	1.5	2.0	2.2	1.7
Equity EM	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
Real Estate	1.5	4.2	4.8	3.9	1.5	3.1	3.7
Infra Equity	4.9	2.7	2.1	2.8	4.7	3.4	2.7
Direct Lending	3.6	3.0	3.1	3.3	3.9	3.5	3.6
Mortgages	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2

Asset Class	Opt	Δ Alt 1	Δ Alt 2	Δ Alt 3	Δ Alt 4	Δ Alt 5	Δ Alt 6
EUR Cash	5.0	-0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EUR Gov	55.6	7.7	-6.8	-8.8	-3.3	-2.5	-6.0
EUR Quasi-Gov	0.8	-0.8	0.6	0.9	0.4	0.2	0.6
EUR Corp IG	6.8	-6.8	5.6	7.6	3.1	2.1	5.4
USD Agency	0.0	0.0	1.1	3.3	0.0	0.2	0.6
USD Muni	8.9	-0.3	0.0	-2.1	0.0	0.0	0.1
Equity DM	2.3	0.9	-0.6	-0.8	-0.3	-0.1	-0.6
Equity EM	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Real Estate	1.5	2.7	3.3	2.4	0.0	1.6	2.2
Infra Equity	4.9	-2.1	-2.7	-2.0	-0.2	-1.5	-2.1
Direct Lending	3.6	-0.6	-0.5	-0.4	0.2	-0.1	0.0
Mortgages	8.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

- Esploriamo un mix di attivi alternativi all'interno del portfolio D (rendimento atteso: 1.6%) che porterebbe ad avere un simile livello di rischio con una diversa composizione
- Per un dato rendimento atteso, permettiamo un'eccedenza volatilità fino a 25bps e ricerchiamo allocazioni che sono il più possibile diverse dal portafoglio D
- Le maggiori implicazioni di questa analisi sono:
 - Flessibilità nell'allocazione tra obbligazioni governative EUR e obbligazioni Eur-corporate di alta qualità
 - Flessibilità nella creazione di portafogli “bar-belled” (maggiore allocazione a investimenti immobiliari e USD agencies)
 - Flessibilità limitata sui prestiti diretti, che sono però utili in una logica di diversificazione del portafoglio

Fonte: Bloomberg and Barclays POINT as at 30/12/2016; J.P. Morgan Asset Management (JPMAM) analysis

Rendimenti attesi per gli indici obbligazionari si basano sugli attuali rendimenti di mercato, rettificati per la media storica di default e per costi di copertura FX. I rendimenti attesi ritorni per attività diverse rispetto a quelle a reddito fisso si basano sulle J.P. Morgan Asset Management Long Term Capital Market Assumptions (LTCMA) 2017. Le covarianze sono basate sulle analisi dei rendimenti storici. I rendimenti attesi sono indicati al netto delle spese di FX e al lordo delle commissioni di gestione. Trattasi di stime e non sono garantite. FI – fixed income; SCR – solvency capital requirement; Mkt – market risk; IR – interest rate risk; SP – spread risk; EQ – equity risk; FX – foreign exchange risk; RE – property risk; EM – Emerging Market; DM – Developed Market; IG – Investment Grade; HY – High Yield

Considerazioni chiave finali

1. L'unico "free lunch" è l'illiquidità
2. Espandere l'universo investibile per massimizzare la diversificazione e il set di opportunità
3. Scarsità di capitale: come costruire strategie efficienti sia da un punto di vista di rischio che di capitale

AVVERTENZA: Il presente materiale é destinato ad uso interno dei Clienti Professionali. E' pertanto vietata la sua diffusione con qualsiasi mezzo presso il pubblico.

Il presente materiale é fornito a soli scopi informativi e pertanto le opinioni ivi contenute non sono da intendersi quali consigli o raccomandazioni ad acquistare o vendere investimenti o interessi ad essi collegati. Fare affidamento sulle informazioni nel presente materiale è ad esclusiva discrezione del lettore. Qualsiasi ricerca in questo documento è stata ottenuta e può essere stata considerata da J.P. Morgan Asset Management a suoi propri fini. I risultati di tale ricerca sono resi disponibili a titolo di informazione aggiuntiva e non riflettono necessariamente le opinioni di J.P. Morgan Asset Management. Stime, numeri, opinioni , dichiarazioni dell'andamento dei mercati finanziari o strategie e tecniche d'investimento eventualmente espresse rappresentano, se non altrimenti specificato, il giudizio di J.P. Morgan Asset Management, alla data del presente documento. Esse sono ritenute attendibili al momento della stesura del documento, potrebbero non essere esaustive e non se ne garantisce la accuratezza. Esse inoltre possono variare senza preavviso o comunicazione alcuna. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Il valore degli investimenti e i proventi da essi derivanti possono variare secondo le condizioni di mercato. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si avverino.

J.P.Morgan Asset Management è il nome commerciale della divisione di gestione del risparmio di JPMorgan Chase & Co. e delle sue affiliate nel mondo. Si rende noto che le linee telefoniche di J.P. Morgan Asset Management potrebbero essere registrate nonché monitorate a fini legali e di sicurezza. Si rende altresì noto che informazioni e dati personali sono raccolti, archiviati e processati da J.P. Morgan Asset Management secondo la EMEA Privacy Policy disponibile al sito <http://www.jpmorgan.com/pages/privacy>.

Il presente materiale é emesso in Italia da JPMorgan Asset Management (Europe) Société à responsabilité limitée, Filiale di Milano, Via Catena 4, I-20121 Milano, Italia

3d121a90-3bdc-11e7-beed-005056960c63