



## Credit Quarterly Outlook Q2 2021

# Lasciar surriscaldare l'economia

- Le autorità fiscali e monetarie statunitensi lasceranno surriscaldare l'economia
- TINA rimane attuale, ma pochi sembrano accorgersene
- Gli asset rischiosi scontano una riapertura dell'economia senza intoppi

Investire non significa effettuare previsioni puntuali; a nostro avviso, vuol dire piuttosto valutare la probabilità di diversi scenari e determinare cosa venga scontato dai mercati. Questo punto è particolarmente rilevante nel contesto della presentazione del nostro ultimo outlook trimestrale: siamo d'accordo con la previsione di consenso di una vigorosa crescita economica, ma non con l'idea che una posizione long sul credito sia sempre giustificata in queste condizioni.

Sembra evidente che nel 2021 l'economia globale registrerà la crescita più robusta degli ultimi decenni. Una politica monetaria estremamente accomodante, un'energica azione di stimolo fiscale e il rilascio della domanda inespressa a seguito della completa riapertura dell'economia dovrebbero spianare la strada ad una crescita a singola cifra, seppur elevata. Alcune previsioni suggeriscono persino che gli Stati Uniti potrebbero

evidenziare un'espansione del PIL nominale a doppia cifra.

La Fed e la BCE hanno dichiarato chiaramente che manterranno i tassi contenuti per molto tempo. La prima

### Outlook

Riservato ai clienti professionali  
Marzo 2021

Victor Verberk & Sander Bus  
Co-heads Credit Team

Jamie Stuttard  
Credit Strategist

ha segnalato che rimarrà deliberatamente dietro la curva, e che accetterà un rialzo dei rendimenti obbligazionari finché questo sarà dettato da un aumento delle aspettative di inflazione.

Le autorità fiscali e monetarie hanno adottato misure di politica economica senza precedenti. In effetti, si potrebbe sostenere che sia in atto un duplice esperimento di enorme portata. Quando si sperimenta, è sempre possibile ottenere risultati inaspettati.

I mercati del credito tradizionalmente registrano una buona performance nel primo anno dopo una recessione. Inoltre, gli spread hanno evidenziato una correlazione negativa con i tassi per la maggior parte degli ultimi due decenni. Quindi, perché sosteniamo l'opportunità di un posizionamento difensivo? La risposta immediata è che il mercato sconta la perfezione, il che significa che non si viene pagati per i potenziali rischi di coda.

## “È possibile che le obbligazioni corporate continuino a guadagnare terreno, ma il margine di errore è estremamente limitato”

È possibile che le obbligazioni corporate continuino a guadagnare terreno, ma il margine di errore è estremamente limitato. Il costo-opportunità di restare sulla difensiva è dunque basso. Riteniamo molto probabile che nei prossimi sei mesi si presentino migliori punti di ingresso per incrementare il rischio di credito.

### Fondamentali

Con l'attesa accelerazione delle campagne vaccinali nel secondo trimestre, le prospettive di una completa riapertura economica stanno migliorando rapidamente, dapprima negli Stati Uniti e poi nel Regno Unito e in Europa. In aggiunta, gli effetti base si tradurranno in una crescita straordinaria del PIL anno su anno. L'OCSE prevede attualmente che i mercati sviluppati avranno recuperato la maggior parte delle perdite economiche entro il quarto trimestre di quest'anno. Nelle sue ultime proiezioni, la crescita del PIL degli Stati Uniti sarà addirittura superiore al trend pre-pandemia.

La crisi sanitaria ha richiesto una poderosa soluzione fiscale di portata inimmaginabile, di cui probabilmente non abbiamo ancora visto la fine. Una nuova legge sulle infrastrutture è già in preparazione negli Stati Uniti. Lo stimolo fiscale previsto per il 2021 è superiore a quello al

2020, nonostante i due grandi programmi dell'anno scorso. Lo stimolo fiscale europeo, anche se meno sproporzionato di quello statunitense, è destinato a continuare per almeno un altro anno. Si tratta di uno scenario molto diverso da quello seguito alla crisi finanziaria globale, quando l'austerità fiscale ha frenato la ripresa.

Proteggendo i redditi delle famiglie durante la pandemia e limitando contemporaneamente le opportunità di spesa, i governi hanno incoraggiato l'accumulo di un sostanziale eccesso di risparmio. Quando la pandemia finirà, le famiglie potrebbero attingere a una parte dei risparmi accumulati, dando vita a un potente boom economico che, secondo le stime, potrebbe facilmente generare un ulteriore 2% di PIL.

Il grande interrogativo è se siamo dinanzi a un duplice errore di politica economica, con un eccessivo stimolo che conduce al surriscaldamento. D'altra parte, un coordinato allentamento fiscale e monetario ha il potere di interrompere il declino secolare della crescita: sappiamo che avremo bisogno un'energica azione di stimolo per un periodo prolungato per superare l'impatto deflazionario del superciclo del debito.

Nel considerare le prospettive di inflazione, è utile inquadrarle su tre orizzonti distinti: tattico (prossimi tre mesi), ciclico e secolare. Il quesito in merito a una possibile inversione del regime secolare di inflazione non sarà risolto nel prossimo trimestre; la giuria su questo non si è ancora pronunciata. Tuttavia, mentre i mercati prevedono un ritorno dell'inflazione nei prossimi tre mesi (per via delle riaperture) e per tutta la durata della ripresa ciclica (a causa del sostegno fiscale), potrebbe sorgere qualche preoccupazione riguardo al lungo termine. Un'inversione del regime secolare non fa parte del nostro scenario di riferimento, ma è nondimeno un'eventualità che dev'essere presa in considerazione. In ogni caso, dato l'impulso fiscale sull'orizzonte ciclico, riteniamo particolarmente importante capire quale sarà l'evoluzione degli spread creditizi in un simile contesto.

L'opinione prevalente è che i differenziali di rendimento e i tassi siano negativamente correlati, ossia che all'aumentare dei tassi gli spread creditizi diminuiscono. Ciò sembra intuitivo, dato che il driver comune è un rafforzamento della crescita economica. Tuttavia, osiamo mettere in dubbio questo luogo comune. È vero che la relazione tra tassi e spread ha assunto questa forma negli ultimi due decenni, ma se torniamo indietro al periodo della grande moderazione e agli anni precedenti, troviamo che in alcune occasioni la correlazione è stata positiva. Anche in tempi più recenti, nelle fasi aggressivo quantitative easing, i tassi e gli spread sono calati simultaneamente, per poi risalire insieme durante gli

episodi di "taper tantrum", durante quella che potremmo chiamare l'era della dipendenza dal QE.

Riteniamo che il mercato sia troppo rilassato riguardo a un aumento dei tassi. Un rialzo dei tassi nominali non è un problema finché l'inflazione cresce allo stesso ritmo e i rendimenti reali rimangono bassi. Tuttavia, appena i rendimenti reali cominceranno a salire, i nodi verranno al pettine. Al pari di altri, siamo dell'avviso che la maggior parte delle banche centrali preferirebbe mantenere contenuti i rendimenti reali, anche se sfuggono in parte al loro controllo. Con l'economia statunitense che va a gonfie vele, è plausibile che la Fed inizierà ad accennare al tapering a partire da questo trimestre. Ciò potrebbe innescare un ulteriore aumento dei rendimenti reali, attraverso il rialzo dei rendimenti nominali o il calo dell'inflazione di pareggio.

L'inflazione è stata spesso considerata un fattore positivo per le imprese nell'ultimo decennio, in quanto segnale di crescita e di pricing power. Con una crescita degli utili superiore a quella dei salari, i margini di profitto hanno registrato un miglioramento. Il rapporto tra capitale e reddito è aumentato, a scapito della quota del lavoro. Nel tempo, il predominio della politica fiscale e la disponibilità a tollerare un surriscaldamento dell'economia possono comportare il ripristino dell'equilibrio di potere tra capitale e lavoro, e dunque un calo dei margini societari a fronte della crescita dei salari, specialmente se le politiche retributive e di ridistribuzione del reddito diventeranno più progressiste. È troppo presto per trarre conclusioni definitive, ma seguiremo con attenzione questo tema.

Una crescita robusta nel 2021 permetterà alle aziende di incrementare l'EBITDA e di migliorare i coefficienti di leva finanziaria a partire da una base molto elevata. I mercati reagiscono alle variazioni della leva e non ai livelli assoluti, ragion per cui gli elevati livelli di debito non suscitano preoccupazioni nell'immediato, anche se la vulnerabilità a lungo termine è evidente. Sappiamo che vi sono settori e aziende che beneficeranno realmente di una ripresa degli utili sulla scia delle riaperture.

Vale la pena spendere qualche parola sulla Cina, poiché la sua risposta politica potrebbe differire da quella di Stati Uniti ed Europa. La Cina ha impresso una forte accelerazione alla ripresa economica mondiale con un'imponente spesa pubblica all'indomani della crisi finanziaria globale. Ovviamente il colosso asiatico ha gestito la crisi del Covid-19 molto più efficacemente e, in quanto prima grande economia mondiale a richiedere uno stimolo fiscale, potrebbe non sentire l'esigenza di altre misure. Adesso, invece, le autorità cinesi sono maggiormente concentrate sulla stabilità finanziaria. Senza il beneficio degli effetti base positivi e del sostegno

fiscale, la Cina quest'anno non sarà il motore della crescita mondiale.

L'espansione cinese è legata inoltre all'andamento generale dei mercati emergenti, sui quali agiscono alcune forze contrastanti. Una crescita globale sostenuta può giovare anche alle economie emergenti, specialmente ai paesi esportatori e a quelli che gravitano nell'orbita dell'economia statunitense. D'altra parte, le campagne vaccinali nella maggior parte dei mercati emergenti procedono a rilento, per cui le riaperture potrebbero richiedere più tempo e le pressioni sociali potrebbero aumentare. Non essendo un gruppo omogeneo, preferiamo considerare l'universo emergente in base al paese, al modello di crescita e allo specifico emittente.

## "Il fatto che i mercati anticipino i fondamentali ci preoccupa"

In definitiva, il fatto che i mercati anticipino i fondamentali ci preoccupa. Se prevalesse una combinazione inattesa di sorprese negative in termini di volatilità dei tassi, politiche errate o tensioni geopolitiche, lo scenario diventerebbe più ribassista.

## Valutazioni

Un miglioramento del quadro macroeconomico e l'assenza di una stretta monetaria sono di solito condizioni estremamente favorevoli per gli asset rischiosi. Tuttavia, questi fattori sono talmente evidenti da essere ampiamente riconosciuti, tant'è che i mercati del credito hanno puntato su una piena ripresa nel 2020. In una normale ripresa economica, gli spread di solito partono da livelli molto più elevati perché all'inizio c'è sempre qualche dubbio sulla sostenibilità del recupero. Ricordate quando si parlava di "germogli verdi"? Questa volta la contrazione è stata dovuta ad una pandemia e la soluzione è stata un imponente sostegno politico, seguito da un vaccino. Sussiste pertanto un accordo così ampio sulla ripresa che questa è stata già pienamente scontata nei mercati prima ancora che abbia avuto inizio. Ciò spiega la marcata fase rialzista registrata nel pieno della peggiore recessione di sempre. Non dovremmo stupirci quindi che gli spread stentino a restringersi ulteriormente nella ripresa più robusta di sempre. Anche se ultimamente se ne parla poco, permangono rischi legati alle mutazioni del virus. Un problema, stavolta, risiede nell'andamento asincrono del credito e dei tassi

all'indomani nella recessione: il credito ha recuperato terreno per primo, sicché adesso i rendimenti totali sono vulnerabili a un rialzo dei rendimenti cedolari. Ciò potrebbe avere una varietà di implicazioni in termini di flussi di fondi e tassi di sconto delle azioni sul versante negativo, e di miglioramento dei rapporti di finanziamento per i fondi pensione su quello positivo.

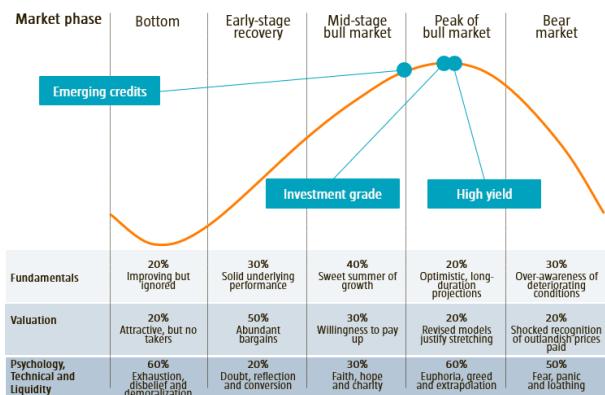
In generale, i mercati del credito sono tornati ai livelli prepandemia o li hanno addirittura superati. In tutte le categorie gli spread sono inferiori ai livelli del quartile più basso, e in alcuni casi si attestano sui minimi storici. Se teniamo conto dei cambiamenti nella composizione del benchmark, il quadro non sembra migliore. La qualità dell'indice investment grade è peggiorata, con un aumento della duration media e un maggior peso degli asset con rating BBB. Quanto all'high yield, la qualità del benchmark è migliorata, con una maggiore incidenza delle obbligazioni BB. La duration del benchmark può sembrare bassa, ma attenzione: la stragrande maggioranza delle obbligazioni scambia al proprio prezzo di riscatto ("call price"). La clausola di rimborso anticipato è preziosa per l'emittente, ma non per l'investitore. Il rovescio della medaglia delle obbligazioni riscattabili a bassa duration è la convessità negativa. Ciò significa che all'aumentare dei tassi la duration può salire rapidamente, poiché gli emittenti non trovano conveniente rifinanziare il debito gravato da una cedola contenuta alla prima data di riscatto.

Il contesto migliore per il carry si trova di solito nei periodi miti, con livelli modesti di crescita e inflazione. Le recessioni sono le fasi peggiori, ma anche i periodi di crescita molto sostenuta sono poco appetibili, a causa dello scatenarsi degli "spiriti animali", dell'assunzione di rischi e dell'esuberanza sul fronte dell'indebitamento aziendale, nonché del rischio di oscillazioni estreme della politica e dei tassi d'interesse per raffreddare il conseguente surriscaldamento.

Su base relativa, vi sono due settori del mercato che offrono ancora un certo valore: le obbligazioni finanziarie e le obbligazioni corporate dei mercati emergenti. Anche gli spread di questi strumenti sono ristretti rispetto alla mediana, ma in misura minore rispetto ad altre categorie. Le obbligazioni finanziarie sono inoltre il segmento meno sensibile alla duration, poiché sia gli assicuratori che le banche possono trarre vantaggio da un'inflazione più elevata e da curve dei tassi più ripide. Quanto ai mercati emergenti, la selezione dei settori e dei paesi rimane cruciale, poiché gli emittenti legati alle materie prime beneficiano della reflazione nel breve termine, mentre gli importatori di materie prime soffrono.

Tutto sommato, il punto di partenza delle valutazioni per il prossimo periodo ci mette a disagio. Il margine di errore è ridottissimo.

**Ciclo di mercato** | Mappatura della nostra valutazione sui segmenti di mercato



Fonte: Robeco, marzo 2021.

## Quadro tecnico

Con il suo nuovo approccio basato sul perseguitamento flessibile di un obiettivo medio d'inflazione, la Fed non si precipiterà ad alzare i tassi a fronte di un aumento dell'inflazione effettiva e attesa. Siamo in presenza di un grosso cambiamento rispetto al recente passato. Intuitivamente, si tratta di uno sviluppo favorevole per gli asset rischiosi, ma dovremmo anche riconoscere che questo episodio è in realtà un grande esperimento. Ci troviamo in un territorio inesplorato. Ciò non dovrebbe forse giustificare premi al rischio leggermente più alti?

*"Ci troviamo in un territorio inesplorato. Ciò non dovrebbe forse giustificare premi al rischio leggermente più alti?"*

La Fed è sempre disposta a intervenire in soccorso dei mercati? Siamo passati dal predominio della politica monetaria a quello della politica fiscale. Questo comporta anche uno spostamento dell'attenzione da Wall Street a Main Street. I politici preferirebbero un aumento dei salari a un rialzo dei titoli azionari. In effetti, negli Stati Uniti e nel Regno Unito le aliquote dell'imposta sulle società potrebbero iniziare a salire, dopo essere scese per diversi decenni. Un intervento di soccorso della Fed potrebbe essere più lontano di quanto si pensi, specialmente nel

caso di un sell-off degli asset rischiosi causato dai timori per l'inflazione.

Vista l'incertezza associata a queste nuove politiche, non ci stupiremmo di osservare un aumento della volatilità nei mercati azionari e dei tassi. La nostra ricerca rivela che la volatilità dei tassi e degli spread creditizi sono quasi la stessa cosa. Potrebbe essere difficile trovare argomenti a favore di un ampliamento degli spread nel contesto attuale, ma un aumento della volatilità nei mercati dei tassi (e probabilmente anche delle azioni growth) sembra essere ragionevole.

Perché la volatilità è importante per gli spread creditizi? Secondo il modello di Merton (1974) per il rischio di credito, la probabilità di default dipende dalla riserva di capitale proprio e dal rischio che questa riserva venga erosa. Il modello di Merton si applica al credito più sul versante high yield e bottom-up, per cui quanto maggiore è la volatilità degli asset tanto più è elevato il rischio di default. Per la strategia top-down incentrata sul credito investment grade, l'analisi storica dimostra che è più importante la volatilità dei tassi. Quindi, ha senso che gli spread si muovano in concomitanza con le più ampie misure della volatilità. La volatilità azionaria, benché elevata rispetto ai livelli pre-pandemici, non si è fatta più accentuata nel corso di quest'anno; tuttavia, la volatilità dei tassi ha chiaramente toccato un minimo del secondo semestre 2020, per poi accelerare dall'inizio del 2021. Questo è un indicatore che dovremmo monitorare con attenzione.

Abbiamo discusso anche della rotazione da growth a value in atto nei mercati azionari, e delle sue implicazioni per gli spread creditizi. La conclusione è che le azioni value sono più importanti per il credito dei titoli growth. Tuttavia, lo scoppio di una bolla nel segmento growth causerebbe plausibilmente danni collaterali ai mercati del credito. Pur restando umili riguardo alla nostra capacità di individuare le bolle azionarie, scorgiamo alcuni elementi che implicano un certo grado di effervesienza nel mercato, come un'impennata delle IPO, un'operatività frenetica da parte degli investitori retail e un aumento del volume di insider trading; a questo si aggiunge il nono anno consecutivo di massimi storici sui mercati azionari che, sebbene inferiore al prolungato boom tecnologico degli anni '90, segna comunque una fase di rialzo sostanzialmente più lunga di quella registrata nei ruggenti anni '20. Il mercato ribassista del 2020 è stato molto inusuale: oltre ad essere estremamente breve, non ha risolto gli squilibri che si creano sempre dopo una lunga fase di espansione. Il ciclo di default è stato molto superficiale, poiché le politiche monetarie e fiscali hanno contribuito a scongiurare significative perdite da insolvenze per gli

obbligazionisti nel 2020, al costo però di lasciare nel sistema un livello eccessivo di debito, riconducibile ad emittenti deboli, ereditato dall'espansione precedente. Non abbiamo osservato neppure quel miglioramento della protezione degli obbligazionisti che è tipico dei mercati ribassisti. Invece, i covenant sono peggiorati e le strutture di riscatto delle obbligazioni high yield sono diventate ancora più favorevoli per gli emittenti. Si tratta di un aspetto importante, perché consente a questi ultimi di tenere sulle spine gli obbligazionisti esistenti e persino costringerli ad accettare scambi di obbligazioni sfavorevoli e coercitivi.

Tutto sommato, sembra che sia stato abbreviato il solito processo di ripristino dei cicli di default, covenant e fattori psicologici che si registra tradizionalmente nelle fasi rialziste e ribassiste, e che nelle ultime due recessioni ha richiesto diversi anni per concludersi.

Con la ripresa degli spread dello scorso anno, il quadro tecnico favorevole di cui i mercati del credito hanno beneficiato sulla scia della ricerca di rendimento e della solidità delle condizioni macroeconomiche ha ridotto il tasso di sofferenza, determinando una significativa compressione. L'alta marea solleva tutte le barche. Lo spread supplementare offerto dai titoli CCC rispetto ai BB è minimo.

**"Di solito, i flussi di fondi seguono i rendimenti. Quest'anno ciò non è avvenuto"**

Di solito, i flussi di fondi seguono i rendimenti. Quest'anno ciò non è avvenuto: i fondi comuni IG statunitensi continuano a ricevere afflussi, nonostante i rendimenti totali negativi offerti dall'asset class. Con il rialzo dei tassi USA, la domanda di credito è ancora intatta. TINA ("There Is No Alternative – "L'idea che non vi siano alternative") rimane attuale, ma pochi sembrano accorgersene.

Ciò nonostante, il quadro tecnico non è eccessivamente sfavorevole. Lo stock di risparmio accumulato è enorme e la politica monetaria è – per il momento – ancora accomodante. Anche i flussi rimangono positivi. Tuttavia, gli acquisti di titoli da parte della Fed non continueranno per sempre, soprattutto se le superlative previsioni di crescita per il 2021 dovessero avverarsi: non è difficile immaginare un ampliamento dei differenziali al primo accenno di tapering da parte della Fed. Il nostro team Global Macro non si stupirebbe se una graduale riduzione

del QE fosse menzionata nei verbali del FOMC a partire da maggio.

In conclusione, il quadro tecnico è ancora robusto. Tuttavia, ci attendiamo una crescita eccezionale nel secondo e terzo trimestre. Non siamo affatto sicuri che le banche centrali avranno ancora il controllo della situazione in queste condizioni. I premi al rischio potrebbero aumentare, nonostante le solide prospettive di espansione...

## Posizionamento

Vi sono ancora buone possibilità che il 2021 sia un anno calmo, con un andamento scoppiettante dei Treasury e dei titoli growth, mentre le obbligazioni corporate si limitano a fornire il carry previsto e gli spread evidenziano un andamento laterale sugli attuali livelli contenuti.

Tuttavia, pensiamo che sia meglio mantenere un posizionamento prudente. Nel caso del credito, quasi tutti sembrano scommettere sul suo vigore. Persino alcuni pessimisti cronici tra gli analisti sell side sono diventati ottimisti. Tuttavia, il mercato non offre più una remunerazione per i rischi di coda. La prevalenza di posizioni long rende il mercato vulnerabile alle sorprese negative, che si tratti di errori di politica economica, di battute d'arresto legate al Covid o di tensioni geopolitiche.

Non sottopesiamo il beta in maniera esagerata. Ci posizioniamo appena al di sotto di uno, privilegiando i titoli di qualità superiore nell'universo. Data la bassissima

dispersione dei mercati, non conviene assumere un'esposizione agli emittenti più rischiosi. Il nostro posizionamento è coerente per tutte le categorie di credito.

	Positivo	Discreto	Difensivo
Fondamentali	✓		
Valutazioni		✓	
Quadro tecnico		✓	
Obbligazionario investment grade			✓
Obbligazionario high yield			✓
Finanziari		✓	
Non-finanziari			✓
Emergenti		✓	

Fonte: Robeco, marzo 2021.

I fondamentali sono chiaramente migliorati e la ripresa si sta ampliando. L'attrattiva delle valutazioni è diminuita notevolmente e il quadro tecnico è adesso neutrale.

## Ringraziamenti:

*Vorremmo ringraziare tutti coloro che hanno contribuito a questo outlook trimestrale con contributi e valide discussioni. Le opinioni di Rikkert Scholten, Martin van Vliet e Jamie Stuttard (Robeco), Jim Reid (Deutsche Bank), Andrew Sheets (Morgan Stanley) e Hans Lorenzen (Citibank) sono stati presi in considerazione nella preparazione dei nostri pareri.*

## Informazioni importanti

Robeco Institutional Asset Management B.V. è autorizzata quale gestore di Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (OICVM) e in Fondi di Investimento Alternativo (FIA) ("Fondo/i") dall'Autorità Olandese di vigilanza sui mercati finanziari con sede ad Amsterdam. Il presente documento di marketing è inteso esclusivamente per gli investitori istituzionali, definiti quali investitori qualificabili come clienti professionisti, che abbiano richiesto di essere trattati come tali o che siano autorizzati a ricevere tali informazioni ai sensi delle leggi applicabili. Robeco Institutional Asset Management B.V. e/o le sue società collegate, affiliate e controllate, ("Robeco") non saranno in alcun caso responsabili di eventuali danni derivanti dall'utilizzo del presente documento. Gli utilizzatori di dette informazioni che erogano servizi di investimento all'interno dell'Unione Europea sono responsabili della valutazione della propria idoneità a riceverle in conformità al Regolamento MiFID II. Nella misura in cui tali informazioni rientrano tra i benefici non monetari minori ragionevoli e accettabili di cui al MiFID II, gli utilizzatori che erogano servizi di investimento all'interno dell'Unione Europea sono tenuti a rispettare i requisiti vigenti in materia di contabilità e trasparenza. Il contenuto del presente documento si basa su fonti di informazione ritenute attendibili ed è privo di qualsiasi tipo di garanzia. Il presente documento non può essere considerato completo in mancanza di ulteriori spiegazioni. Ogni parere, stima o previsione potrà essere modificato in qualsiasi momento senza obbligo di preavviso. In caso di dubbi, rivolgersi a un consulente indipendente. È finalizzato a fornire all'investitore professionista informazioni generali sulle strategie specifiche di Robeco, ma non è una ricerca di Robeco in materia di investimenti e non costituisce una raccomandazione di investimento né una consulenza per l'acquisto o la vendita di determinati titoli o prodotti di investimento né per l'adozione di determinate strategie di investimento, né tanto meno una consulenza in ambito legale, contabile o fiscale. Tutti i diritti relativi alle informazioni contenute nel presente documento sono e rimarranno proprietà di Robeco. Questo materiale non può essere copiato o utilizzato con il pubblico. La copia o riproduzione (di parti) di questo documento in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo sono vietati senza il previo consenso scritto di Robeco. Gli investimenti implicano rischi. Prima di investire occorre prendere atto che il capitale iniziale non è garantito. Gli investitori devono assicurarsi di avere compreso appieno i rischi associati ai prodotti e ai servizi che Robeco eroga nei paesi in cui sono domiciliati. Gli investitori dovrebbero inoltre tener presente i propri obiettivi di investimento e i propri livelli di tolleranza al rischio. I rendimenti storici sono indicativi a mero scopo orientativo. Il prezzo delle quote potrebbe subire oscillazioni e i risultati ottenuti in passato non sono in alcun modo indicativi della performance future. Qualora la valuta in cui è espressa la performance sia diversa dalla valuta del paese in cui l'investitore risiede, allora si deve tenere presente che, a causa delle oscillazioni dei tassi di cambio, la performance indicata potrebbe risultare maggiore o minore una volta convertita nella valuta locale dell'investitore. I dati sulla performance non tengono conto delle commissioni e delle spese sostenute per la contrattazione dei titoli contenuti nei portafogli dei clienti e per l'emissione o il riscatto di quote. Salvo (adddove diversamente specificato), i prezzi utilizzati per le cifre relative alla performance dei Fondi lussemburghesi sono i prezzi operativi di fine mese al netto delle commissioni fino al 4 agosto 2010. A partire dal 4 agosto 2010, i prezzi operativi al netto delle commissioni saranno quelli del primo giorno lavorativo del mese. I dati riferiti al rendimento rispetto al benchmark mostrano i risultati della gestione degli investimenti al netto delle commissioni di gestione e/o di performance; i rendimenti del Fondo implicano il reinvestimento dei dividendi e sono basati sul valore patrimoniale netto ai prezzi e ai tassi di cambio in vigore al momento della valutazione del benchmark. Per ulteriori dettagli si rimanda al prospetto informativo del Fondo. La performance viene riportata al netto delle commissioni di gestione degli investimenti. Le spese correnti di cui al presente documento corrispondono a quelle riportate nell'ultima relazione annuale del Fondo alla data di chiusura dell'ultimo anno solare. Il presente documento non è destinato alla distribuzione a - né all'utilizzo da parte di - persone o organismi che siano cittadini, residenti o ubicati in luoghi, stati o paesi o altra giurisdizione nei quali tale distribuzione, pubblicazione, disponibilità o utilizzo sarebbe contrario alla legge o alle normative locali, oppure che costringerebbero il Fondo o Robeco Institutional Asset Management B.V. a rispettare un obbligo di registrazione o di autorizzazione in tale giurisdizione. Una decisione di sottoscrivere azioni di un Fondo offerto in una particolare giurisdizione deve avvenire unicamente sulla base delle informazioni contenute nel prospetto, informazioni che possono divergere da quelle contenute nel presente documento. I potenziali sottoscrittori di azioni debbono informarsi dell'eventuale esistenza di requisiti legali applicabili, di regolamenti di controllo dei cambi e di imposte applicabili nei loro paesi di cittadinanza, residenza o domicilio. Le informazioni eventualmente contenute in questo documento si qualificano nella loro interezza in riferimento al prospetto, e andrebbero sempre lette unitamente al prospetto stesso. Informazioni dettagliate sul Fondo ed i rischi associati sono contenuti nel prospetto. Il prospetto e le informazioni chiave per gli investitori per i Fondi Robeco sono disponibili gratuitamente su [www.robeco.com](http://www.robeco.com).

## Ulteriori informazioni per gli investitori statunitensi

Robeco viene considerata come "affiliata partecipante" e alcuni suoi dipendenti sono "soggetti associati" di Robeco Institutional Asset Management US Inc. ("RIAM US") come dalle relative istruzioni SEC no-action. I dipendenti che si qualificano come soggetti associati di RIAM US svolgono attività direttamente o indirettamente collegate ai servizi di consulenza agli investimenti forniti da RIAM US. In queste situazioni, tali persone si ritengano agire per conto di RIAM US, consulente per gli investimenti registrato presso la SEC USA. Il regolamento della SEC si applica solo a clienti, potenziali clienti e investitori di RIAM US. RIAM US è una controllata interamente posseduta di ORIX Corporation Europe N.V. e offre servizi di consulenza per gli investimenti a clienti istituzionali negli Stati Uniti.

## Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Australia e Nuova Zelanda

Il presente documento è distribuito in Australia da Robeco Hong Kong Limited (ARBN 156 512 659) ("Robeco"), società non soggetta all'obbligo di possedere una licenza australiana per i servizi finanziari ai sensi del Corporations Act del 2001 (Cth) conformemente all'ASIC Class Order 03/1103. Robeco è regolamentata dalla Commissione per gli strumenti finanziari e i futuri ai sensi del diritto di Hong Kong, che potrebbe differire da quello australiano. Il presente documento viene distribuito esclusivamente ai clienti wholesale, secondo la definizione di cui al Corporations Act del 2001 (Cth). È vietata la diffusione e la distribuzione, diretta o indiretta, del presente documento a qualsiasi altra categoria di soggetti. In Nuova Zelanda, il presente documento non è destinato alla distribuzione a - né all'utilizzo da parte di - persone o organismi che siano cittadini, residenti o ubicati in luoghi, stati o paesi o altra giurisdizione nei quali tale distribuzione, pubblicazione, disponibilità o utilizzo sarebbe contrario alla legge o alle normative locali, oppure che costringerebbero il Fondo o Robeco Institutional Asset Management B.V. a rispettare un obbligo di registrazione o di autorizzazione in tale giurisdizione. Una decisione di sottoscrivere azioni di un Fondo offerto in una particolare giurisdizione deve avvenire unicamente sulla base delle informazioni contenute nel prospetto, informazioni che possono divergere da quelle contenute nel presente documento. I potenziali sottoscrittori di azioni debbono informarsi dell'eventuale esistenza di requisiti legali applicabili, di regolamenti di controllo dei cambi e di imposte applicabili nei loro paesi di cittadinanza, residenza o domicilio. Le informazioni eventualmente contenute in questo documento si qualificano nella loro interezza in riferimento al prospetto, e andrebbero sempre lette unitamente al prospetto stesso. Informazioni dettagliate sul Fondo ed i rischi associati sono contenuti nel prospetto. Il prospetto e le informazioni chiave per gli investitori per i Fondi Robeco sono disponibili gratuitamente su [www.robeco.com](http://www.robeco.com).

## Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Austria

Le presenti informazioni sono riservate esclusivamente ad investitori professionisti o a controparti qualificate ai sensi della Legge austriaca sulla vigilanza (Austrian Securities Oversight Act).

## Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Brasile

Il Fondo non può essere offerto o venduto al pubblico in Brasile. Di conseguenza, il Fondo non è stato né sarà registrato presso la Commissione sui Valori mobiliari brasiliense CVM, né è stata presentata domanda di approvazione alla CVM. I documenti relativi al Fondo, oltre che le informazioni ivi contenute, non possono essere forniti al pubblico in Brasile, poiché l'offerta del Fondo non è un'offerta pubblica di titoli in Brasile, né possono essere utilizzati in relazione ad alcuna offerta di sottoscrizione o vendita di titoli al pubblico in Brasile.

## Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Canada

Nessuna commissione sui valori immobiliari o analogo autorità canadese ha esaminato o si è espresso in merito al presente documento o alle qualità dei titoli in esso descritti, e qualsiasi affermazione contraria costituisce reato. Robeco Institutional Asset Management B.V. si avvale dell'esenzione riconosciuta ai dealer e ai consulenti internazionali in Quebec e ha nominato McCarthy Tétrault LLP quale proprio agente per il servizio in Quebec.

## Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede nella Repubblica Cilena

Né Robeco né i fondi Robeco sono registrati presso la Comisión para el Mercado Financiero, ai sensi della Legge n. 18.045 (Ley de Mercado de Valores) e relative disposizioni. Il presente documento non costituisce offerta o invito alla sottoscrizione o all'acquisto di azioni della Fondi nella Repubblica Cilena, salvo qualora sia rivolto a singoli soggetti che, di propria iniziativa, ne hanno fatto esplicita richiesta. Il presente documento, quindi, costituisce un'offerta privata, secondo la definizione di cui all'articolo 4 della Ley de Mercado de Valores (offerta non destinata al pubblico in generale, né a un suo settore o gruppo specifico).

## Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Colombia

Il presente documento non costituisce un'offerta al pubblico nella Repubblica di Colombia. L'offerta del Fondo è rivolta a meno di cento investitori identificati personalmente. Il Fondo non può essere promosso o commercializzato in Colombia o a residenti colombiani, a meno che tale promozione e commercializzazione non avvengano ai sensi del Decreto 2555 del 2010 e altri regolamenti e norme applicabili relative alla promozione di Fondi esteri in Colombia.

## Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Emirati Arabi Uniti

Il presente materiale viene distribuito da Robeco Institutional Asset Management B.V. (filiale DIFC), Office 209, Level 2, Gate Village Building 7, Dubai International Financial Centre, Dubai, PO Box 482060, EAU. Robeco Institutional Asset Management B.V. (filiale DIFC) è regolamentata dall'Autorità di vigilanza di Dubai (Dubai Financial Services Authority – DFSA) e opera esclusivamente con clienti professionali o controparti di mercato e non con clienti retail secondo la definizione della DFSA.

## Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Francia

Robeco Institutional Asset Management B.V. ha la possibilità di fornire servizi in Francia. Robeco France è una controllata di Robeco la cui attività consiste nella promozione e distribuzione dei fondi del gruppo a investitori professionali in Francia.

## Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Germania

Le presenti informazioni sono riservate esclusivamente ad investitori professionisti o a controparti qualificate ai sensi della Legge tedesca sulla negoziazione dei titoli.

## Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede a Hong Kong

Il contenuto del presente documento non è stato revisionato dalla Securities and Futures Commission ("SFC") di Hong Kong. In caso di dubbi sul contenuto del presente documento, si consiglia di rivolgersi a consulenti professionisti indipendenti. Il presente documento è stato distribuito da Robeco Hong Kong Limited ("Robeco"). Robeco è regolamentata dalla SFC di Hong Kong.

## Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Italia

Il presente documento è destinato esclusivamente all'uso da parte di investitori qualificati e di clienti professionali privati (come definito dall'Articolo 26 (1) (b) e (d) del Regolamento Consob N. 16190 del 29 ottobre 2007). Se messo a disposizione di distributori o di soggetti autorizzati dai distributori a condurre attività promozionali e di marketing, esso potrà essere utilizzato esclusivamente per le finalità per le quali è stato concepito. I dati e le informazioni contenute nel presente documento non possono essere utilizzate per comunicazioni con le autorità di vigilanza. Il presente documento non contiene informazioni volte a determinare, nel concreto, la propensione all'investimento e, di conseguenza, non può e non dovrebbe costituire la base di decisioni di investimento di alcun genere.

## Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Giappone

Questi documenti sono destinati esclusivamente all'uso da parte di investitori qualificati e vengono distribuiti da Robeco Japan Company Limited, registrato in Giappone come Financial Instruments Business Operator, [Direttore di Kanto Local Financial Bureau (Financial Instruments Business Operator), numero di registrazione 2780, membro di Japan Investment Advisors Association].

## Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Messico

I fondi non sono stati e non saranno registrati presso il National Registry of Securities, gestito dalla Mexican National Banking and Securities Commission, e, di conseguenza, non possono essere offerti o venduti pubblicamente in Messico. Robeco e qualsiasi sottoscrittore o acquirente possono offrire e vendere i fondi in Messico come collocamento privato, a investitori istituzionali e accreditati, ai sensi dell'articolo 8 della Legge messicana sui mercati mobiliari.

## Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Perù

Il Fondo non è stato registrato presso la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) e viene collocato mediante offerta privata. La SMV non ha analizzato le informazioni fornite all'investitore. Il documento è destinato unicamente agli investitori istituzionali in Perù e non è finalizzato alla distribuzione al pubblico.

## Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede a Shanghai

Il materiale è preparato da Robeco Overseas Investment Fund Management (Shanghai) Limited Company ("Robeco Shanghai") ed è fornito unicamente a destinatari specifici con obbligo di riservatezza. Robeco Shanghai è stato registrato come gestore di fondi privati presso la Asset Management Association in Cina nel settembre 2018. Robeco Shanghai è una società di proprietà interamente estera costituita ai sensi delle leggi della Repubblica Popolare Cinese, che gode di diritti e obblighi civili indipendenti. Le dichiarazioni degli azionisti o delle affiliate contenute in questo materiale non saranno considerate una promessa o una garanzia degli azionisti e delle affiliate di Robeco Shanghai, o essere considerate un obbligo o responsabilità imposto agli azionisti o alle affiliate di Robeco Shanghai.

## Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede a Singapore

Il presente documento non è stato registrato presso l'Autorità Monetaria di Singapore (Monetary Authority of Singapore o "MAS"). Di conseguenza, il presente documento non può essere fatto circolare o distribuito direttamente o indirettamente a soggetti di Singapore diversi da (i) un investitore istituzionale ai sensi della Sezione 304 della SFA, (ii) un soggetto rilevante ai sensi della Sezione 305(1) o qualunque soggetto ai sensi della Sezione 305(2), e in conformità alle condizioni specificate nella Sezione 305 della SFA, o (iii) altrimenti ai sensi di e in conformità a, qualunque altra disposizione applicabile della SFA. Il contenuto del presente documento non è stato revisionato dalla MAS. La decisione di investire nel Fondo dovrebbe essere preceduta dall'analisi dei capitoli riguardanti le considerazioni sugli investimenti, i conflitti d'interesse, i fattori di rischio e le restrizioni alle vendite relative a Singapore (descritti ai capitoli "Informazioni importanti per gli investitori di Singapore") contenuti nel prospetto. In caso di dubbi sulle rigide restrizioni applicabili all'utilizzo del presente documento, sulla situazione regolamentare del Fondo, sulla protezione regolamentare prevista, sui rischi associati e sull'adeguatezza del Fondo ai propri obiettivi, rivolgersi ad un consulente professionista. Gli investitori devono essere consapevoli che solamente i Comparti indicati in appendice nel capitolo del prospetto intitolato "Importanti informazioni per gli investitori di Singapore" ("Comparti") sono disponibili per gli investitori di Singapore. I Comparti sono contraddintestati come organismi esteri soggetti a restrizioni ai sensi del Capitolo 289 della Securities and Futures Act di Singapore ("SFA") e stanno invocando l'esenzione dall'obbligo di registrazione del prospetto ai sensi delle esenzioni previste dagli articoli 304 e 305 della SFA. I Comparti non sono autorizzati né riconosciuti dalla MAS e le Azioni dei Comparti non possono essere offerte al pubblico retail a Singapore. Il prospetto del Fondo non è considerato un prospetto ai sensi della SFA. Di conseguenza, la responsabilità legale prevista dalla SFA in relazione al contenuto dei prospetti non si applica. I Comparti possono essere promossi esclusivamente a persone sufficientemente esperte e sofisticate da comprendere i rischi insiti nell'investimento in tali veicoli, e che soddisfino alcuni altri criteri previsti dagli articoli 304 o 305, o da altre disposizioni applicabili della SFA o di eventuali provvedimenti legislativi conseguenti. Occorre valutare con attenzione l'adeguatezza di un investimento alla propria situazione individuale. Robeco Singapore Private Limited è autorizzata quale gestore di fondi sui mercati di capitale dalla MAS e, in virtù di tale licenza, è soggetta ad alcune restrizioni in materia di clientela.

## Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Spagna

Robeco Institutional Asset Management BV, Sucursal en España con numero di identificación W0032687F e con sede legale a Madrid in Calle Serrano 47-14º, è registrata presso il Registro delle imprese spagnola a Madrid, volume 19.957, pagina 190, sezione 8, foglio M-351927 e presso la National Securities Market Commission (CNMV) nel Registro ufficiale delle filiali delle società europee di servizi di investimento, al numero 24. I fondi di investimento o SICAV di cui al presente documento sono regolamentati dalle autorità preposte nei rispettivi paesi di origine e sono registrati in uno speciale registro della CNMV riservato alle Società estere di investimento collettivo operanti in Spagna.

## Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede a Sudfrica

In Sud Africa Robeco Institutional Asset Management B.V. è regolamentata dalla Financial Sector Conduct Authority.

## Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Svizzera

Il fondo (fondi) ha (hanno) domicilio in Lussemburgo. Il presente documento è distribuito in Svizzera esclusivamente a investitori qualificati ai sensi della Collective Investment Schemes Act (CISA). Il presente materiale viene distribuito da Robeco Switzerland Ltd, indirizzo: Josefstrasse 218, 8005 Zurigo. ACOLIN Fund Services AG, indirizzo: Affalterstrasse 56, 8050 Zurigo, agisce in qualità di rappresentante per la Svizzera del Fondo (o Fondi). UBS Switzerland AG, Bahnhofstrasse 45, 8001 Zurigo, indirizzo: Europastrasse 2, P.O. Box, CH-8152 Opfikon, agisce in qualità di agente di pagamento in Svizzera. Il prospetto, il Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID), lo statuto, la relazione annuale e semestrale del/i Fondo/i, nondi l'elenco degli acquisti e delle vendite effettuate dal/i Fondo/i nell'esercizio finanziario possono essere ottenuti, gratuitamente e a semplice richiesta, presso la sede del rappresentante svizzero ACOLIN Fund Services AG. I prospetti sono inoltre disponibili tramite il sito [www.robeco.ch](http://www.robeco.ch).

## Ulteriori informazioni circa i fondi/servizi a marchio RobecoSAM

Robeco Switzerland Ltd, indirizzo postale Josefstrasse 218, 8005 Zurigo, Svizzera è autorizzato quale gestore patrimoniale di investimenti collettivi dalla Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA. Gli strumenti finanziari e le strategie di investimento a marchio RobecoSAM che fanno riferimento a tali strumenti finanziari sono generalmente gestiti da Robeco Switzerland Ltd e RobecoSAM è il marchio registrato di Robeco Holding B.V. Il marchio RobecoSAM viene utilizzato per commercializzare servizi e prodotti che riflettono l'esperienza di Robeco in ambito di investimento sostenibile (SI). Il marchio RobecoSAM non costituisce una persona giuridica separata.

## Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede nel Liechtenstein

Il presente documento è distribuito esclusivamente agli intermediari finanziari con sede nel Liechtenstein debitamente autorizzati (come ad esempio banche, gestori di portafoglio discrezionali, compagnie di assicurazione, fondi di fondi, ecc.) che non intendono investire per proprio conto nel Fondo (o nei Fondi) indicati nel documento. Il presente materiale viene distribuito da Robeco Switzerland Ltd, indirizzo: Josefstrasse 218, 8005 Zurigo, Svizzera. LGT Bank Ltd., Herrengasse 12, FL-9490 Vaduz, Liechtenstein opera in qualità di rappresentante e agente pagatore in Liechtenstein. Il prospetto, il Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID), lo statuto, la relazione annuale e semestrale del Fondo (o Fondi) possono essere ottenuti presso il rappresentante o tramite il sito web [www.robeco.ch](http://www.robeco.ch).

## Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede negli Emirati Arabi Uniti

Alcuni Fondi cui si fa riferimento nel presente materiale di marketing sono stati registrati presso la UAE Securities and Commodities Authority (l' "Autorità"). I dati di tutti i Fondi Registrati sono reperibili sul sito web dell'Autorità. L'Autorità non si assume alcuna responsabilità in merito all'esattezza delle informazioni riportate nel presente materiale/documento, né per il mancato adempimento dei propri doveri e delle proprie responsabilità da parte dei soggetti operanti nell'ambito del Fondo di investimento.

## Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede nel Regno Unito

Robeco è regolamentata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority-FCA. Ulteriori informazioni sul nostro grado di regolamentazione presso la FCA sono disponibili dietro richiesta.

## Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Uruguay

Ai sensi dell'art. 2 della legge uruguiana 18.627, la cessione del Fondo si qualifica come investimento privato. Il Fondo non può essere offerto o venduto al pubblico in Uruguay, se non in circostanze che non rappresentino una distribuzione od offerta pubblica ai sensi delle leggi e dei regolamenti dell'Uruguay. Il Fondo non è stato e non sarà registrato presso la Sovrintendenza dei Servizi Finanziari della Banca Centrale dell'Uruguay. Il Fondo corrisponde a un fondo d'investimento diverso dai fondi d'investimento regolamentati dalla legge uruguiana 16.774 del 27 settembre 1996, e suoi emendamenti successivi.