

## Credit Quarterly Outlook Q3 2021

# Restiamo umili

- Le preoccupazioni associate alle riaperture creano distorsioni nell'analisi, richiedendo un approccio umile
- Ora, le riaperture sono pienamente scontate dai mercati
- Siamo in presenza di un allontanamento dal neoliberalismo?

La parola "umile" è stata usata spesso nel dibattito relativo a questo Quarterly Outlook. La riapertura delle economie ha creato distorsioni di notevole entità. Persino famosi economisti e banchieri centrali stanno cambiando idea, mostrandosi esitanti. In periodi come questi, è meglio restare umili riguardo alle incognite e accettare semplicemente che, ogni tanto, è difficile comprendere lo scenario d'insieme.

Alcune cose, però, sono chiare. Salvo incidenti, quest'anno gli Stati Uniti dovrebbero registrare una crescita del PIL nominale del 10%. Detto questo, l'espansione della produzione industriale sembra essere al culmine e l'impulso fiscale è destinato ad attenuarsi prima in Cina e poi negli USA. Ciò significa che i mercati scontano l'attuale ripresa perfetta, ma non l'incertezza futura.

Abbiamo ascoltato alcune teorie sui super cicli. Nel corso degli ultimi 16 mesi i governi hanno assunto poteri straordinari. Alcuni leader potrebbero essere tentati di mantenere questo ruolo preponderante del settore pubblico anche dopo il Covid? Le aliquote delle imposte

### Outlook

Riservato ai clienti professionali  
Giugno 2021

Victor Verberk & Sander Bus  
Co-heads Credit Team

Jamie Stuttard  
Credit Strategist

sulle società, la portata della pianificazione centrale e l'interferenza nel libero mercato sembrano diventati argomenti di maggiore discussione dopo l'era "neoliberista" degli ultimi quarant'anni, più improntata al laissez-faire. Alcune grandi mega cap dominanti sembrano destinate a un giro di vite. Intanto, al fattore lavoro potrebbe andare una fetta più grande della torta del PIL, a scapito di margini e profitti. I nostri analisti non trovano indicazioni in merito, ma potrebbe trattarsi di un processo pluriennale. Le prospettive d'inflazione a lungo termine sono incerte, anche se alcuni argomenti pro-inflazione, che vanno per la maggiore, appaiono sospetti. L'era post-Covid, supponendo che le campagne vaccinali abbiano in definitiva successo, può determinare un cambiamento sostanziale in molti trend sottostanti.

Con gli spread vicini ai minimi storici, ci sembra ragionevole mantenere un posizionamento prudente. Ciò nonostante, per il credito si prospetta un anno piatto (molto probabilmente) o ribassista. Al margine, preferiamo il credito dei mercati emergenti ad altri segmenti dell'obbligazionario.

## Fondamentali

All'interno della Federal Reserve (Fed) si registra una straordinaria discordanza di vedute. La recente comunicazione della Fed rivela l'esistenza di opinioni divergenti sui tempi di un "tapering" e sulla tempistica e l'entità di futuri rialzi dei tassi. Secondo il presidente Powell, in questa fase è opportuno solo parlare del fatto che si parla di tapering.

È interessante che la Fed si sia adoperata per convincere il mercato che non si opporrà a un eccessivo slancio dell'economia. L'anno scorso l'istituto ha anche modificato il suo quadro di politica monetaria per consentire un'accettazione più simmetrica della crescita dei prezzi. Adesso i tassi d'inflazione negli Stati Uniti sono in aumento, con il dato del CPI che si è attestato di recente al 5%. Avendo in precedenza dichiarato di ritenere questo fenomeno transitorio, la scorsa settimana la Fed è tornata sui suoi passi.

**"I mercati saranno molto sensibili a un cambiamento di tono permanente riguardo all'accettazione dell'inflazione"**

La dichiarazione della Fed è parsa un pò aggressiva, visti i commenti sull'inflazione. Anche se questa è solo una di tante riunioni, i mercati saranno molto sensibili a un cambiamento permanente di tono. Gli stessi membri della Fed hanno suggerito la necessità di restare umili. Questi sono tempi incerti anche per loro.

Che cosa accadrebbe se l'inflazione non si rivelasse un fenomeno transitorio? In effetti, vi sono alcuni driver potenziali, in particolare sul fronte fiscale e del mercato del lavoro, che potrebbero dare impulso alla crescita dei prezzi.

Torniamo alla realtà. Ci si potrebbe domandare perché i rendimenti non abbiano evidenziato un rialzo maggiore in un anno di crescita nominale del 10%. Per un approfondimento su questo punto, rimandiamo i nostri lettori al Global Macro Quarterly Outlook. La teoria economica, tuttavia, ci dice che i mercati sono efficienti. Il tema delle riaperture, lo stimolo fiscale e la guidance sulla politica monetaria sono ampiamente previsti e scontati dal mercato. Sappiamo tutti che, con circa 400 o 500 mila occupati in più, la capacità inutilizzata sul mercato del lavoro è destinata a diminuire verso fine anno. Inoltre, sono attese a breve le discussioni riguardo all'inizio dell'attività di tapering. In aggiunta, scorgiamo segnali di una preferenza generalizzata per le posizioni short sulla duration. Quando vi sono pochi elementi di sorpresa e ogni singola informazione è già scontata nei mercati, è più difficile aspettarsi sviluppi estremamente favorevoli (ossia di coda destra). Questa è, molto probabilmente, la situazione in cui ci troviamo oggi.

In Europa, negli Stati Uniti e in Cina il credit impulse è destinato ad affievolirsi. Quindi, l'impulso netto al credito privato e fiscale nel suo insieme (la variazione su base annua dell'indebitamento netto complessivo) diventerà presto negativo. Questo è ragionevole, poiché non ci si può aspettare un aumento incessante delle misure di supporto. Verso il 2022, ciò potrebbe iniziare a incidere negativamente sui tassi di crescita.

Ricordiamo cosa ha detto il nostro team Global Macro riguardo alle conseguenze dell'annuncio di un QE o di un tapering. Il QE è reflazionistico, per cui comporta un rialzo dei mercati azionari, una riduzione degli spread creditizi, un calo dei tassi di cambio, una flessione dei rendimenti reali e un ampliamento dei differenziali di pareggio. In linea di principio, il tapering, specialmente quando viene anticipato in modo inaspettato, dovrebbe fare l'opposto. Prevediamo che i discorsi sul tapering si intensificheranno nel terzo trimestre. Questo significa che non navigheremo più in acque tranquille e che dovremo prepararci a cambiamenti di rotta repentini. Ci sembra che i premi al rischio non riflettano questo aspetto.

Fin qui, ci siamo occupati delle considerazioni cicliche. Ci sono anche prospettive interessanti in merito alle tendenze secolari. Affinché l'inflazione registri un aumento strutturale è necessario un rafforzamento dei mercati del lavoro. L'era antecedente alla Prima guerra mondiale fu dominata dal capitalismo. Dopo la Seconda guerra mondiale iniziò una fase storica caratterizzata da un maggiore coinvolgimento dello Stato nell'economia. Tuttavia, a partire dai primi anni '80, quando la Reaganomics e il Thatcherismo posero fine al potere dei sindacati e quindi dei mercati del lavoro, si è prodotta un'accelerazione della globalizzazione, un aumento delle disuguaglianze e una disinflazione a lungo termine. Il capitale ha conquistato una fetta molto più grande del PIL e i margini si sono ampliati, soprattutto per le imprese di maggiori dimensioni.

È possibile che adesso stiamo vivendo una transizione impercettibile verso una nuova era. Anche se difficili da individuare con precisione, troviamo indicazioni di questo nei colloqui del G7 sull'imposizione fiscale minima per le imprese, nelle divergenze di opinione sui disavanzi di bilancio e nella possibilità che i governi mantengano un importante ruolo nell'economia anche dopo il Covid. L'Eurozona attuerà persino un programma di supporto comune per le economie più colpite dalla pandemia. Il lavoro potrebbe ritrovare una buona parte del potere perduto.

Al tempo stesso, non dobbiamo agitarci troppo per l'inflazione, come ci ha già ammonito il team Global Macro. Non prevediamo il ritorno a un periodo inflazionistico come quello degli anni '70. Il progresso tecnologico in corso, le leggi del vantaggio comparato, l'arbitraggio sul costo unitario del lavoro, la ricerca del profitto nel settore privato, le dinamiche demografiche occidentali e il minor potere dei lavoratori rispetto a quel decennio sono tutti fattori, che a nostro avviso, permettono di escludere un simile scenario. Riteniamo tuttavia probabile che sia iniziato un nuovo super ciclo secolare in cui assisteremo a un aumento dei salari, e forse anche della produttività. Ciò comporterebbe anche una rotazione permanente da growth a value nei mercati azionari. Tutto questo non è stato ancora scontato come possibilità.

Una piccola analisi aneddotica effettuata dal nostro team di ricerca sul credito rivela che un aumento a breve termine della domanda permette alle imprese di alzare i prezzi. Sul lungo periodo, questo potrebbe tradursi in una pressione sui margini, soprattutto per le aziende più piccole.

## “La Fed inizia a parlare del fatto che si parla di tapering”

Per quanto riguarda il ciclo, la conclusione sui fondamentali è che l'attuale fase della ripresa economica non potrebbe essere migliore. Dopo tutto, siamo solo nei primi trimestri successivi alla recessione. A nostro avviso, tuttavia, il punto è che tutto questo è già stato ampiamente previsto e inquadrato da tempo. Che cosa succederebbe se subentrasse una delusione o, in alternativa, se il tapering venisse anticipato?

### Valutazioni

È evidente che gli ultimi mesi sono stati moderatamente positivi in termini di extra-rendimento nei mercati del credito. In questo senso, siamo stati un pò frettolosi nel ridurre il nostro beta. Al contempo, ciò avallava l'idea che le performance future attese, ponderate in base alla probabilità, hanno subito un ulteriore deterioramento. Abbiamo detto che ci aspettiamo un anno piatto o ribassista per il credito, con il primo quale esito migliore e più probabile. Alla luce degli attuali livelli di spread, il costo di mantenere un modesto sottopeso sul beta è estremamente basso. I livelli di pareggio sono diminuiti notevolmente.

La selezione dei titoli ha dato buoni risultati, ma, in tutta onestà, oggi ci sono meno casi particolari rispetto a qualche mese fa. In generale, il tema delle riaperture economiche ha fatto il suo corso. Persino settori ad alto rischio come le linee aeree, le navi da crociera o il tempo libero sono tornati ai livelli pre-Covid-19. Siamo in presenza di una compressione completa.

Per citare un vecchio detto, si può cogliere un pò di carry finché la musica continua a suonare. Naturalmente, si potrebbe realizzare dell'altro carry durante l'estate con un posizionamento meno contrarian. Se però sui mercati subentrasse la volatilità, il carry sarebbe spazzato via da offerte di acquisto e perdite di capitale in una manciata di giorni. Il credito è un asset rischioso, non un deposito di liquidità o di carry. Diffidiamo di situazioni come quella che abbiamo osservato nel marzo dell'anno scorso, quando la liquidità è evaporata. Ci piace mantenere disponibilità liquide e ABS con rating AAA nei portafogli per essere pronti ad acquistare nei momenti di ribasso. È rassicurante, tuttavia, che i programmi di emergenza siano già in atto. La BCE, in particolare, prevede di continuare ad acquistare obbligazioni corporate fino al 2022 e forse anche oltre.

Se considerassimo gli extra-rendimenti annui per anno solare, è evidente che abbiamo avuto pochi anni di volatilità. Ancora più numerose sono state le occorrenze di volatilità infra-annuale. Il trading range dell'anno scorso è stato straordinario, ma l'extra-rendimento annuo è stato contenuto e poco entusiasmante come quello registrato (dall'inizio di) quest'anno. Questo dimostra quanto sia stato insolito il 2020. In quanto gestori attivi, siamo stati viziati dalla volatilità degli ultimi anni. Anche se questo potrebbe rivelarsi un anno noioso, i lettori abituali sanno che ci aspettiamo sempre l'inatteso. In qualità di investitori contrarian, siamo pronti a trarre vantaggio dalla volatilità imprevista.

I tassi di default su base annua sono in calo, a causa degli effetti di base. Al contempo, tassi di crescita molto elevati sostengono le aziende, avendo come effetto poche insolvenze. I tassi di recupero sono in aumento, come ci si aspetterebbe in questa fase del ciclo. Tuttavia, la prevalenza di emissioni covenant-lite ha evidenziato una ripresa molto più rapida che nel ciclo precedente, segno che i recuperi potrebbero diminuire nuovamente durante la prossima contrazione. Al giorno d'oggi la presenza di clausole di protezione è diventata nuovamente un'eccezione persino per il credito con rating B. Lo si dovrebbe tenere a mente quando si considerano le valutazioni nei mercati high yield. In Europa, lo scorso anno, i tassi di default non sono aumentati nonostante l'enorme contrazione dell'economia: di conseguenza, nel corso dell'ultima recessione le casse non sono state totalmente ripulite. Continuando con la metafora, queste sono ancora piene di titoli CCC, zombie e anelli deboli.

Sul versante positivo, i rapporti tra upgrade (innalzamenti di rating) e downgrade (declassamenti) continuano a migliorare. I declassamenti di società investment grade all'universo high yield hanno toccato un picco lo scorso anno. Tuttavia, poiché le decisioni delle agenzie di rating costituiscono un indicatore ritardato, appena gli upgrade superano i downgrade (cosa non ancora avvenuta) non ha più senso mantenere posizioni long. Questo è piuttosto un contro indicatore.

Il credito dei mercati emergenti non ha partecipato pienamente al rally. Vediamo qui un maggior potenziale di rialzo. Alcuni emittenti sovrani, come l'Argentina o la Turchia, comportano qualche difficoltà, ma il settore energetico, ad esempio, ci sembra ancora interessante.

A livello globale, continuiamo a trovare situazioni idiosincratiche nelle obbligazioni corporate e nei titoli finanziari che giustificano una maggiore ricerca e l'assunzione di posizioni lunghe.

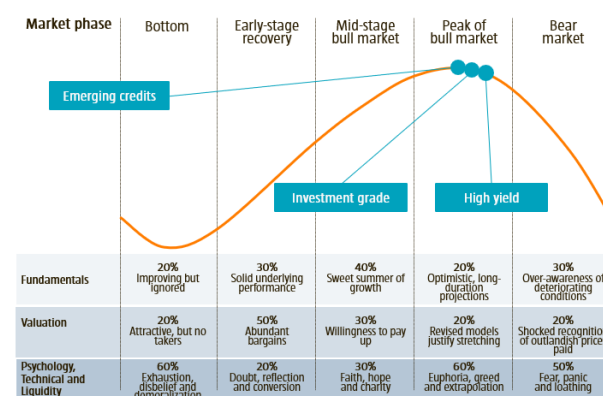
Abbiamo condotto un'interessante analisi storica. In passato, una volta raggiunto un OAS di 250, l'high yield non avrebbe più offerto risultati interessanti. Le performance più elevate si ottengono acquistando a un OAS di 1.100, un livello quasi raggiunto nel marzo 2020. Pur essendo alquanto ovvio, non è facile operare ai due estremi dello spettro. Questo ci dice quanto bisogna essere contrarian.

In termini di compressione, gli spread hanno fatto il loro corso e la dispersione è molto bassa. Nel segmento CCC, questa dispersione è inferiore al 20%, a fronte dell'80% dello scorso anno. Nell'investment grade, la dispersione nella categoria BBB non è ancora ai minimi, ma ci si avvicina.

*“Quanto alle valutazioni, il margine di errore si è assottigliato nuovamente”*

Quanto alle valutazioni, la conclusione è che il margine di errore si è assottigliato nuovamente. Il rapporto di maggio della Fed sulla stabilità finanziaria ha evidenziato che le valutazioni in molti mercati sono ora vulnerabili a un deterioramento della propensione al rischio. Questo non fa che ricordarci, ancora una volta, l'importanza di aspettarsi sempre l'inatteso: è così che funzionano i mercati. Questo è anche il momento in cui vengono fuori gli scheletri dall'armadio. Un recente sondaggio condotto tra gli investitori suggerisce che le quattro maggiori preoccupazioni riguardano un'impennata dell'inflazione, un aumento dei rendimenti reali, lo sviluppo di varianti resistenti ai vaccini e le tensioni commerciali USA-Cina.

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



Fonte: Robeco, giugno 2021

Questo documento ha esclusivamente scopo illustrativo e non intende costituire in alcun modo una consulenza di investimento.



Siamo soddisfatti di possedere un modesto sottopeso sul beta, abbastanza ridotto da consentirci di generare un risultato discreto e un certo livello di sovraperformance attraverso la selezione dei titoli. In termini di composizione del DTS (Robeco; "punti di rischio"), in diversi casi idiosincratici ma anche a livello aggregato di portafoglio preferiamo mantenere un sottopeso di spread duration (vicino a due anni) nel credito investment grade. Questo è compensato da un profilo di rischio più elevato. Il risultato netto è un rendimento analogo o leggermente superiore a quello dell'indice, ma con un sottopeso di beta. Su base ponderata per la probabilità, con il posizionamento attuale le chance sono le migliori, quindi optiamo per una modesta riduzione del beta, massimizzando al contempo l'alpha attraverso la selezione dei titoli.

## Quadro tecnico

Dopo tanti mesi di extra-rendimento positivo, è normale iniziare ad estrarre i risultati e aspettarsi una continuazione di questo trend. Alla luce dei robusti fondamentali di oggi, si sarebbe tentati di confermare le tendenze e le valutazioni attuali. I bias della conferma giocano in questo un ruolo importante: è sempre più difficile giustificare e spiegare la fine di una così lunga serie di extra-rendimenti vincenti. È in circostanze come queste che il dibattito nel team diventa infuocato. Ed è in circostanze come queste che bisogna restare umili e accettare le molte incognite che si profilano all'orizzonte.

Il fatto è che i fondamentali non giocano sempre il ruolo più importante. Tuttavia, crediamo che un cambiamento nella politica monetaria, o il mero pensiero di un tale cambiamento, abbia la capacità di modificare i premi al rischio di mercato. Un esempio potrebbe essere quello dell'inflazione di pareggio, che è spesso correlata positivamente al credito; qui la recente riunione del FOMC ha sovvertito la posizione di consenso pro-inflazione.

Un altro aspetto legato a questo potenziale cambiamento di regime da parte della Fed è la correlazione tra azioni e obbligazioni, di cui abbiamo già parlato in passato. Se si produce un trend reflazionistico in cui i rendimenti cedolari salgono mentre le azioni arretrano (correlazione positiva delle performance), le obbligazioni perdono il loro margine di vantaggio sulle azioni in un contesto multi-asset e devono pertanto ricevere un premio al rischio più elevato.

Abbiamo passato un pò di tempo a discutere del posizionamento. Il recente calo dei rendimenti

obbligazionari suggerisce un posizionamento generalizzato in vista di un loro aumento. Ciò trova conferma nell'analisi di regressione e nella verifica delle schede informative. Il calo dei rendimenti potrebbe aver coinciso con l'allungamento di alcune posizioni long speculative sul credito. Questo è un aspetto importante per i mercati del credito; infatti, finché TINA (l'idea che non vi siano alternative) rimane attuale, il credito è relativamente sicuro. Un aumento dei rendimenti cedolari cambierebbe la situazione, spingendo i rendimenti totali in territorio profondamente negativo.

Crediamo che la differenza tra valori tecnici tra il mercato europeo e quello statunitense stia migliorando a favore del primo. L'ombrello della BCE è sempre aperto, perché anche una volta concluso il PEPP, il programma APP (nel quale ricade il programma CSPP) è destinato a proseguire. Non vi è alcuna indicazione che la BCE potrebbe smettere di acquistare quello che è di fatto il 20% dell'offerta lorda europea. Ciò significa in effetti che i rischi al ribasso in Europa sono diventati più ridotti rispetto agli Stati Uniti, che sono un mercato molto più libero. In particolare, entrambe le banche centrali hanno adottato agende politiche, con misure occupazionali più inclusive per la Fed e l'unione politica e un approccio green al programma di QE per la BCE.

## "Nei mercati di oggi i bias della conferma sono pericolosi"

L'unica minaccia che vediamo per i mercati europei è, come al solito, la politica. Quest'anno le elezioni tedesche potrebbero incoronare i Verdi, l'Italia potrebbe cambiare Primo ministro all'inizio del 2022 nel mezzo di un potenziale piano di tapering e Macron potrebbe non essere sicuro di essere rieletto contro Marine Le Pen, il che potrebbe causare un certo nervosismo pre-elettorale.

In conclusione, il quadro tecnico è ancora robusto. È il cambiamento che ci preoccupa. Considerando anche che i fattori tecnici e fondamentali sono già ampiamente scontati dal mercato, non crediamo che giugno 2021 presenti un'opportunità di acquisto. A questo proposito, gli ultimi 13 anni ci hanno offerto cinque grandi opportunità di acquisto. In media, parliamo di una ogni 2,6 anni. Un fatto alquanto divertente per un team obbligazionario attivo e contrarian.

## Posizionamento

Molto probabilmente, il mercato del credito fornirà al massimo un extra-rendimento cedolare. In altre parole, si prospetta un anno noioso. Crediamo sia meglio mantenere un posizionamento abbastanza prudente. Nel caso del credito, quasi tutti sembrano scommettere sul suo vigore. Questo è un mercato che non offre più una remunerazione per i rischi estremi e che è vulnerabile a sorprese negative. Il bias della conferma regna sovrano.

Tuttavia, non sottopesiamo il beta in maniera esagerata; il nostro posizionamento è di poco inferiore a uno. Data la bassissima dispersione dei mercati, non conviene più assumere un'esposizione agli emittenti più rischiosi. Ciò nonostante, continuiamo a individuare opportunità nelle banche, nelle operazioni incentrate sulla ripresa dal Covid e in alcuni casi idiosincratici. Il nostro posizionamento è coerente per tutte le categorie di credito.

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

Fonte: Robeco, giugno 2021

### Ringraziamenti:

*Vorremmo ringraziare tutti coloro che hanno contribuito a questo outlook trimestrale con validi apporti e discussioni. Nella preparazione delle nostre view sul credito, abbiamo tenuto conto delle opinioni di Rikkert Scholten, Martin van Vliet e Jamie Stuttard (Robeco), Max Kettner (HSBC), Nikos Panigirtzoglou (JP Morgan) e Dario Perkins (TS Lombard).*

## 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 aver 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 compresi a mero scopo orientativo. Il prezzo delle quote potrebbe subire oscillazioni e i risultati ottenuti in passato non sono in alcun modo indicativi delle 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 ovvero 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 laddove 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. La decisione di sottoscrivere azioni di un Fondo offerto in una giurisdizione specifica 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 contenute 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 ritengono 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 556 512 659) ("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 future 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 è disponibile unicamente agli investitori wholesale, secondo la definizione dell'articolo 3(2) dello Schema 1 del Financial Markets Conduct Act 2013 ("FMCA"). Il presente documento non è finalizzato alla distribuzione al pubblico in Australia e Nuova Zelanda.

### 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 brasiliana 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 analoga autorità canadese ha esaminato o si è espressa 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 per gli operatori e i consulenti internazionali in Quebec e ha nominato McCarthy Tétrault LLP come proprio agente per la fornitura di servizi nella regione.

### 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 del Fondo 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 nel Centro Finanziario Internazionale di Dubai (Dubai International Financial Centre - DIFC), 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 e 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 Karto 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 nel 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 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 al capitolo "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 contraddistinti 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 identificazione W0032687F e con sede legale a Madrid in Calle Serrano 47-14º, è registrata presso il Registro delle imprese spagnolo 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 regolamenti 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 Sudafrica

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 (i) 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: Affolternstrasse 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, nonché 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. 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) indicato (indicati) nel documento. Il presente materiale viene distribuito da Robeco Switzerland Ltd, indirizzo: Josefstrasse 218, 8005 Zurigo, Svizzera. LGT Bank Ltd., Herrenengasse 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 (dei Fondi) possono essere ottenuti presso il rappresentante o tramite il sito [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 ("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 uruguayana 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 uruguayana 16.774 del 27 settembre 1996, e suoi emendamenti successivi.

