

Credit Quarterly Outlook Q4 2021

Prosperità comune

- La Cina sta cambiando; cosa aspettarsi per il resto del mondo?
- I mercati del credito non scontano alcun margine di errore
- Quando finirà la repressione finanziaria?

Nel nostro precedente outlook abbiamo suggerito di restare “umili” nel formulare previsioni sull’economia, dato il grado di distorsione e imprevedibilità creato dalle riaperture. Dopo tre mesi, riteniamo che questo atteggiamento di umiltà sia ancora da mantenere. A parte le difficoltà insite nel fare previsioni sul contesto attuale, ci si domanda anche se tali previsioni siano rilevanti. I fondamentali hanno ancora importanza in un mondo di repressione finanziaria, in cui i responsabili delle politiche monetarie e fiscali esercitano un’influenza preponderante? Sembra che i mercati sminuiscano da anni il ruolo dei fondamentali; uno scenario in cui la relazione tra fondamentali e mercati potrebbe ripresentarsi è quello in cui le banche centrali allentano la presa sull’economia. Gli interrogativi principali per i mercati sono dunque i seguenti: quando si realizzerà questo scenario? Dovremmo fare attenzione ai segnali inviati dalle banche centrali, allo stock di liquidità, al flusso di liquidità o persino alla variazione del flusso di liquidità? Alla luce delle valutazioni elevate e delle

posizioni affollate, crediamo che il mercato potrebbe essere vulnerabile alla *variazione del flusso di liquidità*.

Tuttavia, mentre il dibattito sull’inflazione non è ancora risolto, ci sono altre questioni da considerare visto che il tapering è ormai ampiamente previsto. Dovremmo infatti prepararci ad affrontare alcuni temi nonevidenziati per

Outlook Q4 2021

Riservato ai clienti professionali
Settembre 2021

Victor Verberk & Sander Bus
Co-heads Credit Team

Jamie Stuttard
Credit Strategist

ora (dunque più sorprendenti) che potrebbero provocare la normalizzazione dei premi al rischio nei mercati del credito.

Nel nostro precedente outlook abbiamo discusso la possibilità che nel lungo periodo i mercati sviluppati abbandonino il neoliberismo, che aveva avvantaggiato enormemente il capitale a discapito del lavoro, con il conseguente aumento delle disuguaglianze sociali. In agosto il presidente cinese Xi Jinping ha annunciato un programma di “prosperità comune” che si concentra esattamente su questo punto. La Cina sposterà la sua attenzione dalla crescita in senso assoluto a una crescita più equilibrata, che affronti anche le questioni della disuguaglianza e della sostenibilità. Questa nuova enfasi è molto rilevante per alcuni settori ma, insieme alle misure mirate al comparto immobiliare e alle restrizioni anti Covid, avrà probabilmente anche l'effetto di smorzare la crescita globale.

Con gli spread ancora vicini ai minimi storici, ci sembra ragionevole mantenere un posizionamento prudente. Al margine, preferiamo i titoli delle istituzioni finanziarie ad altri segmenti dell'obbligazionario.

Fondamentali

Riteniamo che l'intero mercato sia talmente concentrato talmente tanto sulle aspettative di inflazione da correre il rischio di trascurare altri driver potenzialmente più importanti. Negli ultimi 15 anni la Cina è stata il principale motore della crescita mondiale. Visto che il paese sembra trovarsi sull'orlo di una svolta, ci sembra più importante che mai monitorare da vicino gli sviluppi al suo interno. Abbiamo quindi dedicato più tempo a esaminare la situazione economica e politica in Cina, dove una strategia zero Covid, l'inasprimento della regolamentazione nel mercato immobiliare e la ridefinizione delle politiche economiche hanno contribuito ad alimentare l'incertezza.

“La [politica di] prosperità comune sarà attuata con gradualità. Alcuni settori subiranno severe restrizioni, ma ciò non implicherà la fine dei mercati privati in Cina, in quanto troppo importanti per l'economia”

La strategia zero Covid nel 2020 ha avuto successo, ma ora sembra più un'arma a doppio taglio. Il virus continuerà a ripresentarsi, e ogni volta che questo accade

le dure misure di contenimento pregiudicheranno la mobilità e i consumi. Tuttavia, dato che il settore dei servizi è più sensibile alle misure di lockdown rispetto al comparto manifatturiero, che è più immune alle chiusure, un rallentamento cinese indotto puramente dal Covid non graverebbe sull'economia in modo troppo grave: il terziario della Cina è in gran parte orientato al mercato interno e i suoi prodotti non sono commerciabili a livello internazionale. Tuttavia, un'applicazione eccessivamente prolungata di questa politica non gioverà a un'economia che deve già affrontare l'impatto di un inasprimento della regolamentazione del settore immobiliare.

È evidente che il mercato immobiliare è caratterizzato da una certa effervescenza e che, dato il rischio morale diffuso, si rendono necessarie norme più severe. Al momento, l'incertezza per il mercato riguarda la possibilità di un eccessivo inasprimento della regolamentazione e le future ricadute di una ristrutturazione di Evergrande. Sappiamo fin troppo bene come una combinazione di effervescenza ed eccesso di indebitamento nel mercato immobiliare possa provocare alla fine uno shock sistemico. La CBIRC (China Banking and Insurance Regulatory Commission) non può permettersi di commettere errori su questo fronte. La necessità di scontare questo rischio giustifica la presenza di premi al rischio più elevati, che limitano le opportunità di acquisto nell'immediato. Ci preme sottolineare che Evergrande non sarà, a nostro avviso, la “Lehman” della Cina, poiché si prevede che Pechino farà *quasi* tutto quanto in suo potere per evitare una crisi sistemica. Ma qualche ricaduta è molto probabile. In effetti, per rimuovere il rischio morale, potrebbero essere necessari uno o due fallimenti aziendali di primo piano.

Inoltre, in una crisi ci sono sempre più interconnessioni di quanto si possa immaginare, che sia attraverso i fornitori o i canali di finanziamento. In un contesto di informative eterogenee, incertezze sull'ammontare del debito degli enti locali, prodotti di wealth management, esposizione degli sviluppatori e commercial paper, l'entità precisa e le specifiche variabili sono inaccessibili persino ex ante. Riteniamo probabile una ristrutturazione controllata e un ulteriore allentamento delle politiche monetarie e fiscali. Dopo tutto, gli eventi di Evergrande (come quelli che hanno riguardato in precedenza Huarong, Baoshang e HNA Group) non sono altro che l'ennesimo episodio in un processo pluriennale di deleveraging orchestrato dalla politica dopo il più grande boom del credito nominale della storia.

L'ultimo problema in Cina è la ridefinizione delle politiche economiche, in quanto la leadership cinese desidera passare da una crescita assoluta al bilanciamento della crescita con la sostenibilità e l'uguaglianza sociale.

Questa politica, denominata “prosperità comune”, sarà attuata con gradualità. Alcuni settori subiranno severe restrizioni, ma ciò non implicherà la fine dei mercati privati in Cina, in quanto troppo importanti per l’economia.

Tuttavia, il cambiamento avrà ripercussioni significative su alcuni settori come le big tech, il video-gaming e l’istruzione. Resta da capire quali saranno le implicazioni di questa nuova politica per il ruolo della Cina quale polo manifatturiero mondiale, se dovesse riuscire nell’obiettivo politico di aumentare ulteriormente i salari più bassi e incrementare la quota del lavoro nel reddito nazionale. Rileviamo che questo contribuisce agli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDG) 1, 2, 8 e soprattutto 10. In quanto gestori di investimenti sostenibili, applaudiamo l’ambizione ufficiale di perseguire la neutralità carbonica entro il 2060.

In ogni caso, la lotta al cambiamento climatico è diventata rapidamente un argomento importante nei mercati dei capitali. Secondo l’International Energy Agency, l’azzeramento delle emissioni nette richiederà investimenti per circa 5.000 miliardi di dollari all’anno. Alcuni economisti ritengono che questi grandi investimenti fornirebbero una via d’uscita dalla stagnazione secolare, dando impulso alla crescita e all’inflazione. Inoltre, a livello micro, vediamo che le politiche climatiche giocano un ruolo sempre più importante nelle strategie delle imprese.

La crisi causata dal Covid sembra essere passata, ma il virus potrebbe ancora pregiudicare la ripresa, magari attraverso ulteriori interruzioni delle filiere produttive.

Oltre al potenziale rallentamento in Cina, vi sono molte altre fonti di incertezza a livello globale. Innanzitutto, non siamo ancora usciti del tutto dalla pandemia di Covid-19. Gli esperti di previsioni non nutrono particolari apprensioni riguardo al virus, e l’opinione predominante è che torneremo alla normalità nel giro di tre mesi. Ma perché la variante Delta dovrebbe essere l’ultima mutazione del Covid in grado di incidere sull’economia? Quanto è accurata questa previsione? La crisi causata dal Covid sembra essere passata, ma il virus potrebbe ancora pregiudicare la ripresa, magari attraverso ulteriori interruzioni delle filiere produttive (nel qual caso le banche centrali continueranno a stimolare l’economia e i mercati del credito potrebbero non fare una piega).

L’offerta di lavoro è ancora più carente rispetto all’era pre-Covid, il che potrebbe favorire un aumento dei salari.

L’inflazione ha catalizzato di recente l’attenzione dei mercati ed è ampiamente discussa nell’[outlook trimestrale del team Global Macro](#). In questa sede ci preme sottolineare semplicemente che il dibattito sull’inflazione non sarà risolto nei prossimi mesi e provocherà di volta in volta discussioni accese. Ciò potrebbe causare una certa volatilità, dati gli evidenti rischi bidirezionali. Una metrica fondamentale da tenere d’occhio è l’inflazione dei salari, che potrebbe dare un’indicazione in merito alla persistenza dell’inflazione complessiva e di condizioni tese nei mercati del lavoro. Ciò vale sia per l’Europa che per gli Stati Uniti. Eventuali indicazioni di un’inflazione salariale più strutturale invierebbero alla Fed e alla BCE l’importante segnale che è giunto il momento di accelerare i piani di inasprimento monetario. D’altra parte, il ruolo di “imposta” sulla spesa giocato dagli alti prezzi dell’energia e i ricordi legati agli errori di politica economica commessi della BCE con i rialzi dei tassi nell’estate del 2008 e del 2011 – quando i prezzi del petrolio erano rispettivamente a 150 e 100 dollari – non sono certo svaniti.

Strettamente connessi al dibattito sull’inflazione sono i vincoli delle filiere produttive che affliggono molti settori. Le restrizioni hanno riguardato inizialmente i semiconduttori per l’industria automobilistica, ma ora si registrano carenze di molti altri input, come i container, i servizi per gli autotrasportatori, l’elettricità e persino le materie prime per i materassi. Ognuno di questi ha la sua spiegazione, ma il problema di fondo è che l’offerta è inferiore alla domanda. Di fronte al rincaro degli input, la maggior parte delle aziende è in grado di trasferire gli aumenti dei costi sui clienti, poiché la domanda è generalmente robusta. I nostri analisti settoriali confermano che la redditività delle imprese è solida, con un’adeguata protezione dei margini. Non è chiaro se il rialzo dei prezzi delle materie prime abbia raggiunto un picco, poiché riceviamo segnali contrastanti dai mercati delle commodity (legname in picchiata, gas alle stelle). È necessario seguire con attenzione questi sviluppi, poiché le oscillazioni dei prezzi degli input si traducono probabilmente in un maggiore rischio idiosincratico.

Valutazioni

I mercati degli spread hanno oscillato in un intervallo molto ristretto durante l’ultimo trimestre. Fa eccezione il segmento high yield cinese, dove i differenziali di rendimento si sono ampliati notevolmente sulla scia dei problemi di Evergrande e dei segni di debolezza dell’economia cinese. Sebbene vada ammesso che

l'adozione di un sottopeso sul beta sia stata una mossa prematura, conserviamo con fiducia questa posizione. Alla luce degli attuali livelli di spread, il costo di mantenere un modesto sottopeso sul beta è basso.

La ricerca di rendimento si è tradotta in mercati estremamente compressi, dove persino le obbligazioni di aziende in difficoltà hanno archiviato buoni risultati. Questo non è il contesto più propizio per un gestore bottom-up che investe secondo l'idea del "vincere evitando le perdite". Eppure, siamo rassicurati dalla convinzione che il nostro lavoro sul credito darà i suoi frutti quando i mercati faranno dietrofront e ricominceranno a distinguere tra vincitori e perdenti. Al contempo, la selezione dei titoli ha dato risultati soddisfacenti nella maggior parte dei portafogli.

Pur essendo concepibile che l'attuale contesto di spread ristretti possa perdurare, è nostro dovere fiduciario valutare anche i rischi di coda: ci sembra molto chiaro che al livello attuale i differenziali di rendimento non scontano alcuno di questi rischi, ossia non prevedono un margine di errore. Ci siamo già trovati in una situazione di questo genere, in cui gli spread sembravano destinati a restare per sempre contenuti, finché la musica non si è improvvisamente interrotta. Spesso è difficile individuare il fattore scatenante in anticipo, ma è facile trovarlo a posteriori. Per noi è sufficiente concludere che i mercati non offrono una remunerazione adeguata in un mondo pieno di potenziali fonti di turbolenza.

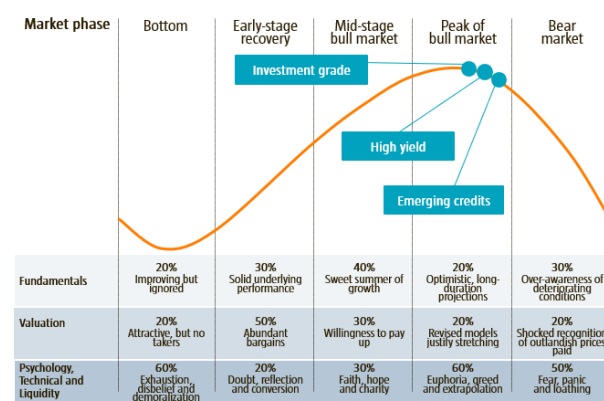
Permangono sempre opportunità su base relativa. Nel credito europeo, continuiamo a rilevare valore nelle istituzioni finanziarie. L'imponente supporto fiscale dell'UE ai paesi periferici ha ridotto il rischio sistemico, sostenendo le banche nazionali. Al tempo stesso, le banche dovrebbero godere di una protezione più efficace da un contesto potenzialmente più inflazionistico.

Nell'ambito delle obbligazioni corporate troviamo valore negli astri nascenti, dove l'innalzamento del rating a investment grade (IG) non è ancora pienamente riflesso nelle valutazioni. Puntiamo su questo tema sia nei portafogli IG che in quelli high yield.

fondamentali. Ci aspettiamo di scorgere ulteriori opportunità qualora gli spread in settori non correlati inizino ad aumentare sulla scia dell'epilogo del caso Evergrande. Detto questo, "vincere evitando le perdite" sarà una strategia importante anche in quest'ambito, poiché non è da escludersi in alcun modo un ulteriore aumento della volatilità. In questo contesto potrebbe essere premiante stare lontani dalle aziende perdenti.

Nella categoria high yield, il segmento con rating CCC è esageratamente costoso. Le quotazioni medie delle obbligazioni sono attualmente sopra la parità. Perché consideriamo i prezzi dei titoli per questa categoria? Il rischio di insolvenza per le emissioni CCC è molto alto (i tassi di default medi cumulativi a cinque anni sono vicini al 50%), per cui qualsiasi titolo obbligazionario presenta un rischio di ribasso sostanziale. Questo non è un problema, purché il mercato offra anche l'opportunità di un aumento dei prezzi delle obbligazioni che sopravvivono. Con i prezzi sopra la pari e le obbligazioni soggette alla possibilità di rimborso anticipato, quel potenziale di rialzo è assente. In altre parole, la convessità è molto negativa.

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



Fonte: Robeco, settembre 2021

“In questo contesto potrebbe essere premiante stare lontani dalle aziende perdenti”

Gli spread nei mercati emergenti si sono ampliati per un valido motivo. Qui ricerchiamo opportunità in emittenti i cui differenziali di rendimento sono aumentati in sintonia con gli altri, senza che ciò fosse giustificato dai

Quadro tecnico

Le politiche delle banche centrali sono da anni la forza propulsiva dei mercati del credito, facendo passare in secondo piano tutto il resto. Laddove i fondamentali hanno avuto un peso, ciò è accaduto in modo controintuitivo: quanto più sono peggiorati, tanto

migliori sono state le conseguenze per il credito, per via della risposta politica. Sarebbe del tutto comprensibile estrapolare queste recenti esperienze su un orizzonte perpetuo e supporre che le banche centrali continueranno a sostenerci. Abbiamo avuto di nuovo una discussione animata su cosa ricercare esattamente nei programmi di acquisto di asset delle autorità monetarie. Sono semplicemente le dimensioni dei bilanci degli istituti centrali (stock) che determinano l'andamento del mercato? Oppure è l'ammontare degli acquisti (flusso) che assume una maggiore importanza? O ancora, potrebbe essere la variazione di questo flusso il fattore più rilevante? Si potrebbe pensare che questa sia una discussione piuttosto teorica ma, alla luce delle valutazioni elevate e delle tante posizioni long nel credito, non è inconcepibile che anche un lieve mutamento delle politiche monetarie possa disturbare i mercati.

Indipendentemente dalla discussione su stock, flussi o variazioni di questi ultimi, dovremmo anche considerare l'effetto prodotto dall'annuncio dei cambiamenti di politica economica. I nostri colleghi del team Global Macro analizzano meticolosamente ogni dichiarazione della Fed e della BCE per trovare indizi di potenziali cambiamenti delle politiche. È evidente che la Fed è più avanti sulla via della normalizzazione, avendo già preparato le basi per la riduzione del quantitative easing ("tapering"). 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 per la quale la BCE possa interrompere gli acquisti per il 20% dell'offerta lorda di obbligazioni corporate europee.

Quindi, pur essendo molto chiaro che le banche centrali non cesseranno di comprare titoli obbligazionari nel prossimo futuro, continuiamo a credere che sia giustificato considerare questo un fattore tecnico neutrale anziché robusto. Il cambiamento di politica monetaria, ancorché marginale, è negativo. Stiamo passando da una fase caratterizzata da politiche estremamente accomodanti a politiche molto accomodanti.

Sebbene qualsiasi altro fattore tecnico sia messo in ombra dagli interventi della Fed e della BCE, crediamo che valga ancora la pena di considerare altri potenziali driver di mercato. Questo non da ultimo perché, come ha dimostrato lo shock iniziale causato dal Covid, se un evento negativo inatteso è abbastanza grande, gli spread possono comunque ampliarsi sensibilmente nel breve periodo, anche laddove il QE sia già attivo.

La debolezza dei mercati del credito asiatici non è sfociata finora in un contagio globale. Questo è alquanto sorprendente, data l'importanza dei flussi asiatici per i

mercati statunitensi ed europei, i collegamenti commerciali e l'enorme contributo della Cina alla crescita marginale del PIL globale. Con la vicenda Evergrande che si avvicina rapidamente al suo culmine, monitoriamo molto attentamente la potenziale trasmissione di rischi tramite interconnessioni impreviste. Abbiamo già parlato del boom del debito privato in Cina. La storia insegna che ci sono pochi esempi di boom insostenibili del debito privato che si sono conclusi senza intoppi. Il debito privato cinese si attesta su livelli elevati e, con Evergrande e Huarong, sono comparse crepe più grandi. I premi al rischio più alti associati al credito cinese sono giustificati e non dovremmo escludere una ricaduta in altre regioni.

In conclusione, il quadro tecnico non può più essere considerato robusto. È il cambiamento che ci preoccupa.

Posizionamento

Molto probabilmente, il mercato del credito fornirà al massimo un extra-rendimento cedolare: in altre parole, si prospetta un anno piatto o ribassista, [come avevamo previsto nel dicembre 2020](#). Restiamo convinti che sia meglio mantenere un posizionamento abbastanza prudente, anche se questo dovesse comportare una perdita di carry. Nel caso del credito, quasi tutti sembrano scommettere sul suo vigore, e in quanto investitori contrarian questo costituisce per noi un segnale di allerta. Questo è un mercato che non offre più una remunerazione per i rischi estremi, per cui diventa vulnerabile a sorprese negative.

Anche se a prima vista la posizione di beta di alcuni portafogli appare estremamente bassa in termini di punti di rischio (Duration Times Spread or "DTS"), i sottopesi non sono eccessivi. Un sottopeso di 100 punti di rischio in un contesto di spread ridotti si traduce in uno scostamento di beta molto più ampio di quello che si ottiene in uno scenario di spread elevati, a fronte di un identico contributo al tracking error.

Data la bassissima dispersione dei mercati, non conviene più assumere un'esposizione agli emittenti più rischiosi. Ciò nonostante, continuiamo a individuare opportunità nelle banche, negli astri nascenti 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, settembre 2021

Ringraziamenti:

Vorremmo ringraziare tutti coloro che hanno contribuito a questo outlook trimestrale con validi apporti e discussioni. Le opinioni di Rikkert Scholten, Martin van Vliet e Jamie Stuttard (Robeco), Robin Xing (Morgan Stanley), Matt King (Citigroup) e Michael Anderson (Citigroup) sono state prese 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. Il presente documento 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 condiviso 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 forniti a mero scopo orientativo. Il prezzo delle quote potrebbe subire oscillazioni e i risultati ottenuti in passato non rappresentano in alcun modo una garanzia 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, 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 costringerebbe 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 sui siti web Robeco.

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 156 512 659) ("RIAM BV"), 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 Brunei

Il Prospetto concerne uno schema di investimento collettivo privato non soggetto ad alcuna tipologia di regolamento interno da parte dell'Autorità Monetaria Brunei Darussalam ("Autorità"). Il Prospetto è destinato alla distribuzione unicamente in classi di investitori specifiche, come indicato alla sezione 20 del Securities Market Order, 2013, e deve essere pertanto consegnato o ritenuto attendibile da un cliente retail. L'Autorità non sarà responsabile della revisione o verifica di qualsiasi prospetto o altro documento in merito al presente schema di investimento collettivo. L'Autorità non ha approvato il Prospetto o qualsiasi altro documento associato né intrapreso alcuna misura volta a verificare le informazioni riportate nel Prospetto e non è responsabile del medesimo. Le unità a cui si riferisce il Prospetto possono essere illiquide o soggette a restrizioni alla rivendita. I potenziali acquirenti delle unità proposte dovranno svolgere la propria due diligence in merito alle unità.

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 Cile

Né Robeco né i Fondi 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 Cile, 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 è 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 Indonesia

Il Prospetto non costituisce un'offerta a vendere né un invito ad acquistare titoli in Indonesia.

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 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 Corea del Sud

La Società di gestione non effettua alcuna dichiarazione in merito all'idoneità dei destinatari del Prospetto ad acquisire le Azioni di cui al medesimo in ottemperanza alle leggi vigenti in Corea del Sud, inclusi, senza limitazione alcuna, il Foreign Exchange Transaction Act e i relativi Regolamenti. Le Azioni non sono state registrate in ottemperanza al Financial Investment Services and Capital Markets Act coreano e nessuna Azione può essere offerta, venduta o fornita, oppure offerta o venduta ad alcun soggetto a fini di ri-offerta o rivendita, direttamente o indirettamente, in Corea del Sud o ad alcun residente in Corea del Sud, fatto salvo laddove in conformità a leggi e regolamenti applicabili della Corea del Sud.

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 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., 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 (dei Fondi) possono essere ottenuti presso il rappresentante o tramite il sito web.

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Malaysia

Generalmente, l'offerta o la vendita di Azioni non sono consentite in Malaysia, fatto salvo laddove si applichi l'Esenzione da Riconoscimento o l'Esenzione da Prospetto: NON È STATA NÉ SARÀ INTRAPRESA ALCUNA AZIONE A FINI DI CONFORMITÀ ALLE LEGGI DELLA MALAYSIA VOLTA A RENDERE DISPONIBILE, OFFRIRE PER SOTTOSCRIZIONE O ACQUISTO, O EMETTERE ALCUN INVITO A SOTTOSCRIVERE O ACQUISTARE O VENDERE LE AZIONI IN MALAYSIA O A SOGGETTI IN MALAYSIA IN QUANTO L'EMITTENTE NON INTENDE RENDERE DISPONIBILI LE AZIONI NÉ ASSOGGETTARLE AD ALCUNA OFFERTA O INVITO A SOTTOSCRIVERE O ACQUISTARE, IN MALAYSIA. IL PRESENTE DOCUMENTO NÉ ALCUN DOCUMENTO O ALTRO MATERIALE RELATIVO ALLE AZIONI NON DOVRÀ ESSERE DISTRIBUITO, FATTO DISTRIBUIRE O CIRCOLARE IN MALAYSIA. NESSUN SOGGETTO DOVRÀ RENDERE DISPONIBILE NÉ PRODURRE ALCUN INVITO OD OFFERTA O INVITO A VENDERE O ACQUISTARE LE AZIONI IN MALAYSIA FATTO SALVO LADDOVE TALE SOGGETTO INTRAPRENDA LE AZIONI PREVISTE IN CONFORMITÀ ALLE LEGGI MALAYSIANE.

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 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 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, gli investitori dovranno 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 invocano 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 B.V., Sucursal en España con numero di identificazione W0032687F e con sede legale a Madrid in Calle Serrano 47-14⁹, 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 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 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 web.

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 in Thailandia

Il Prospetto non è stato approvato dalla Securities and Exchange Commission che declina qualsiasi responsabilità in merito ai contenuti del medesimo. Non sarà effettuata alcuna offerta pubblica per l'acquisto delle Azioni in Thailandia e il Prospetto è destinato a essere letto unicamente dal soggetto a cui è rivolto e non deve essere divulgato, rilasciato o mostrato al pubblico in generale.

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 uruguaiana 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 uruguaiana 16.774 del 27 settembre 1996, e suoi emendamenti successivi.