

RENDIMENTI ATTESI A 5 ANNI

# L'era della Confusione

SINTESI

2023  

---

2027

# Sintesi

## L'era della Confusione

Riservato  
ai clienti  
professionali

Intorno al 1720 Johann Sebastian Bach, probabilmente uno dei più grandi compositori di tutti i tempi, scrisse una complicatissima fuga in Si minore, servendosi di sole quattro voci e di tutti i dodici toni della scala cromatica: una scelta all'epoca senza precedenti. Poiché il tema copriva tutte le note dell'ottava, la fuga sembrava mancare completamente di armonia e fu stroncata da un critico suo contemporaneo, che la definì "confusa". Eppure la composizione di Bach si rivelò rivoluzionaria. Sfiando l'atonalità, suggerì un importante cambio di paradigma nel mondo della musica, destinato a compiersi solo due secoli più tardi, quando Arnold Schönberg si ispirò proprio a quel brano per comporre musica atonale e abbandonare il consolidato regno della musica tonale.

## SINTESI

La fuga di Bach riecheggia con forza sui mercati finanziari di oggi. Vista la molteplicità e la persistenza delle recenti turbolenze, il senso di disorientamento si riflette nell'estrema volatilità dei mercati obbligazionari, sulla scia dei più alti livelli di inflazione USA e della più bassa crescita cinese degli ultimi 40 anni. Proprio come le quattro voci distinte della fuga di Bach, quest'anno l'orchestra dei mercati finanziari si è affidata a quattro regimi diversi, con rapidi cambiamenti di stile. Da inizio anno, abbiamo assistito al rialzo del rendimento nominale dei Treasury (regime di propensione al rischio), al calo del rendimento dei Treasury associato alla crescita degli spread del credito (regime di avversione al rischio), al rialzo sia del rendimento dei Treasury che degli spread del credito (regime di QT) e al calo sia del rendimento dei Treasury che degli spread del credito (regime di QE).

L'outlook quinquennale dello scorso anno si intitolava "Gli anni Struggenti" e aveva come sottotitolo: "la situazione si sta scaldando". Purtroppo, a un anno di distanza dobbiamo concludere che la situazione ha raggiunto temperature da pentola a pressione, e non solo per colpa del riscaldamento globale. Nessuno aveva previsto una sanguinosa guerra in Europa, capace di scatenare una crisi energetica e alimentare, né un'inflazione in doppia cifra nelle economie sviluppate. Mentre il Covid sembra destinato a diventare endemico, tiene ancora in scacco la Cina, paese che più contribuisce alla crescita mondiale, ma che contemporaneamente si scontra con la crisi del settore immobiliare e con la siccità.

### L'era della confusione ruota intorno a molteplicità, persistenza e riflessività

A nostro avviso, siamo entrati nell'era della confusione. Confusione riconducibile alle numerose variabili che gli operatori di mercato sono costretti a gestire, con divergenze di opinione sempre maggiori tra gli analisti su temi fondamentali come l'efficacia della politica monetaria e fiscale, il cambiamento climatico, l'impatto di energia e prezzo degli alimenti, la traiettoria di crescita cinese, l'eccesso del debito, la zombificazione e la geopolitica. Questa accresciuta incertezza si riflette nella volatilità quasi doppia prevista dagli analisti in termini di utili globali a 12 mesi rispetto ai livelli pre-Covid. L'era della confusione che stiamo vivendo è determinata dalla molteplicità delle recenti turbolenze, nonché dalla loro persistenza e riflessività (la reazione che ne consegue). Noi percepiamo confusione o disorientamento soprattutto in tre ambiti: la scarsa conoscenza dell'inflazione, la svolta in termini di politica monetaria e il dibattito in corso sull'eventuale fine della Grande Moderazione.

### Capire quanto poco sappiamo dell'inflazione

C'è confusione soprattutto sull'origine dell'inflazione, in particolare nei circoli delle banche centrali.

Se ad inizio 2021 Powell aveva sostenuto che forse dovremmo "disimparare" il rapporto da manuale tra aggregati monetari, output e inflazione, altri ex banchieri centrali come Mervyn King hanno dissentito, affermando che la famosa frase di Friedman secondo cui "l'inflazione è sempre e comunque un fenomeno monetario" è ancora valida e che le banche centrali non avrebbero dovuto stampare altro denaro sulla scia della crisi legata al Covid. Come mostriamo nel capitolo 4, disimparare la teoria di Friedman ci pare poco saggio, anche se la velocità del denaro è ridotta.

Naturalmente, c'è confusione anche sulla traiettoria che l'inflazione seguirà in futuro. Le valutazioni fatte lo scorso anno dai banchieri centrali sulla sua natura "transitoria" si sono scontrate con la dura realtà. Powell ha dovuto ammettere che ora "capiamo meglio quanto poco sappiamo dell'inflazione". Nelle proprie stime, le banche centrali più importanti sono rimaste vittima dello stesso equivoco: limitandosi a indicare un target inflazionistico, hanno permesso ai propri modelli di basarsi sul presupposto che, nel lungo termine, l'inflazione sarebbe comunque scesa sotto il 2%. Così facendo, i banchieri centrali prima hanno colpito fortissimo la palla e poi, durante la fase di ripresa post-pandemica, l'hanno

mancata del tutto, ritrovandosi dietro la curva. In definitiva, se le aspettative inflazionistiche vanno alla deriva, c'è il rischio che a collassare non sia solo il cosiddetto "canale delle aspettative" di trasmissione monetaria, ma anche la loro credibilità di paladini anti-inflazione. Quest'anno i banchieri centrali l'hanno chiaramente riconosciuto, eliminando il termine "transitorio" dal loro vocabolario e avviando un rapido ciclo di inasprimento.

La nostra pubblicazione dello scorso anno avvertiva che "l'inflazione avrebbe potuto rivelarsi meno transitoria del previsto", ritenendo che l'incertezza macroeconomica, ai massimi storici dopo le turbolenze legate al Covid, implicasse un prolungato e più persistente periodo di riequilibrio economico. Rassicura il fatto che questo riequilibrio è già in corso e che le catene di fornitura sono meno sotto pressione, come dimostra il calo sia dei costi di trasporto, sia dei prezzi dei beni primari. Sul fronte della domanda, i consumi eccessivi registrati nel 2020/2021 si sono normalizzati. Il prezzo reale del petrolio è diminuito e, grazie ai maggiori effetti base del suo rallentamento anno su anno in termini di inflazione complessiva, i banchieri centrali dovrebbero avere vita un po' più facile.

Ma c'è un ostacolo. Gli effetti base dei prezzi dell'energia, che in questa fase avrebbero già dovuto far calare i dati IPC, sono stati assorbiti dalla riflessività<sup>1</sup>: con il cambiamento dei fattori che determinano il costo della vita, la reazione degli operatori economici è quella di chiedere forme di compensazione attraverso i salari o l'indicizzazione delle pensioni. La riflessività suggerisce che, passato il picco, il successivo processo di disinflazione potrebbe essere imprevedibile e non implicare necessariamente il rientro dell'inflazione nei target delle banche centrali. Anche se gli shock inflazionistici esogeni (cibo/energia) dovessero attenuarsi nel 2023, la risposta dei produttori e dei consumatori domestici creerà effetti endogeni, provocando la risalita delle fonti di inflazione domestica (servizi, affitti).

1. Termine introdotto nella disciplina economica da Soros nel suo libro "L'alchimia della finanza" (1987).

Pertanto, l'urgenza della disinflazione ancora non risolve la questione di dove arriverà l'inflazione nel medio termine. Dopo che la molteplicità e la persistenza degli shock subiti nel 2022 hanno colto di sorpresa i mercati finanziari, la riflessività potrebbe essere un nuovo elemento in grado di confondere ulteriormente le idee in materia di inflazione, in un contesto di maggiore potere contrattuale del lavoro rispetto al capitale. Pur ritenendo che gli standard di vischiosità dell'inflazione siano decisamente elevati e le recessioni, che presto o tardi prevediamo in entrambi gli scenari, altamente disinflazionistiche, un'asimmetria positiva nelle stime di distribuzione della frequenza dell'inflazione per le economie sviluppate è un tema chiave nel 2023-2027.

### Un cambiamento epocale della politica monetaria

Il secondo motivo per cui stiamo entrando nell'era della confusione è che la transizione dal QE al QT delle banche centrali sta favorendo un importante cambiamento di regime sui mercati finanziari. Questo perché, stando al premio per il rischio di inflazione, lo shock deflazionistico dell'ultima decade si è trasformato in shock inflazionistico, eliminando il bisogno di tassi di interesse artificialmente bassi e di misure espansive non convenzionali. In pratica, navighiamo in acque per lo più inesplorate. Abituati agli interventi della Fed e con la prospettiva di facili guadagni, i mercati hanno interpretato le cattive notizie macroeconomiche come buone notizie. Un'intera generazione di trader, e di algoritmi, è stata influenzata dalla crescita dei bilanci delle banche centrali come percentuale del PIL, fenomeno che ha causato la massiccia reflazione dei prezzi degli asset. Da notare che, nonostante la significativa compressione dei multipli osservata nell'ultimo anno, il rapporto standard tra prezzo e utili dell'S&P 500 è ancora superiore del 97% rispetto al primo QE annunciato dall'ex-presidente della Fed Bernanke nel novembre del 2018. Con il trend dell'espansione dei bilanci delle banche centrali che si appresta a invertire la rotta, è troppo facile presumere che il QT sarà speculare al QE e che, pertanto, sia già pienamente riflesso nei prezzi correnti. L'esperienza del periodo di QT più moderato

## SINTESI

avviato negli USA tra il 2017 e il 2019 ci ha già mostrato che l'impatto sulle condizioni di liquidità è asimmetrico al ribasso. In un mondo in cui il rischio di inflazione tende al rialzo, le brutte notizie sul fronte macroeconomico non possono che rimanere tali.

### Grande Moderazione, addio?

Terzo, la molteplicità, la persistenza e la conseguente riflessività dovuta ai recenti shock hanno innescato un acceso dibattito macroeconomico sull'eventualità che la Grande Moderazione sia giunta al termine. Se è vero che la confusione potrebbe essere indice di un imminente cambio di paradigma, in sé e per sé non è sufficiente. A nostro avviso, il futuro è diventato meno prevedibile e ci confermiamo agnostici rispetto a un cambio di regime nei prossimi cinque anni, anche se è evidente che la Grande Moderazione sarà contrassegnata da episodi di stagflazione.

Per poter affermare di essere di fronte a un cambio di paradigma servono prove concrete. Riteniamo che gli elementi raccolti finora non bastino a concludere di essere vicini al punto di svolta, in cui la riflessività provoca una spirale inflazionistica fuori controllo nelle economie sviluppate. Se l'inversione del trend demografico della Cina, paese che più contribuisce alla crescita mondiale, dovesse mostrare effetti deflazionistici dopo che il prolungato deleveraging imposto al vasto settore immobiliare ha affievolito l'aumento dei consumi, la Grande Moderazione potrebbe benissimo continuare. Se, invece, le banche centrali, oltremodo sensibili alla crescita, dovessero invertire prematuramente la rotta e interrompere il ciclo di inasprimento senza ridurre gli effetti dell'inflazione in concomitanza con la ripresa cinese, aumentano le probabilità di dover dire addio all'era della Grande Moderazione.

### I nostri scenari

Cosa dicono le nostre ipotesi di scenario? Nello scenario di base **"l'Hard landing che mitiga gli effetti dell'inflazione"**, prevediamo un'economia globale dalla ripresa incerta e lunga, dopo che la recessione USA del 2023 avrà raffreddato la domanda in misura sufficiente ad attenuare l'impatto dell'inflazione. Durante la prossima recessione, i tagli dei tassi della Fed avranno comunque un orientamento restrittivo, visto che l'inflazione dovrebbe rimanere in zona grigia (2,6% di media tra il 2023 e il 2027). Gli investimenti destinati al ripristino delle catene di fornitura generano resilienza, ma riducono l'efficienza. Tre motori storici (tassi di interesse reali bassi, livelli dei volumi di risparmio in eccesso e accessibilità degli immobili), che nelle economie dei mercati sviluppati sarebbero in grado di sostenere un aumento dei consumi superiore al trend per i cinque anni successivi, hanno iniziato a perdere colpi. Pertanto, per i prossimi cinque anni, abbiamo rivisto al ribasso la traiettoria di crescita annualizzata del PIL reale USA, passando dal 2,3% a un 1,75% inferiore al trend. In Cina, il peggioramento dei dati demografici rallenterà la crescita reale delle attività sotto il 5%.

Nel nostro scenario rialzista **"gli Anni Luminosi"**, vediamo la luce alla fine del tunnel in cui ci aveva relegato la molteplicità degli shock subiti di recente. Prevediamo che il PIL reale USA risalga a quota 3,75% nel 2024 e che il tasso geometrico annuo di crescita raggiunga un valore salutare e superiore al trend (2,75% per il periodo 2023-2027). Quanto sopra si basa sulla nostra convinzione che l'innovazione legata agli investimenti verdi e il boom di investimenti post-Covid inizieranno a incidere sui dati riferiti alla produttività. La recente approvazione dell'Inflation Reduction Act porterà alla ripresa ciclica degli investimenti verdi negli USA, mentre l'Europa si allontana dalla Russia, suo principale fornitore di energia, e diventa strategicamente indipendente grazie a terminali per l'importazione di GNL associati a contratti GNL di lungo termine. Al tempo stesso, l'iniziativa REPowerEU contribuisce agli obiettivi del pacchetto europeo Fit for 55. Nel 2023, la Cina otterrà l'immunità di gregge dal Covid e riuscirà a controllare la leva finanziaria del settore immobiliare, centrando il target di crescita annuale del PCC (5,5%).

## SINTESI

Nel nostro scenario ribassista, **“gli Anni Stagnanti”**, prevediamo che l'attuale ciclo di inasprimento globale e la conseguente recessione nel 2023 non bastino a scalzare l'inflazione dal piedistallo. In un simile scenario, la riflessività abbonda e una miriade di rischi effettivi si materializza sia sui mercati finanziari che per l'economia reale. Facendo eco alla Fed di Paul Volcker negli anni '80, ci vogliono due recessioni per domare l'inflazione. La Fed mostra una maggiore sensibilità alla crescita: conferma l'attuale ciclo di inasprimento e, nel periodo di recessione 2023-2024, taglia i tassi USA in misura maggiore rispetto al nostro scenario di base. La recessione, tuttavia, si allunga e la fiducia dei consumatori è più lenta a risalire che non negli altri scenari, a causa degli elevati livelli di inflazione percepiti.

Con il persistere dei problemi sul fronte dell'offerta in un contesto di maggiori tensioni geopolitiche, l'inflazione core accelera di nuovo e tocca il 4,75% entro il 2025. La Fed è molto preoccupata e avvia un ciclo di inasprimento aggressivo. Si verifica una nuova inversione delle curve dei rendimenti e una seconda, più profonda recessione si dispiega nel 2026/2027. Il tasso geometrico annuo di crescita del PIL a 5 anni è ai minimi storici, con il tasso di crescita del PIL USA pari solo allo 0,95% per il periodo 2023-2027. È assolutamente plausibile che, per i prossimi 5 anni, il contesto attuale produca scenari più estremi e divergenti, che vanno dalla deflazione dovuta all'hard landing a una situazione economica dove prende piede la psicologia dell'inflazione, segnando un punto di svolta in cui la spirale inflazionistica è fuori controllo. Eppure, per quanto plausibile, secondo noi la probabilità che il mondo prenda questa piega è remota e presenta equilibri altamente instabili.

### Rendimenti reali bassi o negativi, premi di rischio contenuti

Come può un investitore prevenire la deflazione nell'era della confusione? Valutando gli sviluppi attraverso la lente della molteplicità, della persistenza e della riflessività. La confusione sui mercati finanziari non è una novità e da sempre fa parte della vita quotidiana di chi investe, come dimostra il libro di La Vega *“Confusione delle confusioni”* (1688), sulla prima borsa mondiale inaugurata ad Amsterdam nel diciassettesimo secolo. La confusione crea opportunità per gli investitori attivi. Dal punto di vista dei mercati finanziari, quando arretrerà la marea di liquidità in eccesso che ha consentito facili guadagni, l'era della confusione potrebbe tranquillamente trasformarsi nell'era delle opportunità di alpha per gli investitori attivi più esperti.

Per i prossimi cinque anni, prevediamo che i rendimenti degli asset in euro si confermino al di sotto delle medie storiche di lungo termine, principalmente a fronte di un tasso steady-state esente da rischio inferiore e, in alcuni casi, di premi di rischio ridotti, commodity escluse. Per gli investitori che gestiscono portafogli internazionali operando in dollari USA, le prospettive sono più rosee; prevediamo infatti un apprezzamento delle altre valute rispetto al dollaro USA, con il rialzo del mercato del dollaro USA destinato ad esaurirsi nei prossimi cinque anni.

Abbiamo ridotto il rendimento atteso dell'azionario solo dello 0,25%, giungendo a un rendimento nominale totale del 4% per un portafoglio azionario dei mercati sviluppati in euro. Da settembre 2021, la forte crescita dei tassi di interesse nominale esenti da rischi ha determinato il rialzo dei rendimenti di molte classe di asset obbligatorie, in particolare per quanto riguarda i titoli di Stato dei paesi sviluppati con copertura in euro (+1,5%).

**Rendimenti previsti per il 2023-2027**

	Rendimenti annualizzati a 5 anni	
	EUR	USD
<b>Obbligazioni</b>		
Liquidità	1,00%	2,50%
Titoli di Stato domestici AAA	-0,50%	3,25%
Titoli di Stato globali dei paesi sviluppati (con copertura)	1,00%	2,50%
Debito pubblico dei paesi emergenti (in valuta locale)	2,75%	5,75%
Credito globale "investment grade" (con copertura)	1,75%	3,25%
Titoli corporate "high yield" globali (con copertura)	2,75%	4,25%
<b>Azionario</b>		
Azioni dei mercati sviluppati	4,00%	7,25%
Azioni dei mercati emergenti	5,25%	8,25%
Real estate	3,75%	6,75%
Materie prime	4,00%	7,00%
<b>Prezzi al consumo</b>		
Inflazione	2,25%	2,75%

Fonte: Robeco. Settembre 2022. Il valore degli investimenti può subire oscillazioni, e le performance previste non costituiscono garanzia di rendimenti futuri.

Rispetto allo scorso anno, sui mercati sviluppati l'assunzione di rischio azionario tende a essere remunerata meno del rischio obbligazionario. Dalla pubblicazione del primo numero dodici anni fa, è la prima volta che, per chi investe in euro sui mercati sviluppati, il nostro Expected Returns prevede un premio di rischio azionario inferiore all'excess return steady-state. Questo perché prevediamo un passaggio di livello nella volatilità dei consumi, che garantirà un premio di rischio azionario di medio termine più elevato rispetto a quanto riflesso dal mercato. Tuttavia, sul fronte del rendimento nominale assoluto, l'universo multi-asset tradizionale offre ancora poche alternative, con le sole commodity in grado di eguagliare i rendimenti dell'azionario per chi investe in euro.

La vera sfida è mantenere il potere di acquisto reale di un portafoglio diversificato a livello globale visto che, secondo noi, un portafoglio diversificato di azioni e obbligazioni ha un rendimento reale (ovvero rettificato in base all'inflazione) del 2,9% annuo, mentre l'inflazione supera il 4%. In altre parole, in termini di potere d'acquisto degli investitori, i periodi di inflazione sono un vero incubo. Se si esclude il nostro scenario rialzista, l'inflazione si aggira tra il 2,5% e il 5% per le economie sviluppate, creando evidenti difficoltà sul fronte della diversificazione del portafoglio, con il rapporto azioni/obbligazioni che, in una simile gamma di valori, tende a favorire i mercati sviluppati. Di conseguenza, la ricerca di asset alternativi a copertura del rischio azionario continua. A questo proposito, notiamo che le nostre stime per il mercato immobiliare non sono state riviste al ribasso, così come continuiamo a prevedere solidi rendimenti steady-state per le commodity, nonostante i dati da superciclo registrati nell'ultimo biennio.

L'ultima fuga in SI minore di Bach tratta da *Il Clavicembalo Ben Temperato* ha scosso il paradigma musicale del diciottesimo secolo, ispirando Beethoven, Mendelssohn e molti altri nei secoli successivi. Eppure, Bach non ha sovvertito del tutto le regole e, alla fine, il suo componimento è rimasto tonale. Analogamente, l'era delle confusione sfiderà e trasformerà le basi gettate dalla Grande Moderazione negli ultimi 40 anni, ma potrebbe non farle saltare del tutto. ●

# 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 forniti 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 utilizzato 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 contenuti nel prospetto. Il prospetto e il Documento contengono le informazioni chiave per gli investitori relativi ai Fondi Robeco sono disponibili gratuitamente su [www.robeco.com](http://www.robeco.com).

## 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 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.

© 11.2020 Robeco

