



Fundamental Equities Outlook Q1 2022

Ulteriore “gamification” o ritorno all’investimento fondamentale?

- Le condizioni monetarie ad inizio 2022 rimangono favorevoli ai mercati
- La crescita degli utili ha rallentato, ma nella maggior parte dei paesi non si sta fermando
- Preferiamo i mercati sviluppati a quelli emergenti

Prima Futu, poi WeBull e ora Longbridge. Tornando a casa in metropolitana la sera, rimango stupito dalle campagne pubblicitarie vistose e aggressive dei broker online nella stazione centrale di Hong Kong. Questo in un anno in cui il mercato locale ha archiviato una delle peggiori performance del mondo (Hang Seng Index -12%). Questi broker, però, offrono i loro servizi anche nel mercato statunitense, e Wall Street è andata a gonfie vele nel 2021. Gli indici azionari hanno chiuso in rialzo di quasi il 30%, dopo aver messo a segno una performance superiore al 20% nel 2020. La dimensione sociale (“chatta con i tuoi amici investitori”) gioca un ruolo importante nelle suddette campagne. Investire è divertente, redditizio e così facile!

Fundamental Equities Outlook Q1 2022
Riservato ai clienti professionali
Gennaio 2022

Team Robeco Fundamental Equity

È bello vedere tanti nuovi operatori con una ritrovata preferenza per la nostra asset class preferita: le azioni! La piattaforma Robinhood ha attratto un nuovo gruppo di investitori azionari azzerando le commissioni. Agli investitori azionari di lungo termine, pazienti e riflessivi, che effettuano operazioni infrequenti si sono aggiunti trader inesperti che ricercano una gratificazione immediata. È diventato semplicissimo acquistare azioni premendo un pulsante sul proprio telefono. Per molti un titolo azionario non è altro che un grafico che tende prevalentemente al rialzo, scelto dietro raccomandazione di un influencer. In caso di delusione, si può sempre disinvestire il giorno dopo, a costo zero. I nuovi trader hanno soldi e buone idee, ma è probabile anche che cedano al nervosismo quando la situazione si fa difficile.

Anche l'investimento azionario è diventato un gioco con pochi vincitori incontrastati, con gli USA e gli ETF che hanno rubato la scena. Dei quasi mille miliardi di dollari investiti in fondi azionari nel 2021, più del 70% è affluito nell'azionario statunitense. In effetti, le aziende USA sono le più abili nella gestione del capitale azionario, mentre nella maggior parte degli altri paesi è necessario gestire anche altri stakeholder.

La fiducia degli americani per il mercato azionario a lungo termine è elevata tanto quanto quella nutrita dai cinesi per gli investimenti immobiliari. Persino loro potrebbero iniziare a focalizzarsi maggiormente sui mercati azionari dopo che la vicenda Evergrande ha posto fine al rialzo dei prezzi del real estate in Cina. Anche gli investitori asiatici vogliono impiegare i propri capitali nelle società leader del mercato statunitense, che ora sono indicate con un acronimo ben noto ai fan più senior del Muppet Show: MANA-MANA (Microsoft, Apple, Nvidia, Alphabet, Meta, Amazon, Netflix e Adobe). Con un po' di Tesla a coronare il tutto.

Gli ETF hanno assorbito uno stupefacente 93% dei flussi verso i fondi azionari globali nel 2021. Si acquista un ETF come un paniere di azioni con un driver comune che appare interessante, ma non si sa esattamente cosa si acquista né a quale multiplo. Qui vogliamo difendere egoisticamente i fondi a gestione attiva, un ambito sul quale i portfolio manager di Robeco continueranno a fare ricerca fondamentale e ad assicurarsi che i titoli nei nostri portafogli presentino ancora valutazioni interessanti.

Vista l'abbondanza di liquidità, molti investitori "giocano" sui mercati. Questo denaro è stato fornito dalle stampanti delle principali banche centrali del mondo. Al contempo, i governi non sembrano più essere soggetti a rigorosi vincoli di bilancio, dato che hanno speso abbondantemente durante la pandemia di Covid-19 senza essere in alcun modo sanzionati dai "bond vigilantes". Molto probabilmente una parte di quel "sostegno di emergenza" è finita nei mercati azionari. La tabella in basso mostra la crescita registrata dall'offerta di moneta globale dalla fine del 2019.

Tabella 1 | Offerta di moneta (M2) in migliaia di miliardi di valuta locale

	Fine 2019	Ultimo dato (novembre 2021)	Crescita della moneta	M2 in % del PIL
USA	USD 15,3	USD 21,4	+40%	102%
Eurozona	EUR 12,4	EUR 14,6	+18%	108%
Cina	CNY 199	CNY 236	+19%	252%
Giappone	JPY 1.041	JPY 1.176	+13%	206%

Fonte: Bloomberg.

Non c'è da stupirsi che alcune persone considerino oggi le principali valute del mondo come i soldi del Monopoli o di Topolino, vista la grande quantità in circolazione. Molti di questi scettici si sono rivolti ai mercati delle criptovalute in cerca di protezione. Qui l'offerta è limitata dal modo in cui è concepita ciascuna valuta, ma non c'è limite al numero di criptovalute che potrebbero in definitiva essere create. Queste ultime sono chiaramente diventate mainstream nel 2021. Guardando eventi sportivi come gli Europei di calcio o la Formula Uno, mi era impossibile ignorare gli spot pubblicitari sulle criptovalute. La capitalizzazione di mercato complessiva di queste valute non è più insignificante – è prossima ormai a 2.300 miliardi di dollari – ma è ancora inferiore a quella di Apple, la più grande società quotata al mondo, che vale 2.900 miliardi di dollari.

Un'ulteriore tendenza alla "gamification" si riscontra nel mercato relativamente giovane delle SPAC (special purpose acquisition companies), poiché molte delle operazioni effettuate da queste società sono sponsorizzate da personaggi famosi. Si può acquistare una SPAC dalla propria star dello sport preferita, da un idolo musicale o persino dall'"icona dell'immobiliare" Donald Trump. In questo modo le persone ricche e famose possono letteralmente monetizzare i loro fan club.

Come se non bastasse, abbiamo ora il Metaverso più grande del mondo. È un gioco? È realtà? Gli investitori stanno cercando di decifrare le implicazioni e di individuare i potenziali beneficiari di questa tendenza. Deve trattarsi di uno sviluppo importante, visto che Facebook ha persino cambiato il suo nome in Meta. È difficile immaginare un futuro in cui tutti abbiano una seconda vita in un'economia parallela online, ma vale la pena di rivedere Ready Player One, il film di Spielberg del 2018, o semplicemente di parlare con gli adolescenti. Giochi, giochi e ancora giochi, questo è sicuro!

Le banche centrali sono consapevoli di aver probabilmente predisposto stimoli in eccesso, vista la crescente inflazione in molte aree. Nel primo trimestre assisteremo probabilmente alla predisposizione di misure restrittive finalizzate a normalizzare le politiche monetarie. Secondo le ultime previsioni, la Federal Reserve (Fed) dovrebbe effettuare il primo rialzo dei tassi nel marzo 2022, con altri rialzi pianificati durante il resto dell'anno. Storicamente l'inizio di un ciclo di inasprimento negli USA crea un contesto difficile per la performance dei [mercati emergenti](#). Il recente rialzo del dollaro USA contribuisce a stemperare le nostre prospettive per l'universo emergente. Le nostre prospettive per i mercati sviluppati si confermano ottimistiche. Mentre le imprese già forti continuano a rafforzarsi, le aspettative di utile sono ancora suscettibili di essere superate.

Sia nei mercati sviluppati che in quelli emergenti, la prospettive per gli utili societari rimangono favorevoli. Il 2021 è stato un anno eccezionale, ma ci aspettiamo una discreta crescita anche nel 2022. Qui c'è un altro elemento che favorisce l'emergere di vincitori incontrastati, poiché le grandi imprese quotate in borsa sono generalmente molto meno penalizzate dalla pandemia rispetto alle aziende più piccole, in particolare quelle del settore dei servizi.

Come sarà il 2022? Si prospettano ancora giochi e divertimento per chi opera sui mercati, o un ritorno all'investimento vecchio stile? All'inizio vedremo senz'altro altri giochi, dato che a febbraio si terrà a Pechino la 24a edizione delle Olimpiadi invernali. Gli investitori si domandano se le azioni cinesi possano riprendere quota dopo che i listini offshore sono stati duramente colpiti dalla regolamentazione e il fiorente settore immobiliare è stato drasticamente ridimensionato nel 2021. Un flusso straordinario di 50 miliardi di dollari ha continuato a riversarsi in questo mercato a dispetto della sua sottoperformance, il che è un fatto alquanto raro nei mercati trainati dal momentum. Per adesso manteniamo un assetto abbastanza prudente, ma l'unico paese con tassi reali discretamente elevati ha quanto meno i margini per sostenere l'economia tramite tagli dei tassi.

In definitiva, è probabile che in un contesto di restrizione monetaria l'analisi fondamentale abbia la meglio sui *meme stock* interessati dalla "gamification". Nel primo trimestre potremmo ancora osservare gli strascichi di un rally generalizzato, ma nel 2022 la probabilità di un contesto di mercato più selettivo è destinata ad aumentare.

Vi invitiamo a leggere le opinioni dettagliate dei nostri investitori fondamentali nelle sezioni che seguono.

Arnout van Rijn
CIO Asia-Pacific Equities

Indice

Azioni dei mercati sviluppati Un’eccellente performance su tre anni con ulteriore resilienza all’orizzonte	5
Azioni dei mercati emergenti L’universo emergente ha sferrato un attacco preventivo all’inflazione	10

Azioni dei mercati sviluppati | Un'eccellente performance su tre anni con ulteriore resilienza all'orizzonte

- Gli aumenti dei tassi della Fed storicamente non segnalano la fine di un mercato rialzista
- Prospettive favorevoli sostenute dalla robusta domanda dei consumatori
- I buyback di azioni hanno toccato livelli record negli Stati Uniti; gli investitori al dettaglio continuano ad acquistare sui ribassi
- La crescita degli utili è ancora sostenuta, ma Omicron pone qualche rischio

Sintesi dei cinque fattori

Fattori	Punteggio
Macro	=
Utili	+
Valutazione	=
Quadro tecnico	+
Sentiment	=
Totale	+

Fonte: Team Robeco Global Equities.

Manteniamo prospettive di lungo termine positive sulle azioni dei mercati sviluppati. Nell'ultimo trimestre del 2021 abbiamo rivisto al ribasso il nostro fattore macro da positivo a neutrale, poiché la Fed ha annunciato un'accelerazione del tapering dei suoi acquisti obbligazionari. Inoltre, il Summary of Economic Projections della banca centrale segnala ulteriori aumenti dei tassi per il 2023 e il 2024, oltre ai tre previsti nel 2022.

Stiamo attenti a scorgere eventuali indicazioni di un potenziale errore di politica monetaria – che ancora non vediamo – e nutriamo qualche apprensione riguardo al rischio di inflazione. L'inflazione record (tasso core del 6,9% negli Stati Uniti) potrebbe sfociare in future tensioni finanziarie.

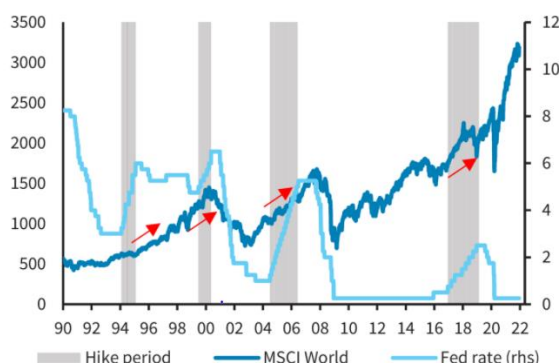
Tuttavia, le condizioni globali di liquidità sono ancora espansive e le principali banche centrali mondiali rimangono nel complesso accomodanti, anche se alcune hanno iniziato ad aumentare i tassi; la Bank of England (BoE), in particolare, è stato il primo grande istituto di emissione ad avviare il rialzo dei tassi prima della fine del 2021, seguita dalla banca centrale norvegese. Anche altre banche centrali potrebbero dover ripensare la loro politica visti i dati sull'inflazione. A metà dicembre la Banca centrale europea (BCE) ha annunciato che avrebbe gradualmente eliminato il programma di acquisto per l'emergenza

pandemica (PEPP), potenziando al contempo altre misure di stimolo per continuare a sostenere la ripresa dei 19 paesi membri dell'Eurozona.

Queste misure, insieme alla svolta restrittiva della Fed, indicano che orientamenti relativamente confusi sono stati sostituiti da una guidance piuttosto chiara. L'incertezza sulle intenzioni di inasprimento della Fed e di altre banche centrali è stata sostituita dalla speranza che i rialzi dei tassi contribuiscano a frenare l'inflazione senza ostacolare la crescita. Gli aumenti dei tassi e il ritmo dell'espansione economica sono ora le variabili chiave per decifrare la futura direzione dei mercati.

Ci preme notare che nei cicli economici passati l'innalzamento dei tassi non ha necessariamente posto fine alle fasi rialziste. Negli Stati Uniti, ad esempio, si sono registrati quattro grandi cicli di inasprimento monetario negli ultimi 30 anni, e tutti tranne uno sono stati accompagnati da un continuo rally delle azioni nel medio termine.

Figura 1 | I passati cicli di inasprimento della Fed non hanno di solito posto fine alle fasi rialziste; anzi, i mercati hanno dato prova di resilienza



Fonte: Bloomberg, DataStream, Barclays Research, Robeco. Dicembre 2021.

Manteniamo il nostro fattore macro a livello neutrale, poiché le previsioni di consenso sul PIL per i mercati sviluppati (4,4%) nel suo complesso e per le sue diverse regioni (Stati Uniti, 3,9%; Eurozona: 4,2%; Giappone: 2,9%) continuano a sostenere una robusta prospettiva economica. La solidità dei consumi, specialmente negli Stati Uniti e in Europa, è un fattore chiave per il nostro outlook favorevole. Ciò è alimentato in parte da una riserva di liquidità di 2.500 miliardi di dollari accumulata nei bilanci delle famiglie statunitensi. Ad esempio, nella settimana prima di Natale, una delle più grandi aziende di abbigliamento sportivo del mondo ha annunciato una serie di nuovi record di vendita, evidenziando la robusta domanda dei consumatori che è una caratteristica chiave delle prospettive attuali. L'annuncio si basava sulle vendite al dettaglio anteriori al mese di dicembre, ma anche quelle relative al periodo natalizio appaiono robuste.

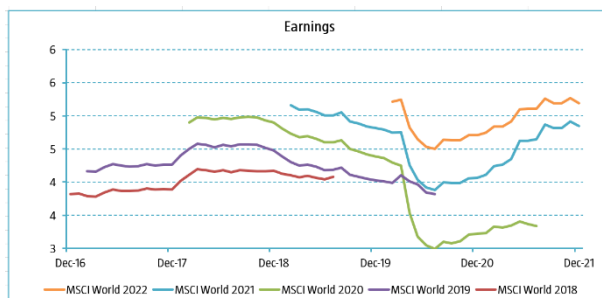
La crescita economica e la crescita degli utili evidenzieranno probabilmente un rallentamento dopo la ripresa post-pandemia. Restiamo comunque ottimisti sull'andamento degli utili. Un altro fattore di preoccupazione sarà l'inflazione (Figura 7), dopo una relazione ISM sui servizi da record negli Stati Uniti, la più rapida crescita del PIL nominale statunitense dagli anni '50 nonché le dichiarazioni sempre più intransigenti dei funzionari della Fed. In futuro, le sorprese sull'inflazione e la politica monetaria saranno a nostro avviso più importanti delle valutazioni e della crescita.

Intanto, negli Stati Uniti la diffusione della variante Omicron del coronavirus ha spinto i tassi di contagio giornalieri al di sopra dei livelli generati dalla variante Delta durante l'estate, e potrebbe fare lo stesso altrove. Cominciamo a vedere anche le prime indicazioni di un impatto negativo sui servizi della stagione natalizia. A dicembre la stima flash del PMI dei servizi è scesa a quota 48,4, il livello più basso degli ultimi 10 mesi, dopo essersi attestata a 52,7 punti il mese precedente. Anche in Germania e nel Regno Unito i PMI dei servizi hanno subito un brusco calo. Omicron può causare ulteriori sconvolgimenti nei mercati dei beni e dei servizi, compresi i viaggi aerei, per via dell'isolamento di consumatori e lavoratori.

Gli utili globali rimangono solidi

All'inizio di quest'anno abbiamo espresso il timore che gli utili potessero toccare un picco nel 2021, dopo il forte rimbalzo visto in seguito alla pandemia. Tutti i segnali degli ultimi mesi dell'anno suggeriscono tuttavia che gli utili non hanno perso slancio, anche se non si avvicinano all'impennata senza precedenti del 2021, che ha prodotto profitti superiori al 45% e prossimi al 60% rispettivamente negli Stati Uniti e in Europa. Prevediamo un andamento sostenuto degli utili nel 2022, malgrado il difficile paragone con i profitti record del 2021. Secondo le aspettative di consensus, nel 2022 le imprese dell'indice S&P 500 dovrebbero registrare una crescita degli utili del 9-10% circa negli Stati Uniti e del 6-7% circa in Europa.

Figura 2 | Le aspettative di crescita degli utili mondiali per il 2022 sono resilienti e superiori ai livelli pre-pandemia

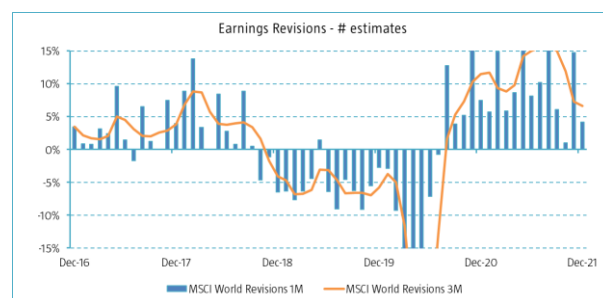


Fonte: IBES, MSCI, Robeco, dicembre 2021.

Negli Stati Uniti, nel 2022, dieci settori su undici dovrebbero archiviare una crescita degli utili anno su anno.

L'unico settore per cui non si prevede un aumento dei profitti, quello finanziario, nel 2021 ha beneficiato dalla liberazione di riserve speciali che hanno dato impulso agli utili. Tuttavia, il settore è già stato interessato da una serie di upgrade da parte degli analisti intorno a fine anno sulla scia del cambiamento della politica della Fed, che supporta gli utili bancari. Non siamo quindi preoccupati e riteniamo che questa potrebbe effettivamente essere un'opportunità per trovare valore nel settore. Ci aspettiamo una sovraperformance del comparto delle grandi banche con l'inizio dei rialzi dei tassi da parte della Fed, nonostante le previsioni di utili meno incoraggianti.

Figura 3 | Le revisioni delle stime sugli utili nei mercati sviluppati rimangono robuste



Fonte: IBES, MSCI, Robeco, dicembre 2021.

Questi upgrade sono soggetti ad alcuni rischi, in particolare a causa dell'aumento dei prezzi delle materie prime e delle continue interruzioni delle catene di approvvigionamento. I multipli di valutazione hanno infatti subito una lieve riduzione, il che è positivo, poiché la crescita degli utili ha superato l'aumento dei prezzi negli ultimi mesi. L'ultima stagione delle trimestrali del 2021, che inizia in gennaio, in particolare i commenti dei team manageriali sulle prospettive delle imprese, saranno catalizzatori chiave da osservare per eventuali segni di rallentamento degli utili nel 2022.

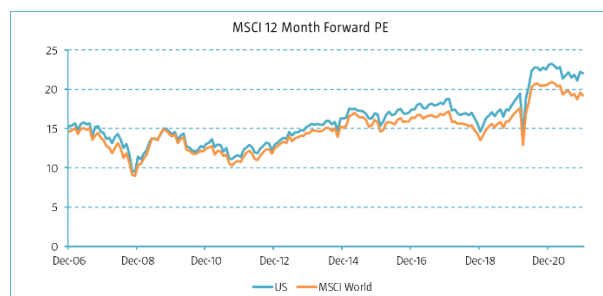
L'impatto positivo sulle valutazioni è stato accentuato dal vigore della ripresa post-pandemia

Un aspetto saliente del 2021 è stato il vigore della ripresa economica, che abbinato alla politica monetaria accomodante e al volume record di riacquisti di azioni ha dato un impulso significativo agli utili trimestrali. Questo contesto ha sostenuto le valutazioni azionarie. Globalmente i multipli sui price/earnings (P/E) rimangono elevati. Ad esempio, il P/E prospettico dell'indice S&P 500 è attualmente vicino a 22x, anche a causa della crescita vertiginosa (a doppia cifra) degli utili negli ultimi sei trimestri. La crescita degli utili anno su anno per le imprese dell'indice S&P 500 e per la maggior parte degli indici europei ha superato il 50% e 60% rispettivamente nel 2021.

La crescita globale del PIL reale del 6,0% registrata nel 2021 è stata la più elevata dal 1973 e ha riportato l'attività economica al di sopra dei livelli di recessione pre-Covid-19.

Anche se rimangono superiori alle rispettive medie a cinque e dieci anni, quest'anno le valutazioni azionarie sono diminuite, sulla scia della robusta crescita degli utili, e sulla base del solo P/E, il 2022 appare migliore del 2021. Tuttavia, la storia insegna che i P/E elevati tendono a scendere con l'aumento dei rendimenti, anche se alcuni settori, tra cui finanza, energia e industria, tendono a beneficiare di un rialzo dei rendimenti. Rimaniamo pertanto neutrali sulle valutazioni.

Figura 4 | Valutazioni assolute negli Stati Uniti e nei mercati sviluppati



Fonte: IBES, MSCI, Robeco, dicembre 2021.

Come osservato, in tutti mercati sviluppati le valutazioni azionarie sono elevate (Figura 4), almeno da una prospettiva storica, ma neutrali se considerate alla luce dei tassi attuali. Vediamo che l'indice MSCI World è scambiato a circa 19,2 volte gli utili a 12 mesi. Nel frattempo, il mercato statunitense, che è chiaramente più orientato alla tecnologia e ai servizi, viene scambiato a quasi 22,0 volte gli utili futuri. Ciò riflette l'attuale contesto inflazionistico, così come lo stimolo record immesso nell'economia globale durante la pandemia. I capitali continuano a fluire verso le azioni, che rimangono relativamente appetibili rispetto al credito ed ai titoli di Stato, poiché si prevede un aumento dei tassi da livelli storicamente bassi.

Le aziende segnalano che le azioni hanno valutazioni eque

I team manageriali delle imprese confermano che le azioni presentano valutazioni eque. Ciò è evidenziato dal fatto che le società statunitensi hanno speso cifre record per buyback di azioni nel terzo trimestre del 2021; in testa troviamo il settore dell'informatica, che ha effettuato buyback per 66 miliardi di dollari. Questa tendenza è parsa proseguire nell'ultimo trimestre.

I riacquisti di azioni, insieme alle basse scorte aziendali, sostengono in questo momento le valutazioni, ma con il proseguimento della ripresa post-Covid potremmo assistere a una continua contrazione delle valutazioni, che depone anche a favore di una rotazione verso settori e titoli di maggiore qualità. Crediamo che il posizionamento debba rimanere orientato a buoni fondamentali, in particolare società altamente redditizie con forti flussi di cassa.

Il pessimismo sulle small cap globali è esagerato rispetto alle large cap

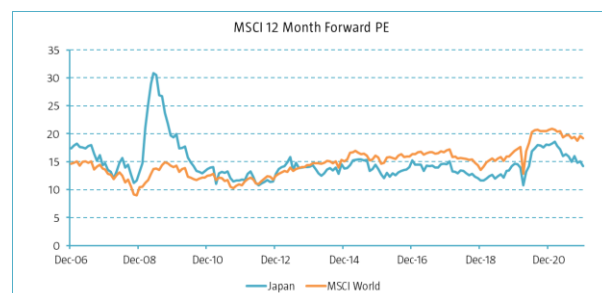
L'analisi tecnica rimane nel complesso favorevole ai mercati sviluppati. Consideriamo il quadro tecnico un fattore positivo. In base ai soli indicatori tecnici, le prospettive dei mercati sviluppati rimangono migliori di quelle dei mercati emergenti. Nonostante l'indice S&P 500 abbia toccato 70 nuovi massimi nel 2021, gli indicatori del sentiment di mercato non sono nel complesso eccessivamente ottimisti o pessimisti in questo primo scorcio del nuovo anno. Le small cap a livello globale hanno sottoperformato e sembrano destinate a sostenere i mercati nel 2022. A dicembre gli indicatori di sentiment che monitoriamo suggerivano un rendimento a cifra singola media per l'indice MSCI World nel 2022.

A livello mondiale, al di fuori degli Stati Uniti, preferiamo le azioni europee a quelle giapponesi

Le prospettive per il Giappone non sembrano entusiasmanti. Vediamo opportunità più favorevoli negli Stati Uniti e in Europa rispetto al Giappone. Dal 2000 l'analisi storica mostra che l'Eurozona tende a sovraperformare il Giappone quando i rendimenti obbligazionari statunitensi salgono, anche se le azioni giapponesi continuano ad essere scambiate a livelli valutativi relativamente contenuti (Figura 5) e le imprese nipponiche hanno migliorato la loro redditività negli ultimi anni tramite disciplina nella gestione del capitale, miglioramento dell'efficienza e politiche più favorevoli agli azionisti.

Nel complesso, le azioni giapponesi hanno migliorato la loro redditività misurata dal ROE negli ultimi 20 anni. Giudichiamo quindi positivamente questa tendenza. Tuttavia, non vediamo un catalizzatore che possa permettere al Giappone di sovraperformare gli Stati Uniti e l'Europa nel 2022. Continueremo a cercare aziende di alta qualità in Giappone, in attesa di una svolta nella performance del mercato azionario, dove i flussi cumulativi dei titoli nazionali hanno chiuso il 2021 su un minimo decennale.

Figura 5 | Le azioni giapponesi sono sottovalutate rispetto a quelle di altri mercati



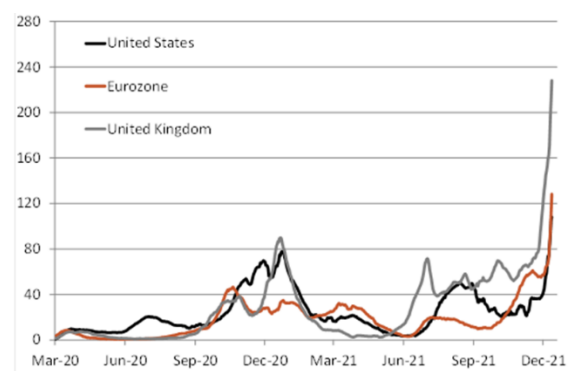
Fonte: IBES, MSCI, Robeco, dicembre 2021.

Principali rischi per le nostre prospettive

Il principale rischio al ribasso per le nostre prospettive su utili e valutazioni è rappresentato da Omicron. Benché i primi dati sembrano indicare che Omicron causa meno complicazioni mediche ed è meno letale delle varianti precedenti del coronavirus, dobbiamo riconoscere che questo nuovo ceppo costituisce il rischio principale all'inizio del 2022. Stiamo anche monitorando il grande aumento delle vaccinazioni nella maggior parte dei mercati sviluppati (soprattutto attraverso le dosi booster).

Regno Unito, Germania, Francia e Austria sono tra i paesi che somministrano ogni giorno il richiamo a più dell'1% della rispettiva popolazione, il che dovrebbe contribuire a ridurre il rischio. Tuttavia, alcuni paesi europei insieme ad alcuni Stati americani stanno inasprendo le restrizioni, e questo potrebbe creare strozzature lungo le filiere produttive, ridurre le prospettive di crescita del PIL o intaccare la fiducia dei consumatori.

Figura 6 | Contagi giornalieri per 100.000 persone: impennata nel Regno Unito, seguito da Stati Uniti ed Europa



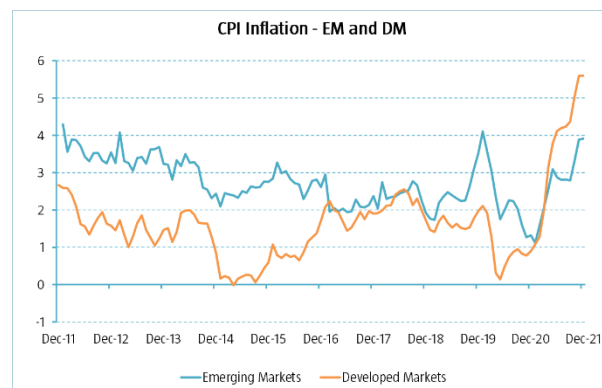
Fonte: Johns Hopkins University, Berenberg, dicembre 2021.
Nota: contagi registrati, media mobile a sette giorni.

La crescita economica e la crescita degli utili evidenzieranno probabilmente un rallentamento dopo la ripresa post-pandemia, ma rimaniamo ottimisti. L'inflazione rimane un altro fattore di preoccupazione, sulla scia di livelli record per i servizi evidenziati dal report ISM negli Stati Uniti, la più rapida crescita del PIL nominale statunitense dagli anni '50 nonché le dichiarazioni sempre più intransigenti dei funzionari della Fed. In futuro, le sorprese sull'inflazione e la politica della banca centrale saranno più importanti delle valutazioni e della crescita, a nostro avviso.

Intanto, negli Stati Uniti la diffusione della variante Omicron del coronavirus ha spinto i tassi di contagio giornalieri al di sopra dei livelli generati dalla variante Delta durante l'estate, e potrebbe fare lo stesso altrove. Cominciamo a vedere anche le prime indicazioni di un impatto negativo sui servizi della stagione natalizia; a dicembre la stima flash del PMI dei servizi è scesa a quota 48,4, il livello più basso degli ultimi 10 mesi, dopo essersi attestata a 52,7 punti il mese precedente. Anche in Germania e nel Regno Unito i PMI dei servizi hanno subito una brusca diminuzione. Omicron può causare ulteriori

sconvolgimenti nei mercati dei beni e servizi per via dell'isolamento di consumatori e lavoratori, ripercuotendosi anche sui viaggi aerei, che sono stati gravemente colpiti nel periodo natalizio.

Figura 7 | Inflazione nei mercati emergenti e sviluppati



Fonte: IBES, MSCI, Robeco, dicembre 2021.

Le nostre prospettive a breve termine per le azioni dei mercati sviluppati sono ora più prudenti rispetto al primo semestre 2021, quando la ripresa post-pandemia era molto sostenuta. A parte Omicron, l'indicatore chiave da monitorare è quello delle pressioni inflazionistiche evidenziate nei recenti risultati aziendali (Figura 7). I dati sull'inflazione sono ancora sorprendentemente elevati. Questo provoca un braccio di ferro tra le forti pressioni inflazionistiche e le banche centrali più intransigenti (insieme all'incertezza di Omicron), che può creare un contesto destabilizzante. Continuiamo a credere che la maggior parte delle banche centrali sia disposta ad accettare uno sfioramento degli obiettivi d'inflazione, poiché non intendono pregiudicare la fragile ripresa economica a fronte della recrudescenza della pandemia.

Conseguenze per il posizionamento di portafoglio

Nell'ultimo trimestre, nei nostri portafogli azionari globali, siamo passati da una posizione leggermente sottopesata a un sovrappeso sulle azioni europee, mentre continuiamo a sovrappesare leggermente i mercati nordamericani. Manteniamo anche un sottopeso sulla regione Asia-Pacifico e sul Giappone. Focalizziamo i portafogli su quelli che consideriamo settori e titoli di alta qualità, che a nostro avviso possono offrire una valida performance a fronte di un'inflazione superiore alla media. Quest'anno l'inflazione potrebbe decelerare, ma abbiamo posizionato i portafogli azionari globali in modo da tener conto della sua presenza, dato che le pressioni sui costi rimarranno superiori ai livelli del Covid-19 e alle loro medie a lungo termine.

Continuiamo a individuare società di alta qualità nei settori che privilegiamo, come sanità, tecnologia e materiali. Preferiamo ancora questi ultimi ai settori di tipo obbligazionario, come utility e beni di prima necessità. Durante lo scorso trimestre abbiamo continuato a effettuare prese di profitto su alcune società informatiche

particolarmente brillanti e abbiamo aumentato l'esposizione al settore finanziario. Restiamo alla ricerca di aziende con un profilo di sostenibilità buono o in miglioramento, che abbiano anche un buon track record di redditività sul capitale investito di lungo termine e che abbiano una valutazione decente sulla base dei free cash flow.

Azioni dei mercati emergenti | Il mondo emergente ha sferrato un attacco preventivo all'inflazione

- La cautela menzionata nello scorso trimestre rimane valida, con Omicron che si aggiunge al gruppo di fattori di rischio
- Punti chiave per il 2022:
 - L'inflazione a livello globale si rivelerà probabilmente transitoria
 - La ripresa economica e la stretta monetaria sono potenziali catalizzatori per le asset class di tipo "value", come le azioni dei mercati emergenti

Sintesi dei cinque fattori

Fattori	Punteggio
Macro	=
Utili	=
Valutazione	+
Quadro tecnico	-
Sentiment	=
Totale	=

Fonte: Team Robeco Emerging Markets

Manteniamo il nostro posizionamento neutrale sui mercati emergenti, poiché ravvisiamo valutazioni molto appetibili da un lato e un profilo tecnico meno promettente dall'altro. Il rimbalzo economico degli ultimi trimestri si è tradotto in una solida performance degli utili in tutti i mercati. Questo sostanziale fattore d'impulso ha ormai esercitato quasi tutti i suoi effetti su ricavi e utili delle imprese.

Le revisioni delle stime sugli utili nei mercati emergenti sono ora più deboli che in quelli sviluppati. Il rapporto tra revisioni al rialzo e al ribasso delle stime sugli utili è recentemente diminuito, ma rimane superiore a 1,0. Manteniamo quindi la nostra posizione neutrale sulla crescita degli utili dei mercati emergenti rispetto ai loro omologhi sviluppati.

L'unico fattore negativo nella nostra valutazione è quello tecnico. I mercati emergenti hanno accumulato un considerevole ritardo rispetto a quelli sviluppati negli ultimi mesi, il che ha causato un ulteriore deterioramento del loro profilo tecnico.

Come mostra la tabella in alto, il fattore valutazione rimane positivo, avendo assunto un'importanza ancora maggiore nell'ultimo trimestre. Il fattore sentiment si conferma neutrale, grazie a un afflusso senza precedenti di

investimenti nei mercati emergenti, per un totale di oltre 150 miliardi di dollari da ottobre 2020.

Ci aspettiamo che i flussi continuino, ma ad un ritmo più lento rispetto ai trimestri precedenti. Il sentiment costruttivo dovrebbe persistere, poiché gli investitori sono sempre più alla ricerca di proposte di valore che beneficeranno di una riapertura dell'economia globale. I mercati si trovano ad affrontare fattori avversi che sono, però, ben segnalati.

Nell'ultimo outlook trimestrale abbiamo menzionato i timori sul credito suscitati dal settore immobiliare cinese e il suo potenziale contagio all'economia più ampia quale principale fattore avverso per i mercati emergenti. Anche se lo sviluppatore immobiliare Evergrande non è andato ufficialmente in default, la sua vicenda continua a pesare sui mercati finanziari. L'imminente processo di tapering negli Stati Uniti è un altro fattore di rischio che avevamo previsto. Ha solo richiamato maggiore attenzione nell'ultimo trimestre, soprattutto dopo che le recenti dichiarazioni del presidente della Federal Reserve Jerome Powell hanno accresciuto le prospettive di un tapering più veloce del previsto.

Per quanto riguarda la pandemia di Covid-19 e le sue varianti, siamo arrivati adesso alla lettera Omicron dell'alfabeto greco. Probabilmente ne seguiranno altre. Il nostro scenario di base prevede che Omicron e le varianti future saranno più contagiose ma meno pericolose. Questo sviluppo, abbinato a tassi di vaccinazione più elevati e campagne di richiamo più estese, dovrebbe comportare una pressione ridotta sui sistemi sanitari di tutti i paesi. Nel corso del 2022 verrebbe quindi meno la necessità di ulteriori lockdown. Ciò toglierebbe un problema ai mercati.

Anche l'impatto sfavorevole del tapering potrebbe svanire, ma probabilmente non prima che la Fed abbia attuato due o tre rialzi dei tassi ufficiali a partire dal secondo trimestre. L'inflazione scenderà verosimilmente dai livelli elevati registrati di recente. Non è ancora chiaro se anche questo fattore avverso scomparirà nel secondo semestre 2022. Fino al quarto trimestre sarà molto probabilmente una realtà di cui tener conto nel processo di costruzione dei nostri portafogli.

Nei primi due trimestri dell'anno l'attenzione sarà plausibilmente focalizzata sulla stretta monetaria nel mondo sviluppato, che manterrà i prezzi delle attività finanziarie in un limbo. Più avanti nell'anno, quando l'inflazione sarà di nuovo "sotto controllo", i mercati azionari potrebbero prosperare.

Pertanto, dopo le politiche monetarie estremamente accomodanti osservate in tutto il mondo sviluppato negli ultimi due anni, il 2022 sarà diverso. Un ciclo di inasprimento dettato da una crescita economica resiliente è tipicamente un buon segno per le azioni dei mercati emergenti. Una stretta monetaria ispirata alla crescita è di solito favorevole anche alle asset class e alle azioni di tipo "value". Dopo un anno di sottoperformance rispetto ai mercati sviluppati, le azioni dei mercati emergenti

potrebbero iniziare a sovraperformare le omologhe sviluppate.

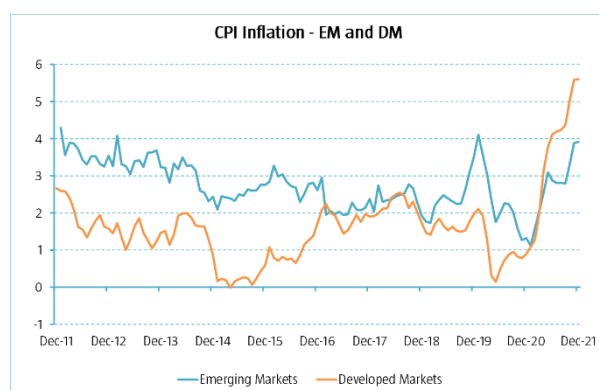
Negli ultimi due anni i listini dei mercati emergenti hanno scontato un gran numero di brutte notizie, mentre il mondo sviluppato ha continuato a tradurre le buone notizie in massimi storici per gli indici azionari. Le buone notizie sono venute dalle riaperture dopo la pandemia e dagli ottimi risultati societari sia nelle economie sviluppate che in quelle emergenti. Ciò nonostante, i mercati emergenti hanno evidenziato un andamento piatto nel 2021. Il risultante calo delle valutazioni ha condotto a un rapporto prezzo/utigli (P/E) per l'indice MSCI Emerging Markets di quasi 12 volte l'utile per azione (EPS) atteso per il 2022, mentre l'indice MSCI World presenta un P/E medio di 18 volte l'EPS atteso per il 2022. Pertanto, le azioni emergenti sembrano aver anticipato completamente il tapering in Europa e negli Stati Uniti.

In breve, i mercati emergenti hanno integrato nei prezzi azionari solo le brutte notizie, mentre i mercati sviluppati hanno scontato solo quelle buone.

Il contesto inflazionistico è ancora favorevole, anche se la politica monetaria è restrittiva

Accanto ai fattori di rischio di cui sopra, tuttavia, individuamo diversi fattori positivi, come le pressioni inflazionistiche molto più contenute nei mercati emergenti rispetto a quelli sviluppati, come illustrato nella Figura 8. Nella maggior parte dei paesi emergenti lo scenario macroeconomico è robusto e l'inflazione evidenzia solo un graduale rialzo.

Figura 8 | Stime dell'inflazione



Fonte: IBES, MSCI, Robeco, dicembre 2021.

Il 2021 si è caratterizzato per un'impennata dell'inflazione legata alle materie prime. Eppure i prezzi al consumo hanno registrato solo un aumento modesto e rimangono ancora sotto i livelli pre-Covid del marzo 2020. Nel frattempo, i prezzi al consumo nei mercati sviluppati sono su una traiettoria in accelerazione e si collocano attualmente sul triplo dei livelli raggiunti all'inizio del 2020.

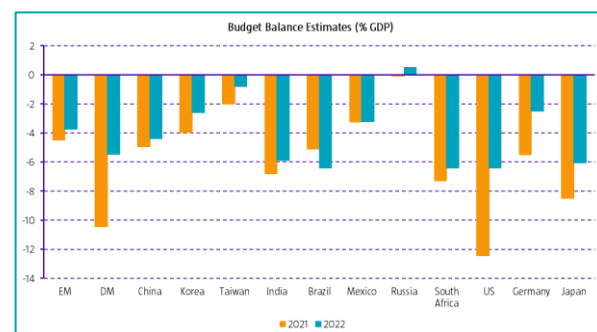
I mercati emergenti hanno avviato presto la stretta monetaria e nella maggior parte dei casi le banche centrali sono più intransigenti rispetto alle omologhe dei mercati sviluppati. Nel ruolo di apripista troviamo l'America Latina. Il Brasile ha aumentato i tassi di riferimento dal 2% nel marzo 2021 al 9,25% attuale. La Russia li ha innalzati dal 4,25% all'8,50%. Rara eccezione, la Turchia ha recentemente sorpreso il mercato riducendo i tassi al 14% a fronte di un'inflazione che rimane superiore al 20%; questa situazione a nostro avviso non è sostenibile. La Cina si è unita recentemente al fronte dei paesi con una politica monetaria espansiva. Con un'inflazione a cifra singola ridotta, ci aspettiamo un ulteriore allentamento all'inizio del 2022.

Le banche centrali della maggior parte degli altri grandi mercati emergenti stanno mantenendo i tassi invariati sui bassi livelli attuali o hanno iniziato ad aumentarli con prudenza. La Bank of Korea ha avviato un ciclo di inasprimento nell'agosto 2021, innalzando i tassi dallo 0,50% allo 0,75%, per poi portarli all'1% in novembre. Resta da vedere quanto le banche centrali dei mercati emergenti diventeranno più aggressive in relazione al tapering della Fed.

Fattori d'impulso derivanti dai conti pubblici e dai saldi delle partite correnti

Rimaniamo ottimisti sul quadro macroeconomico dei mercati emergenti, in particolare dell'Asia settentrionale. La nostra posizione è avvalorata dalla solidità dei fondamentali, dato che questa regione potrebbe registrare una crescita del PIL a cifra singola, contenuta su bassi livelli, nel 2021 e 2022, con ampi surplus delle partite correnti e deficit fiscali relativamente bassi. D'altra parte, l'Asia meridionale e buona parte dell'America Latina e dell'EMEA potrebbero evidenziare una crescita del PIL sempre a cifra singola, ma su livelli più elevati, saldi stabili delle partite correnti e disavanzi fiscali elevati. In media, il deficit di bilancio dei mercati emergenti potrebbe dimezzarsi in percentuale del PIL (dal 10% al 5%) nel corso del 2022.

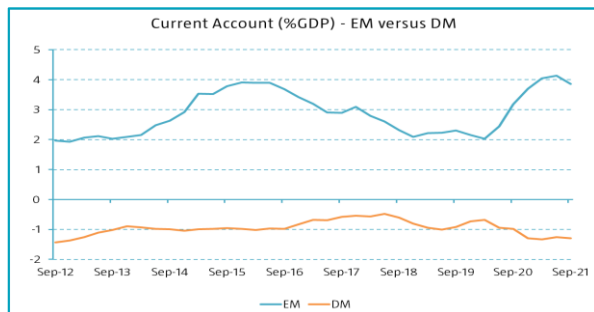
Figura 9 | Stime dei saldi di bilancio



Fonte: Bloomberg, MSCI, Robeco, dicembre 2021.

In media, i saldi delle partite correnti dei mercati emergenti sembrano nettamente migliori di quelli dei mercati sviluppati. Lo stesso accade per i saldi di bilancio. Le figure 9 e 10 descrivono questo contesto.

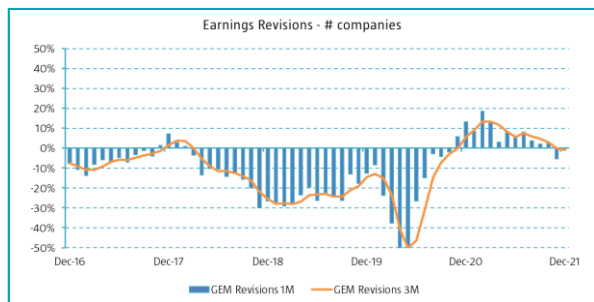
Figura 10 | Stime delle partite correnti



Fonte: Bloomberg, MSCI, Robeco, dicembre 2021.

Frenata degli utili attesi

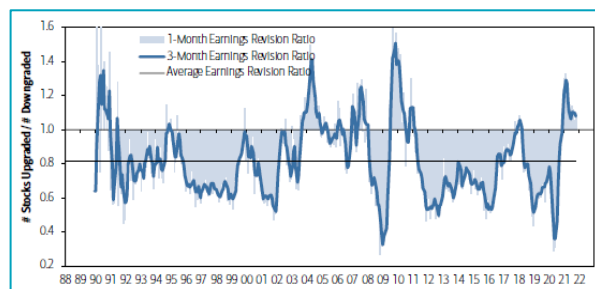
Figura 11 | Revisioni delle stime sugli utili nei mercati emergenti



Fonte: IBES, MSCI, Robeco, dicembre 2021.

A dicembre il rapporto a un mese tra revisioni positive e negative delle stime sugli utili nei mercati emergenti è sceso a 1,03, come mostra la Figura 12. Rimane comunque superiore a 1,0 e ampiamente al di sopra della media storica, due fatti che vanno letti positivamente.

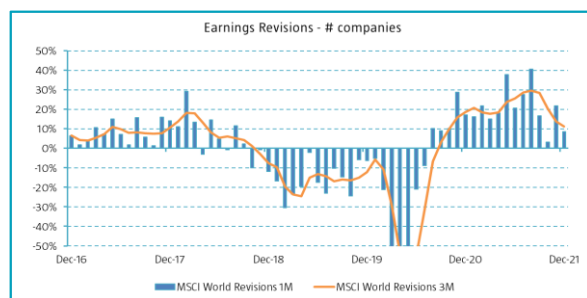
Figura 12 | Tendenze delle aspettative sugli utili nei mercati emergenti



Fonte: Bank of America, dicembre 2021.

Le revisioni delle stime sugli utili sono più basse nei mercati emergenti che in quelli sviluppati. Dopo un aumento dei profitti del 40% circa nel 2021, la crescita degli utili dovrebbe scendere al 10% circa nel 2022. Nel complesso, consideriamo quello degli utili un fattore neutrale per i mercati emergenti.

Figura 13 | Tendenze delle aspettative sugli utili dell'indice MSCI World

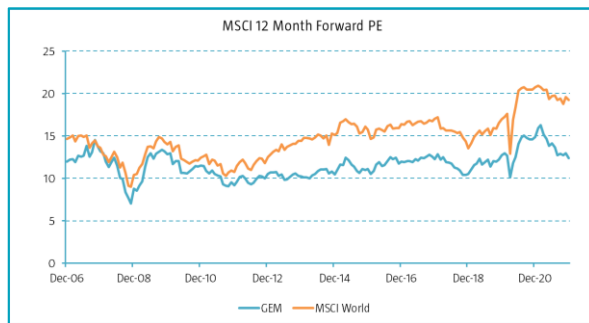


Fonte: IBES, Robeco, dicembre 2021.

Le valutazioni sono un fattore positivo per i mercati emergenti

Le valutazioni rimangono un fattore positivo per i mercati emergenti. A inizio 2020 il P/E a 12 mesi si è avvicinato ai minimi degli ultimi 10 anni, per poi riportarsi su livelli più elevati, come mostra la Figura 14.

Figura 14 | Le valutazioni nei mercati emergenti rimangono interessanti



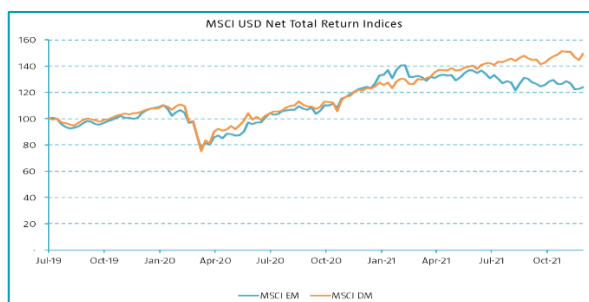
Fonte: IBES, MSCI, Robeco, dicembre 2021.

Il P/E medio dei mercati emergenti è vicino a 12,5x, a fronte di 19x per l'indice MSCI World. Ciò si traduce in uno sconto di valutazione superiore al 35% per i mercati emergenti rispetto a quelli sviluppati. Lo sconto storico medio è vicino al 20%. In termini di rapporto prezzo/valore contabile (P/BV), le azioni emergenti quotano a sconto del 30% rispetto a quelle dei mercati sviluppati. Lo sconto storico medio è del 15% circa.

Quadro tecnico declassato a negativo

Dopo aver sovraperformato l'indice MSCI World, di recente i mercati emergenti hanno segnato il passo rispetto agli omologhi sviluppati. Negli ultimi 12 mesi, i mercati azionari emergenti hanno reso un modesto 2%, mentre le borse dei mercati sviluppati hanno reso più del 26% in euro. Di conseguenza, il fattore tecnico rimane negativo.

Figura 15 | Gli indicatori tecnici dei mercati emergenti sono in linea con quelli dei mercati sviluppati



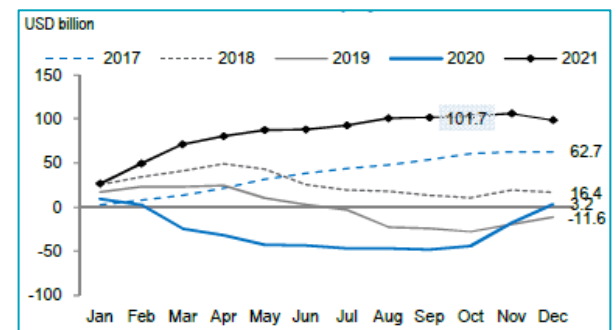
Fonte: MSCI, Robeco, dicembre 2021

Il sentiment rimane neutrale

Manteniamo una posizione neutrale sul fattore sentiment, alla luce degli oltre 100 miliardi di dollari di flussi cumulativi che si sono riversati nei fondi azionari emergenti nell'ultimo anno. Questi flussi dovrebbero proseguire, dal momento che gli investitori cercano asset class dalle valutazioni interessanti e con rendimenti elevati. In una fase di riapertura delle economie e di campagne vaccinali su larga scala in tutto il mondo, la propensione al rischio degli

investitori globali potrebbe rimanere elevata. Allo stesso tempo, gli investitori potrebbero cercare un "valore" maggiore per i loro portafogli. Tuttavia, ci aspettiamo che l'attuale rallentamento dei flussi continui a fronte dell'accelerazione del tapering nel 2022. Nel 2021 i flussi in fondi azionari emergenti hanno superato i 100 miliardi di dollari, un livello che non si vedeva da oltre cinque anni, come mostrato nella Figura 9.

Figura 16 | Flussi cumulativi annui nell'azionario emergente



Fonte: EPFR Global, dicembre 2021.

Conseguenze per il posizionamento di portafoglio

Manteniamo un orientamento al value nei nostri portafogli azionari sui mercati emergenti, che hanno un rapporto P/E medio inferiore a quello dell'indice MSCI Emerging Markets. All'interno dei mercati emergenti, rimaniamo positivi sull'Asia settentrionale, sulla base di fondamentali macroeconomici migliori. Nell'attuale "era del tapering" l'attenzione si sposterà sempre più sulle vulnerabilità macroeconomiche, come i deficit delle partite correnti. I maggiori avanzi delle partite correnti si concentrano nell'Asia settentrionale (Cina, Taiwan e Corea del Sud). Questi paesi mostrano una maggiore resilienza anche dal punto di vista valutario.

I portafogli mantengono un sovrappeso sulla Corea del Sud vicino ai livelli massimi consentiti. Abbiamo ridotto la nostra posizione attiva in Taiwan, portandola in lieve sottopeso. Nel resto dei mercati emergenti, abbiamo mantenuto le posizioni di sovrappeso in Grecia, Russia e Indonesia, poiché riteniamo elevate le possibilità di un forte rimbalzo di queste economie e dei loro utili aziendali. Le attuali valutazioni non riflettono la ripresa degli utili prevista in questi paesi.

Dal punto di vista settoriale, manteniamo un'ampia posizione di sovrappeso nei settori dei beni di consumo discrezionali e della tecnologia. Al contempo, manteniamo una posizione fortemente sottopesata nel costoso settore dei beni di consumo primari. Siamo anche lievemente sovraesposti al settore finanziario. Le valutazioni di questo settore hanno subito la maggiore correzione durante la pandemia, e in alcuni paesi il profilo di credito è migliore di quanto previsto inizialmente.

Abbiamo un assetto neutrale sul mercato azionario cinese e relativamente più costruttivo sui titoli A-shares nazionali. Benché ci aspettiamo che il governo cinese promuova politiche di sostegno alla crescita, allentando le condizioni per il settore immobiliare e intensificando gli investimenti in infrastrutture, è probabile che la crescita economica non torni ad aumentare prima della seconda metà del 2022, accentuando l'incertezza sulle prospettive a breve termine del mercato. I rischi geopolitici e le recrudescenze dei contagi da Covid-19 potrebbero anche alimentare la volatilità sui mercati nel primo trimestre 2022.

La politica cinese sta passando dalla stretta normativa al sostegno della crescita. Il deleveraging e la decarbonizzazione passeranno in secondo piano nell'immediato, poiché la stabilità è ora la priorità e una crescita ragionevole (cioè almeno pari al 5%) sarebbe probabilmente l'obiettivo di fondo. Potremmo assistere a ulteriori misure di sostegno macroeconomico, con una politica fiscale proattiva, una politica monetaria prudente e un'abbondante liquidità. Le autorità potrebbero accelerare la spesa fiscale, attuare nuovi tagli alle imposte e anticipare alcuni investimenti in infrastrutture. Si prevede un deficit fiscale complessivo ampiamente stabile con una nuova quota speciale di titoli di Stato locali, e un modesto aumento degli investimenti in infrastrutture nel 2022. La politica monetaria sarà prudente ma caratterizzata ancora da un'ampia liquidità, soprattutto per fornire maggiore sostegno alle piccole e medie imprese, all'innovazione e allo sviluppo verde.

La Cina adotterà un approccio più pragmatico nella sua spinta verso la "prosperità comune" e la "decarbonizzazione". Il paese si concentrerà più sul sostegno della crescita economica e del reddito delle famiglie, nonché sulla promozione dell'occupazione, anziché su una redistribuzione radicale del reddito. Le fonti energetiche tradizionali saranno gradualmente eliminate sulla base di una fornitura sicura e affidabile di nuova energia. Gli investimenti nelle nuove fonti di energia (ossia le rinnovabili) rimarranno robusti e la quota del consumo di energia non fossile continuerà a crescere nei prossimi anni.

Altri temi, come il rinnovamento dell'industria, l'innovazione tecnologica e le riforme strutturali continuano a ricevere sostegno politico. Si prevede una continuazione delle riforme in aree come la piena implementazione del sistema di IPO basato sulla registrazione, oltre che in ambiti quali l'ammodernamento della rete elettrica e dei settori ferroviari, il trattamento nazionale delle aziende estere e il richiamo di maggiori investimenti da parte delle imprese multinazionali.

Le valutazioni delle azioni cinesi sono tornate su un livello inferiore alla media storica. Ci aspettiamo ulteriori revisioni al ribasso delle stime sugli utili per l'indice MSCI China, a causa della forte esposizione al settore di Internet, che è sottoposto a pesanti controlli normativi. Al contempo, il rallentamento economico sta mettendo sotto pressione gli utili in altri settori, compresi finanza e

beni di consumo discrezionali. Le revisioni delle stime sugli utili delle A-shares hanno toccato il fondo e sono diventate più stabili.

Il portafoglio di azioni cinesi ha un sovrappeso su utility, industria e immobiliare e un sottopeso su finanza, beni di consumo discrezionali e servizi di comunicazione.

Il portafoglio di A-shares cinesi è sovraesposto a utility, industria e beni di consumo discrezionali, e sottoesposto a finanza e sanità.

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 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 il Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori relativi ai Fondi Robeco sono disponibili gratuitamente su 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 Europeo N.V. e offre servizi di consulenza per gli investimenti a clienti istituzionali negli Stati Uniti.

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

Il presente documento è distribuito in Australia da Robeco Hong Kong Limited (ARBN 156 512 659) ("Robeco"), società non soggetta all'obbligo di possedere una licenza australiana per i servizi finanziari ai sensi del Corporations Act del 2001 (Cth) conformemente all'ASIC Class Order 03/1103. Robeco è regolamentata dalla Commissione per gli strumenti finanziari e i 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 Cile

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 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 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 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 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, 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 47-14°, 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.

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., 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 www.robeco.ch.

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

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede nel Regno Unito

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

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Uruguay

Ai sensi dell'art. 2 della legge 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.

© Q1/2021 Robeco