



Società di Gestione del Risparmio S.p.A.

Via Flaminia, 495 - 00191 Roma

Iscritta al n. 24, sez. gestori di OICVM, dell'Albo delle SGR tenuto dalla Banca d'Italia

AGORA BALANCED

**FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO
MOBILIARE APERTO DI DIRITTO ITALIANO
CATEGORIA: BILANCIATO OBBLIGAZIONARIO**

RELAZIONE SEMESTRALE AL 28 GIUGNO 2019

AGORA INVESTMENTS SGR S.P.A.

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO AGORA BALANCED AL 28 GIUGNO 2019

Situazione Patrimoniale al 28 Giugno 2019

ATTIVITÀ	Situazione al 28.06.2019		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In perc. del totale attività	Valore complessivo	In perc. del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	1.282.813	52,253	6.847.047	83,998
A1. Titoli di debito	579.754	23,615	2.916.900	35,784
A1.1 titoli di stato			206.730	2,536
A1.2 altri	579.754	23,615	2.710.170	33,248
A2. Titoli di capitale	463.998	18,900	1.227.317	15,056
A3. Parti di O.I.C.R.	239.061	9,738	2.702.830	33,158
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	2.064	0,084	140.847	1,728
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	2.064	0,084	140.847	1,728
B3. Parti di O.I.C.R.				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITÀ	1.159.650	47,236	1.091.961	13,396
F1. Liquidità disponibile	1.159.746	47,240	789.093	9,680
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare			302.904	3,716
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-96	-0,004	-36	
G. ALTRE ATTIVITÀ	10.477	0,427	71.592	0,878
G1. Ratei attivi	10.328	0,421	69.940	0,858
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	149	0,006	1.652	0,020
TOTALE ATTIVITÀ	2.455.004	100,000	8.151.447	100,000
PASSIVITÀ E NETTO			Situazione al 28.06.2019	Situazione a fine esercizio precedente
			Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI				
H1. Finanziamenti ricevuti				
H2. Sottoscrittori per sottoscrizioni da regolare				
I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE				
L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI				
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
M. DEBITI VERSO PARTECIPANTI				
M1. Rimborsi richiesti e non regolati				
M2. Proventi da distribuire				
M3. Altri				
N. ALTRE PASSIVITÀ			7.032	21.066
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati			6.419	20.251
N2. Debiti di imposta				
N3. Altre			613	815
TOTALE PASSIVITÀ			7.032	21.066
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO			2.447.972	8.130.381

Movimenti delle quote nel periodo	
Quote emesse	-
Quote rimborsate	1.185.413,113

NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE

1. Elenco analitico degli strumenti finanziari detenuti

Strumenti finanziari	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% incidenza su attività del Fondo
ETFS 3X SHORT USD LONG EUR	EUR	10.000,000	130.520,00	5,316
ISHARES EM LOCAL GOV BOND	EUR	2.000,000	108.540,00	4,421
PEMEX PROJ MASTER 5,5% 2005/24.2.2025	EUR	100.000,000	107.046,00	4,360
BERTELSMANN SE & CO 3% 2015/23.04.2075	EUR	100.000,000	104.756,00	4,267
GENERAL ELEC.CAP. 3.1% 2013/09.01.2023	USD	100.000,000	88.476,60	3,604
FREEMPORT MCMORAN INC 3,55% 2012/01.03.22	USD	100.000,000	87.535,34	3,566
TEVA PHARM 1,625% 2016/15/10/2028	EUR	100.000,000	73.361,00	2,988
FRESNILLO PLC	GBP	7.500,000	72.921,79	2,970
TELECOM ITALIA 7,75% 2003/24.1.2033 EXOL	EUR	50.000,000	68.488,50	2,790
CENTAMIN PLC	GBP	40.000,000	51.128,49	2,083
NEWMONT MINING CORP.USD	USD	1.500,000	50.667,31	2,064
MERCK FIN SERVICES 0,75% 15/02.09.2019	EUR	50.000,000	50.090,50	2,040
NEOPOST SA	EUR	2.500,000	47.000,00	1,914
POSTNL NV	EUR	30.000,000	45.705,00	1,862
SOFTWARE AG	EUR	1.500,000	45.300,00	1,845
PAN AMERICAN SILVER \$	USD	3.000,000	34.006,50	1,385
COMMERZBANK NEW	EUR	5.000,000	31.595,00	1,287
FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES NV	EUR	2.500,000	30.665,00	1,249
BARRICK GOLD CORP.	USD	2.000,000	27.693,39	1,128
QUIMICA Y MINERA CHILE-ADR	USD	1.000,000	27.315,83	1,113
GABELLI VALUE FOR ITALY SPAC WARR	EUR	3.000,000	2.064,00	0,084
ENEA DIVERS MULTISTRAT	EUR	5.000,000	1,00	

2. Politica di investimento del Fondo

Il Fondo, appartenente alla categoria dei Bilanciati Obbligazionari, si propone di incrementare nel tempo in maniera significativa le somme versate dai Partecipanti. Il Fondo è caratterizzato da una gestione attiva e da un alto margine di discrezionalità da parte della SGR nella ripartizione delle attività finanziarie con potenziali significativi scostamenti rispetto al *Benchmark*.

Il *Benchmark* del Fondo è 20% MSCI daily TR net World USD, 30% Bloomberg Barclays Series-E Euro Govt 3-5 Yr Bond, 30% Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Total Return Index Value Unhedged, 20% Bloomberg Barclays EM USD Aggregate Total Return Index Value Unhedged.

Il Fondo è caratterizzato da un alto margine di discrezionalità da parte della SGR nella ripartizione (*asset allocation*) delle attività. Inoltre, tali investimenti sono effettuati sulla base delle aspettative del gestore sull'andamento nel medio/breve termine dei mercati, operando se necessario frequenti aggiustamenti alla ripartizione tra aree geografiche, settori di investimento e stili di gestione con possibilità di elevata concentrazione dei rischi.

Il primo semestre 2019 è stato uno dei migliori in assoluto per i mercati finanziari, sia per l'entità delle *performance* positive - agevolmente sopra il 15% per buona parte sia dei mercati azionari dei Paesi Sviluppati (MSCI World +18% in Euro) sia dei Paesi Emergenti così come per il credito corporate e *high-yield* - sia per la loro diffusione, coinvolgendo praticamente tutte le classi di attività, anche quelle apparentemente prive di rischio come i titoli governativi Euro che hanno offerto un rialzo del 5,70% (indice aggregato). In effetti un *rally* così ampio non si registrava dal 2009-2010, quando l'economia globale si stava risolvendo dal trauma della crisi finanziaria, la Fed stava implementando il primo QE e le valutazioni erano a livelli storicamente depressi. L'unica

vera correzione si è avuta in maggio ma come la precedente del dicembre scorso si è risolta con un recupero a V, si è rivelata ancora una volta una proficua occasione di acquisto ed i mercati azionari Usa hanno addirittura ritoccato i massimi storici. Il violento *rally* di giugno degli *asset* rischiosi è stato alimentato dal rafforzamento dello “scudo” di politica economica, con la retorica più espansiva del previsto di Fed, Bce ed altre Banche Centrali dei Paesi Sviluppati e con l’intensificazione delle misure di stimolo macroeconomico in Cina. L’obiettivo dichiarato è evitare globalmente il disancoraggio delle aspettative di inflazione e, soprattutto, limitare gli effetti negativi sul commercio, la manifattura e la crescita del trascinarsi delle tensioni commerciali. L’elenco di notizie favorevoli che si sono susseguite nelle ultime settimane è lungo. In primo piano ci sono i segnali di distensione nella disputa sui dazi tra Usa e Cina, che sono arrivati dal G20 durante l’incontro tra Trump e i Jinping; la tregua fa pensare che sia stata scongiurata la temuta *escalation* che aveva fatto tremare le Borse nei mesi passati. La nomina di Christine Lagarde al vertice della Bce ha rinforzato la prospettiva di un’ulteriore estensione delle politiche monetarie ultra-accomodanti: la Bce, dopo aver varato i nuovi TLTRO, sta prendendo in considerazione sia nuovi tagli dei tassi che misure *ultra-espansive* non ortodosse come un nuovo round di QE. Oltreoceano il presidente della Federal Reserve, Jerome Powell, ha abbandonato l’atteggiamento “paziente” a favore di un impegno ad “agire in modo appropriato” per sostenere l’espansione economica in atto da dieci anni a questa parte nel Paese; il mercato sta già scontando quattro tagli dei tassi entro il 2020 e rischia di aver già anticipato un intero ciclo di espansione monetaria!

La prospettiva di nuove manovre espansive ha sostenuto enormemente il settore obbligazionario con rendimenti fortemente in calo in tutte le principali valute. I tassi a lunga sono scesi nell’Eurozona su nuovi minimi assoluti: tedesco (-0,40%), spagnolo (0,20%), portoghese (0,27%) e francese (-0,14%); il Treasury decennale è sceso da 2,70% a 2,00%. In linea con i titoli governativi, anche il rendimento delle obbligazioni a *spread* è crollato vertiginosamente ai minimi storici: gli HY globali hanno stretto di oltre 200bp a 5,8%, gli Euro HY sono arrivati ad offrire un rendimento sotto al 3,00%, mentre gli EUR IG offrono un rendimento sotto lo 0,50%. Gli acquisti hanno premiato anche i BTP, con il tasso decennale sceso in prossimità di 1,50% e lo *spread* tornato sotto 200pb sulla scia dell’accordo raggiunto dal governo italiano con l’UE per evitare la procedura di infrazione per debito eccessivo. L’andamento del nostro debito pubblico può essere definito razionale considerando l’azione della Bce ma ulteriori margini di restringimento sono però improbabili in vista della difficilissima manovra per il 2020. La coalizione mostra continuamente un atteggiamento rissoso e la tenuta del governo è continuamente messa alla prova.

Dopo un inizio 2019 positivo, il petrolio è tornato sotto pressione a partire da maggio in seguito all’intensificarsi delle tensioni USA-Cina e dell’atteggiamento ambiguo della Russia, in riferimento al possibile prolungamento dei tagli produttivi. Il rallentamento economico in atto ha impattato negativamente la domanda dei metalli industriali nel secondo trimestre del 2019 con evidenti cali dei prezzi nonostante situazioni di deficit globale di produzione (caso di nichel e rame). L’oro nelle ultime settimane ha toccato i massimi da 6 anni grazie ad una serie di fattori: l’atteggiamento più accomodante da parte delle banche centrali; forte calo dei tassi di mercato nominali che, alla luce dell’andamento dell’inflazione, ha dato luogo anche ad un calo dei tassi reali; tensioni geopolitiche tra gli USA e la Cina e l’Iran; acquisti da parte sia delle Banche centrali emergenti (la Cina sta comprando da vari mesi consecutivi) che degli investitori istituzionali tramite ETP.

Per quanto riguarda il Dollaro, il cambio ha trovato una forte zona di supporto in area 1,11 e da lì è iniziata una fase di lateralità con movimenti piuttosto limitati. Sembra essere iniziata una sorta di “gara” all’accomodamento monetario tra Fed e Bce. Per il momento non sembrano esserci né

vincitori né vinti considerato che il cambio si trova proprio nel mezzo del *trading range* delineato negli ultimi mesi.

In termini di *asset allocation*, le scelte sono state orientate alla prudenza sul mercato obbligazionario relativamente alla duration di portafoglio ed ad una maggiore assunzione di rischi sia sul mercato azionario (prevalentemente europeo per questioni valutative, con preferenza per i settori dell'industria, della tecnologia e farmaceutico) sia su quello valutario (Dollaro, Sterlina e valute emergenti) considerando l'attuale forza dell'Euro come non coerente né coi differenziali dei tassi né con lo stato di salute e l'unione politica dell'area.

Relativamente alla componente obbligazionaria, nel corso del semestre, l'esposizione a titoli *free risk* denominati in Euro è stata sostanzialmente nulla per sfuggire alla perdurante trappola dei tassi negativi; si è privilegiata la componente societaria e circa un 25% del portafoglio è stato mediamente investito in titoli di adeguata qualità creditizia (*rating* medio BBB-). La gestione ha costantemente avuto da inizio anno un rischio Italia nullo o molto contenuto perché i rischi erano valutati poco remunerativi visti i livelli di spread rientrati al di sotto dei 200bp.

Circa il 15% del portafoglio è stato investito in obbligazioni emergenti, prevalentemente in valuta forte e con alto merito di credito e limitatamente in valuta locale attraverso un etf al fine di diversificare l'esposizione.

La *duration* della componente obbligazionaria è stata ridotta nel corso del semestre da circa 3,5 anni a 2 anni.

Sui mercati azionari, l'esposizione è stata mantenuta intorno al 25% privilegiando il mercato europeo ed il settore minerario internazionale; il settore azionario aurifero resta interessante sia per le attuali valutazioni relative (le aziende si sono ristrutturate e godono mediamente di buona salute) sia come forma di investimento avverso al rischio: il peso è stato mantenuto intorno a circa 10%. L'esposizione valutaria ha raggiunto anche il 30% del portafoglio ed ha rappresentato un importante rischio assunto dalla gestione. Successivamente è stata ridotta a circa il 18%.

Circa il 20% del Fondo è stato investito inizialmente in quote di OICVM flessibili con un ottimo *track record*. Successivamente le posizioni sono state liquidate per ridurre il rischio di portafoglio ed incrementare la componente liquida.

Il portafoglio ha mantenuto costantemente elevata la posizione di cassa per avere un'importante flessibilità operativa.

3. Prospettive di investimento in relazione all'andamento dei mercati finanziari

Gli eventi recenti hanno confermato la complessità dell'attuale quadro macroeconomico e finanziario. La "vulnerabilità", che aveva caratterizzato i mercati finanziari nei primi mesi dell'anno, si sta trasformando in "fragilità". La vulnerabilità genera volatilità con fasi di correzione generalmente seguite da recuperi una volta che si siano analizzati i fattori scatenanti e ridimensionato l'eccesso di negatività. La fragilità porta a discese dei mercati anche in assenza di delusioni macro o micro ed i recuperi si dimostrano meno scontati.

Lo "scudo di *policy*" è attualmente il fattore determinante per valutare i mercati considerando che lo scenario macroeconomico rimane nella migliore delle ipotesi mediocre. La crescita dell'economia mondiale è scesa sotto il ritmo annuo del 3% nel secondo trimestre, con la persistente debolezza del settore industriale e della spesa per investimenti delle imprese che sta più che compensando la relativa tenuta della spesa per consumi. Inoltre, il rallentamento è molto sincronizzato a livello geografico: svanita la *sovra-performance* dell'economia USA ed in assenza di segnali di accelerazione in Cina a dispetto delle misure di stimolo macroeconomico, i rischi per l'economia

mondiale rimangono saldamente al ribasso, con il settore industriale ed il commercio internazionale all'epicentro della debolezza.

Con la crescita intorno o sotto al potenziale nella maggior parte delle economie mondiali, le pressioni inflazionistiche sono modeste ma il quadro è reso incerto da una serie di fattori teoricamente straordinari che rischiano di diventare permanenti. In questo contesto, le principali Banche Centrali preferiscono rischiare di sbagliare per eccesso di prudenza ed evitare ad ogni costo una "giapponesizzazione" delle economie sviluppate. Sul fronte guerra commerciale, la tregua raggiunta al G20 di Osaka tra USA e Cina, sebbene abbia evitato lo scenario peggiore di un'escalation, mantiene tuttavia intatta quell'incertezza di fondo che sta frenando il commercio e la crescita globale. Quello che si profila nei prossimi mesi è un circolo complesso. Trump, di fronte alla mancanza di progressi sufficienti sul fronte commerciale, potrebbe decidere ad un certo punto di forzare nuovamente la mano con la Cina (e non solo, visto che rimangono aperti ancora molti fronti come il tema dei dazi alle auto UE e le sanzioni all'Iran), forte di un mercato azionario prossimo ai massimi storici e della promessa di interventismo della banca centrale. Quest'ultima, è finita in una sorta di "sala degli specchi" in cui guarda alle aspettative di mercato (il quale guarda alle dichiarazioni della Fed) per evitare di contrariarlo. Il trascinarsi della guerra commerciale continuerà inevitabilmente a riflettersi negativamente nella manifattura, ma sembra importare poco ai mercati dato che sembrano assuefatti alla logica del "tanto peggio, tanto meglio". Cattive notizie diventano buone notizie in quanto portano a tassi bassi o negativi (o più bassi o più negativi) a lungo e, se le condizioni lo richiedono, nuove operazioni di QE.

I mercati azionari, americani in primis, hanno raggiunto valutazioni sicuramente meno attraenti ma non sono certamente sopravvalutati rispetto alle medie storiche. Considerando le politiche monetarie orientate a nuove misure espansive, le alternative d'investimento non sembrano parimenti seducenti. Sono, infatti, salite a oltre 13mila miliardi di dollari le emissioni con rendimento sottozero. In particolare, l'85% dei titoli governativi tedeschi presenta un rendimento negativo, così come il 70% dei bond giapponesi e il 50% di quelli spagnoli. Una certa esposizione azionaria, superiore al 20%, verrà mantenuta costantemente in portafoglio privilegiando il mercato europeo ed i settori tradizionali meno ciclici. L'esposizione al settore minerario aurifero resta una scelta d'investimento "core" e potrebbe essere incrementata nuovamente in occasione di ritracciamenti. L'oro notoriamente criticato dagli investitori essendo una classe di attivo a rendimento "zero", potrebbe essere paradossalmente favorito come scelta di investimento visti i tassi negativi dilaganti sui mercati e l'atteggiamento ultra-espansivo delle Banche centrali.

Sul fronte obbligazionario, la *duration* verrà mantenuta corta e anche l'esposizione al mercato societario verrà probabilmente ridotta in conseguenza del restringimento degli *spread*. Verranno sfruttate occasioni di volatilità per realizzare strategie tattiche. Infine, per quanto riguarda il fronte emergente, continuiamo a confermare il nostro interesse per un paniere diversificato di obbligazioni in valuta forte; anche le emissioni governative in valuta locale potrebbero beneficiare sia delle politiche accomodanti delle Banche centrali sia dei flussi mondiali sempre più a "caccia di rendimento". In effetti lo *spread* (intorno a 400pb quello misurato dell'EMBI+) offre ancora un cuscinetto interessante, contestualmente ad un rendimento (intorno al 6%) che rimane ancora molto attraente visto il recente calo generalizzato dei tassi.

Resta confermata una certa preferenza per un'allocazione euro-scettica a beneficio dell'area del dollaro, della sterlina e di un paniere diversificato di valute emergenti.

Entriamo quindi in un periodo di grande incertezza in cui non mancheranno probabilmente situazioni di crisi acuta e mutamenti repentini di scenario. È probabile che si assista a nuove fasi di volatilità che creeranno opportunità tattiche di assunzione di nuovi rischi.

Per gli investimenti la volatilità rappresenta un'opportunità ed i mercati dopo anni di torpore indotto dalle politiche monetarie devono riconquistare finalmente la loro autonomia.

4. Determinanti del risultato di gestione

Il rendimento del Fondo Agora Balanced durante il primo semestre dell'anno è stato di +2,60% rispetto ad una *performance* del *Benchmark* di +7,82%.

I risultati sono positivi ma sensibilmente inferiori al *Benchmark*.

In termini assoluti hanno beneficiato dell'ottimo andamento complessivo dei mercati finanziari mentre in termini relativi particolarmente penalizzante è stata sia la scelta di mantenere bassa la duration attraverso strumenti di copertura (ETP) ed elevata la posizione di cassa a causa della politica di tassi negativi nell'Eurozona. Positivo il contributo dell'esposizione azionaria, sostanzialmente neutrale quello dei mercati emergenti. Particolarmente performante è stato il settore dei materiali e minerario aurifero in particolare grazie al buon recupero delle quotazioni dei preziosi (oro +10% nel semestre).

Roma, 31 luglio 2019



Daniele Demartis
CHIEF INVESTMENT OFFICER