



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 MATERIALS

FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO

MOBILIARE APERTO DI DIRITTO ITALIANO

CATEGORIA: AZIONARIO ALTRE SPECIALIZZAZIONI

RELAZIONE SEMESTRALE AL 28 GIUGNO 2019

AGORA INVESTMENTS SGR S.P.A.

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO AGORA MATERIALS 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 | 3.289.664 | 81,322 | 3.415.255 | 93,799 |
| A1. Titoli di debito | | | | |
| A1.1 titoli di stato | | | | |
| A1.2 altri | | | | |
| A2. Titoli di capitale | 2.796.320 | 69,126 | 2.804.692 | 77,030 |
| A3. Parti di O.I.C.R. | 493.344 | 12,196 | 610.563 | 16,769 |
| B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI | 350 | 0,009 | 350 | 0,010 |
| B1. Titoli di debito | | | | |
| B2. Titoli di capitale | 350 | 0,009 | 350 | 0,010 |
| 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 | 735.978 | 18,194 | 218.307 | 5,996 |
| F1. Liquidità disponibile | 736.278 | 18,201 | 218.379 | 5,998 |
| F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare | | | | |
| F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare | -300 | -0,007 | -72 | -0,002 |
| G. ALTRE ATTIVITÀ | 19.280 | 0,475 | 7.115 | 0,195 |
| G1. Ratei attivi | 1.637 | 0,040 | 780 | 0,021 |
| G2. Risparmio di imposta | | | | |
| G3. Altre | 17.643 | 0,435 | 6.335 | 0,174 |
| TOTALE ATTIVITÀ | 4.045.272 | 100,000 | 3.641.027 | 100,000 |
| PASSIVITÀ E NETTO | | | Situazione al 28.06.2019 | Situazione a fine esercizio precedente |
| | | | Valore complessivo | Valore complessivo |
| H. FINANZIAMENTI RICEVUTI | | | 6.955 | 57.687 |
| H1. Finanziamenti ricevuti | | | 6.955 | 57.687 |
| 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 | | | 13.382 | 13.756 |
| N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati | | | 13.257 | 13.576 |
| N2. Debiti di imposta | | | | |
| N3. Altre | | | 125 | 180 |
| TOTALE PASSIVITÀ | | | 20.337 | 71.443 |
| VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO | | | 4.024.935 | 3.569.584 |

| Movimenti delle quote nel periodo | |
|-----------------------------------|------------|
| Quote emesse classe Q | 120,400 |
| Quote emesse classe R | 14.369,818 |
| Quote rimborsate classe Q | 18.769,448 |
| Quote rimborsate classe R | 11.844,714 |

NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE

1. Elenco analitico degli strumenti finanziari detenuti

| Strumenti finanziari | Divisa | Quantità | Controvalore in Euro | % incidenza su attività del Fondo |
|--|--------|---------------|----------------------|-----------------------------------|
| ETF US EMERGENCY INFRASTRUCTUR | EUR | 50.000,000 | 229.450,00 | 5,672 |
| COVESTRO AG | EUR | 3.000,000 | 134.130,00 | 3,316 |
| VANECK VECTORS RARE EARTH / STRATEGIC ME | USD | 10.000,000 | 133.374,31 | 3,297 |
| ETF 3X SHORT USD LONG EUR | EUR | 10.000,000 | 130.520,00 | 3,226 |
| NORDDEUTSCHE AFFINERIE AG | EUR | 3.000,000 | 128.490,00 | 3,176 |
| CENTAMIN PLC | GBP | 100.000,000 | 127.821,23 | 3,160 |
| ERAMET SOC. | EUR | 2.000,000 | 116.920,00 | 2,890 |
| OAD ROSNEFT OIL CO GDR | USD | 20.000,000 | 115.023,27 | 2,843 |
| PAN AMERICAN SILVER \$ | USD | 10.000,000 | 113.354,99 | 2,802 |
| PAN AFRICAN RESOURCES PLC | GBP | 1.000.000,000 | 111.731,84 | 2,762 |
| REPSOL YPF | EUR | 8.000,000 | 110.280,00 | 2,726 |
| CONSTELLIUM NV | USD | 12.500,000 | 110.194,05 | 2,724 |
| K+S AG NEW | EUR | 6.500,000 | 106.470,00 | 2,632 |
| BARRICK GOLD CORP. | USD | 7.500,000 | 103.850,21 | 2,567 |
| NEWMONT MINING CORP. USD | USD | 3.000,000 | 101.334,62 | 2,505 |
| UMICORE | EUR | 3.500,000 | 98.700,00 | 2,440 |
| FRESNILLO PLC | GBP | 10.000,000 | 97.229,05 | 2,404 |
| NUTRIEN-ORD SHS USD | USD | 2.000,000 | 93.880,06 | 2,321 |
| ROYAL DUTCH SHELL A EUR | EUR | 3.000,000 | 86.130,00 | 2,129 |
| SIBANYE STILLWATER-ADS ON ORD SHS | USD | 20.000,000 | 83.413,82 | 2,062 |
| FREEMPORT MCMORAN INC. CL B | USD | 8.000,000 | 81.552,38 | 2,016 |
| TECK RESOURCES LTD-CLS B | USD | 4.000,000 | 80.990,43 | 2,002 |
| MMC NORILSK NICKEL PJSC-ADR | USD | 4.000,000 | 79.761,17 | 1,972 |
| ANGLOGOLD ASHANTI SPON ADR | USD | 5.000,000 | 78.189,48 | 1,933 |
| SGL CARBON | EUR | 10.000,000 | 71.500,00 | 1,767 |
| QUIMICA Y MINERA CHILE-ADR | USD | 2.500,000 | 68.289,58 | 1,688 |
| AGNICO-EAGLE MINES USD | USD | 1.500,000 | 67.486,17 | 1,668 |
| BOLIDEN AB | SEK | 3.000,000 | 67.413,98 | 1,666 |
| CLEVELAND-CLIFFS INC | USD | 7.000,000 | 65.580,82 | 1,621 |
| NORSK HYDRO ASA | EUR | 20.000,000 | 62.280,00 | 1,540 |
| SSR MINING-ORD SHS | USD | 5.000,000 | 60.014,05 | 1,484 |
| SEVERSTAL - GDR | USD | 4.000,000 | 59.179,91 | 1,463 |
| US SILICA HLDGS- | USD | 5.000,000 | 56.150,67 | 1,388 |
| ARCELORMITTAL | EUR | 3.500,000 | 55.076,00 | 1,361 |
| REPSOL SA RTS | EUR | 8.000,000 | 3.902,40 | 0,096 |
| IT HOLDING - DELISTED | EUR | 35.000,000 | 350,00 | 0,009 |

2. Politica di investimento del Fondo

Il Fondo appartiene alla categoria Azionario Altre Specializzazioni. La politica d'investimento del Fondo si propone di incrementare nel tempo in maniera molto significativa le somme versate dai partecipanti. Il portafoglio del Fondo si indirizza verso strumenti rappresentativi del capitale di rischio di società operanti in Paesi produttori di materie prime. La SGR opera la selezione dei titoli all'interno dell'universo delle società di qualsiasi dimensione, operanti nei settori dell'estrazione e trasformazione dei metalli preziosi, dei metalli industriali e degli idrocarburi.

Il *Benchmark* del Fondo è 70% MSCI World Metals & Mining Index, 20% MSCI World/Oil, Gas & Consumable Fuels Index, 10% Bloomberg Barclays Global Agg Treasuries Total Return Index Value Unhedged.

L'investimento nei sopra menzionati settori merceologici si caratterizza per un elevato rapporto tra rendimento atteso e rischio e per una elevata variabilità dei rendimenti. Dato il carattere globale delle suddette attività industriali, particolarmente rilevante è il rischio valutario.

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 per la loro diffusione, coinvolgendo praticamente tutte le classi di attività, anche quelle apparentemente prive di rischio. In effetti un *rally* così ampio non si registrava dal 2009-2010, quando l'economia globale si stava risollevando 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. 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!

Le materie prime hanno vissuto un primo semestre sostanzialmente positivo, con i prezzi *spot* complessivamente saliti del 7% circa anche in presenza delle forti tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina. I livelli di chiusura di fine giugno sono tuttavia in deciso calo rispetto ai massimi di periodo toccati a fine aprile. Il mercato petrolifero è stato connotato, nel primo semestre, da un *mix* di fattori: timori relativi alla forza della domanda, produzione USA in aumento, sanzioni all'Iran e tagli alla produzione da parte della OPEC+. Il Brent, dopo un *rally* a 75 dollari per barile, ha chiuso il semestre a circa 67 dollari per barile in crescita del 24%. I prezzi dell'oro chiudono in prossimità dei livelli più elevati degli ultimi sei anni. I timori relativi alla crescita sembrano indurre le banche centrali ad applicare una politica monetaria più accomodante rispetto al passato e, considerando la disaffezione degli investitori per questa classe di attività, questa prospettiva potrebbe alimentare un *rally* ulteriore. Dopo un inizio dell'anno particolarmente brillante a seguito dei timori relativi ad una generalizzata carenza di offerta, la corsa dei prezzi dei metalli industriali (rame, zinco e alluminio in particolare) ha subito una battuta d'arresto per la tensione commerciale ed i timori relativi alla crescita economica, terminando il primo semestre appena sopra la parità e cedendo circa il 10% dai massimi registrati ad aprile. Hanno fatto eccezione il minerale di ferro (+36% a causa del disastro della Vale in Brasile, con il collasso di una miniera che ha seminato strage e provocato un duro contraccolpo nella fornitura da parte del colosso minerario) ed il nickel (+17% grazie ad una domanda robusta ed un'offerta attesa ancora limitata).

A consuntivo, sono state molto positive le *performance* semestrali in USD dei titoli del settore minerario (+17% in Euro) ed aurifero (+22% in Euro). Positivo, ovviamente, anche il settore energetico (+11% in Euro).

L'allocazione settoriale del portafoglio ha seguito un approccio *top-down*. Le scelte sui singoli titoli hanno privilegiato società leader globali, a media e larga capitalizzazione, con fatturato ben diversificato e bilanci sani. L'allocazione iniziale partiva da un sottopeso sul settore energetico ed un importante sovrappeso sui titoli del settore dei metalli preziosi. L'esposizione a titoli auriferi ed argentiferi ha oscillato tra il 25% ed il 35%, è stata incrementata nel primo trimestre e successivamente ridotta per consolidare l'importante contributo alla *performance*. Va sottolineata la maggiore forza dell'oro nei confronti dell'argento, con la gold/silver ratio, ossia il numero di once d'argento che si possono acquistare con un'oncia d'oro, volato ai massimi da oltre 20 anni sopra quota 90: l'argento è certamente un po' più ciclico dell'oro avendo anche una serie di applicazioni industriali ma riteniamo eccessivo l'attuale sconto e sono state assunte delle posizioni in società specializzate nell'estrazione dell'argento. Nel settore dell'energia, privilegiando società impegnate nella raffinazione e nel trasporto di idrocarburi, è stato mantenuto un certo sottopeso, poi ridotto a fine semestre. In costante sovrappeso società attive nella lavorazione dell'alluminio, nell'estrazione di materiali speciali per applicazioni industriali (litio, refrattari, carbonio) e nella produzione di potassio e fosfati, elementi di base dei fertilizzanti, date le interessanti valutazioni. Nella gestione del portafoglio si è fatto ricorso ad ETF settoriali. L'investimento azionario nel semestre è stato compreso tra il 80% ed il 100% dell'attivo.

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

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. I temi che hanno dominato sui mercati negli ultimi tempi, vale a dire la sostenibilità o meno delle attuali politiche fiscali e monetarie e lo stato di salute del ciclo economico globale continueranno a condizionare i mercati finanziari, l'economia reale e conseguentemente anche gli equilibri tra domanda e offerta di molte materie prime. Alcuni degli elementi che hanno guidato i mercati nel primo semestre saranno ancora presenti nella seconda parte dell'anno: la guerra commerciale tra USA e Cina, continuerà a far sentire tutto il suo peso e, potenzialmente, potrebbe sfociare in una guerra valutaria; sarà un tema di rilievo per l'intero settore anche la politica monetaria della Fed ed anche la tensione tra USA ed Iran farà la sua parte.

I metalli industriali sembrano confermare sia la fase di rallentamento dell'economia cinese sia le recenti difficoltà di molti mercati emergenti. I dazi e le tensioni commerciali creano un clima di incertezza che sfavorisce sia gli investimenti sia l'accumulo di scorte. Pur non credendo ad un nuovo "super-ciclo" delle materie prime, le attuali valutazioni sembrano interessanti ed il profilo rischio-rendimento delle società minerarie è ritenuto ancora attraente rispetto ai principali mercati azionari globali. Relativamente al petrolio, i tagli alla produzione sono stati estesi a marzo 2020 e questo senz'altro giocherà un ruolo di rilievo nel determinare le future performance del barile, anche se, in virtù del loro peso sulla domanda, i negoziati tra USA e Cina potrebbero rivestire un ruolo ancor più rilevante. Ad innescare ulteriore volatilità potrebbe essere l'Iran, che, in più di un'occasione, ha minacciato di causare interruzioni di fornitura bloccando lo stretto di Hormuz. L'esposizione al settore minerario aurifero è stata molto ridotta per consolidare l'importante contributo ma resta una scelta d'investimento "core" e potrebbe essere incrementata nuovamente in occasione di ritracciamenti. L'oro è notoriamente criticato dagli investitori essendo una classe di attivo a rendimento "zero" ma potrebbe essere paradossalmente favorito come scelta di investimento visti i tassi negativi dilaganti sui mercati e l'atteggiamento ultra-espansivo delle Banche centrali. Il portafoglio resterà pienamente investito e verranno certamente sfruttate fasi di volatilità per realizzare operazioni di *trading*.

4. Determinanti del risultato di gestione

Il rendimento del Fondo Agora Materials Classe R durante il primo semestre dell'anno è stato di +15,22% (*Benchmark* +18,64%) mentre quello della Classe Q (riservata ad investitori istituzionali e clienti professionali) è stato pari a +16,08% (*Benchmark* +18,64%).

Tale *performance*, molto positiva in valore assoluto e sostanzialmente in linea con il *Benchmark*, risente dell'andamento particolarmente favorevole del settore minerario, in particolar modo quello industriale e dei metalli preziosi. Particolarmente positivo il contributo di alcuni temi esposti alle applicazioni industriali (Etf terre rare, Eramet, Constellium, Boliden), negativo quello dei materiali speciali (Umicore, Química Y Minera). Nell'ambito del sottosectore aurifero, alcune singole scelte di investimento hanno sovraperformato il mercato in maniera significativa (Anglogold, Centamin, Sibanye) e contribuito molto positivamente.

Per quanto concerne l'esposizione alle valute, il Fondo ha beneficiato del marginale apprezzamento del Dollaro dato che oltre il 50% dell'investimento è stato mediamente esposto al rischio valutario. Tuttavia, ha sottratto performance in Euro sia l'esposizione alla Sterlina sia la scelta di coprire parzialmente l'esposizione al Dollaro.

Roma, 31 luglio 2019



Daniele Demartis
CHIEF INVESTMENT OFFICER