



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 VALORE PROTETTO

**FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO
MOBILIARE APERTO DI DIRITTO ITALIANO
CATEGORIA: FLESSIBILE**

RELAZIONE SEMESTRALE AL 28 GIUGNO 2019

AGORA INVESTMENTS SGR S.P.A.

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO AGORA VALORE PROTETTO
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	8.659.810	58,123	9.093.818	57,224
A1. Titoli di debito	7.208.547	48,382	6.977.530	43,907
A1.1 titoli di stato	960.675	6,448	1.157.289	7,282
A1.2 altri	6.247.872	41,934	5.820.241	36,625
A2. Titoli di capitale	479.108	3,216	1.048.158	6,596
A3. Parti di O.I.C.R.	972.155	6,525	1.068.130	6,721
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	6.387	0,043	141.776	0,892
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	6.387	0,043	141.776	0,892
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	6.150.187	41,278	6.553.479	41,239
F1. Liquidità disponibile	6.403.565	42,979	6.048.770	38,063
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	166.741	1,119	504.781	3,176
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-420.119	-2,820	-72	
G. ALTRE ATTIVITÀ	82.910	0,556	102.409	0,645
G1. Ratei attivi	82.762	0,555	102.019	0,642
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	148	0,001	390	0,003
TOTALE ATTIVITÀ	14.899.294	100,000	15.891.482	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				6.703
M1. Rimborsi richiesti e non regolati				6.703
M2. Proventi da distribuire				
M3. Altri				
N. ALTRE PASSIVITÀ			99.406	40.260
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati			95.579	35.590
N2. Debiti di imposta				
N3. Altre			3.827	4.670
TOTALE PASSIVITÀ			99.406	46.963
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO			14.799.889	15.844.519

Movimenti delle quote nel periodo	
Quote emesse classe Q	14.766,148
Quote emesse classe R	142.666,437
Quote rimborsate classe Q	14.474,602
Quote rimborsate classe R	349.734,161

NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE

1. Elenco analitico degli strumenti finanziari detenuti

Strumenti finanziari	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% incidenza su attività del Fondo
BANQUE OUEST AFRICANE 5,50% 16-06/05/21	USD	700.000,000	639.532,88	4,292
MAROCCO 4.5% 2010/05.10.2020	EUR	600.000,000	631.962,00	4,242
ISHARES EM LOCAL GOV BOND	EUR	10.000,000	542.700,00	3,642
ROYAL BK OF SCOTLAND 5,5 10/23.03.2020	EUR	500.000,000	520.025,00	3,490
NEOPOST SA 2,5% 2014/23.06.2021	EUR	500.000,000	511.415,00	3,432
GAZPRU 3.389 2013/20.03.2020	EUR	500.000,000	511.205,00	3,431
FORD MOTOR CRED 0,091% 2018-07/12/2022	EUR	500.000,000	479.270,00	3,217
REP SOUTH AFRICA 3.75% 2014/24.7.2026	EUR	300.000,000	328.713,00	2,206
EESTI ENERGIA AS 2.384% 2015-22/09/2023	EUR	300.000,000	317.334,00	2,130
NET4GAS 2.5% 2014/28.07.2021	EUR	300.000,000	313.623,00	2,105
THYSSENKRUPP 2,875% 2019/22,04,2024	EUR	300.000,000	312.393,00	2,097
VODAFONE 0.875% 2015/17.11.2020	EUR	300.000,000	304.179,00	2,042
TEVA PHARM 1,625% 2016/15/10/2028	EUR	400.000,000	293.444,00	1,970
ROYAL BK SCOTLAND 3.5% 10/11.01.2020	EUR	250.000,000	254.232,50	1,706
ROADSTER FIN DAC1.625% 2017/09.12.2024	EUR	250.000,000	249.200,00	1,673
GAZPROM OAO 5,338% 2013/25.09.2020	GBP	200.000,000	233.193,30	1,565
BERTELSMANN SE & CO 3% 2015/23.04.2075	EUR	200.000,000	209.512,00	1,406
BOOST BUND 10Y 3X SHORT DAILY ETN-SPV ET	EUR	5.000,000	206.375,00	1,385
AZIMUT HOLDINGS SPA 2%2017/28.03.2022	EUR	200.000,000	203.250,00	1,364
KPN 0,625% 2016/09.04.2025	EUR	200.000,000	200.884,00	1,348
GENERAL MOTORS FIN TV 2018/26.03.2022	EUR	200.000,000	196.896,00	1,322
MYLAN NV TV 2017/24.05.2020	EUR	190.000,000	189.481,30	1,272
BEI 0 1996/06.11.2026	USD	200.000,000	149.103,52	1,001
ETF5 3X SHORT USD LONG EUR	EUR	10.000,000	130.520,00	0,876
SOFTWARE AG	EUR	3.500,000	105.700,00	0,709
ANSALDO 2,75% 2017/31.05.2024	EUR	100.000,000	95.813,00	0,643
DBX S&P 500 2X INVERSE	EUR	65.000,000	92.560,00	0,621
POSTNL NV	EUR	50.000,000	76.175,00	0,511
FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES NV	EUR	5.000,000	61.330,00	0,412
NEWMONT MINING CORP.USD	USD	1.500,000	50.667,31	0,340
BILFINGER SE 2,375% 2012/07.12.2019	EUR	50.000,000	50.370,50	0,338
NEOPOST SA	EUR	2.500,000	47.000,00	0,315
LEONARDO FINMECCANICA SPA	EUR	4.000,000	44.580,00	0,299
PAN AMERICAN SILVER \$	USD	3.000,000	34.006,50	0,228
CENTAMIN PLC	GBP	25.000,000	31.955,31	0,214
BARRICK GOLD CORP.	USD	2.000,000	27.693,39	0,186
ALITALIA 5,25% 2015/30.07.2020 DEFAULT	EUR	300.000,000	13.515,00	0,091
INDUSTRIAL STARS OF ITALY 3 WARRANT	EUR	3.750,000	3.635,25	0,024
GABELLI VALUE FOR ITALY SPAC WARR	EUR	4.000,000	2.752,00	0,018

2. Politica di investimento del Fondo

Il Fondo, appartenente alla categoria dei Flessibili, si propone di incrementare gradualmente nel tempo le somme versate dai partecipanti, con un orizzonte temporale di medio termine (2-3 anni) ed un livello di rischio medio, investendo sia sui mercati obbligazionari che azionari. L'obiettivo di rendimento è pari all'indice Bloomberg Barclays Euro TSY-Bills 0-3 Months Index + 0,75% annuo. La SGR adotta appropriate tecniche gestionali volte a limitare la massima perdita potenziale al 5% in ragione annua delle attività del Fondo, ossia a proteggere, con un orizzonte temporale di un anno, almeno il 95% del patrimonio del Fondo. Data la natura probabilistica delle tecniche di *Value-at-*

Risk, il loro utilizzo nella gestione del Fondo non implica una garanzia di rendimento o di capitale - né da parte della SGR né di terzi soggetti.

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 5,80%, 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 e ad una maggiore assunzione di rischi sia sul mercato azionario (prevalentemente europeo) 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. 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; considerando l'ottima *performance*, il peso iniziale del 5% è stato successivamente ridotto.

L'esposizione azionaria complessiva ha raggiunto nel semestre anche il 10%.

L'esposizione valutaria ha raggiunto anche il 25% del portafoglio ed ha rappresentato un importante rischio assunto dalla gestione. Successivamente è stata ridotta a circa il 15%.

Per quanto concerne il portafoglio obbligazionario, la gestione ha costantemente avuto da inizio anno un rischio Italia nullo o molto contenuto perché i rischi vengono valutati poco remunerativi visti i livelli di *spread* rientrati al di sotto dei 200bp.

Oltre il 50% del portafoglio è stato investito in titoli societari a *spread* e *duration* contenuta, con rating medio BBB+ e prevalentemente in Euro. L'esposizione ai mercati emergenti è stata prevalentemente in valuta forte e limitata al 3% in valuta locale.

La rischiosità complessiva del portafoglio è stata nel semestre mediamente contenuta ed i *budget* di rischio sono stati costantemente sottoutilizzati.

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, intorno al 5%, verrà mantenuta costantemente in portafoglio privilegiando il mercato europeo ed i settori tradizionali meno ciclici. 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 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 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 governative in valuta locale, che 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 Valore Protetto Classe R durante il primo semestre dell'anno è stato di +2,18% mentre quello della Classe Q (riservata ad investitori istituzionali e clienti professionali) è stato pari a +2,46%.

I risultati sono molto positivi ed importanti sia in valore assoluto sia in valore relativo. Hanno beneficiato sia dell'ottimo andamento complessivo dei mercati finanziari sia di un *asset allocation* che ha saputo estrarre valore dal brillante primo trimestre dell'anno e dal violento recupero di giugno dopo la correzione di maggio.

Positivo è stato sia il contributo dell'esposizione azionaria sia di quella obbligazionaria. 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). Nel settore obbligazionario molto buona è stata la *performance* dei mercati emergenti in valuta locale e del settore societario grazie al restringimento degli *spread*. Gli strumenti di copertura della *duration* hanno ridotto frazionalmente le *performance*. L'esposizione valutaria ha contribuito positivamente grazie ai differenziali di rendimento considerando che i cambi si sono mossi relativamente poco nel semestre. Ha contribuito negativamente la posizione di cassa a causa della politica di tassi negativi nell'Eurozona.

Roma, 31 luglio 2019



Daniele Demartis
CHIEF INVESTMENT OFFICER