



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

## **AGORAFLEX**

**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 AGORAFLEX 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	36.568.898	71,146	37.801.911	79,218
A1. Titoli di debito	21.194.579	41,235	17.248.188	36,145
A1.1 titoli di stato	2.127.760	4,140	3.281.606	6,877
A1.2 altri	19.066.819	37,095	13.966.582	29,268
A2. Titoli di capitale	8.985.394	17,481	14.365.173	30,104
A3. Parti di O.I.C.R.	6.388.925	12,430	6.188.550	12,969
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	514.609	1,001	425.861	0,892
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	514.609	1,001	425.861	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	14.046.253	27,327	9.273.885	19,435
F1. Liquidità disponibile	14.353.020	27,924	7.588.660	15,903
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	634.529	1,234	2.018.523	4,230
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-941.296	-1,831	-333.298	-0,698
G. ALTRE ATTIVITÀ	270.616	0,526	217.495	0,455
G1. Ratei attivi	267.631	0,521	210.991	0,442
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	2.985	0,005	6.504	0,013
<b>TOTALE ATTIVITÀ</b>	<b>51.400.376</b>	<b>100,000</b>	<b>47.719.152</b>	<b>100,000</b>
<b>PASSIVITÀ E NETTO</b>			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				25.702
M1. Rimborsi richiesti e non regolati				25.702
M2. Proventi da distribuire				
M3. Altri				
N. ALTRE PASSIVITÀ			892.321	101.761
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati			884.283	97.529
N2. Debiti di imposta				
N3. Altre			8.038	4.232
<b>TOTALE PASSIVITÀ</b>			<b>892.321</b>	<b>127.463</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>			<b>50.508.055</b>	<b>47.591.689</b>

Movimenti delle quote nel periodo	
Quote emesse classe Q	18.110,556
Quote emesse classe R	118.327,838
Quote rimborsate classe Q	14.002,514
Quote rimborsate classe R	67.148,155

## NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE

### 1. Elenco analitico degli strumenti finanziari detenuti

Strumenti finanziari	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% incidenza su attività del Fondo
ISHARES EM LOCAL GOV BOND	EUR	50.000,000	2.713.500,00	5,279
EESTI ENERGIA AS 2.384% 2015-22/09/2023	EUR	1.500.000,000	1.586.670,00	3,087
MAROCCO 4.5% 2010/05.10.2020	EUR	1.500.000,000	1.579.905,00	3,074
BOOST BUND 10Y 3X SHORT DAILY ETN-SPV ET	EUR	35.000,000	1.444.625,00	2,811
ETFS 3X SHORT USD LONG EUR	EUR	100.000,000	1.305.200,00	2,539
GAZPROM OAO 5,338% 2013/25.09.2020	GBP	1.100.000,000	1.282.563,13	2,495
TEVA PHARM 1,625% 2016/15/10/2028	EUR	1.500.000,000	1.100.415,00	2,141
BANQUE OUEST AFRICAINE 5,50% 16-06/05/21	USD	1.200.000,000	1.096.342,08	2,133
TEOLLISUUDEN VO OVJ 2,625% 2016/13.01.23	EUR	1.000.000,000	1.065.070,00	2,072
THYSSENKRUPP 2,875% 2019/22,04,2024	EUR	1.000.000,000	1.041.310,00	2,026
NEOPOST SA 2,5% 2014/23.06.2021	EUR	1.000.000,000	1.022.830,00	1,990
FIAT 6.75% 2013/14.10.2019	EUR	1.000.000,000	1.018.900,00	1,982
VODAFONE 0.875% 2015/17.11.2020	EUR	1.000.000,000	1.013.930,00	1,973
FORD MOTOR CRED 0,091% 2018-07/12/2022	EUR	1.000.000,000	958.540,00	1,865
FORD MOTOR CRED TV 2017/01.12.2024	EUR	1.000.000,000	930.020,00	1,809
DBX S&P 500 2X INVERSE	EUR	650.000,000	925.600,00	1,801
TELECOM ITALIA 5,875% 2006-19/05/2023	GBP	750.000,000	910.164,80	1,771
FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES NV	EUR	70.000,000	858.620,00	1,670
BARRICK GOLD CORP.	USD	50.000,000	692.334,71	1,347
NEWMONT MINING CORP.USD	USD	20.000,000	675.564,14	1,314
AGNICO-EAGLE MINES USD	USD	15.000,000	674.861,71	1,313
CENTAMIN PLC	GBP	500.000,000	639.106,15	1,243
ANGLOGOLD ASHANTI SPON ADR	USD	40.000,000	625.515,85	1,217
AZIMUT HOLDINGS SPA 2%2017/28.03.2022	EUR	600.000,000	609.750,00	1,186
SOFTWARE AG	EUR	20.000,000	604.000,00	1,175
ROADSTER FIN DAC1.625% 2017/09.12.2024	EUR	600.000,000	598.080,00	1,164
FRESNILLO PLC	GBP	60.000,000	583.374,30	1,135
FINMECCANICA 8% 2009/16.12.2019	GBP	500.000,000	574.128,49	1,117
PAN AMERICAN SILVER \$	USD	50.000,000	566.774,96	1,103
AMS 25 WA -S 0%	EUR	800.000,000	552.440,00	1,075
REP SOUTH AFRICA 3.75% 2014/24.7.2026	EUR	500.000,000	547.855,00	1,066
KENNEDY WILSON E REAL3,25% 2015/12.11.25	EUR	500.000,000	516.490,00	1,005
CNAC (HK) FINBRIDGE CO-NOTES 18-22 1.75%	EUR	500.000,000	512.740,00	0,998
GAZPRU 3.389 2013/20.03.2020	EUR	500.000,000	511.205,00	0,995
GENERAL MOTORS FIN 0,955% 2016/07.09.23	EUR	500.000,000	503.555,00	0,980
MYLAN NV TV 2017/24.05.2020	EUR	500.000,000	498.635,00	0,970
INDUSTRIAL STARS OF ITALY 3	EUR	50.000,000	492.500,00	0,958
GENERAL MOTORS FIN TV 2018/26.03.2022	EUR	500.000,000	492.240,00	0,958
DAIMLER AG	EUR	10.000,000	489.250,00	0,952
FRESENIUS AG	EUR	10.000,000	476.800,00	0,928
NEOPOST SA	EUR	25.000,000	470.000,00	0,914
POSTNL NV	EUR	300.000,000	457.050,00	0,889
COMMERZBANK NEW	EUR	70.000,000	442.330,00	0,861
BRF GMBH 4.35% 2019/29.09.2026	USD	500.000,000	420.980,77	0,819
ATOS ORIGIN	EUR	5.000,000	367.600,00	0,715
LEONARDO FINMECCANICA SPA	EUR	32.500,000	362.212,50	0,705
EAST AND SOUTH AFRICA 5,375% 17/14.03.22	USD	200.000,000	182.244,27	0,355
ALITALIA 5,25% 2015/30.07.2020 DEFAULT	EUR	1.500.000,000	67.575,00	0,131
INDUSTRIAL STARS OF ITALY 3 WARRANT	EUR	15.000,000	14.541,00	0,028
GABELLI VALUE FOR ITALY SPAC WARR	EUR	11.000,000	7.568,00	0,015

## 2. Politica di investimento del Fondo

Il Fondo, appartenente alla categoria dei Flessibili, si propone di incrementare nel tempo in maniera significativa le somme versate dai Partecipanti, con un orizzonte temporale di medio/lungo termine (3-5 anni) ed un livello di rischio medio/alto. L'obiettivo di rendimento è pari all'indice Bloomberg Barclays Euro TSY-Bills 0-3 Months Index + 1,50%.

La politica d'investimento del Fondo si ispira ai criteri del ritorno "assoluto" e dell'adeguata remunerazione del rischio: nel portafoglio del Fondo vengono immesse solamente attività finanziarie ove sia elevato il rapporto tra rendimento atteso e rischio – senza pertanto necessariamente riferirsi alla composizione degli indici o dei *benchmark* comunemente utilizzati nel risparmio gestito. Il Fondo è inoltre caratterizzato da un alto margine di discrezionalità da parte della SGR nella ripartizione (*asset allocation*) delle attività finanziarie tra titoli rappresentativi di capitale di rischio, titoli di debito e strumenti derivati. Tali investimenti sono effettuati anche sulla base delle aspettative del gestore sull'andamento nel medio/breve termine dei mercati e dei titoli, 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. 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 25% è stato progressivamente ridotto a circa 10%. L'esposizione complessiva al mercato azionario ha raggiunto nel semestre anche il 40%. L'esposizione a titoli *free risk* denominati in Euro è stata sostanzialmente nulla per sfuggire alla perdurante trappola dei tassi negativi. L'esposizione valutaria ha raggiunto anche il 35% del portafoglio ed ha rappresentato un importante rischio assunto dalla gestione. Successivamente è stata ridotta a circa il 15%. 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.

### **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 10%, verrà mantenuta costantemente in portafoglio privilegiando il mercato europeo ed i settori tradizionali meno ciclici e con maggiore visibilità dei risultati e dei flussi di cassa (telecomunicazioni, farmaceutico, pubblica utilità). 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 Agoraflex Classe R durante il primo semestre dell’anno è stato di +5,20% mentre quello della Classe Q (riservata ad investitori istituzionali e clienti professionali) è stato pari a +5,60%.

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