



AGORA
INVESTMENTS

Società di Gestione del Risparmio S.p.A.
Via Flaminia, 487 - 00191 Roma
Iscritta al n. 24 sez. gestori di OICVM e al n. 205, sez. gestori di FIA
dell'Albo delle SGR tenuto dalla Banca d'Italia

AGORAFLEX

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

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2023

SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30 GIUGNO 2023

ATTIVITÀ	Situazione al 30.06.2023		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In perc. del totale attività	Valore complessivo	In perc. del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	54.464.343	97,448	50.177.994	94,944
A1. Titoli di debito	37.596.640	67,268	30.026.538	56,815
A1.1 titoli di stato	11.449.599	20,485	7.414.778	14,030
A1.2 altri	26.147.041	46,783	22.611.760	42,785
A2. Titoli di capitale	9.431.396	16,875	11.231.324	21,251
A3. Parti di O.I.C.R.	7.436.307	13,305	8.920.132	16,878
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	332.500	0,595	785.448	1,486
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	332.500	0,595	785.448	1,486
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	709.841	1,270	1.619.377	3,064
F1. Liquidità disponibile	420.732	0,753	1.593.967	3,016
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	289.457	0,518	25.710	0,049
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-348	-0,001	-300	-0,001
G. ALTRE ATTIVITÀ	383.459	0,687	267.461	0,506
G1. Ratei attivi	380.897	0,682	264.865	0,501
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	2.562	0,005	2.596	0,005
TOTALE ATTIVITÀ	55.890.143	100,000	52.850.280	100,000
PASSIVITÀ E NETTO			Situazione al 30.06.2023	Situazione a fine esercizio precedente
			Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI			22.836	
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			95.887	102.579
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati			94.013	101.779
N2. Debiti di imposta				
N3. Altre			1.874	800
TOTALE PASSIVITÀ			118.723	102.579
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO			55.771.420	52.747.702
NUMERO DELLE QUOTE IN CIRCOLAZIONE			7.888.815,359	7.956.374,341
VALORE UNITARIO DELLE QUOTE			7,070	6,630
VALORE COMPLESSIVO CLASSE Q			11.641.585	10.976.485
NUMERO QUOTE IN CIRCOLAZIONE CLASSE Q			1.485.109,861	1.499.124,659
VALORE COMPLESSIVO CLASSE R			44.129.835	41.771.217
NUMERO QUOTE IN CIRCOLAZIONE CLASSE R			6.403.705,498	6.457.249,682
VALORE QUOTA CLASSE Q			7,839	7,322
VALORE QUOTA CLASSE R			6,891	6,469

MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL PERIODO	
Quote emesse classe Q	-
Quote emesse classe R	298,768
Quote rimborsate classe Q	14.014,798
Quote rimborsate classe R	53.842,952

NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE

1. Elenco dei principali strumenti finanziari in portafoglio al 30 giugno 2023 in ordine decrescente di valore

Strumenti finanziari	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% incidenza su attività del Fondo
US TREASURY 2,875% 2018/30/04/2025	USD	2.500.000,000	2.204.716,71	3,945
BUNDESREPUBLIK 0% 15-12-202	EUR	2.000.000,000	1.968.240,00	3,522
FRANCE O.A.T 0% 2022/25.02.2025	EUR	2.000.000,000	1.893.380,00	3,388
MUL L CHE HUE AC	EUR	20.000,000	1.672.800,00	2,993
BUNDES 2,2% 2022/12.12.2024	EUR	1.500.000,000	1.475.865,00	2,641
BTP 0% 2021/30.01.2024	EUR	1.500.000,000	1.467.810,00	2,626
ISHARES EM LOCAL GOV BOND	EUR	35.000,000	1.467.375,00	2,625
USA TREASURY 0.25% 2021/30.09.2023	USD	1.000.000,000	905.372,16	1,620
USA-TREASURY 0,375% 2021/15.07.2024	USD	1.000.000,000	870.215,55	1,557
INVESCO AT1 CAP BOND EUR HDG ETF	EUR	50.000,000	751.200,00	1,344
NEWMONT CORPORATION - USD	USD	18.000,000	703.766,84	1,259
SPDR REFIN GLOBAL CONVERTIBLE BOND-H	EUR	20.000,000	697.300,00	1,248
BAT INTL FINANCE PLC 2015/13.10.2023	EUR	700.000,000	693.133,00	1,240
QUIMICA Y MINERA CHILE-ADR	USD	10.000,000	665.566,86	1,191
BARRICK GOLD CORP.	USD	35.000,000	543.075,80	0,972
EURONET WORLDWI INC 1,375% 2019/22.05.26	EUR	600.000,000	540.534,00	0,967
CDP RETI SPA 5,875% 2022/25.10.2027	EUR	500.000,000	523.645,00	0,937
BANK OF IRELAND 0.75% 2019/08.07.2024	EUR	500.000,000	499.730,00	0,894
BPP EUROPE 2% 2019/15.02.2024	EUR	500.000,000	486.285,00	0,870
VIVAT NV 2.375 2017/17.05.2024	EUR	500.000,000	484.290,00	0,867
INTESA SAN PAOLO 1% 2019/04.07.2024	EUR	500.000,000	483.970,00	0,866
ANGLOGOLD ASHANTI SPON ADR	USD	25.000,000	483.227,94	0,865
AZIMUT HOLDINGS SPA1,625%2019/12.12.2024	EUR	500.000,000	479.715,00	0,858
FORD MOTOR CR CO LLC 3.25%20/15.09.2025	EUR	500.000,000	479.510,00	0,858
PETROLEOS MEX PEMEX 2,75% 2015/21.04.27	EUR	600.000,000	474.612,00	0,849
LYXOR EURSTX600 F&B	EUR	5.000,000	473.050,00	0,846
AMS 25 WA -S 0%	EUR	600.000,000	461.478,00	0,826
AT&T INC TV 2020/01.03.2025	EUR	500.000,000	460.485,00	0,824
AGNICO-EAGLE MINES USD	USD	10.000,000	458.069,84	0,820
STG GLOBAL FIN BV 1.375% 2020/24.09.25	EUR	500.000,000	457.555,00	0,819
AFRICAN FIN CORP 2.875% 2021/28.04.2028	USD	600.000,000	454.654,94	0,813
WT CYBERSECURITY-USD ACC	EUR	25.000,000	441.200,00	0,789
NOVOLIPETSK 4,70% 2019/30.05.2026	USD	600.000,000	436.953,53	0,782
AXA LOGISTICS EUR 0,375% 2021-15/11/2026	EUR	500.000,000	429.935,00	0,769
STELLANTIS NV 2% 2017/23.03.2024	EUR	430.000,000	423.580,10	0,758
TRITAX EUROBOX-PLC 0.95% 21-02.06.26	EUR	500.000,000	421.730,00	0,755
BLACKSTONE PRIVATE 1,75% 2021-30/11/2026	EUR	500.000,000	421.190,00	0,754
INVESCO PREFERRED SHARES UCITS ETF	EUR	30.000,000	411.360,00	0,736
LYXOR ETF STOXX HEALTH CARE	EUR	3.000,000	405.060,00	0,725
PAN AMERICAN SILVER \$	USD	30.000,000	400.879,85	0,717

SIGMA ALIMENTOS SA 2,625% 2017/07.02.24	EUR	400.000,000	394.464,00	0,706
BANCO BPM SPA 2.50% 2019/21.06.2024	EUR	400.000,000	392.184,00	0,702
SSR MINING-ORD SHS	USD	30.000,000	389.881,77	0,698
TEVA PHARM 1,625% 2016/15/10/2028	EUR	500.000,000	385.420,00	0,690
BAT P.L.C 4.,125% 2021/31.12.2049	EUR	500.000,000	382.565,00	0,684
ALPHA TRAINS 2.064% 2015/30.06.2025	EUR	400.000,000	373.016,00	0,667
PHILIP MORRIS 1,45% 2019-01/08/2039	EUR	600.000,000	368.676,00	0,660
VOLKSWAGEN GR AMERICA 0.875% 22.11 23	USD	400.000,000	359.072,50	0,642
VGPBB 2,25% 2022-17/01/2030	EUR	500.000,000	356.525,00	0,638
VALE OVERSEAS LTD 6.875% 2023/21.11.2036	USD	360.000,000	344.637,89	0,617
ROLLS ROYCE PLC 1.625% 2018/09.05.2028	EUR	400.000,000	337.128,00	0,603
IND STARS 4 CUM (PREMIO FEDELTA)	EUR	35.000,000	332.500,00	0,595
POWER FINANCE 1,841% 2021/21.09.2028	EUR	400.000,000	329.176,00	0,589
NOVARTIS AG - NOM.	CHF	3.500,000	322.646,73	0,577
FREEPORT MCMORAN 5,45% 2023/15.03.2043	USD	360.000,000	304.200,16	0,544
ENEL SPA TV 23-31.12.2049	EUR	300.000,000	301.545,00	0,540
MPT OPER PARTER 0,993% 2021/15.10.2026	EUR	400.000,000	301.276,00	0,539
BHP 5.625% 2015/22.10.2079	EUR	300.000,000	299.799,00	0,536
INTESA SAN PAOLO TV 2023-08/03/2028	EUR	300.000,000	299.373,00	0,536
ORANGE SA 5% 2014/29.10.2049	EUR	300.000,000	297.906,00	0,533
EASYJET PLC 1,125% 2016/18.10.2023	EUR	300.000,000	297.132,00	0,532
VOLKSWAGEN BANK 1,875% 2019/31.01.2024	EUR	300.000,000	295.980,00	0,530
AFRICAN EXPORT 3,798% 2021-17/05/2031	USD	400.000,000	295.411,97	0,529
SANOFI	EUR	3.000,000	294.600,00	0,527
ALLIANZ SE TV 2014/31.12.2049	EUR	300.000,000	291.807,00	0,522
GENERALI TV 2014/30.11.2049	EUR	300.000,000	291.024,00	0,521
GAZPROM OAO 2,5% 2018/21.03.2026	EUR	400.000,000	289.936,00	0,519
VEOLIA ENVIRONNEMENT	EUR	10.000,000	289.500,00	0,518
KONINKLIJKE KPN NV 2% 2019/08.02.2068	EUR	300.000,000	282.684,00	0,506
RENAULT-EMTN PGM SR 54 TR 1 19-25 1.25%	EUR	300.000,000	280.455,00	0,502
REPSOL INTL FIN T 3,750% 2020/31/12/2049	EUR	300.000,000	280.176,00	0,501

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 – pertanto senza 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 e titoli di debito. 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.

La prima metà dell'anno è stata ricca di elementi che hanno orientato più volte le aspettative di mercato e, a consuntivo, è stato un semestre proficuo in termini di rendimenti. Infatti, dopo un 2022 deludente, tutte le asset class hanno offerto ritorni positivi e buona parte delle perdite è stata recuperata.

L'asset class azionaria ha offerto i migliori rendimenti con una performance del MSCI World nell'ordine del 12% in euro, trainato dai giganti della tecnologia grazie al più 30% nel Nasdaq ma anche i settori più difensivi hanno offerto importanti ritorni positivi. La sovraperformance del settore tecnologico è stata guidata dal boom di investimenti nell'intelligenza artificiale. Interessanti anche i ritorni offerti del mercato obbligazionario con performance in euro complessivamente positive per gli indici investment grade globali, ritorni di circa il 2% per il credito societario e di circa il 5% per i mercati emergenti; a causa dell'inversione delle curve dei rendimenti, c'è stata nel semestre una sovraperformance dei titoli di stato a lunga scadenza rispetto ai titoli monetari o a breve termine.

Dal punto di vista macroeconomico, il semestre ha visto un'inflazione in discesa ma particolarmente vischiosa e su livelli assoluti ancora elevati: nell'area euro l'indice dei prezzi al consumo è sceso intorno al 6% mentre è più significativa la discesa dei prezzi al 4% negli Stati Uniti. La dinamica inflattiva ha più volte orientato le aspettative circa la politica monetaria; il mercato si attendeva ad inizio anno un picco dei tassi americani intorno al 5.25% e dei tagli entro l'anno mentre ora, nonostante la pausa di giugno della FED, le aspettative sono per un picco intorno al 5.75% e tagli solo nella prima metà del 2024; in area Euro si prevedevano tassi al 3% a fine anno mentre ora le aspettative sono salite al 4% e la BCE resta particolarmente restrittiva.

Per quanto riguarda il prodotto interno lordo, nel primo semestre si è vista una crescita economica più solida rispetto alle attese ma le aspettative per il 2023 restano per uno scenario piuttosto stagnante nelle principali economie sviluppate. La manifattura mostra segni di debolezza in tutte le economie mentre restano particolarmente robusti i servizi. Anche l'attesa ripresa economica cinese è risultata più lenta delle attese ma sono allo studio stimoli sia fiscali sia monetari.

Il primo semestre dell'anno è stato quindi dominato ancora una volta dai temi dell'inflazione e della stretta monetaria ma a marzo è tornato anche d'attualità il tema della stabilità finanziaria con la crisi delle banche regionali negli Stati Uniti ed il salvataggio del credit Suisse in Europa. Il dilemma

delle banche centrali si è improvvisamente trasformato in un trilemma ovvero la necessità di combattere l'inflazione e contemporaneamente sia salvaguardare la crescita economica sia garantire la stabilità finanziaria.

L'asset allocation di inizio anno era costruita considerando uno scenario piuttosto positivo sui mercati con un'esposizione al mercato azionario di circa il 35% (equamente distribuita tra settore tecnologico, settore aurifero ed un paniere di titoli difensivi legati al settore militare, farmaceutico e alimentare) ed un portafoglio obbligazionario investito prevalentemente in titoli societari (circa 50% del Fondo) con una duration di circa 4 anni. Nel semestre l'esposizione azionaria è stata progressivamente ridotta intorno al 20% riducendo fortemente il peso del settore tecnologico viste le performance realizzate e le valutazioni raggiunte. L'esposizione al settore aurifero, inizialmente intorno al 15% è stata dimezzata nel secondo trimestre. Nel secondo trimestre si è investito circa il 3% in un etf sul mercato azionario cinese per questioni di valutazione a sconto e sottoperformance relativa rispetto ai listini mondiali. Nel portafoglio obbligazionario è stata ridotta la duration a circa 2.5 anni a fine semestre sfruttando una certa volatilità dei rendimenti e l'inversione delle curve che ha portato ad una sovraperformance delle parti lunghe rispetto alle parti a breve termine; è stata incrementata l'esposizione a titoli di stato a breve termine sia in euro sia in dollari per sfruttare gli importanti rendimenti monetari offerti; si è ulteriormente diversificato il portafoglio attraverso il ricorso ad etf su titoli societari ibridi, At1 finanziari e preference shares. L'esposizione valutaria è stata mantenuta tra il 30% ed il 35% e nel semestre è stato ridotto frazionalmente il peso del dollaro. I budget di rischio sono stati solo temporaneamente pienamente sfruttati, sia relativamente all'esposizione azionaria sia relativamente alla durata finanziaria media del portafoglio obbligazionario. La volatilità annua del Fondo era circa 9 a inizio semestre ed è scesa a circa 6.75 a fine periodo. La performance del Fondo nel semestre è stata ampiamente positiva e la valorizzazione di fine periodo è in prossimità dei valori massimi raggiunti nel semestre.

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

Il fatto che l'attesa recessione non si sia ancora manifestata non significa che sia esclusa; gli effetti negativi dei rialzi dei tassi devono ancora ripercuotersi appieno nell'economia reale; se da un lato il mercato del lavoro resta ancora robusto ed i bilanci delle famiglie piuttosto sani, dall'altro l'inasprimento delle condizioni di credito avrà effetti restrittivi soprattutto nelle economie più dipendenti dal credito come quella americana.

Sullo sfondo permangono i rischi geopolitici legati all'esito della guerra in Ucraina sebbene gli effetti economici della crisi del gas in Europa si siano attenuati grazie ad una stagione invernale

piuttosto mite; per contro, la pandemia da Covid-19 si può considerare definitivamente superata dopo che la Cina ha abbandonato ad inizio anno la politica Covid-zero ed eliminato del tutto le restrizioni.

Continuiamo a ritenere che la correzione del 2022 abbia offerto importanti opportunità d'investimento a lungo termine. Grazie al forte aumento dei tassi, gli investitori in obbligazioni sono in grado di ottenere rendimenti nominali che non si vedevano sul mercato da oltre venti anni. Oggi, soprattutto la parte a breve della curva offre rendimenti monetari molto significativi nell'ordine del 5.5% in dollari e del 3.5% in euro.

Per quanto riguarda le azioni, nonostante la recessione sia in buona parte prezzata dai mercati, l'andamento favorevole nel primo semestre non è stato accompagnato da un altrettanto robusta crescita degli utili e gli indicatori fondamentali sono oggi su livelli decisamente meno interessanti rispetto ad inizio anno. Le valutazioni sono su sostanzialmente su livelli equi a lungo termine ma, data la concorrenza dei tassi d'interesse, il motto «There Is No Alternative» («TINA») non vale più.

Manteniamo per il secondo semestre un atteggiamento moderatamente favorevole sui mercati ma, in termini di asset allocation, preferiamo un approccio più prudente sia sull'investimento azionario sia sul rischio di tasso e di credito. Sul mercato azionario, ci aspettiamo una maggiore volatilità e sarà opportuno puntare su settori esposti a macrotrend (cybersecurity, big data, EV) e titoli di qualità con bilanci solidi e un forte posizionamento di mercato. Sul mercato obbligazionario la duration iniziale sarà contenuta e si giudicano interessanti i rendimenti monetari.

Riteniamo poco interessante l'esposizione al dollaro per l'andamento dei differenziali d'interesse mentre giudichiamo utile mantenere un'esposizione all'oro attraverso il settore azionario aurifero in ottica di diversificazione.

In conclusione, nel 2023 le aspettative di rendimento sono decisamente migliorate per gli investitori ma resta molto importante un'attenta gestione del rischio.

4. Determinanti del risultato di gestione

Il rendimento del Fondo Agoraflex Classe R durante il primo semestre dell'anno è stato di +6,52% mentre quello della Classe Q (riservata ad investitori istituzionali e clienti professionali) è stato pari a +7,06%.

Hanno contribuito positivamente sia la componente azionaria sia la componente obbligazionaria. Particolarmente significativo il contributo del settore tecnologico e delle big cap americane come

Nvidia, Apple, Amazon, Microsoft e Meta. L'esposizione ai titoli societari ha offerto un contributo superiore rispetto ai titoli di stato grazie al buon andamento degli spread di credito. Sostanzialmente nullo il contributo dei mercati emergenti.

L'esposizione al dollaro ha offerto un contributo frazionalmente negativo mentre la componente liquida di portafoglio ha generato interessi positivi.

Roma, 27 luglio 2023



Daniele Demartis
RESPONSABILE AREA INVESTIMENTI