



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 30 GIUGNO 2020**

## SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30 GIUGNO 2020

| ATTIVITÀ   | Situazione al 30.06.2020 |                              | Situazione a fine esercizio precedente |   |
|--|--------------------------|------------------------------|--|---|
|  | Valore complessivo       | In perc. del totale attività | Valore complessivo                     | In perc. del totale attività                  |
| A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI                                      | 3.843.389                | 95,594                       | 3.663.738                              | 87,146  |
| A1. Titoli di debito   |                          |                              |  |   |
| A1.1 titoli di stato   |                          |                              |  |   |
| A1.2 altri   |                          |                              |  |   |
| A2. Titoli di capitale   | 3.520.060                | 87,552                       | 3.219.196                              | 76,572  |
| A3. Parti di O.I.C.R.  | 323.329                  | 8,042                        | 444.542                                | 10,574  |
| B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI                                  | 350                      | 0,009                        | 350                                    | 0,008   |
| B1. Titoli di debito   |                          |                              |  |   |
| B2. Titoli di capitale   | 350                      | 0,009                        | 350                                    | 0,008   |
| 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                                      | 165.194                  | 4,109                        | 529.701                                | 12,600  |
| F1. Liquidità disponibile  | 165.326                  | 4,112                        | 480.225                                | 11,423  |
| F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare                 |                          |                              | 49.620                                 | 1,180   |
| F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare                   | -132                     | -0,003                       | -144                                   | -0,003  |
| G. ALTRE ATTIVITÀ  | 11.580                   | 0,288                        | 10.364                                 | 0,246   |
| G1. Ratei attivi   | 107                      | 0,003                        | 572                                    | 0,014   |
| G2. Risparmio di imposta   |                          |                              |  |   |
| G3. Altre  | 11.473                   | 0,285                        | 9.792                                  | 0,232   |
| <b>TOTALE ATTIVITÀ</b>   | <b>4.020.513</b>         | <b>100,000</b>               | <b>4.204.153</b>                       | <b>100,000</b>                                |
| <b>PASSIVITÀ E NETTO</b>   |                          |                              | <b>Situazione al 30.06.2020</b>        | <b>Situazione a fine esercizio precedente</b> |
|  |                          |                              | <b>Valore complessivo</b>              | <b>Valore complessivo</b>                     |
| H. FINANZIAMENTI RICEVUTI  |                          |                              | 3.353                                  |   |
| H1. Finanziamenti ricevuti   |                          |                              | 3.353                                  |   |
| 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   |                          |                              | 28.336                                 | 10.500  |
| N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati                    |                          |                              | 28.262                                 | 10.017  |
| N2. Debiti di imposta  |                          |                              |  |   |
| N3. Altre  |                          |                              | 74                                     | 483   |
| <b>TOTALE PASSIVITÀ</b>  |                          |                              | <b>31.689</b>                          | <b>10.500</b>                                 |
| <b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>                            |                          |                              | <b>3.988.824</b>                       | <b>4.193.653</b>                              |
| <b>NUMERO DELLE QUOTE IN CIRCOLAZIONE</b>                            |                          |                              | <b>675.946,579</b>                     | <b>665.540,115</b>                            |
| <b>VALORE UNITARIO DELLE QUOTE</b>                                   |                          |                              | <b>5,901</b>                           | <b>6,301</b>                                  |
| <b>VALORE COMPLESSIVO CLASSE Q</b>                                   |                          |                              | <b>1.260.049</b>                       | <b>1.341.160</b>                              |
| <b>NUMERO QUOTE IN CIRCOLAZIONE CLASSE Q</b>                         |                          |                              | <b>209.049,482</b>                     | <b>209.236,126</b>                            |
| <b>VALORE COMPLESSIVO CLASSE R</b>                                   |                          |                              | <b>2.728.775</b>                       | <b>2.852.493</b>                              |
| <b>NUMERO QUOTE IN CIRCOLAZIONE CLASSE R</b>                         |                          |                              | <b>466.897,097</b>                     | <b>456.303,989</b>                            |
| <b>VALORE QUOTA CLASSE Q</b>   |                          |                              | <b>6,028</b>                           | <b>6,410</b>                                  |
| <b>VALORE QUOTA CLASSE R</b>   |                          |                              | <b>5,844</b>                           | <b>6,251</b>                                  |

| Movimenti delle quote nel periodo |            |
|-----------------------------------|------------|
| Quote emesse classe Q             | 41.823,650 |
| Quote emesse classe R             | 74.407,936 |
| Quote rimborsate classe Q         | 42.010,294 |
| Quote rimborsate classe R         | 63.814,828 |

## NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE

### 1. Elenco analitico degli strumenti finanziari detenuti

| Strumenti finanziari                     | Divisa | Quantità      | Controvalore in Euro | % incidenza su attività del Fondo |
|--|--------|---------------|----------------------|-----------------------------------|
| SSR MINING-ORD SHS                       | USD    | 12.500,000    | 237.358,68           | 5,904                             |
| PAN AFRICAN RESOURCES PLC                | GBP    | 1.000.000,000 | 193.005,61           | 4,801                             |
| BARRICK GOLD CORP.                       | USD    | 8.000,000     | 191.863,26           | 4,772                             |
| CENTAMIN PLC                             | GBP    | 90.000,000    | 181.524,25           | 4,515                             |
| BHP GROUP LTD ADR                        | USD    | 4.000,000     | 177.085,37           | 4,405                             |
| FRESNILLO PLC                            | GBP    | 15.000,000    | 138.799,08           | 3,452                             |
| ADVANCES METALLURGICAL GROUP             | EUR    | 8.500,000     | 135.065,00           | 3,359                             |
| ANGLOGOLD ASHANTI SPON ADR               | USD    | 5.000,000     | 131.265,02           | 3,265                             |
| ETFX DAXGLOBAL GOLD MINING               | EUR    | 4.000,000     | 129.540,00           | 3,222                             |
| TATNEFT-GDR ON ORD SHS (REGULATION S)    | USD    | 3.000,000     | 124.775,22           | 3,103                             |
| PAN AMERICAN SILVER \$                   | USD    | 4.500,000     | 121.743,97           | 3,028                             |
| VALE SA ADR                              | USD    | 12.500,000    | 114.728,92           | 2,854                             |
| ERAMET SOC.                              | EUR    | 3.500,000     | 111.720,00           | 2,779                             |
| KIRKLAND LAKE GOLD LTD                   | USD    | 3.000,000     | 110.139,77           | 2,739                             |
| NORDDEUTSCHE AFFINERIE AG                | EUR    | 2.000,000     | 109.760,00           | 2,730                             |
| HOCHSCHILD MINING PLC                    | GBP    | 50.000,000    | 106.785,44           | 2,656                             |
| FREEPORT MCMORAN INC. CL B               | USD    | 10.000,000    | 103.000,09           | 2,562                             |
| COVESTRO AG                              | EUR    | 3.000,000     | 101.550,00           | 2,526                             |
| VANECK VECTORS RARE EARTH / STRATEGIC ME | USD    | 3.333,000     | 101.268,84           | 2,519                             |
| ROYAL DUTCH SHELL A EUR                  | EUR    | 7.000,000     | 100.786,00           | 2,507                             |
| KINROSS GOLD                             | USD    | 15.000,000    | 96.412,36            | 2,398                             |
| INVESCO MORNINGSTAR MLP DIST             | EUR    | 4.000,000     | 92.520,00            | 2,301                             |
| OAO ROSNEFT OIL CO GDR                   | USD    | 20.000,000    | 89.521,94            | 2,227                             |
| AGNICO-EAGLE MINES USD                   | USD    | 1.500,000     | 85.542,60            | 2,128                             |
| ENI ORD.                                 | EUR    | 10.000,000    | 84.900,00            | 2,112                             |
| MERSEN                                   | EUR    | 4.000,000     | 84.800,00            | 2,109                             |
| BOLIDEN AB                               | SEK    | 4.000,000     | 81.026,59            | 2,015                             |
| SEVERSTAL - GDR                          | USD    | 7.500,000     | 80.788,75            | 2,009                             |
| REPSOL SA                                | EUR    | 10.000,000    | 77.860,00            | 1,937                             |
| NUTRIEN-ORD SHS USD                      | USD    | 2.500,000     | 71.441,29            | 1,777                             |
| MMC NORILSK NICK - ADR                   | USD    | 3.000,000     | 69.945,70            | 1,740                             |
| QUIMICA Y MINERA CHILE-ADR               | USD    | 2.500,000     | 58.021,01            | 1,443                             |
| CLEVELAND-CLIFFS INC                     | USD    | 10.000,000    | 49.140,92            | 1,222                             |
| NORSK HYDRO ASA                          | EUR    | 20.000,000    | 48.520,00            | 1,207                             |
| ARCELORMITTAL                            | EUR    | 5.000,000     | 46.850,00            | 1,165                             |
| REPSOL SA RTS                            | EUR    | 10.000,000    | 4.333,00             | 0,108                             |
| 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.

L'inizio dell'anno aveva dipinto quindi un quadro piuttosto roseo per i mercati; l'ottimismo degli investitori era stato sostenuto dal buon *newsflow* sul fronte della crescita, le Banche Centrali avevano mantenuto il proprio orientamento accomodante e gli Stati Uniti e la Cina avevano finalmente firmato l'accordo commerciale di Fase 1. Gli attivi rischiosi erano di conseguenza aumentati in modo generalizzato, con borse sui massimi, *spread* creditizi sui minimi pluriennali e materie prime in moderato rialzo (faceva eccezione ancora il palladio che proseguiva il suo spettacolare *rally*). Anche i metalli preziosi proseguivano nel loro rialzo con prospettive abbastanza rosee considerando sia le politiche monetarie globalmente espansive sia la loro natura di assicurazione contro eventi avversi.

L'economia cinese sembrava in via di stabilizzazione dopo il brutto terzo trimestre 2019 e le previsioni di consumo di materie prime erano sensibilmente migliorate anche in previsione del grande progetto infrastrutturale "*silk road economic belt*" da 1.000 mld\$ entro il 2027.

Le quotazioni del petrolio erano attese stabili perché da un lato la domanda restava *soft*, le scorte elevate e la produzione *shale* americana piuttosto elevata, dall'altro erano attesi nuovi tagli produttivi concordati da parte dell'Opec e della Russia. Tuttavia, bisogna sottolineare come in futuro l'Opec+ sarà sempre meno in grado di influenzare rispetto al passato le quotazioni del greggio dato che, come prevede l'IEA, la loro quota di mercato è vista scendere sotto al 50%, ai minimi dagli anni 80.

Il *rally*, tuttavia, si è arrestato improvvisamente quando si è diffusa la notizia dell'epidemia di Coronavirus in Cina. Nonostante il massimo impegno delle autorità cinesi per contenere il contagio, i mercati sono stati rapidi a scontare nei prezzi questa notizia e l'imprevisto rischio di una pandemia e di una paralisi economica. La corsa verso la sicurezza ha determinato un'ondata di diminuzione dei rendimenti ed una violenta impennata della volatilità (Vix ha quasi triplicato). Il mondo si è ritrovato all'improvviso consapevole di dover affrontare un problema non confinato ad alcune aree geografiche ma probabilmente già molto più ramificato di quanto si sospettasse. La prima reazione "politica" delle autorità è stata nel segno della chiusura e dei blocchi con conseguente paralisi sia della vita sociale sia dell'attività economica. La crisi del Coronavirus è estremamente complessa perché ha diverse dimensioni (sanitaria, sociale ed economica) e in ognuna di esse ci sono enormi gradi di incertezza. La prima grande incognita è l'epidemia stessa: se da un lato il conteggio dei decessi non segue criteri omogenei, dall'altro non c'è nemmeno contezza sul numero totale delle persone infette e/o infettate e se le misure di contenimento del virus stiano realmente funzionando. La seconda grande incognita è l'effetto delle risposte politiche messe in atto. Le risposte politiche e sociali sono state molte e disomogenee: all'inizio per molti si è trattato di mantenere la calma e lo status quo così com'era, poi ci sono stati vari modelli di chiusura, da quello parziale al più completo, alla fine quasi ogni paese ha dato risposte diverse. La risposta economica è stata invece meno incerta: le Banche Centrali hanno agito con molta forza, iniettando liquidità e acquistando obbligazioni sia pubbliche sia private mentre i governi hanno incrementato la spesa per il *welfare* ed il supporto pubblico all'economia (garanzie, finanziamenti, trasferimenti, sussidi ad una pletera di agenti economici). Mettendo tutte le dimensioni insieme, è praticamente impossibile valutare il costo sia politico sia economico dell'emergenza, ed è per questo motivo che nei mesi di Marzo ed Aprile abbiamo affrontato i mercati più volatili che si siano mai osservati nella storia dei sistemi capitalistici.

Nel mese di Marzo il mercato del credito si è praticamente paralizzato ed il reddito fisso ha sofferto perdite di oltre il 10% anche nei segmenti di medio-alta qualità. I mercati azionari hanno sofferto perdite giornaliere record (in più di un'occasione eccedenti il 10% sia a WS sia nell'Eurozona) e raggiunto anche ribassi del 40% da inizio anno. I mercati emergenti hanno sofferto un crollo generalizzato delle valute locali ed un brusco allargamento degli spread. A partire da Aprile i mercati hanno improvvisamente cambiato direzione sulla scia dell'enorme liquidità immessa dalle Banche Centrali e, a dispetto della quasi totalità delle fosche previsioni degli analisti e dei

commentatori, hanno quasi annullato le perdite da inizio anno con un *rally* spettacolare su ogni classe di attivo.

A metà semestre le materie prime industriali hanno tutte conosciuto crolli importanti delle quotazioni ma la situazione più complessa si è venuta a creare nel settore energetico. Il mercato del petrolio ha vissuto un fenomeno totalmente inatteso ed impensabile con le quotazioni del WTI sprofondate addirittura in territorio negativo per il concomitante effetto dell'aumento record della produzione (Arabia e Russia hanno iniziato a Marzo una guerra per l'incremento delle quote di mercato e rotto gli accordi produttivi dell'Opec+), del crollo della domanda e della saturazione della capacità di stoccaggio. Successivamente, gli effetti dei tagli alla produzione (Opec+ tornato su sui passi, Shale Oil tagliato fuori dal mercato a certi livelli delle quotazioni) ed il venir meno di alcuni effetti tecnici legati a strumenti finanziari complessi che operano sul mercato dei *futures*, ha consentito un ritorno ad una situazione più normale con prezzi meno erratici, differenziali WTI-Brent nelle medie storiche e curve *futures* meno estreme. I metalli industriali hanno parimenti recuperato quasi integralmente le perdite ad eccezione dell'alluminio (surplus di produzione difficilmente riassorbibile). Casi particolari sono rappresentati dal minerale di ferro, salito di oltre il 30% a causa di restrizioni all'offerta in America latina e dal rame, ai massimi dal 2018 intorno ai 6600\$ grazie ai i timori legati all'offerta dal Cile e alle aspettative di nuovi piani infrastrutturali (USA, Cina, Eurozona). Si iniziano ad intravedere degli eccessi che ci inducono a pensare che, in assenza di eventi straordinari, le quotazioni possano consolidare/correggere nei prossimi mesi con il rischio di breve di *overshooting* verso i 7000\$ qualora si verificasse un marcato deterioramento dell'offerta dal Cile (ad esempio scioperi diffusi dei minatori). Anche le normative ambientali hanno avuto e continueranno ad avere un impatto diretto sui prezzi delle materie prime perché la politica sta acquisendo crescente consapevolezza della necessità di adottare politiche verdi. I cambiamenti delle normative ambientali non incideranno solo sulle dinamiche di lungo periodo, come il passaggio alle auto elettriche, ma avranno anche effetti immediati e diretti come ad esempio il caso delle Filippine che, chiudendo nel primo semestre 2019 oltre metà delle miniere per infrazioni delle norme ambientali, ha causato un importante *shock* sul lato dell'offerta di nickel. Vincitori assoluti della fase pandemica sono stati i metalli preziosi ed in particolare l'oro che ha beneficiato sia dei flussi di investimento delle Banche Centrali sia della ricerca di un porto sicuro da parte degli investitori. Le quotazioni hanno raggiunto i 1780\$ l'oncia, livello record dal 2012. Sostanzialmente piatto l'argento nel semestre ma con un grande recupero nel secondo trimestre dopo aver perso un terzo del valore.

A consuntivo, nel primo semestre dell'anno le *performance* azionarie del settore sono negative con una variazione più contenuta per l'indice relativo alle imprese legate ai metalli industriali (indice

Bwming -3.4%) rispetto all'indice delle imprese legate all'estrazione di idrocarburi (Bwoilp - 27.5%). Eccezionale la performance del mercato azionario aurifero che chiude il semestre a +25% (indice NYSE Arca gold).

Il Dollaro si è indebolito nel semestre, sulla scia delle misure espansive sia monetarie sia fiscali annunciate, ed ha rappresentato un elemento di sollievo per i mercati emergenti in special modo in valuta locale.

A causa della pandemia da Coronavirus, il rischio di una recessione globale, ritenuta un'ipotesi inverosimile se non addirittura folle pochi mesi fa, oggi si è materializzato e la sua dimensione è imprevedibile. L'economia globale è ufficialmente in recessione con i dati congiunturali su produzione, fiducia dei consumatori ed occupazione su livelli che è eufemistico definire minimi storici essendo completamente fuori scala rispetto alle serie storiche. I disoccupati in poche settimane si contano a milioni, le stime di GDP vengono continuamente aggiornate al ribasso così come i deficit pubblici inesorabilmente al rialzo. Nel primo trimestre la Cina ha conosciuto la prima contrazione economica da 40 anni e le previsioni per il secondo trimestre si muovono all'interno di un ventaglio piuttosto ampio, con le più negative arrivano a toccare picchi del -30% in Usa e del -10% in molti paesi europei, una contrazione senza precedenti dagli anni 30. D'altronde l'economia globale è stata virtualmente congelata con oltre un terzo della popolazione mondiale in quarantena. La crescita globale del PIL nel 2020 è stata rivista al ribasso di circa 8 punti percentuali, passando dal +3,3% prima della crisi al -5,2% attuale. Lo afferma la Banca Mondiale che ha previsto un calo del 6,1% per il Pil americano, mentre quello dall'area euro dovrebbe scendere del 9,1% e quello della Cina dovrebbe salire solo dell'1%.

L'*asset allocation* di fine anno è stata inizialmente confermata per il 2020. La componente industriale era inferiore al 50%, il settore energetico in leggero sottopeso ed in forte sovrappeso il settore minerario legato ai metalli preziosi. 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.

La gestione è stata efficace nell'interpretare la correzione iniziale dei mercati non come un'occasione di acquisto dato che le valutazioni non erano ritenute supportive e solo quando la dimensione dei ribassi ha raggiunto livelli più importanti (intorno al -30% ytd dell'S&P500) e la volatilità valori assoluti molto elevati (Vix circa 60) la propensione al rischio è aumentata e le scelte

d'investimento hanno privilegiato società diversificate a larga capitalizzazione ed in particolare il settore aurifero ed argentifero. Il peso azionario ha raggiunto anche il 100% per poi essere ridotto durante la successiva fase di recupero. Diffusa operatività in *trading* è stata fatta nel settore energetico, mantenuto mediamente in sottopeso. Il settore dei preziosi ha raggiunto anche il 45% del Fondo ed è stato costantemente in forte sovrappeso. In sovrappeso società attive 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 l'85% ed il 100% dell'attivo.

L'esposizione valutaria è stata mantenuta intorno al 50%, in sottopeso, non ritenendo ancora esaurita la fase di rivalutazione dell'Euro.

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

Riusciranno i governi e le istituzioni a mantenere le promesse? E quanto spazio di manovra hanno effettivamente per sostenere l'economia? E chi pagherà il conto?

L'incertezza sui mercati è aggravata dal fatto che la politica monetaria potrebbe essere inefficace di fronte ad una crisi di offerta e ad una paralisi della domanda; una politica fiscale incisiva andrebbe coordinata a livello internazionale ma non tutti i Paesi hanno bilanci in grado di sostenere deficit eccessivi (Italia in primis) senza rendere la traiettoria del debito pericolosamente fuori controllo.

La situazione è del tutto eccezionale e sconfessa il modello naturale di una spirale recessiva. Normalmente la crisi si trasmette dai consumi e dagli investimenti alla profittabilità delle aziende, poi al mercato del lavoro ed ai prezzi, finché la spirale non si inverte. La politica, in questi casi, può intervenire con scelte anticicliche per invertire la dinamica ma oggi, con gran parte dell'intera economia globale congelata per decreto, è saltato il meccanismo di trasmissione.

La questione è estremamente rilevante per i mercati, perché la politica è stata scontata come un fattore positivo, con pochi dubbi sull'efficacia. Il recupero dei listini è, in buona parte, dovuto alla sicurezza che i governi e le banche centrali faranno tutto quello che serve per sostenere l'impatto sull'economia nel breve - lasciando per il momento in secondo piano la valutazione delle conseguenze di lungo termine e lasciando quindi una buona dose di azzardo morale ai mercati. L'espansione monetaria all'inizio ha assunto la forma di un'onda travolgente che ha colpito gli attivi rischiosi, col tempo rischia di diventare una forma di acqua alta permanente che solleva tutto, senza distinzione di valori, e impone un *riassessment* delle valutazioni relative.



Una considerazione importante deve essere fatta sul commercio globale. La pandemia ha portato molti Paesi a riconsiderare la sicurezza delle proprie catene del valore al fine di garantire un approvvigionamento costante di beni necessari. La conclusione a cui potrebbero arrivare molti governi è che le catene del valore sono troppo lunghe e troppo dislocate. È lecito aspettarsi che i governi globali impiegheranno risorse per sostenere le filiere locali. La tendenza alla deglobalizzazione potrebbe danneggiare la Cina perché la loro crescita si è basata in gran parte sulle catene di fornitura globali e la questione è se questo modello economico continuerà ad essere praticabile. Quello che la Cina sta cercando di fare è creare una zona di influenza economica abbastanza grande soprattutto in Asia ed in Africa.

Una spinta deglobalizzante potrebbe produrre nel medio periodo un aumento dei prezzi al consumo. Considerando come l'inflazione sembri l'ultimo problema all'ordine del giorno, una lettura meno ortodossa della pandemia e delle misure adottate potrebbe portare a pensare che l'inflazione possa essere la soluzione a lungo termine per l'enorme accumulo di debito alla fine di un ciclo economico che aveva già raggiunto probabilmente il suo massimo. Decenni di incremento dei livelli del debito globale che hanno appesantito i bilanci privati finiranno per essere probabilmente trasferiti ai bilanci sovrani per poi essere di fatto monetizzati con politiche monetarie repressive. Tuttavia, l'inflazione è estremamente complessa da programmare e anche controllare ed è notoriamente una forma regressiva di tassazione che può portare a crisi sociali.

Per quanto concerne lo scenario relativo alle materie prime, negli ultimi due mesi si sono concretizzati i *trend* di rialzo che ci aspettavamo, ma con una velocità estremamente superiore rispetto alle aspettative. Più in dettaglio, sul petrolio dopo il crollo conseguente il forte surplus di offerta in un contesto di crollo della domanda e la negativizzazione dei prezzi dovuta ad una situazione eccezionale di tensione per il rapido esaurimento dei siti di stoccaggio, la situazione a livello fondamentale è migliorata sebbene resti ancora molto distante dai valori pre-Covid. Alla luce del mercato che sembra essersi riequilibrato (una conferma in tal senso arriva anche dalla pendenza di curva), è probabile che l'OPEC+ provi a ridurre l'ammontare dei tagli a partire dal prossimo mese (come da programma iniziale). Non prevedendo un *lockdown* diffuso 2.0 (ma interventi mirati su singole situazioni) le scorte mondiali dovrebbero gradualmente normalizzarsi verso la media a 5 anni nei prossimi trimestri grazie ai deficit mensili attesi. Inoltre, il ripristino della cosiddetta "OPEC+ put", ossia della volontà da parte dei produttori di evitare forti cali dei prezzi, rende meno probabile la possibilità di un calo duraturo del petrolio. Tutto quanto sopra considerato, nei mesi estivi le quotazioni del Brent potrebbero consolidare nella fascia 35-45\$, con la parte bassa che

potrebbe essere testata nelle fasi di tensione, dovute a minori importazioni cinesi, accelerazione nei contagi/nei decessi e/o inizio del tapering dei tagli da parte dei produttori dell'OPEC+. Relativamente ai metalli, il rame potrebbe continuare ad apprezzarsi per eccesso di domanda mentre alluminio, zinco e nickel sembrano meno interessanti. Estremamente roese le prospettive per l'oro nonostante le quotazioni già raggiunte. Considerando la correlazione storica tra quotazione dell'oro e massa monetaria e tassi reali statunitensi, è probabile che entro l'anno si raggiungano nuovi massimi storici. Conseguentemente, l'*asset allocation* continuerà a sovrappesare il settore aurifero ed argentifero mentre l'energia resterà in sottopeso. Nel segmento più industriale le preferenze andranno agli estrattori ed ai riciclatori di rame.

La liquidità resterà certamente l'elemento dominante sui mercati perché la dimensione degli interventi è fuori scala rispetto a qualunque esperienza storica e l'atteggiamento ufficiale è quello di una guerra senza esclusione di colpi contro la temuta deflazione. Il rischio concreto è che, prima di veder germogliare un'inflazione dei prezzi al consumo, si possa assistere ad un'ulteriore inflazione degli *asset* reali, con il mercato azionario primo beneficiario. L'annunciata repressione finanziaria (tassi negativi, nulli o bassissimi ovunque nel mondo) porta inevitabilmente ad una maggior attenzione alle valutazioni relative ed il rischio concreto è di poter assistere ad un'importante espansione dei multipli anche in un contesto di profitti generalmente calanti o stagnanti. L'epidemia potrebbe semplicemente aver accelerato la temuta "giapponesizzazione" delle economie occidentali con nuovi equilibri tra *asset class* caratterizzati da multipli non confrontabili con le usuali serie storiche.

#### **4. Determinanti del risultato di gestione**

Il rendimento del Fondo Agora Materials Classe R durante il primo semestre dell'anno è stato di -6,51% (*Benchmark* -9,07%) mentre quello della Classe Q (riservata ad investitori istituzionali e clienti professionali) è stato pari a -5,96% (*Benchmark* -9,07%).

Tale *performance*, positiva rispetto al *Benchmark*, risente dell'andamento particolarmente favorevole del settore minerario aurifero costantemente sovrappesato nella gestione del Fondo. Molto importante il contributo di alcuni investimenti in *small e mid cap* (Pan American Silver, Pan African Resources, SSR mining, Centamin e Kinross). Nell'ambito dei minerari più diversificati hanno sovraperformato i *player* puri globali (in primis BHP e Vale) rispetto ad alcuni temi esposti alle applicazioni industriali (Etf terre rare, Eramet, Constellium, AMG Metallurgical).

Per quanto concerne l'esposizione alle valute, il Fondo è stato penalizzato dal marginale deprezzamento del Dollaro e della Sterlina dato che oltre il 50% dell'investimento è stato mediamente esposto al rischio valutario.

Roma, 30 luglio 2020

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Daniele Demartis', written in a cursive style.

Daniele Demartis  
CHIEF INVESTMENT OFFICER