



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 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	10.862.008	90,571	13.887.245	96,765
A1. Titoli di debito	9.748.790	81,288	12.708.650	88,552
A1.1 titoli di stato			2.626.204	18,299
A1.2 altri	9.748.790	81,288	10.082.446	70,253
A2. Titoli di capitale	510.129	4,254	429.653	2,994
A3. Parti di O.I.C.R.	603.089	5,029	748.942	5,219
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI			6.129	0,043
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale			6.129	0,043
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	1.047.813	8,738	352.390	2,455
F1. Liquidità disponibile	1.047.981	8,739	352.510	2,456
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-168	-0,001	-120	-0,001
G. ALTRE ATTIVITÀ	82.865	0,691	105.769	0,737
G1. Ratei attivi	82.723	0,690	105.693	0,736
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	142	0,001	76	0,001
<b>TOTALE ATTIVITÀ</b>	<b>11.992.686</b>	<b>100,000</b>	<b>14.351.533</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				
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				
M1. Rimborsi richiesti e non regolati				
M2. Proventi da distribuire				
M3. Altri				
N. ALTRE PASSIVITÀ			13.805	66.291
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati			10.427	63.033
N2. Debiti di imposta				
N3. Altre			3.378	3.258
<b>TOTALE PASSIVITÀ</b>			<b>13.805</b>	<b>66.291</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>			<b>11.978.881</b>	<b>14.285.242</b>
<b>NUMERO DELLE QUOTE IN CIRCOLAZIONE</b>			<b>1.783.106,634</b>	<b>2.093.143,267</b>
<b>VALORE UNITARIO DELLE QUOTE</b>			<b>6,718</b>	<b>6,825</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO CLASSE Q</b>			<b>5.212.337</b>	<b>6.549.315</b>
<b>NUMERO QUOTE IN CIRCOLAZIONE CLASSE Q</b>			<b>768.633,146</b>	<b>953.072,813</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO CLASSE R</b>			<b>6.766.545</b>	<b>7.735.927</b>
<b>NUMERO QUOTE IN CIRCOLAZIONE CLASSE R</b>			<b>1.014.473,488</b>	<b>1.140.070,454</b>
<b>VALORE QUOTA CLASSE Q</b>			<b>6,781</b>	<b>6,872</b>
<b>VALORE QUOTA CLASSE R</b>			<b>6,670</b>	<b>6,785</b>

Movimenti delle quote nel periodo	
Quote emesse classe Q	<b>74.749,589</b>
Quote emesse classe R	<b>453.789,973</b>
Quote rimborsate classe Q	<b>259.189,256</b>
Quote rimborsate classe R	<b>579.386,939</b>

## NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE

### 1. Elenco analitico degli strumenti finanziari detenuti

Strumenti finanziari	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% incidenza su attività del Fondo
NEOPOST SA 2,5% 2014/23.06.2021	EUR	500.000,000	507.595,00	4,233
SABIC 2.75 CAPITAL I BV	EUR	500.000,000	503.520,00	4,199
ISHARES EM LOCAL GOV BOND	EUR	7.000,000	347.900,00	2,901
NET4GAS 2.5% 2014/28.07.2021	EUR	300.000,000	305.481,00	2,547
FIAT FIN & TRADE 4,75% 2014/22.03.2021	EUR	300.000,000	304.488,00	2,539
HUTCH WHAMPOA FIN 1,375% 2014/31.10.2021	EUR	300.000,000	303.117,00	2,528
ESSILORLUXOTTICA 1.75% 2014/09.04.2021	EUR	300.000,000	302.412,00	2,522
ELERING 0.875% 2018/03.05.2023	EUR	300.000,000	302.082,00	2,519
CNOOC 2.75% 2013/03.10.2023	EUR	300.000,000	301.404,00	2,513
VODAFONE 0.875% 2015/17.11.2020	EUR	300.000,000	300.810,00	2,508
ZIMMER BIOMET HLDGS 1.414% 2016/13.12.22	EUR	300.000,000	300.435,00	2,505
MCKESSON CORP 0,625% 2017/17.08.2021	EUR	300.000,000	300.150,00	2,503
TAKEDA PHARMA 0,375% 2018-21.11.20	EUR	300.000,000	300.039,00	2,502
LUMINOR BK 1.50% 2018/18.10.2021	EUR	300.000,000	297.750,00	2,483
DEUT PFANDBRIEFBANK FLOAT 2020/28.07.23	EUR	300.000,000	297.429,00	2,480
MOLSON COORS 1.25% 2016/15.07.2024	EUR	300.000,000	289.578,00	2,415
BANQUE OUEST AFRICANE 5,50% 16-06/05/21	USD	300.000,000	272.366,24	2,271
AUSTRALIA P AIRPORT 3.125% 2013/26.9.23	EUR	250.000,000	265.310,00	2,212
TVO POWER 1.125% 2019/09.03.2026	EUR	250.000,000	230.982,50	1,926
MPT OPERATING PART 4% 2015/19.08.22	EUR	200.000,000	208.596,00	1,739
FRESENIUS FIN IRELAND 1,5% 2017/30.01.2024	EUR	200.000,000	206.628,00	1,723
EMIRATES TEL CORP 2014/18.06.2021	EUR	200.000,000	202.104,00	1,685
CK HUTCHINSON FIN 1,25% 2016/06.04.2023	EUR	200.000,000	202.096,00	1,685
ALTRIA GROUP INC 1% 2019/15.02.2023	EUR	200.000,000	201.672,00	1,682
BHARTI ARITEL 3.375% 2014/A2005.2021	EUR	200.000,000	200.864,00	1,675
SINOPEC GROUP OVERSEAS 1% 2015/28.04.22	EUR	200.000,000	200.368,00	1,671
CAMPARI MILANO 2,75% 2015/30.09.2020	EUR	200.000,000	200.080,00	1,668
CORP ANDINA DE FOMENTO 1,125% 18/13.02.25	EUR	200.000,000	199.670,00	1,665
VOLKSWAGEN FIN 0.875% 2015/16.01.2023	EUR	200.000,000	198.992,00	1,659
FCE BANK PLC 1.528% 2015/09.11.2020	EUR	200.000,000	198.130,00	1,652
ROLLS ROYCE 2.125% 2013/18.6.2021	EUR	200.000,000	197.902,00	1,650
TELECOM ITALIA 1,125% 2015/26.03.2022 CV	EUR	200.000,000	195.398,00	1,629
SCHAEFFLER AG 1,125% 2019/26.03.2022	EUR	200.000,000	194.022,00	1,618
BEI 0 1996/06.11.2026	USD	200.000,000	169.114,22	1,410
PETROLEOS MEX PEMEX 2,75% 2015/21.04.27	EUR	200.000,000	156.832,00	1,308
CESKE DRAHY 1.5% 2019/23.05.2026	EUR	140.000,000	140.042,00	1,168
GOLDMAN SACHS GG INC 2,10% 2016/26.11.22	USD	150.000,000	136.452,86	1,138
AMS 25 WA -S 0%	EUR	200.000,000	129.930,00	1,083
DBX S&P 500 2X INVERSE	EUR	120.000,000	112.224,00	0,936
ETFS 3X SHORT USD LONG EUR	EUR	10.000,000	110.580,00	0,922
MDGH GMTN BV 3,625% 2012/30.05.2023	EUR	100.000,000	107.993,00	0,900
GAZ CAPITAL SA 3,125% 2016/17.11.2023	EUR	100.000,000	104.144,00	0,868

URENCO FIN NV 2.25% 2015/05.08.2022	EUR	100.000,000	102.510,00	0,855
BANK OF CHINAMACAU 0% 2019/16.10.2021	EUR	100.000,000	99.176,00	0,827
TIETOENATOR OYJ	EUR	4.000,000	97.120,00	0,810
CORP ANDINA DE FO 0,625% 2019-20/11/2026	EUR	100.000,000	95.660,00	0,798
NOKIA OYJ	EUR	20.000,000	77.770,00	0,648
KIRKLAND LAKE GOLD LTD	USD	1.500,000	55.069,88	0,459
SAINT GOBAIN	EUR	1.500,000	48.075,00	0,401
TELEFONICA SA	EUR	10.000,000	42.470,00	0,354

## 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.

L'inizio dell'anno aveva dipinto 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 e *spread* creditizi sui minimi pluriennali. 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 pletora 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. Un discorso a parte merita il settore tecnologico (Nasdaq100 addirittura +12 ytd!) che da un lato è dominato da poche società (solidissime ed in crescita secolare) dall'altro è stato addirittura favorito dall'epidemia e dal confinamento sociale (*E-commerce*, *videostreaming* e *videocall* in primis).

Indubbiamente, da metà Maggio, sull'andamento dei mercati finanziari stanno giocando fortemente a favore due elementi: la curva dei contagi e la politica monetaria. Da una parte, con alcune limitate eccezioni, le riaperture non stanno incidendo in modo significativo sulla curva dei contagi (soprattutto in Europa) rassicurando circa il fatto che eventuali nuove ondate di epidemia potrebbero a questo punto essere gestite in modo meno drastico, penalizzando in misura minore le economie. A supportare il sentiment hanno contribuito anche sia l'evidenza di una minore

pericolosità del virus con il trascorrere del tempo sia le sempre più frequenti notizie positive circa i passi compiuti dalla ricerca, a livello globale, verso l'identificazione di una terapia farmacologica o di un vaccino.

A consuntivo il primo semestre sui mercati azionari si chiude con S&P e Nikkei in calo di circa il 5%, i mercati emergenti circa -10% e l'Europa sottoperformante con Eurostoxx a -14%. 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, del crollo della domanda e della saturazione della capacità di stoccaggio. Successivamente, gli effetti dei tagli alla produzione 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. Vincitori assoluti della fase pandemica sono stati, a parte la tecnologia, i tassi fissi ad altissimo *rating* (Bund e Tsy) e 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. Eccezionale di conseguenza la *performance* del mercato azionario aurifero che chiude il semestre a +25% in Dollari.

Gli *spread* di credito hanno recuperato in parte l'allargamento di Marzo ma le *performance* del settore obbligazionario societario restano negative da inizio anno. Le misure di contenimento delle Banche Centrali e gli interventi di sostegno all'occupazione hanno per ora scongiurato la temuta ondata di fallimenti così come le aziende IG hanno prontamente approfittato della liquidità di mercato per emettere quantitativi record di debito. Tuttavia, in assenza di una robusta ripresa della domanda molti settori restano vulnerabili e necessiteranno di sostegno pubblico prolungato. 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* iniziale per il 2020 era molto prudente: la componente rischiosa molto contenuta, la componente valutaria inferiore al 10% e privilegiava ancora l'area del Dollaro e un paniere diversificato di valute emergenti. La componente obbligazionaria continuava a privilegiare emissioni societarie di adeguato merito di credito a breve scadenza in Euro. Tatticamente è stato mantenuto in portafoglio l'investimento in titoli decennali *free risk* così come l'esposizione al settore minerario aurifero è restata una scelta d'investimento "*core*" (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). Con lo scoppio della pandemia, 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; solo quando la dimensione dei ribassi ha raggiunto livelli più importanti (S&P500 intorno al -30% ytd) e la volatilità valori assoluti molto elevati (Vix circa 60) la propensione al rischio è aumentata e le scelte d'investimento hanno privilegiato i mercati azionari sia europei sia americani e gli investimenti sono stati realizzati prevalentemente con Etf; il peso azionario ha raggiunto anche il 10% per poi essere ridotto durante la successiva fase di recupero. Nella componente obbligazionaria l'operatività è stata più ridotta a causa della scarsa liquidità del mercato nelle fasi più acute della crisi; si è preso profitto sulla componente lunga ad altissimo *rating* e solo molto selettivamente si sono incrementate posizioni su alcuni crediti sotto stress. Nel secondo trimestre è stata incrementata progressivamente l'esposizione ai titoli societari privilegiando emissioni in Euro a breve termine di adeguato merito di credito e con *spread* ancora interessanti. La *duration* del portafoglio è stata mantenuta molto contenuta ed è scesa nel semestre da 2.5 a 1.5 anni.

A partire da Maggio, dopo l'importante recupero dei mercati di rischio (circa +30% dai minimi), la politica di gestione è tornata più prudente perché l'economia globale subirà certamente una frenata senza precedenti, l'occupazione crollerà soprattutto nei sistemi economici con maggiore flessibilità, le aspettative di profitto aziendale andranno rivalutate, i livelli di debito cresceranno ovunque a ritmi quasi incontrollati; a nostro avviso gli investitori avranno necessità di un *assessment* molto più elaborato prima di ritenere superata la crisi e dare per scontata una ripresa a "V". Nell'ultimo mese l'attività di gestione ha consolidato gli importanti risultati già raggiunti sia in termini assoluti sia in termini relativi partecipando solo frazionalmente alla fase più recente del rialzo. L'esposizione ai mercati di rischio è stata mantenuta molto contenuta ed inferiore al 5% ma ha fornito un discreto contributo positivo grazie al buon andamento del settore minerario ed aurifero in particolare. Positivo nell'ultimo periodo il contributo alla performance delle strategie obbligazionarie. La componente valutaria è stata mantenuta molto contenuta ritenendo non ancora esaurita la fase di apprezzamento dell'Euro. La liquidità è stata mantenuta mediamente elevata per efficienza tattica e per contenimento del rischio; ha raggiunto a fine primo trimestre oltre il 30% del portafoglio per poi ridursi a fine semestre intorno al 5%. Le *performance* della classe R del fondo Agora Valore Protetto ha avuto un "*max drawdown*" da inizio anno circa del 5%, il *budget* di rischio è stato pienamente sfruttato nella fase più acuta della crisi dei mercati ed a fine semestre il risultato da inizio 2020 ha mostrato un buon recupero con una volatilità molto contenuta nell'ultimo mese.

### **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.

D'altro canto, le Banche Centrali non solo hanno confermato ma ulteriormente incrementato gli stimoli ed il consistente supporto non soltanto per rispondere nel breve periodo all'impatto



immediato dell'emergenza sanitaria, ma anche nel medio termine. La Fed ha già incrementato il proprio bilancio di quasi 3 trilioni e le ultime manovre annunciate comprendono anche prestiti "main street" cioè direttamente rivolti alle imprese disintermediando il sistema bancario per accrescere la rapidità di erogazione del credito. La BCE in occasione della riunione del 4 giugno è andata oltre le aspettative, annunciando un *Quantitative Easing* ancora più energico. Il PEPP, il piano pandemico di acquisto di titoli, è stato portato a 1.350 miliardi e ne è stata anche allungata la durata, almeno fino a giugno 2021. Il tutto poco dopo che la Ue aveva già annunciato un passaggio epocale, definito da molti un momento di svolta assimilabile al "Whatever it takes" di Draghi, ovvero il *Recovery Fund* o "Fondo per la ripresa". Il nuovo strumento è frutto della sintonia fra Macron e la Merkel, veri promotori di quello che potenzialmente potrebbe rivelarsi un "game changer", se le risorse saranno investite in progetti in grado di aumentare la crescita potenziale. Secondo la proposta dell'esecutivo comunitario, il fondo potrà assegnare fino a 750 miliardi di euro fra sovvenzioni e prestiti, suddivisi fra i paesi membri in proporzione all'entità della crisi economica subita a causa della pandemia e finanziati mediante emissioni obbligazionarie della Commissione europea. L'impatto del *Recovery Fund* sui conti pubblici (italiani in primis) non ci sarà comunque prima del 2021 perché sono necessari diversi passaggi formali ma l'azione della BCE garantisce "di fatto" la sostenibilità almeno nel breve del debito pubblico ed una certa convergenza degli *spread*. Anche il temuto impatto della sentenza della Corte Costituzionale Tedesca sembra affievolirsi e dovrebbe essere gestito domesticamente con la Bundesbank ad elaborare una risposta formale con il solo supporto tecnico della BCE.

La politica monetaria sembra essere riuscita per ora a "narcotizzare" i mercati ma superata la fase dell'emergenza molti nodi verranno al pettine, in primis le divisioni che si sono generate all'interno dell'Unione Europea nell'accordarsi su come attuare le misure programmate. Tutti d'accordo sulla necessità di intervenire con urgenza, meno sul come farlo. Se da un lato i 27 Paesi dell'UE hanno appoggiato pienamente gli strumenti annunciati (MES senza condizioni, i finanziamenti della BEI e il piano SURE per la disoccupazione), sul fronte *Recovery Plan*, invece, bisognerà attendere perché sono ancora marcate le differenze tra gli Stati su come finanziare il fondo e come utilizzare le risorse.

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 invece 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.

I mercati restano "prigionieri" della liquidità e della "malcelata" intenzione delle Banche Centrali di monetizzare ed inflazionare. Nonostante la prudenza, c'è la consapevolezza sia che un'ulteriore riduzione dei tassi accompagnata da nuove misure non convenzionali di *easing* potrebbe avere un effetto dirompente sull'inflazione e sugli attivi rischiosi sia.

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.

L'atteggiamento resterà prudente, i mercati sembrano eccessivamente compiacenti le Banche Centrali e la volatilità è scesa a livelli che scoraggiano l'assunzione strategica di posizioni rischiose più lunghe. Viene confermata e sarà oggetto di incremento in caso di ritracciamenti significativi, l'esposizione al settore aurifero in quanto, seppur già estremamente performate da inizio anno, l'aspettativa è che l'oro possa raggiungere nel breve un nuovo massimo storico delle quotazioni sulla scia degli interventi monetari.

Nel mercato obbligazionario più sicuro le opportunità di rendimento sono praticamente inesistenti e solo "tatticamente" si possano fare scelte razionali d'investimento nel reddito fisso a lungo termine. Anche gli *spread* di credito non sembrano, rispetto alle medie storiche, remunerativi per il rischio. Consapevoli che un'inflazione degli asset può portare le valutazioni molto lontane dai fondamentali rispetto alle medie storiche e che quindi i mercati potrebbe essere meno cari di quanto apparentemente sembrino, si attendono incrementi di volatilità per realizzare operazioni tattiche di *asset allocation*.

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

Il rendimento del Fondo Agora Valore Protetto Classe R durante il primo semestre dell'anno è stato di -1,69% mentre quello della Classe Q (riservata ad investitori istituzionali e clienti professionali) è stato pari a -1,32%.

I risultati sono frazionalmente negativi e riflettono sia la struttura dei costi del Fondo sia la sottoperformace della componente obbligazionaria rispetto a quella azionaria durante la fase di recupero dei mercati di Aprile-Maggio. Il risultato ha beneficiato dell'*asset allocation* molto prudente di inizio anno e della scelta di incrementare le posizioni rischiose solo in occasione dei ribassi di Marzo. Complice l'eccezionale volatilità dei mercati e degli *spread* di credito, il Fondo ha avuto nel semestre una volatilità annualizzata superiore alla sua media storica: circa 3 nel semestre rispetto a circa 2 come media annualizzata a 5 anni.

Molto positivo è stato il contributo della seppur ridotta esposizione azionaria, in particolare l'operatività in *trading* realizzata con Etf sul mercato europeo ed americano. Particolarmente performante è stato il settore dei materiali e minerario aurifero in particolare grazie al buon recupero delle quotazioni dei preziosi (oro +17% nel semestre). La componente obbligazionaria ha prodotto invece un contributo negativo dato che i profitti sulla componente governativa a lungo termine non hanno compensato la riduzione di valore del portafoglio societario in conseguenza dell'allargamento degli *spread*. Sostanzialmente nullo il contributo dei mercati emergenti ed anche dell'esposizione valutaria. Ha contribuito negativamente la posizione di cassa a causa della politica di tassi negativi nell'Eurozona.

Roma, 30 luglio 2020

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Daniele Demartis', with a stylized, cursive script.

Daniele Demartis  
CHIEF INVESTMENT OFFICER