



Società di Gestione del Risparmio S.p.A.

Via Flaminia, 487 - 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 30 GIUGNO 2022**

## SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30 GIUGNO 2022

ATTIVITÀ	Situazione al 30.06.2022		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In perc. del totale attività	Valore complessivo	In perc. del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>46.830.149</b>	<b>87,978</b>	<b>63.854.810</b>	<b>97,276</b>
A1. Titoli di debito	23.185.708	43,559	38.599.649	58,802
A1.1 titoli di stato	2.805.260	5,271	4.455.525	6,787
A1.2 altri	20.380.448	38,288	34.144.124	52,015
A2. Titoli di capitale	16.917.571	31,782	20.465.361	31,177
A3. Parti di O.I.C.R.	6.726.870	12,637	4.789.800	7,297
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	<b>738.750</b>	<b>1,388</b>	<b>750.000</b>	<b>1,143</b>
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	738.750	1,388	750.000	1,143
B3. Parti di O.I.C.R.				
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>				
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				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. A vista				
D2. Altri				
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITÀ</b>	<b>5.475.758</b>	<b>10,287</b>	<b>672.509</b>	<b>1,025</b>
F1. Liquidità disponibile	4.518.815	8,489	792.798	1,208
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	1.395.515	2,622		
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-438.572	-0,824	-120.289	-0,183
<b>G. ALTRE ATTIVITÀ</b>	<b>184.907</b>	<b>0,347</b>	<b>364.982</b>	<b>0,556</b>
G1. Ratei attivi	159.910	0,300	359.343	0,547
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	24.997	0,047	5.639	0,009
<b>TOTALE ATTIVITÀ</b>	<b>53.229.564</b>	<b>100,000</b>	<b>65.642.301</b>	<b>100,000</b>
<b>PASSIVITÀ E NETTO</b>			Situazione al 30.06.2022	Situazione a fine esercizio precedente
			Valore complessivo	Valore complessivo
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>				
H1. Finanziamenti ricevuti				
H2. Sottoscrittori per sottoscrizioni da regolare				
<b>I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>				
<b>L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>				
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
<b>M. DEBITI VERSO PARTECIPANTI</b>				<b>5,000</b>
M1. Rimborsi richiesti e non regolati				5.000
M2. Proventi da distribuire				
M3. Altri				
<b>N. ALTRE PASSIVITÀ</b>			<b>98.600</b>	<b>176.316</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati			92.526	174.116
N2. Debiti di imposta				
N3. Altre			6.074	2.200
<b>TOTALE PASSIVITÀ</b>			<b>98.600</b>	<b>181.316</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>			<b>53.130.964</b>	<b>65.460.986</b>
<b>NUMERO DELLE QUOTE IN CIRCOLAZIONE</b>			<b>8.009.425,953</b>	<b>8.590.728,124</b>
<b>VALORE UNITARIO DELLE QUOTE</b>			<b>6,634</b>	<b>7,620</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO CLASSE Q</b>			<b>10.901.426</b>	<b>17.148.464</b>
<b>NUMERO QUOTE IN CIRCOLAZIONE CLASSE Q</b>			<b>1.493.566,015</b>	<b>2.066.602,602</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO CLASSE R</b>			<b>42.229.538</b>	<b>48.312.522</b>
<b>NUMERO QUOTE IN CIRCOLAZIONE CLASSE R</b>			<b>6.515.859,938</b>	<b>6.524.125,522</b>
<b>VALORE QUOTA CLASSE Q</b>			<b>7,299</b>	<b>8,298</b>
<b>VALORE QUOTA CLASSE R</b>			<b>6,481</b>	<b>7,405</b>

MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL PERIODO	
Quote emesse classe Q	527.102,227
Quote emesse classe R	378.133,725
Quote rimborsate classe Q	1.100.138,814
Quote rimborsate classe R	386.399,309

## NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE

### 1. Elenco dei principali strumenti finanziari in portafoglio al 30 giugno 2022 in ordine decrescente di valore

Strumenti finanziari	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% incidenza su attività del Fondo
POWERSHARE EQQQ	EUR	10.000,000	2.694.500,00	5,062
BTP 0% 2021/01.08.2026	EUR	2.000.000,000	1.828.660,00	3,435
LEONARDO SPA 2,375% 2020/08.01.2026	EUR	1.500.000,000	1.420.875,00	2,669
INTESA SANPAOLO BANCA	EUR	700.000,000	1.246.000,00	2,341
ISHARES EM LOCAL GOV BOND	EUR	30.000,000	1.245.600,00	2,340
ETFX DAXGLOBAL GOLD MINING	EUR	50.000,000	1.237.750,00	2,325
NEWMONT CORPORATION - USD	USD	20.000,000	1.141.354,25	2,144
AMS 25 WA -S 0%	EUR	1.400.000,000	1.092.770,00	2,053
FINCANTIERI CANTIERI NAVALI	EUR	2.000.000,000	1.060.000,00	1,991
WT CYBERSECURITY-USD ACC	EUR	60.000,000	1.016.040,00	1,909
TELECOM ITALIA SPA ORD.	EUR	4.000.000,000	998.800,00	1,876
BTPS 0% 2021/15.04.2024	EUR	1.000.000,000	976.600,00	1,835
LEONARDO FINMECCANICA SPA	EUR	100.000,000	967.800,00	1,818
BRIGHT FOOD SINGAPORE1,375%2029/19.06.24	EUR	1.000.000,000	954.290,00	1,793
GE CAP EURO FNDG 0% 2005/29.06.2029 TV	EUR	1.000.000,000	946.600,00	1,778
STG GLOBAL FIN BV 1.375% 2020/24.09.25	EUR	1.000.000,000	943.250,00	1,772
VIVAT NV 2.375 2017/17.05.2024	EUR	800.000,000	790.248,00	1,485
SIGMA ALIMENTOS SA 2,625% 2017/07.02.24	EUR	800.000,000	790.232,00	1,485
ALPHA TRAINS 2.064% 2015/30.06.2025	EUR	800.000,000	786.744,00	1,478
APPLE INC.(EX COMPUTER)	USD	6.000,000	784.544,76	1,474
META PLATFORM (EX FACEBOOK INC-A)	USD	5.000,000	771.088,37	1,449
NETFLIX INC.	USD	4.500,000	752.596,60	1,414
PETROLEOS MEX PEMEX 2,75% 2015/21.04.27	EUR	1.000.000,000	749.600,00	1,408
IND STARS 4 CUM (PREMIO FEDELTA)	EUR	75.000,000	738.750,00	1,388
MICROSOFT CORP.	USD	3.000,000	736.887,91	1,384
ALPHABET-ORD SHS CL C	USD	350,000	732.218,34	1,376
NOKIA OYJ 4.375% 2017/12.06.2027	USD	800.000,000	725.118,59	1,362
FRESNILLO PLC	GBP	80.000,000	712.391,13	1,338
AMAZON.COM INC.	USD	7.000,000	711.046,29	1,336
ANGLOGOLD ASHANTI SPON ADR	USD	50.000,000	707.249,43	1,329
FORTUM OYJ 2,25% 2012/06.09.2022	EUR	700.000,000	698.740,00	1,313
BAT INTL FINANCE PLC 2015/13.10.2023	EUR	700.000,000	691.467,00	1,299
ZF NA CAPITAL 2,75% 2015/27.04.2023	EUR	700.000,000	687.960,00	1,292
CREDIT SUISSE GR AG TV 2021/16.01.2026	EUR	700.000,000	671.706,00	1,262
AGNICO-EAGLE MINES USD	USD	15.001,000	656.508,95	1,233
QUIMICA Y MINERA CHILE-ADR	USD	8.000,000	639.097,17	1,201
SSR MINING-ORD SHS	USD	40.000,000	638.867,64	1,200
CELLNEX TELECOM SA 1.875% 2020/26.06.29	EUR	800.000,000	611.352,00	1,149
AUDAX RENOVABLES SA 4.20% 20/18.12.2027	EUR	800.000,000	594.232,00	1,116
BARRICK GOLD CORP.	USD	35.000,000	592.148,05	1,112

PAN AMERICAN SILVER \$	USD	30.000,000	564.364,96	1,060
LYXOR ETF STOXX BANKS (MILANO)	EUR	30.000,000	532.980,00	1,001
EURONET WORLDWI INC 1,375% 2019/22.05.26	EUR	600.000,000	523.116,00	0,983
CENTERRA GOLD INC.	CAD	80.000,000	517.755,21	0,973
GLENCORE FINANCE 1,875% 2016/13.09.2023	EUR	500.000,000	491.395,00	0,923
RCI BANQUE 0,5% 2016/15.09.2023	EUR	500.000,000	486.570,00	0,914
BPP EUROPE 2% 2019/15.02.2024	EUR	500.000,000	485.495,00	0,912
EUSTREAM AS 1.625% 2020/25.06.2027	EUR	700.000,000	478.842,00	0,900
VEOLIA ENVIRONNEMENT	EUR	20.000,000	465.800,00	0,875
INFINEON TECHNOLOGIES	EUR	20.000,000	461.800,00	0,868
FORD MOTOR CR CO LLC 3.25%20/15.09.2025	EUR	500.000,000	456.680,00	0,858
TRITAX EUROBOX-PLC 0.95% 21-02.06.26	EUR	500.000,000	446.820,00	0,839
ROLLS ROYCE PLC 1.625% 2018/09.05.2028	EUR	600.000,000	445.002,00	0,836
NOKIA OYJ	EUR	100.000,000	443.950,00	0,834
AXA LOGISTICS EUR 0,375% 2021-15/11/2026	EUR	500.000,000	435.100,00	0,817
AMPLIFON 1,125% 2020/13.02.2027	EUR	500.000,000	429.890,00	0,808
BLACKSTONE PRIVATE 1,75% 2021-30/11/2026	EUR	500.000,000	415.585,00	0,781
PAN AFRICAN RESOURCES PLC	GBP	1.500.000,000	361.456,28	0,679
GAZPROM OAO 2,5% 2018/21.03.2026	EUR	1.200.000,000	361.200,00	0,679

## 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.

Il primo semestre del 2022 è stato il più turbolento che i mercati finanziari abbiano mai conosciuto. Dopo lo sconvolgimento arrivato con la pandemia, la sorpresa della guerra in Ucraina ha ferito profondamente la fiducia degli investitori. L'invasione russa dell'Ucraina ha allarmato la geopolitica circa nuovi ordini mondiali in costruzione ed ha sovralimentato quella che era già un'inflazione in rapido aumento. L'aumento dei prezzi delle materie prime, legato all'area di guerra

ma anche alla crescita della domanda internazionale successiva alla pandemia, ha cambiato infatti radicalmente le prospettive dell'economia mondiale e generato un tasso di inflazione che non si vedeva dagli anni '80 del secolo scorso. A deprimere gli investitori anche alcuni deboli dati macro, che dipingono uno scenario sempre più a tinte fosche, complici anche i lockdown in Cina per il Covid-19 e i problemi irrisolti alle catene di approvvigionamento.

Non solo gli investitori, anche le banche centrali sono state prese completamente alla sprovvista da questi sviluppi e sono state costrette ad intervenire in misura nettamente superiore a quanto fosse stato annunciato all'inizio dell'anno. In particolare, la Banca centrale statunitense ha avviato una rigorosa inversione di tendenza aumentando i tassi dell'1.50% e a giugno è iniziata la riduzione del suo bilancio. La Banca Centrale Europea è attesa iniziare gli interventi a luglio ma è frenata dal rischio frammentazione del mercato del debito pubblico (spread italiano ha raggiunto i 240bp rispetto a 140bp di inizio anno). Anche la Banca nazionale svizzera ha sorpreso con un aumento dei tassi di 50 punti base (primo aumento da 15 anni). Il vento contrario a livello di politica si è quindi trasformato in breve tempo in una vera tempesta, l'aumento dei tassi ha portato a una correzione di valore con violente discese dei corsi di obbligazioni, azioni e materie prime industriali. Ad eccezione dell'oro, nel primo semestre tutte le classi d'investimento hanno subito larghe perdite.

L'indice azionario mondiale MSCI ha subito il più grande calo semestrale dalla sua creazione, perdendo oltre il 20%. Allo stesso tempo, i buoni del Tesoro statunitensi a 10 anni, il tradizionale punto di riferimento in tempi difficili - hanno avuto il loro primo peggiore semestre da oltre cento anni, perdendo circa il 13%. In Europa, i Btp a 10 anni hanno perso oltre il 20%. Anche il debito dei mercati emergenti e delle obbligazioni ad alto rendimento è sceso di oltre il 20%.

Si è verificata una diffusa carneficina delle criptovalute (perdite superiori al 50%) e della grande tecnologia (Nasdaq -30%), classi d'investimento senza alcuna correlazione se non aver condiviso risultati molto brillanti nell'anno passato.

In sintesi, il primo semestre 2022 è stato il peggiore di sempre per un portafoglio bilanciato non essendosi mai verificato in precedenza che una discesa violenta dei mercati di rischio non fosse stata "mitigata" dall'andamento positivo dei beni rifugio come le obbligazioni più sicure a lunga scadenza. Abbiamo assistito in questo semestre alla negazione della correlazione negativa tra classi di attivo e non c'è stato riparo alcuno per i portafogli.

A fine semestre sono cresciute le preoccupazioni per l'andamento dell'economia e sono emerse forti preoccupazioni per un'imminente recessione, in primis negli Stati Uniti ma attesa su larga scala. È ulteriormente aumentato quindi il nervosismo degli investitori costretti così a convivere sia con paure inflattive sia con paure recessive. È probabile che i primi segnali di rallentamento economico, accompagnati da una minore pressione sui prezzi, spingano le Banche Centrali a

rallentare la salita dei tassi offrendo un argine alla discesa delle obbligazioni e fornendo supporto alle valutazioni azionarie, soprattutto quelle tecnologiche.

L'asset allocation di inizio anno era costruita considerando un andamento moderatamente positivo dei mercati con un'esposizione al mercato azionario di circa il 30% (equamente distribuita tra azionario europeo e settore aurifero) ed un portafoglio obbligazionario investito prevalentemente in titoli societari (circa 50% del Fondo) con una duration di circa 4 anni. Dopo un andamento piuttosto laterale, in concomitanza con gli eventi bellici il Fondo ha sofferto importanti ribassi, a causa del duplice effetto del sensibile rialzo dei tassi e dell'improvvisa illiquidità degli strumenti obbligazionari di emittenti russi. Relativamente a questi ultimi l'incertezza legata alle sanzioni imposte e la concomitante rarefazione degli scambi hanno portato a valutazioni fortemente "distressed" sul mercato che difficilmente possono essere considerate "fair value" data la qualità degli emittenti e la natura di eurobond. A fine primo trimestre il Fondo aveva limitato la performance negativa a circa il 3% (perdita massima a metà marzo intorno al 5%) grazie al contributo positivo dell'esposizione valutaria ed al buon andamento nel periodo del settore aurifero che però non ha offerto in valore assoluto il contributo sperato viste le quotazioni raggiunte dall'oro spot (toccato 2050\$ l'oncia a inizio marzo).

Nel secondo trimestre l'esposizione azionaria è stata incrementata ed ha raggiunto anche il 40%. Gli investimenti hanno privilegiato le grandi società del settore tecnologico americano, il settore finanziario europeo ed alcuni temi speculativi sul mercato domestico (Telecom Italia, Fincantieri, Leonardo). Anche il settore aurifero è stato incrementato fino al 20%, salvo poi essere ridotto al 15% a fine semestre. Il portafoglio azionario è stato concentrato privilegiando le big cap rispetto alle small e mid cap ed incrementando il ricorso ad ETF settoriali.

Nella componente obbligazionaria, il peso dei titoli societari è stato ridotto intorno al 40% e la duration è stata progressivamente ridotta verso i 2 anni a fine semestre. L'esposizione ai mercati emergenti in valuta locale è stata ridotta liquidando l'investimento nella rupia indiana e liquidando un ETF diversificato. A fine periodo, l'esposizione ad obbligazioni riconducibili ad entità russe rappresenta circa il 2% del patrimonio del Fondo.

Nel secondo semestre, la performance del Fondo è stata particolarmente penalizzata dall'andamento sincrono negativo di tutte le asset class con anche le quotazioni dell'oro tornate sui minimi dell'anno verso area 1800\$ l'oncia. Nel corso del secondo trimestre, il Fondo ha avuto una perdita massima di quasi il 10%. I budget di rischio sono stati pienamente sfruttati, sia relativamente all'esposizione azionaria sia relativamente all'esposizione valutaria. La volatilità annua del Fondo ha raggiunto circa 7.5 a fine periodo.

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

L'orso è quindi tornato ad aggirarsi sui mercati e, secondo la terminologia borsistica, ci troviamo in un mercato ribassista. La liquidità “gratis” è finita ed i mercati avvertono un senso di vuoto. Così come l'alta marea sostiene tutte le barche, anche le più fragili, ora la bassa marea le fa incagliare tutte sul fondale sabbioso, anche le più robuste.

Seppur comprendendo la paura che serpeggia al momento tra gli investitori per alcuni indicatori, come ad esempio l'inversione della curva negli Stati Uniti, non è facile dare per scontato che siamo diretti verso una recessione certa, tenendo in considerazione l'incredibile forza dei consumatori, delle banche, delle aziende. Dopo la pandemia, i risparmi delle famiglie sono saliti infatti a livelli record e l'economia sembra più preparata ad affrontare i rialzi dei tassi rispetto a quanto la curva stia scontando

Ci sono tuttavia degli aspetti positivi da considerare: la correzione apre infatti un numero crescente di opportunità.

Grazie al forte aumento dei tassi, le obbligazioni governative a breve offrono di nuovo rendimenti (nominali) positivi dopo anni di magra. Come una fenice che risorge dalle ceneri, una classe d'investimento ritenuta per lungo tempo poco interessante, torna a essere una valida alternativa. Anche se le banche centrali dovessero continuare a intervenire sui tassi, è probabile che i tassi a lungo termine abbiano già concluso la parte principale della fase di crescita. Nel settore del credito, le posizioni privilegeranno emittenti appartenenti all'universo investment grade.

Per quanto riguarda le azioni, le valutazioni sono tornate ad avvicinarsi ai livelli equi a lungo termine ma, data la concorrenza dei tassi d'interesse, il motto «There Is No Alternative» («TINA») non vale più. I risultati aziendali risentiranno di un'economia più debole e di tassi di interesse più elevati ma questi due fattori sono già stati presi in considerazione dagli analisti. La volatilità resterà elevata 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.

Anche il secondo semestre sarà ricco di difficoltà ma ci saranno opportunità sempre più interessanti per gli investitori orientati sul lungo termine.


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

Il rendimento del Fondo Agoraflex Classe R durante il primo semestre dell'anno è stato di -12,48% mentre quello della Classe Q (riservata ad investitori istituzionali e clienti professionali) è stato pari a -12,04%.

Dopo un primo trimestre piuttosto soddisfacente, seppur solo in termini relativi, i risultati consuntivati a fine semestre sono molto penalizzanti per gli investitori. In particolare, la performance del Fondo è stata condizionata nel secondo trimestre dal ribasso di tutte le classi di attivo. La componente obbligazionaria ha sofferto sia l'incremento dei tassi nonostante la duration piuttosto contenuta sia l'allargamento degli spread di credito sia la svalutazione degli strumenti obbligazionari riconducibili ad emittenti russi. Nella componente azionaria hanno contribuito molto negativamente sia l'esposizione al settore tecnologico americano sia il settore aurifero. Deludente anche l'andamento dei mercati emergenti.

L'esposizione al dollaro ha offerto un contributo frazionalmente positivo mentre la componente cash in euro è stata mantenuta contenuta per sfuggire ai tassi negativi di conto corrente.

Roma, 28 luglio 2022



Daniele Demartis  
RESPONSABILE AREA INVESTIMENTI