



Società di Gestione del Risparmio S.p.A.  
Via Flaminia, 487 - 00191 Roma  
Iscritta all'Albo delle SGR  
(n. 24 sezione gestori di OICVM e n. 205 sezione gestori di FIA)

## AGORAFLEX

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

**RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2025**

## SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 30 GIUGNO 2025

ATTIVITÀ	Situazione al 30.06.2025		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>79.818.734</b>	<b>95,501</b>	<b>59.768.979</b>	<b>95,640</b>
A1. Titoli di debito	57.949.618	69,335	44.787.882	71,667
A1.1 titoli di stato	13.434.856	16,074	18.091.375	28,948
A1.2 altri	44.514.763	53,261	26.696.507	42,719
A2. Titoli di capitale	12.412.222	14,851	6.098.523	9,759
A3. Parti di O.I.C.R.	9.456.894	11,315	8.882.574	14,214
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
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>2.960.758</b>	<b>3,543</b>	<b>2.050.381</b>	<b>3,281</b>
F1. Liquidità disponibile	2.964.292	3,547	2.050.525	3,281
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-3.534	-0,004	-144	
<b>G. ALTRE ATTIVITÀ</b>	<b>798.858</b>	<b>0,956</b>	<b>674.388</b>	<b>1,079</b>
G1. Ratei attivi	794.112	0,950	670.532	1,073
G2. Risparmio di imposta				
G3. Altre	4.746	0,006	3.856	0,006
<b>TOTALE ATTIVITÀ</b>	<b>83.578.350</b>	<b>100,000</b>	<b>62.493.748</b>	<b>100,000</b>
<b>PASSIVITÀ E NETTO</b>			<b>Situazione al 30.06.2025</b>	<b>Situazione a fine esercizio precedente</b>
			<b>Valore complessivo</b>	<b>Valore complessivo</b>
<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>				
<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>				
M1. Rimborsi richiesti e non regolati				
M2. Proventi da distribuire				
M3. Altri				
<b>N. ALTRE PASSIVITÀ</b>			<b>134.755</b>	<b>120.898</b>
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati			134.755	120.898
N2. Debiti di imposta				
N3. Altre				
<b>TOTALE PASSIVITÀ</b>			<b>134.755</b>	<b>120.898</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>			<b>83.443.595</b>	<b>62.372.850</b>
<b>NUMERO DELLE QUOTE IN CIRCOLAZIONE</b>			<b>10.227.290,126</b>	<b>7.947.078,506</b>
<b>VALORE UNITARIO DELLE QUOTE</b>			<b>8,159</b>	<b>7,849</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO CLASSE Q</b>			<b>28.100.177</b>	<b>13.542.237</b>
<b>NUMERO QUOTE IN CIRCOLAZIONE CLASSE Q</b>			<b>3.113.052,498</b>	<b>1.539.149,419</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO CLASSE R</b>			<b>55.343.418</b>	<b>48.830.613</b>
<b>NUMERO QUOTE IN CIRCOLAZIONE CLASSE R</b>			<b>7.114.237,628</b>	<b>6.407.929,087</b>
<b>VALORE QUOTA CLASSE Q</b>			<b>9,027</b>	<b>8,799</b>
<b>VALORE QUOTA CLASSE R</b>			<b>7,779</b>	<b>7,620</b>

MOVIMENTI DELLE QUOTE NEL PERIODO	
Quote emesse classe Q	2.142.542,507
Quote emesse classe R	883.238,263
Quote rimborsate classe Q	568.639,428
Quote rimborsate classe R	176.929,722

## NOTA ILLUSTRATIVA DELLA RELAZIONE SEMESTRALE

### **1. Elenco dei principali strumenti finanziari in portafoglio al 30 giugno 2025 in ordine decrescente di valore**

Strumenti finanziari	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% incidenza su attività del Fondo
CCTS EU TV 4,912% 2024-15/04/2032	EUR	4.000.000,000	4.083.720,00	4,886
BUNDESREPUBLIK 3,100% 2023-18/09/2025	EUR	3.000.000,000	3.007.200,00	3,598
BOTS ZC 14/08/2024-14/08/2025	EUR	2.000.000,000	1.940.747,83	2,322
BARRICK MINING CORP - USD	USD	75.000,000	1.330.068,14	1,591
NEWMONT CORPORATION - USD	USD	25.000,000	1.240.630,32	1,484
INVESCO NASDAQ BIOTECH	EUR	30.000,000	1.125.300,00	1,346
ETFX DAXGLOBAL GOLD MINING	EUR	20.000,000	1.065.200,00	1,274
ISHARES BARCLAYS EURO CORP BOND	EUR	7.500,000	912.375,00	1,092
AGORA GLOBAL OPPORTUNITIES CL. Q	EUR	132.414,943	842.953,52	1,009
ROBO GLOBAL ROBOTICS AND AUT	EUR	40.000,000	817.200,00	0,978
INVESCO AT1 CAP BOND EUR HDG ETF	EUR	50.000,000	813.800,00	0,974
SACE SPA TV 2015/10.02.2049	EUR	800.000,000	806.744,00	0,965
WT CYBERSECURITY-USD ACC	EUR	30.000,000	798.150,00	0,955
INVESCO EUR CORP HYBRID DIST	EUR	20.000,000	785.900,00	0,940
CASSA DEPO PREST TV 5% 2023/04.12.2029	EUR	750.000,000	773.595,00	0,926
AEROPORTI DI ROMA 3,625% 2025-15/06/2032	EUR	700.000,000	698.838,00	0,836
ANDORRA 1,250% 2022-23/02/2027	EUR	700.000,000	684.138,00	0,819
LYXOR ETF STOXX HEALTH CARE	EUR	5.000,000	676.000,00	0,809
INVESCO PREFERRED SHARES UCITS ETF	EUR	50.000,000	627.300,00	0,751
ROMANIA 3,75% 2020/28.01.2050	EUR	1.000.000,000	600.430,00	0,718
ISHARES EM LOCAL GOV BOND	EUR	15.000,000	590.400,00	0,706
ACHMIEA BV 2019/24.03.2068	EUR	600.000,000	589.092,00	0,705
ENEL SPA TV 23-31.12.2049	EUR	500.000,000	556.860,00	0,666
MAGYAR EX - IMP B 6% 2023-16/05/2029	EUR	500.000,000	538.325,00	0,644
ATHORA HLD LTD 6,625% 2023-16/06/2028	EUR	500.000,000	537.310,00	0,643
VAR ENERGI ASA 5,500% 2023-04/05/2029	EUR	500.000,000	535.620,00	0,641
FINECO BANK SPA TV (7,5%) 31.12.2049	EUR	500.000,000	534.615,00	0,640
EPH FIN INTL 5,875% 30.11.2029	EUR	500.000,000	531.975,00	0,636
TOTALENERGIES SE TV 3,25% 22-31/12/2049	EUR	600.000,000	526.584,00	0,630
CAISSE NAT REASSURA TV (6,5) 24-31/12/49	EUR	500.000,000	516.100,00	0,618
CASSA DEPO PREST 5,750% 2023-05/05/2026	USD	600.000,000	515.923,34	0,617
NOVA LJUBLJANSKA 4,500% 2024-29/05/2030	EUR	500.000,000	514.325,00	0,615
UNICREDIT SPA TV (3,875%) 11.06.2028	EUR	500.000,000	511.505,00	0,612
ELM BV SWISS PERP (4,5%) 31.12.2049	EUR	500.000,000	511.420,00	0,612
RAIFFEISEN BANK TV (3,875%) 03.01.2030	EUR	500.000,000	511.380,00	0,612
KONINKLIJKE PHILIPS ELECTRONICS	EUR	25.000,000	510.250,00	0,611
CASSA CENTRALE BANCA TV 23-16/02/27	EUR	500.000,000	509.685,00	0,610
HARLEY DAVIDSON 5,125% 2023-05/04/2026	EUR	500.000,000	507.825,00	0,608
VOLKSWAGEN FIN 3,625% 2024-19/05/2029	EUR	500.000,000	505.780,00	0,605
TIKEHUA CAPITAL S 4,250% 2025-08/04/2031	EUR	500.000,000	505.560,00	0,605
PORSCHE AUTO HLD 3,750% 2024-27/09/2029	EUR	500.000,000	504.615,00	0,604
STELLANTIS NV 3,375% 19.11.2028	EUR	500.000,000	503.970,00	0,603
ALLIANZ SE 2021/31.12.2049	EUR	600.000,000	503.850,00	0,603
CASSA DEPO PREST 3,375% 2025-11/02/2032	EUR	500.000,000	503.535,00	0,602
BARRY CALL SVCS 4% 14.06.2029	EUR	500.000,000	503.495,00	0,602
ISDB TRUST 2,798% 2024-05/11/2029	EUR	500.000,000	502.970,00	0,602
HARLEY DAVIDSON 4,000% 2025-12/03/2030	EUR	500.000,000	502.710,00	0,601
LVMH MOET HENN 3,375% 2023-21/10/2025	EUR	500.000,000	501.130,00	0,600
PPF TELECOM 3,125% 2019/27.03.2026	EUR	500.000,000	500.015,00	0,598
FASTIGHTS AB 4% 19.02.2032	EUR	500.000,000	497.860,00	0,596
UNIBAIL RODAMCO 1,125% 2018/15.09.25	EUR	500.000,000	497.550,00	0,595
MONTE PASCHI 1,875% 2020/09.01.2026	EUR	500.000,000	497.455,00	0,595
SIGNIFY NV 2,375% 2020/11.05.2027	EUR	500.000,000	497.275,00	0,595
FORD MOTOR CR CO L 4,066% 25-21/08/30	EUR	500.000,000	497.265,00	0,595
SANEF SA 1,875% 2015/16.03.2026	EUR	500.000,000	497.150,00	0,595
VOLKSWAGEN INT FIN 3,875% 2017/29.12.2049	EUR	500.000,000	496.785,00	0,594
VEOLIA ENVIRONNEMENT-PREF SEC'S 20 PERP 2	EUR	500.000,000	495.015,00	0,592
EURONET WORLDWIDE INC 1,375% 2019/22.05.26	EUR	500.000,000	493.645,00	0,591
NEXI SPA 1,625% 2021/30.04.2026	EUR	500.000,000	493.645,00	0,591
INTESA SANPAOLO TV 8,248% 22-21/11/33	USD	500.000,000	493.598,81	0,591
GREAT WEST LIFE CO 1,75% 07/12/2026	EUR	500.000,000	493.405,00	0,590
INDONESIA 1,45% 2019-18/09/2026	EUR	500.000,000	492.655,00	0,589
CELANESE US HLDGS 2,125% 2018/01.03.27	EUR	500.000,000	491.350,00	0,588
BLACKSTONE PRIVATE 1,75% 2021-30/11/2026	EUR	500.000,000	490.210,00	0,587
WELLS AND FARGO 1% 2016 - 02/02/2027	EUR	500.000,000	488.690,00	0,585

NISSAN MOTOR CO 3.201% 2020/17.09.2028	EUR	500.000,000	486.320,00	0,582
FINECO BANK SPA 0,50% 2021/21.10.2027	EUR	500.000,000	486.035,00	0,582
ENI TV 2020-13.07.2049	EUR	500.000,000	485.540,00	0,581
BAT P.LC 4.,125% 2021/31.12.2049	EUR	500.000,000	485.160,00	0,580
SYNGENTA FIN 1.25% 2015/10.09.2027	EUR	500.000,000	482.760,00	0,578
DAVIDE CAMPARI 2,375% 17.01.2029	EUR	500.000,000	478.760,00	0,573
PETROLEOS MEX PEMEX 2,75% 2015/21.04.27	EUR	500.000,000	474.825,00	0,568
KKR GRP FIN CO 1,625% 22.05.2029	EUR	500.000,000	474.005,00	0,567
RAIFFEISEN BANK 1% 2021/09.06.2028	EUR	500.000,000	473.455,00	0,566
CIMIC FINANCE 1.50% 2021/28.05.2029	EUR	500.000,000	463.475,00	0,555
WHIRLPOOL EMEA FIN 0,50% 2020/20.02.2028	EUR	500.000,000	462.300,00	0,553
BANQUE OUEST AFRI 4,700% 2019-22/10/2031	USD	600.000,000	461.330,49	0,552
EXXON MOBIL CORP.	USD	5.000,000	459.114,14	0,549
SERBIA 1,5% 2019/26.06.2029	EUR	500.000,000	455.585,00	0,545
ORIGIN ENERGY FIN 1% 2019-17/09/2029	EUR	500.000,000	454.975,00	0,544
VEOLIA ENVIRONNEMENT	EUR	15.000,000	453.750,00	0,543
DELIVERY HERO 1,5% 2020/15.01.2028	EUR	500.000,000	453.335,00	0,542
SAN LORENZO SPA	EUR	15.000,000	447.750,00	0,536
REGENERON PHARMACEUTICALS	USD	1.000,000	447.189,10	0,535
CK HUTCHISON GR 1,5 2019/17.10.2031	EUR	500.000,000	442.045,00	0,529
CHRISTIAN DIOR SE	EUR	1.000,000	424.600,00	0,508
BANQUE QUEST AFRICAINE 2,75% 21/22.01.33	EUR	500.000,000	418.810,00	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 mutevole politica dei dazi degli Stati Uniti, il crescente debito pubblico globale, la persistente guerra in Ucraina e, più recentemente, l’escalation in Medio Oriente, sono stati i fattori di rischio che hanno condizionato l’andamento dei mercati finanziari nel primo semestre. Più in chiaroscuro, rispetto al passato, le decisioni di politica monetaria, rivelatesi sostanzialmente in linea con le attese. Il primo semestre è stato denso di eventi che hanno portato elevata volatilità, a livelli visti solo durante il Covid, e generato anche situazioni di panico tra gli investitori. Dopo una partenza d’anno in salita costante per due mesi, abbiamo assistito ad un marzo volatile fino al tracollo di aprile, in coincidenza

con il “Liberation Day” di Donald Trump sui dazi. Infine, un maxi-rimbalzo a maggio ma con un finale fiacco a giugno, segnato dai conflitti in Medio Oriente. Sullo sfondo le tensioni Usa-Cina, i timori sul petrolio, la traiettoria incerta dei tassi di Bce e Fed e le continue minacce di Trump all’indipendenza della banca centrale.

L’evento shock è stato il "Liberation day"; dopo l’annuncio, i mercati erano azionari entrati in una fase di forte turbolenza, in parte perché le tariffe imposte erano superiori alle attese ma anche perché erano crescenti i timori sull’economia globale per la possibile "retaliation" del resto del mondo; la caduta delle quotazioni azionarie è stata piuttosto generalizzata, pari a oltre il 15%. La decisione a sorpresa di Trump del 9 aprile di “mettere in pausa” per 90 giorni i dazi reciproci, ha ridato immediatamente fiato ai mercati mentre a partire da maggio si è osservata una generale ripresa della propensione al rischio per la possibilità di una de-escalation delle tensioni commerciali.

La “breve” guerra tra Israele ed Iran ha avuto invece un impatto molto limitato, sorprendentemente anche sulle quotazioni dei prodotti energetici.

Nonostante tutto ciò, a consuntivo i mercati azionari chiudono con performance ancora largamente positive e contrassegnate da una marcata overperformance dell’eurozona rispetto agli Stati Uniti: l’indice Eurostoxx50 segna un +8% mentre l’S&P500 ed il Nasdaq chiudono intorno a +5% in Usd ma a -8% in euro a causa del deprezzamento del dollaro

Sul fronte dei mercati obbligazionari i rendimenti dei titoli di stato hanno a loro volta vissuto una fase di volatilità. Sia i Treasury Usa, il cui rendimento è letteralmente salito sull’ottovolante durante le settimane dopo il Liberation Day, sia i Bund tedeschi, fortemente influenzati dagli annunci del governo tedesco sui piani di spesa, non hanno assolto particolarmente bene al loro ruolo di bene rifugio in tempi turbolenti, pur chiudendo il primo semestre su livelli di rendimento non lontani da quelli di inizio anno (2,5% per il Bund e 4,3% per il Treasury).

Tra i governativi, si segnala l’ottima performance dei BTP italiani, con lo spread sceso fino a quota 85bp, a testimonianza della ritrovata fiducia degli investitori per il nostro Paese.

Nel complesso però i titoli governativi hanno sottoperformato i titoli corporate. Quest’ultimi hanno beneficiato di rendimenti assoluti attraenti e di una volatilità che, come nel 2024, si è dimostrata inferiore a quella delle emissioni governative a lunga scadenza.

Il grande sconfitto, in questa prima metà del 2025, è stato il dollaro; ha perso da inizio anno oltre il 10%, il peggior primo semestre dagli anni ’70, denunciando la perdita dello status ‘bene rifugio’ per gli investitori di tutto il mondo. Le incertezze sulle prospettive dell’economia e dei conti pubblici degli Stati Uniti, oltre che sui conflitti commerciali sono state infatti in larga parte prezzate attraverso il canale valutario, complice anche il declassamento subito da parte di Moody’s (da Aaa a Aa1).

A fare da contraltare al calo del dollaro sono i metalli preziosi ed in particolare, l'oro, salito di circa il 25% aggiornando più volte i record storici. Il metallo giallo è stato sostenuto dai costanti acquisti provenienti dalle principali economie emergenti del mondo, Cina in testa, finalizzati ad una maggiore diversificazione dei loro investimenti esteri.

Sul fronte macro, stiamo assistendo ad un certo rallentamento negli Stati Uniti (Pil Q1 -0.1%, primo calo dal 2022), ad una buona tenuta nell'Eurozona (Pil Q1 +0.6%) ed agli irrisolti problemi deflattivi e di debole domanda interna in Cina. Sul fronte monetario, la Fed preferisce aspettare per valutare gli sviluppi delle politiche tariffarie USA e i loro impatti su inflazione e disoccupazione; il presidente Fed ha dichiarato di attendersi che i dazi portino a minore crescita e maggiore inflazione. La BCE ha tagliato i tassi più volte, portando al 2% il tasso sui depositi. Lagarde ha dichiarato che i tassi si trovano ora in una «buona posizione», facendo aumentare la probabilità prezzata dai mercati di una pausa a luglio. Secondo le nuove previsioni della BCE, l'inflazione dovrebbe attestarsi stabilmente intorno al 2% nel medio termine.

L'asset allocation di inizio anno era piuttosto difensiva e costruita considerando uno scenario meno favorevole rispetto al 2024: una crescita in rallentamento ma non in calo, un ciclo di allentamento monetario ben definito, rischi geopolitici che restano confinati localmente. L'esposizione al mercato azionario era circa il 15% (prevalentemente settore farmaceutico, utilities, militare e tecnologico) ed un portafoglio obbligazionario (80%) investito equamente tra titoli di stato a breve termine e titoli societari di adeguata qualità creditizia (con una certa preferenza per emissioni perpetue di istituzioni sistemiche), per una duration complessiva intorno ai 2 anni; l'esposizione valutaria era contenuta intorno al 15%.

Nei primi mesi l'esposizione azionaria è stata portata intorno al 20% investendo su etf auriferi (le quotazioni dell'oro sembravano interessanti rispetto allo scenario di incertezza) ed etf sul mercato cinese (attesa di stimoli fiscali). L'investimento nel settore tecnologico è rimasto molto contenuto e avverso alle megacap dato l'emergere di Deepseek e dell'incertezza sulla sostenibilità del boom di investimenti legato all'AI. La duration della componente obbligazionaria è stata incrementata intorno a 2.5 anni preferendo titoli di stato e mantenendo molto diversificato il portafoglio di titoli societari. Durante il sell-off di inizio aprile dopo il "liberation day", il rischio di portafoglio è stato incrementato sia strategicamente sia tatticamente per sfruttare l'elevata volatilità. Si è preso profitto e ridotta la componente obbligazionaria di circa il 20% a favore del cash e contemporaneamente si è allungato il rischio azionario al 30% privilegiando segmenti di mercato a maggior beta (tecnologia usa, etf Eurostoxx ed etf su mid cap americane) a discapito di settori difensivi che avevano bene performato.

Sul rimbalzo di maggio le posizioni di rischio più direzionali sono state ridotte mentre è stata mantenuta in portafoglio una posizione di circa il 5% in titoli minerari auriferi. A fine semestre l'esposizione azionaria è in prossimità dei minimi del semestre sia per un atteggiamento più prudente in considerazione della crisi geopolitica e dell'incerta politica commerciale americana sia per consolidare i risultati conseguiti.

L'esposizione valutaria è stata mantenuta tra il 15% ed il 20%, incrementando solo frazionalmente il peso del dollaro e quello delle valute emergenti.

I budget di rischio non sono stati pienamente sfruttati solo durante la fase di volatilità acuta di metà aprile sia relativamente all'esposizione azionaria sia relativamente alla durata finanziaria media del portafoglio obbligazionario. 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 secondo semestre del 2025 si annuncia particolarmente impegnativo. In molte asset class, i rendimenti dei primi sei mesi sono stati già superiori a quanto previsto per l'intero anno. La reazione dei mercati di fronte a uno shock è sempre più breve a causa di una partecipazione molto alta del mercato retail piuttosto che degli investitori istituzionali. Storicamente questo fenomeno impone cautela perché nasconde eccessi di compiacenza.

A livello macro, Gli Stati Uniti continueranno verosimilmente a essere generatori di incertezza, le minacce all'indipendenza della banca centrale sono un nuovo fattore di instabilità. La conseguenza diretta è l'ottundimento della fiducia nel sistema finanziario americano, possibile rialzo dei rendimenti e debolezza del dollaro, già piegato dagli stimoli fiscali e dalle attese di inflazione.

In Europa si scommette sul programma di investimenti in Germania che dovrebbe rimettere in moto l'economia. Con un rapporto debito/PIL inferiore al 65%, la Germania dispone di un significativo margine di manovra fiscale; è stato rimosso lo Schuldenbremse, il freno al debito che per anni è stato il totem al quale sono stati sacrificati gli investimenti.

Anche la Cina è tornata un luogo investibile, i problemi non sono risolti ma il governo ha adottato un approccio pragmatico e non ideologico: per l'anno in corso è confermato l'obiettivo di crescita del 5% e, praticamente, proseguono gli stimoli e il coordinamento tra le politiche monetarie, fiscali e le regole del mercato dei capitali.

Le banche centrali restano orientate verso politiche espansive, ma la FED probabilmente inizierà a tagliare i tassi a settembre, piuttosto che nella riunione di fine luglio. La probabile approvazione del

“big, beautiful bill” potrebbe creare qualche pressione sulla sostenibilità del debito USA, mentre Trump continua a spingere per un dollaro debole.

Le prospettive per la seconda metà dell’anno sono dunque caratterizzate da una combinazione di crescita modesta, di possibile ritorno dell’inflazione, forti incertezze politiche che, alla fin fine, potrebbero essere determinanti su tutto il resto e influenzare negativamente il sentimento degli investitori. L’approccio al mercato azionario sarà cauto ed orientato verso settori difensivi e “value”; probabile un incremento dell’esposizione più tattico che strategico in occasione di eventuale volatilità.

Rimaniamo positivi sul comparto obbligazionario soprattutto sulle emissioni a spread a medio termine e quelle subordinate di emittenti sistematici, facendo sempre attenzione ad avere una adeguata diversificazione e dosando la componente di rischio (rating) a seconda del contesto di mercato. Maggior cautela sui titoli di stato a lunga a causa dell’aggravarsi dei disavanzi di bilancio; alcuni segmenti appaiono piuttosto “cari” come dimostrano i premi per il rischio di alcuni segmenti high yield, che si aggirano intorno a livelli simili a quelli osservati prima dell’invasione dell’Ucraina, o il livello dei rendimenti italiani, ai minimi rispetto alla Germania come nel 2010, agli inizi della crisi del debito dell’Eurozona.

Restiamo positivi sui metalli preziosi nonostante il rally del primo semestre dato che le banche centrali aumenteranno la quota di riserve detenuta in oro a discapito del dollaro e resta elevato il suo valore di “bene rifugio” contro scenari particolarmente avversi.; in prossimità di 1.2 è moderatamente positiva la visione circa l’esposizione ai cambi (euro-dollar in primis), con una certa preferenza anche per alcune valute emergenti particolarmente penalizzate come INR e BRL.

Diversificazione e costante monitoraggio del rischio saranno a nostro avviso i fattori determinanti per la performance del secondo semestre.

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

Il rendimento del Fondo Agoraflex Classe R durante il primo semestre dell’anno è stato di +2,09% mentre quello della Classe Q (riservata ad investitori istituzionali e clienti professionali) è stato pari a +2,59%.

I risultati sono positivi in assoluto e molto soddisfacenti considerando l’andamento poco favorevole del mercato obbligazionario e l’apprezzamento importante dell’euro. La volatilità annualizzata del fondo è rimasta contenuta e nel semestre non ha ecceduto 4.

Hanno contribuito positivamente sia la componente azionaria sia la componente obbligazionaria, rispettivamente per circa due terzi ed un terzo.

Il maggior contributo nel settore azionario è stato fornito dall'esposizione al settore minerario aurifero; particolarmente significativo anche il contributo delle scelte nel settore del lusso, della difesa e delle utilities; sottoperformanti il settore farmaceutico e quello tecnologico.

L'esposizione ai titoli societari ha offerto un contributo superiore rispetto ai titoli di stato grazie al buon andamento degli spread di credito.

L'esposizione al dollaro ha sottratto una parte significativa di performance mentre sostanzialmente nullo il contributo total return delle valute emergenti; la componente liquida di portafoglio ha generato interessi positivi.

Roma, 23 luglio 2025



Daniele Demartis  
RESPONSABILE AREA INVESTIMENTI