

INVESTITORI SGR S.p.A.

Relazione Semestrale
al 30 giugno 2020

DEI FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO MOBILIARE APERTI DI DIRITTO ITALIANO RIENTRANTI NELL'AMBITO DI
APPLICAZIONE DELLA DIRETTIVA 2009/65/CE (O.I.C.V.M.)

Appartenenti al "Sistema Investitori"

investitori sgr

INVESTITORI EUROPA
INVESTITORI AMERICA
INVESTITORI FAR EAST
INVESTITORI FLESSIBILE
INVESTITORI PIAZZA AFFARI

4



PREFAZIONE

Il presente fascicolo, che riguarda le Relazioni Semestrali al {fD}/{fM}/{fY} del Fondi comuni di investimento mobiliari aperti di diritto italiano rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva 2009/65/CE, appartenenti al "Sistema Investitori", gestiti da INVESTITORI SGR S.p.A., è redatto in conformità alle istruzioni dell'Organo di Vigilanza e si sviluppa come segue:

Parte prima:

Contiene la Relazione degli Amministratori con le Considerazioni Generali comuni a tutti i Fondi del "Sistema Investitori"

Parte seconda:

Contiene le note illustrative specifiche per ciascun Fondo ed i prospetti richiesti dalle vigenti disposizioni di Vigilanza.

INDICE

	Pagina
Notizie sulla Società di Gestione del Risparmio	5
Parte Prima:	6
Relazione degli Amministratori - Considerazioni Generali –	
Parte Seconda:	16
Relazione degli Amministratori sulle politiche di gestione del Fondo e Prospetti Contabili	
• INVESTITORI Europa	17
• INVESTITORI America	24
• INVESTITORI Far East	31
• INVESTITORI Flessibile	38
• INVESTITORI Piazza Affari	46

La Società di Gestione del Risparmio

INVESTITORI SGR S.p.A.

Capitale sociale: 1.015.800 Euro

Il Consiglio di Amministrazione

Paolo Domenico Sfameni	Presidente del Consiglio di Amministrazione (Indipendente)
Piero Botto	Consigliere
Luigi Pierfranco Campiglio	Consigliere indipendente
Giacomo Campora	Consigliere
Bettina Corves Wunderer	Consigliere
Marcello Messori	Consigliere indipendente
Franco Niccoli Dabbene	Consigliere

Il Collegio Sindacale

Adolf Michael Hällmayr	Presidente del Collegio Sindacale
Fabrizio Carazzai	Sindaco effettivo
Giuseppe Foti	Sindaco effettivo
Marco Luigi Brughera	Sindaco supplente
Francesco Vacchini	Sindaco supplente

Direttore Generale

Emanuele Vizzini

La Società di revisione

PricewaterhouseCoopers SpA

Sede legale e amministr. – Via Monte Rosa, 91 – 20149 Milano

Il Depositario

BNP Paribas Securities Services S.C.A.

Sede legale – Piazza Lina Bo Bardi, 3 – 20124 Milano

investitori sgr

PARTE PRIMA

Relazione degli amministratori

- Considerazioni generali



Relazione degli Amministratori

Considerazioni generali

Il quadro macroeconomico globale

Nel corso del primo semestre del 2020 le economie dei paesi del G20 hanno dovuto fronteggiare le conseguenze nefaste della pandemia di Covid-19 che, sviluppatasi in Cina sul finire dello scorso anno, si è rapidamente propagata a livello mondiale contagiando oltre quattordici milioni di persone e causando più di 600.000 vittime accertate. Il virus continua ad essere tutt'oggi attivo senza che esistano al momento vaccini o cure specifiche e l'evoluzione dei contagi resta incerta. Per contrastare questa emergenza sanitaria globale quasi tutti i paesi hanno quindi fatto ricorso a politiche di distanziamento sociale e di isolamento, con profonde conseguenze economiche negative sia dal lato della domanda, a causa del crollo dei consumi privati, sia dal lato dell'offerta, legate alla sostanziale paralisi di numerose attività produttive. Si è quindi manifestata una contrazione dell'attività economica senza precedenti in periodi post bellici che rende particolarmente complesso stimare sia l'entità della riduzione sia il possibile percorso di ripresa. Nel primo trimestre il PIL dei paesi del G20 è risultato in calo del 3,7% a/a(*) rispetto al +3,1% a/a dell'anno precedente mentre per il secondo si stima una contrazione del 18,3% a/a, livello mai registrato dal secondo dopoguerra. Le attese di consensus mostrano un recupero nella seconda parte dell'anno, con un incremento del PIL del 6,4% a/a nel terzo trimestre e del 3% a/a nel quarto; ciò dovrebbe portare ad una contrazione del 3,8% a/a per l'intero 2020, ben peggiore rispetto a quella della Grande Crisi Finanziaria del 2008-2009, e che si confronta con una crescita del 2,8% a/a nel 2019 e del 3,3% a/a nel 2018. A livello geografico, il semestre appena concluso si è contraddistinto per un andamento molto differenziato in relazione alla tempestività e all'efficacia dei provvedimenti assunti dai governi per contrastare la diffusione del virus e per difendere i settori più colpiti: in particolare, le economie emergenti hanno generato una performance migliore della media mondiale essenzialmente grazie alla Cina che, colpita duramente nel primo trimestre dell'anno, ha saputo circoscrivere rapidamente la diffusione della pandemia permettendo un recupero dell'attività economica già a partire dal secondo trimestre. Drammatico invece l'andamento dei paesi sviluppati, con contrazioni del PIL nel secondo trimestre attese a doppia cifra per Stati Uniti, Gran Bretagna ed Eurozona, mentre per il Giappone si stima un calo dell'8% a/a per lo stesso periodo.

In sintesi, il primo semestre del 2020 ha mostrato una severissima contrazione dell'attività economica mondiale legata allo shock esogeno rappresentato dagli effetti della pandemia di Covid-19; per la seconda metà dell'anno ci si attende un progressivo recupero anche se permangono elementi di grande incertezza circa la traiettoria e l'entità del miglioramento stante l'estrema eccezionalità della situazione.

In un contesto di pesante recessione globale, l'inflazione a livello aggregato ha iniziato a mostrare segnali di contrazione. Alla fine del primo trimestre del 2020 l'indice Cpi headline dei paesi del G20 ha evidenziato una crescita del 2,7% a/a, livello non dissimile da quello degli ultimi mesi del 2019 (+2,6% a/a); tuttavia nel secondo trimestre il dato è sceso a +1,3% a/a, livello che si dovrebbe confermare anche a fine anno. Nei paesi Bric il dato di inflazione del primo trimestre (+4,9% a/a) mostra una lieve risalita rispetto agli ultimi tre mesi del 2019 (+4,3% a/a) ma anche in questo caso il dato del secondo trimestre evidenzia una brusca inversione (+2,8% a/a) che dovrebbe portare la variazione a +1,8% nell'ultimo trimestre del 2020. Negli Stati Uniti i primi tre mesi dell'anno si sono chiusi con un incremento del Cpi pari a 2,1% a/a, in linea con il dato dell'ultimo trimestre dell'anno precedente; a partire dal secondo trimestre e nella rimanente parte dell'anno ci si attendono variazioni comprese tra 0,4 e 0,6% a/a, portando la crescita del Cpi annuale a +0,8% a/a rispetto a +1,8% a/a del 2019. In Giappone l'indice dei prezzi al consumo è salito di un modesto 0,5% a/a nei primi tre mesi del 2020, in linea con la variazione dell'ultimo trimestre dell'anno precedente, ben al di sotto del target a suo tempo indicato dalla Bank of Japan (2%); per i trimestri successivi il consensus si attende variazioni negative comprese tra -0,1 e -0,6% a/a per arrivare ad un dato annuale di -0,1% a/a rispetto al +0,5% a/a dell'anno precedente. Anche nella zona Euro la crescita dei prezzi al consumo dovrebbe incorporare gli effetti della fase recessiva: dopo un +1,1% a/a nel primo trimestre ci si attendono crescite vicine allo zero nei tre trimestri successivi che dovrebbero portare la variazione annuale a +0,4% a/a rispetto a +1,2% a/a del 2019.

(*) **Legenda:** a/a anno su anno, fonte dati Bloomberg.

Il collasso dell'attività economica si è ovviamente ripercosso anche sui prezzi delle materie prime; il primo semestre del 2020 è stato infatti caratterizzato da un calo dell'indice Refinitiv / Core Commodity Crb Index in dollari del 25,7% e del 25,8% in euro. L'indice ha mostrato una contrazione con punte del 40% circa fino alla fine di marzo, anche a causa di un vero e proprio collasso del prezzo del petrolio, per poi mettere a segno un parziale recupero.

Gli impatti disastrosi della pandemia hanno indotto un brusco cambiamento di rotta per le maggiori banche centrali mondiali, che hanno risposto tempestivamente e con provvedimenti senza precedenti. In particolare, negli Stati Uniti la Federal Reserve ha tagliato i tassi ufficiali a marzo portandoli ad un range di 0-0,25% da 1,50-1,75% di fine 2019; ha inoltre introdotto una serie di programmi di acquisto di asset finanziari, in parte mutuati dall'esperienza della Grande Crisi del 2008-2009, in parte di nuova concezione, che si sono estesi per la prima volta alle obbligazioni societarie e che dovrebbero comportare un'espansione cumulata del proprio bilancio per circa 6.000 miliardi di dollari, raggiungendo quindi livelli mai registrati.

Anche la Banca Centrale Europea ha reagito tempestivamente allo shock pandemico: dapprima è stato incrementato il programma di acquisti di titoli di stato già in essere; poi è stato introdotto un nuovo programma di emergenza di acquisto di titoli governativi per un ammontare iniziale di 750 miliardi di euro, successivamente innalzato a un totale di 1.350 miliardi ed esteso ai paesi con rating "investment grade" a febbraio indipendentemente da possibili downgrade futuri; sono stati inoltre allentati i requisiti patrimoniali e di liquidità previsti per le banche e sono stati introdotti nuovi programmi di rifinanziamento del sistema bancario a tassi negativi dell'1% allo scopo di favorire l'erogazione del credito a famiglie e imprese.

La Banca del Giappone ha reagito alla crisi con nuovi programmi di sostegno all'economia che comportano finanziamenti e acquisti addizionali di Etf azionari e di carta commerciale; ha inoltre ribadito il mantenimento del target a zero per i rendimenti dei titoli governativi a dieci anni implementando se necessario acquisti illimitati di Jgb. In Gran Bretagna i tassi ufficiali sono stati tagliati da 0,75 a 0,10%. Per quanto riguarda i maggiori paesi emergenti i tassi ufficiali sono scesi in particolare in India, Russia, Messico e Brasile.

- **Stati Uniti** – Il Pil reale statunitense ha evidenziato nel primo trimestre una variazione positiva dello 0,3% a/a, in netto calo rispetto al +2,7% a/a fatto registrare nel periodo corrispondente dell'anno precedente; per il secondo trimestre è prevista una pesante flessione, stimata al 10,4% a/a, cui dovrebbero seguire dati nettamente negativi, anche se meno pronunciati, nei due trimestri successivi. Il calo del Pil atteso per il 2020 dovrebbe quindi attestarsi a -5,7% a/a rispetto alla crescita del 2,3% dell'anno precedente. Sulle stime per l'anno pesa comunque una notevole incertezza legata all'evoluzione della pandemia; in particolare, gli indici ISM PMI di giugno mostrano un recupero superiore alle attese, con il dato manifatturiero a 52,6 da 50,9 di gennaio, dopo aver toccato un minimo di 41,5 ad aprile, e quello non manifatturiero a 57,1 (da 54,9 a dicembre dello scorso anno a 41,8 ad aprile), che potrebbero far presagire una ripresa dell'attività economica più rapida delle attese. Pesante la situazione del mercato del lavoro, con un tasso di disoccupazione attestatosi all'11,1% a giugno dopo aver raggiunto un picco di 14,7% ad aprile se confrontato con il 3,5% di fine 2019. La perdita di posti di lavoro in settori non agricoli ha raggiunto un massimo di 20.787.000 unità ad aprile a causa dei provvedimenti di lock-down attuati su scala nazionale, per poi recuperare progressivamente grazie alla riapertura delle attività produttive. Anche l'andamento dell'indice di fiducia dei consumatori elaborato dal Conference Board ha subito oscillazioni marcate, precipitando a 85,7 ad aprile dal livello pre-Covid di 132,6 per poi attestarsi a 98,1 a giugno. Per contrastare la crisi improvvisa, la politica monetaria della Federal Reserve è diventata estremamente accomodante con una enorme crescita di acquisti di asset finanziari, ma è stata molto pronunciata anche la risposta fiscale: sono stati varati trasferimenti a famiglie e imprese, sussidi di disoccupazione, agevolazioni e altri interventi pubblici per un controvalore stimato di circa 3.600 miliardi di dollari che dovrebbero contrastare il crollo dell'attività economica ma che potrebbero anche comportare un'esplosione del deficit federale per il 2020 a livelli prossimi al 20% del Pil reale; un pacchetto aggiuntivo di stimolo fiscale potrebbe essere varato entro l'estate in dipendenza dell'evoluzione della pandemia.
- **Europa** – Nel primo semestre del 2020 l'attività economica europea ha evidenziato una significativa contrazione, con variazioni diverse da paese a paese in relazione agli impatti derivanti dalla pandemia e alle politiche di contenimento adottate. Già nel primo trimestre la crescita del Pil reale dell'Eurozona è scivolata in territorio negativo, con un calo del 3,1% a/a che si rapporta alla crescita dell'1,5% fatta registrare nei primi tre mesi del 2019. Nel secondo trimestre il *consensus* si attende un crollo del 14,8% a/a, seguito da una parziale ripresa nei due trimestri successivi (rispettivamente -8,3% e -5,4% a/a) che dovrebbe determinare un calo su base annua dell'8% rispetto all'incremento dell'1,3% a/a del 2019. A livello geografico, nel primo trimestre sono risultate particolarmente colpite le economie di Italia, Francia e Spagna, con variazioni negative di poco superiori al 5% a/a, mentre la Germania ha evidenziato una contrazione più contenuta (-2,2%)

a/a). Nel corso del semestre l'indice Pmi di attività manifatturiera dell'area Euro ha confermato il trend recessivo, calando nettamente a 33,4 nel mese di aprile rispetto a 46,3 di fine 2019, per poi recuperare fino a raggiungere il livello di 47,4 a fine giugno, evidenziando quindi una traiettoria di progressivo miglioramento. Molto negativa anche la performance economica della Gran Bretagna, con un calo del Pil reale pari a 1,7% a/a nel primo trimestre cui dovrebbe essere seguita una contrazione del 18,2% a/a nel trimestre concluso a giugno, frutto del pieno impatto delle chiusure legate alla pandemia; nel secondo semestre ci si attende un parziale recupero, che dovrebbe condurre ad una variazione del Pil reale britannico pari a -8,5% a/a per tutto il 2020, stima su cui pesano anche gli impatti del negoziato ancora in corso per la Brexit. Le precarie condizioni macroeconomiche hanno dato luogo ad un'adeguata risposta in termini di politiche monetarie espansive da parte di BCE e Bank of England, ma anche a molteplici interventi di natura fiscale. In particolare, il Regno Unito e tutti i paesi dell'Eurozona hanno annunciato a livello individuale nuovi sussidi e trasferimenti a favore di famiglie e imprese, nonché garanzie su prestiti a privati per limitare gli impatti negativi sul settore bancario, per ingenti ammontari. A livello comunitario sono in discussione numerosi provvedimenti, tra i quali un "Recovery Fund" destinato a investimenti strutturali, che prevedono l'erogazione di fondi rivenienti direttamente dal bilancio della UE anziché da quelli dei singoli stati membri allo scopo di agevolare le economie più colpite secondo un principio parzialmente solidaristico. L'utilizzo su vasta scala della spesa pubblica in chiave anticiclica determinerà in ogni caso un netto peggioramento dei saldi della bilancia pubblica dei singoli paesi, che dovrebbero tornare a migliorare con il maturare della ripresa economica post-crisi.

- Giappone** – Nel primo trimestre il Pil reale dell'economia giapponese si è contratto dell'1,7% a/a, in relazione al peggioramento della congiuntura mondiale, rispetto alla crescita dello 0,8% a/a fatta registrare nel primo trimestre del 2019. In base alle attese di *consensus* nel secondo trimestre del 2020 la contrazione dovrebbe attestarsi all'8,6% a/a, per poi migliorare gradualmente nel secondo semestre, portando la variazione per l'anno a -4,9% a/a, dato pesante se confrontato con il +0,7% a/a fatto registrare nell'anno precedente. La difficile condizione macroeconomica trova conferma nell'indice Pmi, rappresentativo dell'attività manifatturiera, attestatosi a 40,1 a giugno rispetto a 48,4 di fine 2019 e dopo aver toccato un minimo di 38,4 a maggio, mentre l'indice PMI dei servizi ha raggiunto un minimo di 21,5 ad aprile per poi risalire a 45 a giugno rispetto al livello di 51 fatto segnare a gennaio. In questo contesto economico di profonda recessione, la *Bank of Japan* ha ulteriormente intensificato la propria politica monetaria estremamente accomodante, ampliando i propri programmi di acquisti di attività finanziarie. Notevole anche la risposta fiscale, che ha permesso di limitare gli impatti negativi dal lato occupazionale nonostante il crollo dei consumi; il governo infatti ha varato due manovre a sostegno di famiglie e imprese che includono un mix di trasferimenti e prestiti per un controvalore stimato che potrebbe raggiungere il 40% del Pil nazionale anche se una parte rilevante dell'impatto sui conti pubblici dovrebbe manifestarsi nel prossimo esercizio fiscale.
- Paesi emergenti** – Le economie emergenti sono state impattate in misura significativamente diversa a seconda della tempistica nella diffusione del contagio pandemico e dell'efficacia e severità delle misure poste in essere per contenerlo. A livello aggregato nel primo trimestre di quest'anno il Pil reale, riferito ai paesi *Bric*, è risultato in contrazione del 4,1% a/a, che si confronta con la crescita del 5,2% fatta registrare nel periodo corrispondente del 2019. Per il secondo trimestre ci si attende un calo più contenuto (-3,4% a/a), cui dovrebbe far seguito una ripresa della crescita nel secondo semestre (+1,6% a/a nel terzo trimestre, +3,4% nel quarto); per l'intero 2020 la crescita dovrebbe quindi risultare lievemente positiva (+0,8% a/a) ancorché in netto calo rispetto al 5,2% a/a del 2019. L'indice Pmi manifatturiero dei Paesi Emergenti, calcolato da Markit, si è contratto nettamente nel corso del semestre, toccando un minimo di 42,7 ad aprile per poi attestarsi ad un livello di 49,6 a giugno rispetto a 51 di fine 2019, confermando una traiettoria di ripresa dopo le chiusure legate al virus. Le condizioni economiche dei principali paesi dell'area non risultano comunque omogenee così come le politiche monetarie e fiscali adottate in chiave anticiclica. In particolare, in Cina il picco dell'impatto negativo si è avuto nel primo trimestre a causa della precoce diffusione della pandemia, con una contrazione del Pil reale pari al 6,8% a/a. Le immediate e stringenti misure di contenimento adottate dalle autorità dovrebbero consentire all'attività economica di tornare in territorio positivo già nel secondo trimestre, per poi accelerare fino a valori compresi tra il 5 e il 6% a/a nei due trimestri successivi, anche se il riemergere di nuovi focolai alimenta timori circa una seconda fase pandemica. Per l'intero 2020 la crescita si dovrebbe comunque attestare attorno all'1,8% a/a, molto distante dal +6,1% del 2019 ma comunque significativa tenuto conto del mutato contesto di mercato. Nel corso del primo semestre la banca centrale è intervenuta

con una serie di provvedimenti a sostegno del sistema bancario, tagliando tra l'altro i livelli di riserva obbligatoria di 50 punti base; inoltre sono state introdotte misure di stimolo fiscale per compensare il calo dell'attività economica e ulteriori interventi potrebbero essere varati in funzione della variabilità della ripresa. Il Brasile ha scelto di evitare programmi di stretto contenimento della pandemia, accettando un decorso più lento nell'appiattimento della curva dei contagi. Il primo trimestre ha perciò evidenziato un impatto molto contenuto, con una variazione del Pil in modesta contrazione (-0,3% a/a); gli effetti più rilevanti del virus si dovrebbero però avvertire nel secondo trimestre, con una contrazione dell'11,7%, cui dovrebbero seguire variazioni negative del 6,7% e del 5,5% a/a rispettivamente nel terzo e nel quarto trimestre, da valutare in funzione dell'evoluzione di un quadro sanitario ancora non rassicurante. Il 2020 dovrebbe quindi concludersi con un calo pesante del Pil, stimato in -6,5%, ben distante dalla pur modesta crescita dell'1,1% fatta registrare nel 2019. In questo scenario fortemente recessivo la banca centrale brasiliana ha tagliato aggressivamente il tasso di intervento, portandolo al 2,25% dal 4,5% di fine anno. In Russia gli effetti della pandemia si sono sommati a quelli del crollo dei prezzi del petrolio, risorsa fondamentale del paese, e del collasso degli scambi internazionali. Dopo un primo trimestre ancora in crescita (+1,6% a/a) l'economia russa ha evidenziato una massiccia contrazione rispetto all'anno precedente; nel secondo trimestre il Pil reale dovrebbe infatti essere sceso del 9,9% a/a, mentre per i due trimestri successivi il *consensus* prospetta rispettivamente un calo del 5,6% e del 4,1%; l'anno si dovrebbe concludere con una variazione negativa del 5% a/a, ben lontana dalla crescita dell'1,3% dell'anno precedente. Anche in Russia la banca centrale è intervenuta tempestivamente tagliando i tassi ufficiali a 4,50% da 6,25% di fine 2019 al fine di contrastare la brutale contrazione venutasi a manifestare. Anche nei dati macroeconomici dell'India risultano ben visibili gli effetti dell'emergenza sanitaria tuttora in corso: dopo un primo trimestre in crescita del 3,1% a/a i provvedimenti restrittivi dell'attività economica e di distanziamento sociale si dovrebbero tradurre in una contrazione del 18,9% a/a nei secondi tre mesi dell'anno. Per il terzo trimestre ci si attende un calo meno marcato, pari al 4,4% a/a mentre l'economia dovrebbe ritornare a crescere negli ultimi tre mesi dell'anno (+1,3% stimato dal *consensus*). Per il 2020 l'effetto Covid-19 si tradurrebbe quindi in una contrazione dell'attività economica pari al 4,5% a/a rispetto al +4,2% a/a dei precedenti dodici mesi; per contrastare le avversità del ciclo economico la banca centrale ha tagliato due volte il tasso ufficiale nel corso del semestre, portandolo al 4% rispetto al 5,15% di fine 2019 mentre il governo centrale ha attivato una serie di misure fiscali a sostegno di famiglie e imprese nonché un programma di finanziamenti garantiti allo scopo di contrastare il crollo dell'attività produttiva.

L'andamento dei mercati finanziari

1) Mercati valutari

- Nel corso del primo semestre del 2020 il mercato dei cambi è stato pesantemente influenzato da un lato dagli effetti devastanti della pandemia da COVID-19 sulle attività produttive a livello mondiale e dall'altro dalle energiche misure di politica monetaria messe in atto dalle banche centrali per sostenere i sistemi economici di riferimento. Le fasi di estrema avversione per il rischio che hanno caratterizzato la prima parte del periodo, con ondate di vendite sui mercati degli asset rischiosi, hanno premiato le divise considerate safe haven come franco svizzero e yen. Protagonista del mercato, comunque, anche in questo periodo, il dollaro USA. Lasciatisi alle spalle i valori particolarmente depressi toccati all'inizio del 2018, ha fatto registrare nel semestre forti oscillazioni. Nel corso del mese di marzo, in particolare, dopo una fase di netto indebolimento nei confronti di euro e yen, la divisa si è riportata - in termini trade weighted - a ridosso dei massimi raggiunti tra 2016 e 2017 sulla scia dell'elezione di Donald Trump alla presidenza degli Stati Uniti. Questo appare ancor più significativo quando si consideri che in quello stesso mese la Federal Reserve ha ridotto per due volte i tassi di interesse, portando il range obiettivo per i Fed Fund da 1,50 - 1,75 punti percentuali a 0 - 0,25%. Il Bloomberg Dollar Spot Index, che traccia l'andamento della divisa nei confronti delle dieci valute più rilevanti per volumi di scambi commerciali e liquidità, ha descritto nel periodo un trading range particolarmente ampio. Dopo aver fatto registrare nella seconda metà del mese di marzo un rialzo di oltre otto punti percentuali, ha chiuso il semestre con guadagni attorno al 3%. Nel semestre, quasi impercettibile la variazione negativa rispetto all'euro (0,19%), più marcate quelle rispetto allo yen (0,63%) e al franco svizzero (2,04%). Di oltre sei punti percentuali l'apprezzamento nei confronti della sterlina. Ampi guadagni anche rispetto alle altre valute interessate dall'accordo di libero scambio USMCA, dollaro canadese (4,32%) e peso

messicano (17,68%). Euro in moderata ripresa nel primo semestre 2020. La tendenza all'indebolimento della divisa comune in atto dal 2018 si è invertita nel corso del mese di febbraio. Dopo un periodo di assestamento, l'euro è tornato a rafforzarsi nella fase in cui la proposta franco-tedesca per un ampio piano di sostegno alle economie dell'area, soprattutto a quelle più colpite dagli effetti della pandemia, è sembrata marcare un punto di discontinuità rispetto alle scelte di politica fiscale dell'Unione Europea. Nonostante l'aperta opposizione dei cosiddetti Paesi 'frugali' (Paesi Bassi, Austria, Danimarca e Svezia), con il piano "Next Generation EU" sembra concretizzarsi la possibilità di trasferimenti fiscali tra paesi membri. Dopo essersi deprezzato su base trade weighted – secondo il Bloomberg Euro Index – di quasi tre punti percentuali nelle fasi iniziali del periodo, l'euro ha chiuso il semestre con un rialzo medio prossimo al 2%. Molto modesto il guadagno rispetto al dollaro (0,19%), più sensibile rispetto alla sterlina (7,10%). Divisa comune in flessione rispetto al franco svizzero (-1,85%) e allo yen (-0,44%). Guadagni generalizzati per lo yen, che ha proseguito, anche se con fasi alterne, il trend di apprezzamento in atto da tempo. In un periodo molto critico per i mercati degli asset rischiosi, la divisa giapponese è stata sostenuta principalmente dal suo status di bene rifugio. Emblematico a questo riguardo il rapporto con il dollaro USA: toccato un minimo oltre 112 quando il mercato azionario statunitense era nel suo momento più positivo, lo yen è arrivato a recuperare oltre 10 punti nella fase di crollo dei mercati equity. A fine semestre, la divisa giapponese è risultata in moderato rialzo rispetto alle principali divise, con l'eccezione del franco svizzero, contro il quale ha fatto registrare un declino del 1,4%. Per la sterlina inglese, la sofferta fase dominata dalla pandemia di COVID-19 - e dalla discutibile gestione che ne ha fatto il governo di Boris Johnson - si è aperta in un contesto istituzionale ancora dominato dai tormentati sviluppi della vicenda Brexit. La fine del mese di gennaio ha segnato infatti l'uscita ufficiale del Regno Unito dall'Unione Europea e l'inizio del periodo transitorio. Dopo un 2019 di rialzi, il primo semestre di quest'anno ha visto la divisa inglese deprezzarsi in modo significativo rispetto alla generalità delle altre divise. A fine periodo, euro e dollaro risultavano essersi rafforzati rispetto alla sterlina di circa sette punti percentuali, il franco svizzero di oltre nove. Da segnalare il minimo di lungo periodo contro dollaro toccato nella seconda metà di marzo sotto quota 1,15. In un periodo di incertezza estrema come quello della pandemia, il franco svizzero, valuta rifugio per eccellenza, non poteva non essere oggetto di costanti flussi di acquisto da parte degli investitori internazionali nonostante rendimenti correnti largamente al disotto dello zero. La pressione al rialzo del franco nei confronti della generalità delle altre divise ha costretto la Banca Nazionale Svizzera ad intervenire ripetutamente sul mercato dei cambi per impedirne un rafforzamento eccessivo. Questo non ha impedito alla divisa di raggiungere in aprile il massimo dal 2015 contro euro a 1,05, per poi ritracciare parzialmente. Il franco ha così chiuso il periodo con rialzi generalizzati: agli oltre otto punti percentuali di apprezzamento sulla sterlina si sono affiancati i guadagni rispetto al dollaro (2%), all'euro (1,8%) e allo yen (1,4%). Deboli le valute dei paesi emergenti, penalizzate soprattutto dai ribassi generalizzati dei prezzi delle materie prime indotti dalle attese di una domanda notevolmente minore. Pesanti deprezzamenti per real brasiliano, rand sudafricano e peso cileno. Lira turca è stata penalizzata anche dalle vicende internazionali in cui è coinvolta la Turchia. Rublo appesantito dagli spettacolari ribassi dei prezzi del petrolio.

	Eur/Usd	Eur/Gbp	Eur/Yen	Usd/Yen
Var. %	0,19%	7,10%	-0,44%	-0,63%

2) Mercati obbligazionari

- Nel corso del primo semestre del 2020 l'andamento dei mercati obbligazionari mondiali è stato determinato per gran parte dalla brutale frenata imposta all'economia mondiale dalla pandemia da COVID-19. Ondate di volatilità estrema hanno investito i mercati finanziari via via che il contagio si estendeva e che i paesi toccati introducevano rigide misure di contenimento. Alle vendite, spesso indiscriminate, di asset rischiosi si è accompagnato un movimento di fly-to-quality molto accentuato, con massicci acquisti di titoli governativi degli emittenti più solidi. In rapida contrazione, di conseguenza, i tassi di mercato. Il rendimento dei Treasury USA a dieci anni è sceso dal 1,60% circa di metà febbraio al minimo dello 0,54% toccato il 9 di marzo; nella stessa data il Bund tedesco decennale, da tempo a rendimento negativo, ha raggiunto il -0,86%. Le fasi di mercato successive hanno visto un parziale ritracciamento di questi movimenti estremi, anche a causa dalle vendite forzate di investitori alla ricerca di liquidità. In netto ampliamento i differenziali di rendimento tra governativi core e periferici dell'area dell'euro, con lo spread tra BTP e Bund decennali che è più che raddoppiato, superando ampiamente a metà marzo i 270 punti base. Quadro nettamente differente per il mercato delle obbligazioni corporate, soprattutto quelle del comparto high yield, coinvolte nelle turbolenze che hanno investito gli asset rischiosi. I

timori riguardanti gli effetti della pandemia sui profitti, quando non sulla stessa sopravvivenza, delle società emittenti hanno messo sotto pressione il settore. Particolarmente pesanti le emissioni del comparto energetico, colpite dallo spettacolare ribasso dei prezzi del petrolio. I ribassi sono stati spesso esacerbati dal venir meno della liquidità dei mercati, con difficoltà estreme, in alcune fasi, nel trattare anche i crediti di qualità migliore. Deboli, in questa fase, anche le emissioni emergenti in valuta locale, i cui ritorni di periodo sono stati penalizzati anche da ribassi generalizzati delle divise. La gravità della crisi ha stimolato una reazione da parte delle istituzioni che è apparsa sin dal primo momento tempestiva e vigorosa. Via via che gli effetti delle misure di contenimento dei contagi colpivano i sistemi sociali ed economici, i governi nazionali hanno lanciato poderosi programmi di sostegno delle famiglie e delle imprese. Le banche centrali hanno adottato misure altrettanto vigorose, tagliando ripetutamente i tassi di riferimento, mettendo in atto ampi programmi di acquisto di titoli governativi e corporate sul mercato e intervenendo per fornire liquidità ai sistemi finanziari. Le misure di lockdown adottate dai paesi colpiti dalla pandemia, sono state in grado – nel complesso – di contenere il contagio, consentendo la progressiva ripresa dell'attività economica. Ciò si è verificato a partire dalla Cina, che ha applicato provvedimenti estremamente rigorosi a Wuhan e nella provincia di Hubei, da dove il COVID-19 ha cominciato a diffondersi. L'energica reazione alla crisi di governi e banche centrali ha contribuito a risollevare il sentiment degli operatori. Superata la fase più acuta della crisi nel mese di marzo, gli indicatori macroeconomici, dopo crolli senza precedenti, hanno invertito la tendenza. I consumi, in particolare, dopo essere stati estremamente compressi, hanno rimbalzato, pur restando al di sotto dei livelli precedenti la crisi. Dopo un periodo caratterizzato da una estrema avversione al rischio gli investitori si sono disposti a cogliere le opportunità offerte dalla ripresa dell'economia e dei mercati, dando il via ad una fase di rimbalzi molto robusti degli asset rischiosi di cui hanno largamente beneficiato i mercati delle obbligazioni societarie. I rendimenti dei titoli governativi sono restati comunque a livelli molto contenuti grazie ai massicci programmi di acquisto delle banche centrali. Negli Stati Uniti, la Federal Reserve ha adottato un ampio spettro di misure di politica monetaria a sostegno del sistema economico, facendo ricorso anche a strumenti non convenzionali e agendo di concerto con il governo federale. Nel corso del mese di marzo la banca centrale ha ridotto i tassi di interesse per due volte, portando l'obiettivo per i Fed Fund da 1,50 – 1,75 punti percentuali a 0 – 0,25%. Parallelamente ha lanciato un programma di acquisti di titoli governativi e mortgage backed security illimitato nelle dimensioni e nel tempo. Per sostenere le imprese, gli acquisti della banca centrale sono stati estesi alle obbligazioni societarie investment grade, alle emissioni high yield di emittenti che hanno avuto un rating investment grade prima del 22 marzo e agli ETF che investono in corporate bond. Altre misure sono state indirizzate a fornire liquidità al sistema economico, anche a livello internazionale. Nel periodo, i rendimenti di mercato dei titoli governativi hanno fatto registrare riduzioni particolarmente ampie, più accentuate per il segmento a breve e a medio termine della curva ma comunque largamente superiori al punto percentuale per le scadenze fino a dieci anni. Il mercato dei titoli governativi con scadenza di almeno un anno ha così conseguito nel primo semestre del 2020 un risultato medio ponderato ampiamente superiore agli 8 punti percentuali, con ritorni significativi per tutti i segmenti della curva. Particolarmente brillanti le emissioni con scadenza oltre i dieci anni, con un rendimento di periodo oltre il 20%. Nell'area dell'euro, il 18 marzo il Governing Council della Banca Centrale Europea ha annunciato il Pandemic Emergency Purchase Programme, che prevede acquisti di titoli governativi e obbligazioni societarie per un importo di 750 miliardi di euro. Gli acquisti verranno effettuati sino a quando la fase di emergenza legata alla pandemia verrà meno, e comunque per tutto l'anno in corso. Il parametro di riferimento per gli acquisti di titoli governativi continuerà ad essere la capital key, ma la banca centrale ha posto l'accento sul fatto che gli acquisti saranno effettuati con flessibilità, soprattutto allo scopo di sostenere gli stati membri più colpiti dagli effetti economici della pandemia. Il Governing Council ha adottato anche una serie di provvedimenti per estendere la portata dei programmi di acquisti di titoli in essere, in particolare per quanto riguarda i titoli governativi greci e alcune categorie di commercial paper. I rendimenti dei titoli governativi core dell'area dell'euro hanno toccato dei minimi molto compressi nella prima metà del mese di marzo, per poi oscillare attorno a livelli comunque contenuti. Nel semestre, la curva dei rendimenti delle emissioni dei paesi core ha evidenziato un moderato movimento di traslazione verso il basso, leggermente più accentuato per le scadenze più protratte. Contenuto, dopo un 2019 brillante, il ritorno di periodo delle emissioni governative del complesso dei paesi membri dell'eurozona. La media ponderata è stata appena superiore ai due punti percentuali, con estremi al di sotto dello zero per i titoli più brevi. Limitati anche i risultati dei singoli mercati nazionali dell'area. Quello medio dei titoli tedeschi non è andato molto oltre il 2%, con risultati semestrali al di sotto dello zero anche in questo caso per le scadenze più brevi. Leggermente migliori i ritorni delle emissioni governative olandesi e francesi. Spicca ancora una volta, tra i paesi periferici dell'area, il mercato dei titoli di stato greci, con ritorni medi superiori al 5% e punte di oltre il 10% per le emissioni con scadenza oltre i dieci anni. Volatilità accentuata sul mercato dei titoli di stato italiani. Sin dal suo primo manifestarsi, il fenomeno COVID-19 ha influito sulle valutazioni, determinando un

repentino ampliamento dei differenziali di rendimento rispetto alle emissioni comparabili dei paesi core dell'area. La drammatica progressione dei contagi nel nostro Paese ha alimentato timori sempre più forti per l'attività produttiva e per le variabili della nostra finanza pubblica. Il 18 marzo, dopo che il Governatore della banca centrale austriaca aveva espresso dei dubbi sulla effettiva capacità della Banca Centrale Europea di intervenire a sostegno dei titoli governativi dei paesi dell'euro, e in primo luogo di quelli italiani, il rendimento dei BTP a dieci anni è arrivato a ridosso del 3%, raddoppiando così in meno di una settimana. Il differenziale di rendimento rispetto alle analoghe emissioni tedesche ha superato i 270 punti base, livello massimo di periodo. I forti acquisti effettuati dalla Banca d'Italia su mandato della Banca Centrale Europea sono poi valsi a ridimensionare lo spread, riportandolo al di sotto della soglia dei 200 punti. Un nuovo, repentino ampliamento del differenziale si è verificato nel corso del mese di aprile, a causa dei disaccordi emersi nella maggioranza di governo sul ricorso all'European Stability Mechanism e delle fosche previsioni del Fondo Monetario Internazionale sui conti pubblici italiani. Un punto di svolta è stato rappresentato dalla proposta franco-tedesca di maggio: nella loro dichiarazione comune, Angela Merkel e Emmanuel Macron si sono detti a favore di un fondo di sostegno all'economia europea, da includere nel bilancio comunitario e da finanziare con l'emissione di obbligazioni comunitarie a lungo termine. È seguita la decisione della Commissione Europea di proporre al Consiglio un Recovery Fund di 750 miliardi di euro da destinare a contributi e prestiti, di cui l'Italia potrà usufruire in misura rilevante. Nonostante l'opposizione dei paesi più orientati al rigore (Svezia, Danimarca, Olanda e Austria), il solo concretizzarsi della prospettiva di un coinvolgimento dell'Unione Europea come tale a fianco dei paesi più duramente colpiti dagli effetti della pandemia ha contribuito ad allentare le pressioni sul debito pubblico italiano. Il differenziale di rendimento sulla scadenza decennale si è riportato stabilmente al di sotto dei 200 punti base, per chiudere il semestre attorno a quota 170. Contenuti i ritorni di periodo: la media del mercato italiano si è collocata poco oltre l'1,5%, con punte prossime al 4% per le emissioni con scadenza più protratta. Curva dei tassi per buona parte al di sotto dello zero e ritorni di periodo moderatamente negativi per il mercato obbligazionario giapponese. La Bank of Japan ha mantenuto il proprio approccio di politica monetaria fondato sul "Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control" e mirato al raggiungimento di un obiettivo d'inflazione del 2%. La Banca Centrale procederà ad acquisti di titoli governativi in misura illimitata, con l'obiettivo di mantenere i rendimenti a dieci anni in un intorno dello zero. Ampliati i programmi a sostegno della liquidità e del credito già in atto. Primo semestre 2020 a due fasi per i mercati del credito. Nella prima parte del periodo le obbligazioni societarie sono state oggetto di vendite massicce indotte dai timori per le prospettive di operatività e di redditività degli emittenti. Colpito più duramente il comparto delle emissioni ad alto rendimento, soprattutto negli Stati Uniti. Particolarmente pesanti i settori più direttamente interessati dagli effetti della pandemia come quello dei trasporti e quello del commercio al dettaglio. Il settore dell'energia rimane sotto pressione a causa dei drammatici ribassi del prezzo del petrolio. L'estrema riduzione della liquidità dei mercati ha accentuato l'entità dei ribassi delle quotazioni. La ripresa degli asset rischiosi nel secondo trimestre è stata in molti casi spettacolare: a livello globale: il mercato del credito investment grade ha recuperato le perdite precedenti, chiudendo il primo semestre con un moderato guadagno. Il comparto high yield, dopo ribassi molto più accentuati, è riuscito a ridurre le perdite del periodo a circa cinque punti percentuali sia per quello che riguarda gli Stati Uniti sia per le emissioni in euro. Analogo a quello del credito corporate l'andamento dei mercati obbligazionari emergenti, con variazioni più accentuate per quelli delle emissioni in valuta locale. Nelle fasi più critiche del semestre, le obbligazioni convertibili hanno offerto una effettiva protezione agli investitori, attenuando l'entità delle perdite rispetto a quelle dei mercati azionari.

	3-5 anni US	3-5 anni Euro	3-5 anni UK	3-5 anni Giappone
Var.% (valuta locale)	5.96%	0.38%	2.63%	-0.09%
Var.% (in euro)	5.83%	0.38%	-4.33%	0.48%

3) Mercati azionari

Reduci da un 2019 nel quale avevano conseguito risultati particolarmente brillanti, i mercati azionari mondiali hanno cominciato il 2020 in tono positivo, sostenuti da dati macroeconomici in ripresa e dal raggiungimento della prima fase dell'accordo commerciale tra Stati Uniti e Cina, siglato il 15 gennaio. Particolarmente forte il mercato degli Stati Uniti, con l'indice S&P 500 che ha fatto registrare il massimo storico nel corso del mese di febbraio, grazie anche ai buoni dati provenienti

dal mercato del lavoro e alla conclusione favorevole alla presidenza del caso di impeachment a carico di Donald Trump. Le notizie sul diffondersi del contagio da coronavirus, prima in Cina e successivamente nei paesi occidentali, con l'Italia colpita in modo particolarmente duro, hanno drammaticamente acuito l'avversione al rischio degli investitori, pesando enormemente sulle quotazioni. È apparso chiaro fin dal primo diffondersi della pandemia, infatti, che agli altissimi costi in termini umani e sociali si sarebbero sommati, nella sfera economica, a forti ripercussioni tanto sul lato della domanda quanto su quello dell'offerta. All'origine, il fenomeno coronavirus preoccupava soprattutto per il suo impatto sul sistema economico cinese, anello fondamentale di molte delle principali supply chain e anche importante mercato di sbocco per alcuni settori. Successivamente, via via che severe misure di lockdown venivano adottate nelle aree raggiunte dal contagio, è apparso chiaro che le drastiche limitazioni agli spostamenti e ad ogni attività economica non essenziale avrebbero provocato sul GDP mondiale conseguenze pesanti e destinate a prolungarsi nel tempo. Anche prima che l'Organizzazione Mondiale della Sanità dichiarasse ufficialmente lo stato di pandemia, i mercati azionari mondiali hanno reagito violentemente al diffondersi del contagio: ondate di volatilità e profonde correzioni delle quotazioni si sono verificate fin dall'emergere del fenomeno. Molto scarsa, in alcune fasi, la liquidità dei mercati, con gravi discontinuità nelle contrattazioni. Nel corso del mese di marzo gli indici di riferimento hanno toccato minimi molto compressi. Particolarmente deboli i mercati dei paesi più colpiti dalla pandemia: è stato il caso, in Europa, di Italia e Spagna. Virtualmente tutti i settori sono stati coinvolti nel ribasso generale. Pesante, sin dalle prime fasi, il settore petrolifero, penalizzato dal crollo dei prezzi del petrolio indotto dalle attese di una minore domanda, soprattutto da parte della Cina, e dai disaccordi tra OPEC e Russia sui tagli alla produzione. Deboli il settore industriale e quello finanziario. Da segnalare, a proposito di quest'ultimo, la raccomandazione emessa a fine marzo dal Supervisory Board della Banca Centrale Europea che, allo scopo di favorire i finanziamenti al sistema economico, ha richiesto alle banche vigilate di non distribuire dividendi o acquistare azioni proprie nel periodo della pandemia. Sotto pressione anche i consumer discretionary e i titoli di società con una esposizione accentuata all'economia cinese; ribassi molto accentuati per il comparto dei beni di lusso. Migliore, comprensibilmente, l'andamento dei settori difensivi, in primo luogo il farmaceutico e quello delle tecnologie medicali. Pressioni al ribasso meno accentuate per le utility. Particolarmente negativo l'andamento dei mercati azionari dei paesi emergenti, appesantiti soprattutto dai ribassi generalizzati dei prezzi delle materie prime. Nel corso della seconda metà del mese di marzo l'indice S&P 500, cancellati i guadagni iniziali, è arrivato a perdere più del 30% da inizio anno. Attorno al 30%, al 19 marzo, anche le perdite da inizio 2020 del Nikkei-225. Anche più accentuati i ribassi dell'EuroStoxx 50 (oltre il 35%) e del FTSE MIB del mercato italiano (-37,3%). La prospettiva di una recessione molto profonda e diffusa e le incertezze sulla ripresa hanno indotto banche centrali e governi nazionali a mettere in atto misure di sostegno ai sistemi sociali ed economici di portata senza precedenti. Negli Stati Uniti la Federal Reserve ha ridotto i tassi di interesse per due volte nel corso del mese di marzo, portando il range obiettivo per i Fed Fund da 1,50 – 1,75 punti percentuali a 0 – 0,25%. Nello stesso periodo è stato lanciato un poderoso piano da 2 trilioni di dollari di stimoli all'economia, articolato in contributi alle famiglie e prestiti alle imprese, soprattutto a quelle in difficoltà. Il 18 marzo il Governing Council della Banca Centrale Europea ha annunciato il Pandemic Emergency Purchase Programme, che prevede acquisti di titoli governativi e obbligazioni societarie per 750 miliardi di euro. Gli acquisti verranno effettuati in modo flessibile sino a quando l'emergenza legata alla pandemia verrà meno. Parallelamente, i governi dell'area della moneta unica hanno lanciato programmi di vasta portata per erogazioni a sostegno dei lavoratori, delle famiglie e delle imprese nel periodo di interruzione delle attività produttive. Le misure di lockdown adottate dai paesi colpiti dalla pandemia si sono rivelate nel complesso efficaci. Emblematico l'esempio cinese: i provvedimenti di quarantena draconiani applicati a Wuhan e nella provincia di Hubei, da dove il COVID-19 ha cominciato a diffondersi, hanno portato in tempi relativamente rapidi alla stabilizzazione del numero dei contagiati e alla ripresa delle attività produttive. Le misure di supporto decise da governi, istituzioni sovranazionali e banche centrali per reagire al drammatico deterioramento della congiuntura sono di una portata senza uguali nel passato. Superata la fase dell'emergenza gli indicatori macroeconomici, dopo crolli senza precedenti, hanno invertito la tendenza. Nettezza, pur restando al disotto dei livelli precedenti la crisi, la ripresa dei consumi, inevitabilmente compressi durante i lockdown. In questo contesto, l'attenzione degli investitori ha potuto concentrarsi sulle prospettive di ripresa dell'economia e dei mercati. Ad una fase di drammatici ribassi è così seguito oltre un trimestre di rimbalzi molto energici per le azioni e per gli altri asset rischiosi. Particolarmente robusto il rimbalzo dell'azionario degli Stati Uniti, che ha visto l'indice S&P 500 guadagnare, nel secondo trimestre dell'anno, il 20%. Alla base di questo risultato, si trova la grande resilienza del sistema economico statunitense, dimostrata dall'andamento del mercato del lavoro. Dopo la perdita in aprile di oltre 20 milioni di occupati, e il conseguente balzo del tasso di disoccupazione dal 4,4% al 14,7%, già nel mese di maggio si è verificato un recupero del tutto inatteso di oltre 2,5 milioni di posti di lavoro. Rialzi tra il 10 e il 15%, sempre nel secondo trimestre, si sono registrati per Giappone, Gran Bretagna e, in media, per i mercati dell'Europa continentale. I mercati azionari emergenti hanno seguito a qualche distanza i guadagni generalizzati dei paesi sviluppati. Naturalmente molto differenti, in questo contesto, i risultati di periodo dei singoli settori: si sono dimostrati brillantissimi gli operatori del commercio on line mentre sotto pressione i settori più penalizzati dalla minaccia del contagio, quali ad esempio linee aeree e alberghi; pesanti quelli registrati dal settore bancario e da quello energetico. Nelle ultime sedute del periodo il diffondersi di timori di una nuova ondata di infezioni da coronavirus ha causato qualche flessione dei listini. Tra i risultati dei singoli mercati nel semestre, da segnalare in primo luogo quello del Nasdaq statunitense che, grazie alla forza del settore tecnologico, ha chiuso il periodo con una variazione positiva di oltre il 12%. In calo invece, sempre negli Stati Uniti, S&P 500 (-4,04%) e Dow Jones (-9,55%), ma con ritorni comunque migliori rispetto agli altri mercati mondiali di riferimento. In Europa, si sono registrate perdite di oltre il 18% per il mercato inglese e attorno al 17% circa di quelli italiano e francese. Superiore al 24% il calo nel semestre dell'indice Ibex 35 spagnolo. Più contenuti i ribassi del

mercato tedesco (7,08%) e svizzero (5,38%). Di oltre nove punti percentuali il calo del mercato giapponese secondo l'indice Topix. Leggermente positivo (+1,64%) l'indice cinese Csi 300; di oltre 15 punti percentuali il ribasso nel semestre dell'indice S&P Bse Sensex 30 della borsa indiana. Nel periodo, la perdita, misurata in euro, dell'indice Msci World è stata del 6,76%; del 10,73%, sempre in euro, quella del Msci Emerging Markets.

	S&P500	Nasdaq	Euro Stoxx 50	FTSE100	Nikkei225
Var.% (valuta locale)	-4,04%	12,11%	-13,65%	-18,20%	-5,78%
Var.% (in euro)	-4,16%	11,97%	-13,65%	-23,75%	-5,13%

Nel periodo successivo alla chiusura dell'anno la politica di gestione dei fondi non ha registrato variazioni significative.

INVESTITORI SGR S.p.A.
(Il Consiglio di Amministrazione)



Milano, 27 luglio 2020



investitori sgr

PARTE SECONDA

RELAZIONI SEMESTRALI AL 30 GIUGNO 2020

- FONDO INVESTITORI Europa
- FONDO INVESTITORI America
- FONDO INVESTITORI Far East
- FONDO INVESTITORI Flessibile
- FONDO INVESTITORI Piazza Affari

FONDO INVESTITORI Europa

Nota Illustrativa

L'andamento del mercato

Le principali borse europee hanno archiviato i primi sei mesi del 2020 in significativo calo (indice Stoxx Europe 600 a -13,35%), sottoperformando in misura notevole, a livello di mercati sviluppati, sia gli Stati Uniti che il Giappone. La piazza che ha accusato le perdite meno rilevanti è stata Zurigo (Smi Index in ribasso del 5,38%; variazione negativa pari al 3,56% in valuta euro), seguita da Francoforte (Dax a -7,08%). In ambito continentale, il Ftse Mib e Cac 40 hanno lasciato sul terreno il 17% circa; in calo assai più marcato il listino Ibex 35 (-24,27%). Segno negativo per il Ftse 100 londinese del 18,20% (nella traduzione in euro il ribasso ha sfiorato il 24%). Per quanto riguarda le implicazioni ed effetti sullo scenario macroeconomico derivanti dall'epidemia di Covid-19, partiamo da una premessa: gli avvenimenti che si sono succeduti hanno, in ogni caso, colto impreparati i paesi europei. Tutti hanno dovuto far ricorso a misure soppressive e di contenimento dell'epidemia che hanno incluso una sospensione più o meno ampia delle attività economiche. Il blocco dell'economia produrrà nel secondo trimestre, e nei mesi a seguire, una contrazione inusitata, seppur temporanea, nei principali indicatori macro: il calo del Pil nell'Eurozona viene stimato nell'ordine dell'8,0% a/a nel 2020 (le stime di consensus riferite al 2Q si attestano per una variazione negativa pari al 12,2% t/t; dato del primo *quarter* pari a -3,6% t/t). La *recovery* susseguente dovrebbe essere piuttosto rapida, in particolare con riferimento ai consumi, purché il fermo non sia troppo lungo e le politiche fiscali siano in grado di evitare un'eccessiva concentrazione di chiusure di imprese. Lo stimolo fiscale in attuazione è assai consistente, anche se relativamente inferiore a quello varato negli USA; ad esso si devono comunque sommare gli effetti degli stabilizzatori automatici e quelli derivanti dal rinvio delle scadenze fiscali. Le autorità monetarie, oltre a quelle dei governi nazionali, si stanno sforzando nell'intento di garantire l'accesso al credito delle imprese e ciò dovrebbe facilitare la ripresa seppur al prezzo di un netto deterioramento dei fondamentali di finanza pubblica, soprattutto per gli Stati più indebitati. La BCE, da parte sua, si sta impegnando a garantire un agevole rifinanziamento, ovvero a condizioni ragionevoli, delle maggiori emissioni di debito, come necessaria conseguenza delle iniziative governative poste in essere, attraverso un ampliamento del programma di acquisto di titoli, il quale, dopo l'aggiunta del PEPP, si aggira molto al di sopra del 10% del Pil. Occorre rilevare che blocchi di attività in un ampio numero di settori produttivi (in particolare, costruzioni e manifattura) accade tutti gli anni per un periodo limitato di tempo, segnatamente in agosto; in settembre poi si verifica un rimbalzo che riporta l'attività nella norma. Siccome la contrazione agostana è programmata, non crea alcuna preoccupazione, né problemi di continuità aziendale. Ovviamente, la situazione attuale è peggiore e non paragonabile per una serie di ragioni che rendono improbabile un altrettanto rapido e pronto rimbalzo: in primo luogo, in questo caso, si ha una drastica repressione dei consumi e, secondariamente, vige un'elevata incertezza circa la durata del fenomeno; a ciò si deve aggiungere che il fermo è avvenuto senza possibilità di programmazione degli approvvigionamenti e di gestione degli ordini, oltre al fatto che l'intensità è ben maggiore e la sua diffusione è pressoché simultanea in tutti i settori. Un blocco molto protratto, in altre parole, potrebbe rilevarsi insostenibile e determinerebbe una distruzione di capacità produttiva e oneri per il bilancio pubblico difficilmente sopportabili; ciò potrebbe attivare una crisi del settore finanziario. Dal lato dell'offerta, inoltre una volta riavviata l'attività con la fine delle restrizioni alcune imprese potrebbero trovarsi spiazzate da altre realtà aziendali localizzate in paesi non soggetti a fermo e non si possono neppure escludere criticità connesse ai tempi necessari per la riattivazione delle catene del valore. Sul versante della domanda, mentre l'incertezza potrebbe frenare gli investimenti, i consumi si connoterebbero per una maggiore reattività, seppur in considerazione della riduzione di potere d'acquisto per i lavoratori dipendenti o autonomi che hanno subito una perdita di reddito nonostante le misure di salvaguardia. Il recupero, più o meno rapido, potrebbe comunque esser messo in discussione da una eventuale risorgenza dell'epidemia nel quarto trimestre: l'incertezza di scenario rimane molto elevata. La risposta di politica economica all'emergenza è stata fin quasi da subito vigorosa, attraverso diversi interventi fiscali a livello nazionale. La BCE ha fatto la sua parte offrendo un'ampia copertura monetaria indiretta al rifinanziamento dei deficit pubblici, oltre ad intervenire con misure di prevenzione del rischio di *credit crunch* (completate poi anche dall'erogazione di garanzie pubbliche sul nuovo credito). Più nel dettaglio, le iniziative fiscali di stimolo dei vari paesi stanno cercando, in particolare, di compensare il prosciugamento del *cash flow* delle imprese e di garantire alle famiglie il mantenimento di un reddito minimo. Le misure includono: il differimento delle scadenze fiscali e contributive, l'adozione o il rafforzamento di programmi che incentivano le aziende a ridurre il numero di ore lavorate preservando l'occupazione, nonché l'implementazione di strumenti di sostegno al reddito per i disoccupati e i lavoratori autonomi penalizzati da Covid-19 e relative misure di contenimento. Un'altra misura

investitori sgr

FONDO EUROPA

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2020

- Nota illustrativa
- Situazione Patrimoniale

molto diffusa riguarda il potenziamento dei sistemi pubblici di garanzia al credito, cruciali soprattutto per le Pmi. La contropartita al poderoso sostegno profuso dai governi sarà un significativo peggioramento del rapporto debito/Pil. Sotto questo aspetto aleggia un rischio: lo sforzo fiscale infatti potrebbe rendere problematico il rifinanziamento del debito. Inoltre, le condizioni difficili di accesso al mercato, oltre all'inadeguatezza delle misure di salvaguardia, potrebbero allargare il divario tra i paesi ad alto debito, e finanziariamente più fragili, e il resto dell'Unione, compromettendone la tenuta e aumentando il rischio di tensioni sociali. In termini di andamento settoriale (si fa riferimento all'indice Msci Europe), performance positive sono state realizzate dai titoli tecnologici e *health care*; segno meno, ma comunque con perdite inferiori al mercato nel suo complesso, per le *utilities*, consumi *staples* e materiali di base. Andamento non così divergente rispetto all'indice per gli industriali. In sottoperformance, nell'ordine, i seguenti settori: consumi ciclici, telecomunicazioni, *real estate*, finanziari ed *energy*.

La politica di gestione

L'approccio di gestione si è connotato in senso alquanto prudente, sia in termini di peso che di scelte d'investimento su titoli e settori. L'esposizione *equity* di portafoglio, nel periodo considerato, si è attestata, mediamente, nell'ordine del 81,1% (valore minimo e massimo, rispettivamente, pari al 76,4% e 90,9%). Nella determinazione di tale peso si è operato anche attraverso il ricorso a strumenti finanziari derivati (ovvero, contratti futures su indici) nonchè si sono attuate vendite a copertura nelle fasi di maggior stress e quando la volatilità ha raggiunto livelli estremi. L'andamento degli indici, profondo crollo e forte rimbalzo successivo, ha portato a delle valutazioni sui multipli assai care e, a nostro avviso, poco giustificate su base fondamentale. Per quanto concerne l'allocazione settoriale, il principale sovrappeso ha riguardato le telecomunicazioni; in sovra-esposizione rispetto al *benchmark* anche i consumi ciclici, materiali di base e *utilities*. Posizionamento non distante dalla neutralità in relazione ai titoli *tech*, immobiliari, *energy* e *health care*. Settori in sottopeso: finanziari, consumi *staples* e industriali.

La politica gestionale si può sintetizzare attraverso i seguenti principali indicatori:

	Media	Minima	Massima
% Azioni	81,1	76,4	90,9

Operatività in strumenti derivati

Nel periodo di riferimento, si è attuata un'operatività anche attraverso l'utilizzo di strumenti finanziari derivati; ci riferiamo, in particolare, a contratti futures su indici (Euro Stoxx 50 e Dax).

Andamento del patrimonio

L'andamento del patrimonio del fondo può essere sintetizzato come segue (dati in migliaia di euro):

Inizio Periodo	Fine Periodo	Raccolta Netta
54.885	46.327	-68

Performance

La performance del fondo Investitori Europa nel primo semestre 2020 è risultata pari a -15,07%. Il suddetto risultato si raffronta ad un andamento del benchmark di riferimento (composizione: 85% indice Msci Europe Net Total Return e 15% indice Jpm Euro Cash 3M) del -10,71% (calcolo effettuato su base fiscale comparabile).

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INVESTITORI EUROPA AL 30/06/2020 SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2020		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	44.628.359	96,250%	53.671.638	97,063%
A1. Titoli di debito				
A1.1 Titoli di Stato				
A1.2 Altri				
A2. Titoli di capitale	44.628.359	96,250%	52.577.718	95,085%
A3. Parti di OICR			1.093.920	1,978%
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	777.047	1,676%	442.101	0,800%
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	777.047	1,676%	442.101	0,800%
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 LIQUIDITA'	909.303	1,961%	1.152.073	2,084%
F1. Liquidità disponibile	906.773	1,956%	1.077.610	1,949%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	4.787	0,010%	74.561	0,135%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-2.257	-0,005%	-98	0,000%
G. ALTRE ATTIVITA'	52.569	0,113%	28.978	0,053%
G1. Ratei attivi	195	0,000%	1.534	0,003%
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre	52.374	0,113%	27.444	0,050%
TOTALE ATTIVITA'	46.367.278	100,000%	55.294.790	100,000%

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2020	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
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 I PARTECIPANTI	5.974	374.401
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	5.974	374.401
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	34.411	35.402
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	34.392	35.357
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	19	45
TOTALE PASSIVITA'	40.385	409.803
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	46.326.893	54.884.987
Numero delle quote in circolazione	6.987.975,828	7.031.360,795
Valore unitario delle quote	6,630	7,806

Movimenti delle quote nell'esercizio -	
Quote emesse	589.031,984
Quote rimborsate	632.416,951

Elenco analitico dei principali strumenti finanziari detenuti dal Fondo

Titoli	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale attività
NESTLE SA-REG	CHF	18.500	1.820.709	3,927%
NOVARTIS AG-REG	CHF	16.000	1.239.107	2,672%
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	CHF	3.880	1.197.085	2,582%
ASML HOLDING NV	EUR	3.436	1.123.228	2,422%
SANOFI	EUR	11.000	997.150	2,151%
SAP SE	EUR	8.000	994.560	2,145%
LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUI	EUR	1.800	702.900	1,516%
SIEMENS AG-REG	EUR	5.500	576.180	1,243%
GLAXOSMITHKLINE PLC	GBP	30.000	540.132	1,165%
RIO TINTO PLC	GBP	10.000	500.440	1,079%
UNILEVER NV	EUR	10.000	472.500	1,019%
NOVO NORDISK A/S-B	DKK	8.000	460.906	0,994%
VODAFONE GROUP PLC	GBP	320.000	453.633	0,978%
ASTRAZENECA PLC	GBP	4.800	444.673	0,959%
TOTAL SA	EUR	12.878	437.530	0,944%
BHP GROUP PLC	GBP	23.000	418.605	0,903%
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	EUR	28.000	418.460	0,902%
BP PLC	GBP	120.000	405.545	0,875%
SCHNEIDER ELECTRIC SE	EUR	3.946	390.180	0,841%
JUVENTUS FOOTBALL CLUB SPA	EUR	400.000	369.680	0,797%
AIR LIQUIDE SA	EUR	2.860	367.224	0,792%
COMPAGNIE DE SAINT GOBAIN	EUR	11.000	352.550	0,760%
ADIDAS AG	EUR	1.500	350.400	0,756%
ENEL SPA	EUR	45.000	345.510	0,745%
RECKITT BENCKISER GROUP PLC	GBP	4.200	343.393	0,741%
CAPGEMINI SE	EUR	3.200	326.240	0,704%
DANONE	EUR	5.200	320.112	0,690%
KONINKLIJKE PHILIPS NV	EUR	7.500	311.400	0,672%
RWE AG	EUR	10.000	311.100	0,671%
KERING	EUR	640	309.920	0,668%
HEIDELBERGCEMENT AG	EUR	6.500	309.010	0,666%
BASF SE	EUR	6.000	299.280	0,645%
LOREAL	EUR	1.000	285.700	0,616%
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	GBP	8.300	283.469	0,611%
AXA SA	EUR	15.000	279.180	0,602%
BNP PARIBAS	EUR	7.840	277.301	0,598%
FRESENIUS MEDICAL CARE AG &	EUR	3.600	274.680	0,592%
FERRARI NV	EUR	1.800	273.330	0,589%
POSTE ITALIANE SPA	EUR	35.000	270.900	0,584%
ESSILORLUXOTTICA	EUR	2.300	262.775	0,567%
DELIVERY HERO SE	EUR	2.800	254.688	0,549%
INFINEON TECHNOLOGIES AG	EUR	12.000	250.500	0,540%
E.ON SE	EUR	25.000	250.375	0,540%
BAYER AG-REG	EUR	3.800	250.002	0,539%
HSBC HOLDINGS PLC	GBP	60.000	249.901	0,539%
ALSTOM	EUR	6.000	248.460	0,536%
INTESA SANPAOLO	EUR	145.000	247.022	0,533%
ENGIE	EUR	22.000	242.000	0,522%
BANCO SANTANDER SA	EUR	110.000	239.195	0,516%
TESCO PLC	GBP	90.000	225.842	0,487%
TOTALE			22.574.662	48,684%
Altri titoli			22.053.697	47,566%
TOTALE PORTAFOGLIO			44.628.359	96,250%
TOTALE ATTIVITA'			46.367.278	

TRASPARENZA SULL'USO DELLE OPERAZIONI DI FINANZIAMENTO TRAMITE TITOLI E DEI TOTAL RETURN SWAP NELL'INFORMATIVA PERIODICA DEGLI OICR

Alla data di riferimento della relazione periodica, il Fondo non presenta posizioni aperte relative ad operazioni di *Finanziamento tramite titoli* e *Total Return Swap* e non ha fatto ricorso a tali strumenti nel periodo di riferimento (UE 2015/2365 /Regolamento SFT).



investitori sgr

FONDO INVESTITORI AMERICA

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2020

- Nota illustrativa
- Situazione Patrimoniale

FONDO INVESTITORI America

Nota Illustrativa

L'andamento del mercato

I mercati azionari statunitensi, nel primo semestre 2020, hanno evidenziato una significativa sovraperformance rispetto ad Europa e Giappone, con l'indice S&P 500 a -4,04%; performance peggiore per il Dow Jones Industrial, in calo del 9,55%. Andamento positivo invece per il listino Nasdaq Composite (+12,11%). Trend ribassista assai maggiore per l'indice Russell 2000 rispetto ai panieri a 1000 e 3000 costituenti: in contrazione il primo del 13,61%, mentre per i secondi il calo è stato di circa quattro punti percentuale. Per l'investitore in euro, la differenza di performance è stata, in peggio, soltanto frazionaria. A livello macro, lo scenario, a causa dell'esplosione dell'epidemia Covid-19 anche negli Stati Uniti, si è connotato, nel secondo trimestre, per una drastica contrazione del Pil (nell'ordine del 35,0 t/t annualizzato); nel Q1 il dato è risultato pari a -5,0% t/t annualizzato. Le iniziative varate dalle autorità fiscali e monetarie, che possiamo definire senza limiti per fronteggiare l'evoluzione degli eventi, hanno evitato il collasso economico e finanziario e dovrebbero contribuire a creare i presupposti per un rimbalzo della crescita nella seconda metà dell'anno e riportare la dinamica annua del Pil in territorio positivo, con una forte ripresa, nel 2021 (si stima un tasso di espansione pari al 4,1% a/a; per quest'anno le stime di consensus si attestano per una variazione negativa del 5,7% a/a). Gli effetti economici della pandemia sono comunque difficilmente ipotizzabili e quantificabili: lo scenario epidemiologico non può escludere la possibilità di una ripresa dei contagi, in particolare nei mesi autunnali, con implicazioni negative sull'attività economica (altre fasi di lockdown e un nuovo periodo di misure di contenimento), in un quadro di elevata incertezza. Occorre tuttavia sottolineare che le straordinarie misure fiscali e monetarie adottate hanno mitigato, almeno in parte, la disfunzionalità dei mercati finanziari e posto le basi per impedire un processo-domino di default, sia per gli individui che per le imprese. Il sostegno alle famiglie, a livello di disponibilità di reddito, e gli interventi a favore degli Stati e delle strutture sanitarie dovrebbero impedire che una situazione assai critica possa collassare, in primis sul fronte sanitario. Le misure intraprese a favore delle imprese, sotto forma di prestiti sovvenzionati e garanzie dei medesimi, condizionate al mantenimento dell'occupazione, potrebbero non riuscire a contenere le ristrutturazioni di attività e quindi la conseguente perdita di posti di lavoro, pur evitando una spirale di fallimenti. L'eredità dell'epidemia sarà palpabile sul versante occupazionale: si passerà da una situazione di pieno impiego ad un rialzo violento e rapidissimo del tasso di disoccupazione (stimato nel secondo trimestre al 13,4%). Si assisterà ad un aumento vertiginoso del debito pubblico e privato e ad un assestamento su un sentiero di crescita, dal 2021 e anni successivi, comunque, con ogni probabilità, inferiore a quello riscontrato pre-epidemia. Il rischio è che una profonda ma breve recessione si possa trasformare in una depressione. In ogni caso, bisogna rimarcare che la risposta di policy all'emergenza è stata senza precedenti e si è caratterizzata per una cooperazione assai stretta tra politica fiscale e monetaria. Il pacchetto fiscale prevede, oltre ad una serie di misure dirette che vanno ad incidere sul reddito disponibile dei nuclei familiari (estensione e incremento del sussidio di disoccupazione e trasferimenti diretti agli individui per un ammontare in base al reddito e figli minorenni a carico), interventi sul lato delle imprese: per le piccole aziende si tratta di prestiti e sovvenzioni e finanziamenti a fondo perduto per salari, affitti, interessi e utility. Ampi sforzi, in termini di prestiti, garanzie su prestiti e trasferimenti, coinvolgono le imprese del trasporto aereo e quelle "vitali" per la sicurezza nazionale, oltre agli Stati ed Enti locali. Anche sul fronte delle imposte si è agito in termini di riduzioni per imprese e famiglie (per le persone fisiche si è posticipato di sei mesi il termine di pagamento). Le colonne portanti di queste misure sono quindi due: a) trasferimenti diretti ad individui e sussidi che devono sopperire alla perdita di reddito immediata dovuta al drastico aumento della disoccupazione; b) prestiti/garanzie alle imprese di tutte le dimensioni per evitare fenomeni di bancarotta e chiusure definitive di attività di fronte al crollo del cash flow e della domanda. I fondi erogati alle aziende hanno come vincolo il mantenimento degli occupati per i prossimi mesi; una parte degli interventi si sostanzia in finanziamenti erogati dalla Fed e garantiti dal Tesoro, con l'acquisizione di quote di capitale, sulla falsariga di quanto avvenuto durante la crisi finanziaria. Per quanto concerne la politica monetaria, la Fed ha dispiegato misure notevolmente aggressive facendo ricorso a tutti gli strumenti disponibili, e quindi già rodati, e "inventandone" anche di nuovi: le prime iniziative sono state convenzionali o semi-convenzionali, ma successivamente si sono varcati nuovi limiti cooperando con il Tesoro e arrivando sostanzialmente a monetizzare una parte del futuro debito federale. Le principali misure attuate sono le seguenti: a) tassi a zero, ovvero riduzione di 150 bps; b) massiccia offerta di liquidità domestica, attraverso repo frequenti e di ampia dimensione; c) offerta di liquidità a livello internazionale con linee swap concordate con le altre banche centrali; d)

programma di acquisto di Treasury e MBS (si tratta di un programma illimitato nel tempo e nella dimensionalità, con l'inclusione, in un momento successivo, di Commercial Mortgage Backed Securities); e) facility a supporto dei fondi di mercato monetario, della carta commerciale e dei primary dealer; f) finanziamento diretto (mediato da Spv e garantito da fondi del Tesoro) a favore di imprese e famiglie. Inoltre, questo capitolo di interventi comprende anche l'acquisto di corporate bond sia sul mercato primario che sul secondario. Il bilancio della Fed è dunque destinato a toccare nuovi massimi difficilmente immaginabili fino a pochi mesi fa. Sicuramente siamo di fronte a misure di politica economica efficaci per "comprare tempo" in uno scenario alquanto incerto e per certi versi inesplorato. Per quanto riguarda il trend in termini settoriali (Indice Msci Usa), la sovraperformance più marcata è stata conseguita dai tecnologici e consumi discrezionali. Andamento flat per i farmaceutici; in territorio leggermente negativo le telecomunicazioni. In ribasso, evidenziando cali superiori all'indice di riferimento, gli altri settori, ovvero: consumi staples, materials, immobiliari, utilities, industriali, finanziari ed energy.

La politica di gestione

L'atteggiamento gestionale ha avuto un'impronta decisamente prudente: il peso è stato ridotto significativamente nelle fasi altamente stressanti del mercato; l'incremento di volatilità è stato alquanto rapido e violento: l'indice Vix ha oltrepassato quota 80 a metà marzo per poi progressivamente discendere. In questi e altri frangenti abbiamo operato anche per il tramite di strumenti finanziari derivati, ovvero assumendo posizioni di copertura attraverso la vendita di contratti *futures* sull'indice S&P 500. L'esposizione in azioni, nel semestre, è risultata pari, in media, al 80,2%, con un valore minimo e massimo pari, rispettivamente, al 76,0% e 85,5%. Riteniamo, considerando il forte rimbalzo avvenuto, che le valutazioni, espresse dalle principali metriche e multipli, si collochino su valori assai elevati in un raffronto con le medie storiche. Con riferimento all'allocazione a livello settoriale, il principale sovrappeso è rappresentato dai titoli *health care*; in sovra-ponderazione vs *benchmark* anche i *materials* e finanziari. Posizionamento di sostanziale neutralità per quanto concerne i consumi, *staples* e discrezionali, le telecomunicazioni e gli industriali. In sottopeso i seguenti settori: *energy*, *utilities*, immobiliari e tecnologici.

La politica gestionale del fondo può essere sintetizzata dai seguenti principali indicatori:

	Media	Minima	Massima
% Azioni	80,2	76,0	85,5

Operatività in strumenti derivati

Nel periodo in esame si è fatto ricorso anche a strumenti finanziari derivati (nello specifico, ciò ha riguardato contratti *futures* sull'indice S&P 500).

Andamento del patrimonio

L'andamento del patrimonio di tale fondo si può così sintetizzare (in migliaia di euro):

Inizio Periodo	Fine Periodo	Raccolta Netta
72.855	68.216	-1.178

Performance

La performance realizzata dal fondo Investitori America nel primo semestre 2020 è stata pari a -4,60%. Il risultato ottenuto si confronta con una variazione del benchmark di riferimento (composizione: 85% indice Msci Usa Net Total Return e 15% indice Jpm Euro Cash 3M) del -1,37% (calcolo su base fiscale comparabile).

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INVESTITORI AMERICA AL 30/06/2020 SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2020		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	63.792.470	93,448%	69.776.178	95,237%
A1. Titoli di debito			3.793.164	5,177%
A1.1 Titoli di Stato			3.793.164	5,177%
A1.2 Altri				
A2. Titoli di capitale	63.792.470	93,448%	65.983.014	90,060%
A3. Parti di OICR				
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	630.370	0,923%	146.204	0,200%
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	630.370	0,923%	146.204	0,200%
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 LIQUIDITA'	3.784.211	5,543%	3.250.562	4,436%
F1. Liquidità disponibile	3.893.039	5,703%	3.234.085	4,414%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	1.338.330	1,960%	16.477	0,022%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-1.447.158	-2,120%		
G. ALTRE ATTIVITA'	58.883	0,086%	92.640	0,127%
G1. Ratei attivi	5.000	0,007%	19.697	0,027%
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre	53.883	0,079%	72.943	0,100%
TOTALE ATTIVITA'	68.265.934	100,000%	73.265.584	100,000%

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2020	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
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 I PARTECIPANTI	5.719	367.662
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	5.719	367.662
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	44.528	42.861
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	44.528	42.848
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre		13
TOTALE PASSIVITA'	50.247	410.523
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	68.215.687	72.855.061
Numero delle quote in circolazione	6.872.984,963	7.002.363,721
Valore unitario delle quote	9,925	10,404

Movimenti delle quote nell'esercizio -	
Quote emesse	984.312,305
Quote rimborsate	1.113.691,063

Elenco analitico dei principali strumenti finanziari detenuti dal Fondo

Titoli	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale attività
APPLE INC	USD	10.500	3.410.408	4,996%
MICROSOFT CORP	USD	18.000	3.261.523	4,778%
AMAZON.COM INC	USD	1.120	2.751.083	4,030%
ALPHABET INC-CL A	USD	950	1.199.437	1,757%
FACEBOOK INC-CLASS A	USD	5.700	1.152.383	1,688%
ALPHABET INC-CL C	USD	900	1.132.751	1,659%
JOHNSON & JOHNSON	USD	7.000	876.472	1,284%
NETFLIX INC	USD	1.900	769.778	1,128%
MASTERCARD INC - A	USD	2.800	737.177	1,080%
JPMORGAN CHASE & CO	USD	8.500	711.846	1,043%
MERCK & CO. INC.	USD	10.000	688.510	1,009%
PFIZER INC	USD	23.000	669.635	0,981%
CISCO SYSTEMS INC	USD	16.000	664.417	0,973%
INTEL CORP	USD	12.000	639.238	0,936%
COMCAST CORP-CLASS A	USD	18.000	624.707	0,915%
VISA INC-CLASS A SHARES	USD	3.600	619.162	0,907%
QUALCOMM INC	USD	7.500	609.068	0,892%
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	USD	10.500	549.704	0,805%
ORACLE CORP	USD	11.000	541.308	0,793%
BERKSHIRE HATHAWAY INC-CL B	USD	3.300	524.492	0,768%
CVS HEALTH CORP	USD	9.000	520.616	0,763%
PROCTER & GAMBLE CO/THE	USD	4.700	500.360	0,733%
COCA-COLA CO/THE	USD	12.500	497.262	0,728%
BANK OF AMERICA CORP	USD	23.500	496.928	0,728%
VERIZON COMMUNICATIONS INC	USD	10.000	490.852	0,719%
MEDTRONIC PLC	USD	6.000	489.872	0,718%
GILEAD SCIENCES INC	USD	7.000	479.526	0,702%
EXXON MOBIL CORP	USD	12.000	477.799	0,700%
NVIDIA CORP	USD	1.400	473.556	0,694%
PEPSICO INC	USD	4.000	471.032	0,690%
ABBVIE INC	USD	5.200	454.557	0,666%
ELI LILLY & CO	USD	3.000	438.534	0,642%
PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	USD	7.000	436.647	0,640%
CATERPILLAR INC	USD	3.700	416.730	0,610%
AT&T INC	USD	15.000	403.731	0,591%
NIKE INC -CL B	USD	4.500	392.846	0,575%
GENERAL ELECTRIC CO	USD	64.000	389.191	0,570%
THERMO FISHER SCIENTIFIC INC	USD	1.200	387.133	0,567%
CITIGROUP INC	USD	8.500	386.725	0,566%
GLOBAL PAYMENTS INC	USD	2.500	377.554	0,553%
INTL BUSINESS MACHINES CORP	USD	3.500	376.348	0,551%
NEWMONT CORP	USD	6.800	373.799	0,548%
UNITEDHEALTH GROUP INC	USD	1.400	367.653	0,539%
WELLS FARGO & CO	USD	16.000	364.689	0,534%
CHEVRON CORP	USD	4.500	357.508	0,524%
WALT DISNEY CO/THE	USD	3.500	347.491	0,509%
UNITED PARCEL SERVICE-CL B	USD	3.500	346.463	0,508%
BECTON DICKINSON AND CO	USD	1.600	340.856	0,499%
FEDEX CORP	USD	2.700	337.082	0,494%
HOME DEPOT INC	USD	1.500	334.563	0,490%
TOTALE			34.661.002	50,773%
Altri titoli			29.131.468	42,674%
TOTALE PORTAFOGLIO			63.792.470	93,447%
TOTALE ATTIVITA'			68.265.934	

TRASPARENZA SULL'USO DELLE OPERAZIONI DI FINANZIAMENTO TRAMITE TITOLI E DEI TOTAL RETURN SWAP NELL'INFORMATIVA PERIODICA DEGLI OICR

Alla data di riferimento della relazione periodica, il Fondo non presenta posizioni aperte relative ad operazioni di *Finanziamento tramite titoli* e *Total Return Swap* e non ha fatto ricorso a tali strumenti nel periodo di riferimento (UE) 2015/2365 /Regolamento SFT).



FONDO INVESTITORI FAR EAST

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2020

- Nota illustrativa
- Situazione Patrimoniale

FONDO INVESTITORI Far East

Nota Illustrativa

L'andamento del mercato

Nel primo semestre 2020 gli indici della regione del Far East hanno evidenziato ribassi assai accentuati: Msci Pacific a -10,36% in euro. In calo appena al di sotto della doppia cifra per il listino Topix (-9,45% in yen; segno meno pari all'8,82% nella divisa euro). Per quanto riguarda gli altri mercati sviluppati dell'area, l'indice Hang Seng ha perso il 13,35% e l'S&P/Asx 200 l'11,76% (ribassi non molto dissimili in euro). In territorio leggermente positivo il paniere cinese Csi 300 (+1,64%; variazione praticamente nulla nella denominazione in euro) e in forte calo la borsa indiana: S&P Bse Sensex 30 Index a -15,36% (contrazione intorno al 20% in valuta euro). A livello di quadro macro e relativo impatto dell'epidemia Covid-19 sull'economia giapponese, bisogna innanzitutto rilevare che la pandemia ha colpito il paese in ritardo e in misura più limitata rispetto ad altre regioni sviluppate, nonché rispetto ai paesi asiatici limitrofi. L'economia nipponica è tuttavia entrata nel 2020 con il trascinamento negativo derivante dall'impatto del rialzo dell'imposta sui consumi attuato nel mese di ottobre; si stima una contrazione del Pil nell'anno in corso pari al 4,9% a/a e una ripresa della crescita nell'ordine del 2,5% a/a nel 2021. Nonostante l'attuazione di misure di *lockdown* anomale e una risposta governativa più lenta e tardiva (solo all'inizio di aprile il Primo Ministro ha annunciato lo stato di emergenza per le sette principali prefetture con indicazioni di comportamento su base volontaria e assai poche restrizioni ufficiali; successivamente a metà mese lo stato di emergenza è stato esteso a tutta la nazione), le previsioni sull'evoluzione dello scenario non si discostano dal resto del mondo connotandosi per una recessione pesante che ha come epicentro il secondo trimestre (Pil stimato a - 22,3% t/t annualizzato; variazione negativa in Q1 pari al 2,2% t/t annualizzato). Ciò che dobbiamo rilevare con riferimento ai dati del primo *quarter* è che gli effetti dell'epidemia sono stati di origine "esterna" (legati al calo del turismo, principalmente dalla Cina, a partire da febbraio, e delle esportazioni dal mese di marzo in poi con diffusione a tutte le aree); nella prima parte dell'anno quindi, a parte le ripercussioni dall'estero e un qualche aggiustamento dei consumi, l'economia del Giappone è rimasta relativamente impervia agli effetti della crisi epidemica. Con le statistiche macro riferite ad aprile, che incorporano gli effetti dello stato di emergenza, si è incominciato a vedere un andamento degli indicatori economici più simile a quello degli altri paesi, ovvero un crollo delle indagini presso le imprese, soprattutto nel settore dei servizi (si veda, in primis, i consumi in attività aggregative). Il sentiero del Pil dunque, in quanto a direzione, dovrebbe essere analogo a quello delle altre economie avanzate, anche se più contenuto in termini di volatilità. La componente consumi verrà impattata, oltre che dagli effetti del rialzo dell'IVA la cui scia si è protratta nei primi mesi dell'anno, in misura assai forte, ovviamente, da Covid-19 e relative implicazioni (anche se l'aumento della disoccupazione sarà di entità non così drammatica come in USA). In relazione agli investimenti fissi non residenziali privati, oltre ai fattori di cui sopra, il 2020 sarà particolarmente negativo per la spesa in conto capitale delle aziende in conseguenza della cancellazione dei giochi olimpici. I flussi commerciali risentiranno del blocco di attività a livello mondiale e ci si attende un calo dell'*export* superiore all'*import* e, conseguentemente, un contributo negativo del canale estero anche piuttosto ampio. Per quanto riguarda l'inflazione, tale variabile sarà frenata dalla caduta dei prezzi energetici e dall'aumento dell'*output gap*, ripiombando in territorio negativo con un possibile effetto di freno sulle aspettative per i trimestri successivi; è plausibile un recupero, con risalita appena al di sopra dello zero, nella parte finale dell'anno. La risposta di *policy* alla crisi è stata inizialmente alquanto limitata ma poi, all'aggravarsi della situazione, si è fatta massiccia, con il varo di un pacchetto fiscale che si aggira oltre il 20% del Pil e potrebbe, nel caso, essere ampliato. Da parte sua, BoJ è passata ad acquisti di Jgb in quantità illimitata diventandone ormai un "compratore di prima istanza", nonché, ancor di più, il principale detentore (quota prossima al 50% della carta in circolazione). La Banca centrale è entrata dunque in una fase di "monetizzazione gratuita" del debito, con acquisti di Jgb guidati dalla necessità di coprire il fabbisogno pubblico e mantenere i rendimenti a dieci anni intorno a zero (l'iniziativa di controllo della curva rimane perciò invariata; BoJ ha però segnalato che in caso di rapido aumento dei rendimenti procederà all'acquisto di Jgb in modo "rapido e appropriato"); le misure di sostegno del credito e della liquidità includono anche l'espansione di programmi già in vigore (finanziamenti, acquisti di carta commerciale, Etf e J-Reit). BoJ dunque proseguirà con il QQE con controllo della curva mirato al raggiungimento di un obiettivo d'inflazione al 2%; procederà quindi ad un aumento della base monetaria fino a quando tale variabile non supererà il 2% e rimarrà stabile al di sopra del *target*. Ci preme sottolineare che, ancora una volta, lo scenario economico giapponese è legato all'evoluzione della politica fiscale. Tali interventi determineranno una temporanea interruzione nel sentiero di rientro del disavanzo in atto nell'ultimo decennio: il rapporto debito/Pil dovrebbe oltrepassare il 250% quest'anno dal 237% del 2019 (stime Fmi). Relativamente alle principali economie emergenti della regione asiatica, ovvero Cina e India, le previsioni di consensus in termini di Pil 2020 si attestano, nel primo caso, per una variazione positiva dell'1,8% a/a e, nel secondo, per una contrazione pari al 4,5% a/a. In Cina già nel mese di marzo si sono registrati segnali di graduale riavvio dell'attività anche se è difficile valutare il grado di *recovery* dell'economia da qui in avanti; le autorità governative nel supportare la ripresa si sono mosse privilegiando le misure fiscali e relegando la politica monetaria ad interventi mirati. In India dobbiamo considerare che l'epidemia Coronavirus si va a

sovrapporre ad un quadro di espansione ciclica già in indebolimento: rallentamento della domanda interna e calo della fiducia di consumatori e imprese in un contesto esacerbato da un lento e progressivo deterioramento dell'impronta laica e democratica del Paese. Con riferimento all'andamento settoriale (consideriamo l'indice Msci Pacific), in positivo da inizio anno i farmaceutici e *communication services*; in calo, meno accentuato in raffronto a tale paniere, troviamo i tecnologici e consumi *staples*. Performance non molto dissimile dall'indice per i seguenti settori: consumi ciclici, materiali di base e *utilities*. In sottoperformance: industriale, finanziario, real estate ed *energy*.

La politica di gestione

La gestione del fondo si è contraddistinta per un approccio assai cauto; ciò ha riguardato, in particolare, alcune fasi di mercato di accentuato stress e ad alta volatilità. Il peso azionario, il quale è stato modulato anche attraverso l'utilizzo di strumenti finanziari derivati (contratti *futures* su indici), si è mantenuto relativamente basso nell'arco temporale del periodo considerato: l'esposizione media di portafoglio è risultata pari all'80,3%, per un valore minimo e massimo nell'ordine, rispettivamente, del 75,5% e 88,6%. Dato il notevole rimbalzo che ha seguito la correzione, le valutazioni sono divenute assai care in considerazione delle stime prospettiche sugli utili. Il posizionamento sui mercati emergenti dell'area è stato realizzato per il tramite di Etf a replica di indici e denominati in euro. Per quanto riguarda l'allocazione settoriale, il sovrappeso coinvolge i finanziari e i consumi ciclici; posizionamento all'incirca neutrale in relazione ai tecnologici, farmaceutici, industriali e *materials*. In sottoponderazione rispetto al *benchmark* i seguenti settori: *utilities*, telecomunicazioni, consumi *staples*, *energy* e immobiliari.

La politica di gestione del fondo può essere sintetizzata attraverso i seguenti principali indicatori:

	Media	Minima	Massima
% Azioni	80,3	75,5	88,6

Operatività in strumenti derivati

Nel corso del periodo in oggetto, si è fatto ricorso ad un'operatività in strumenti finanziari derivati: nello specifico, contratti *futures* sull'indice Nikkei 225 denominato in Usd.

Andamento del patrimonio

L'andamento del patrimonio del fondo si può così sintetizzare (in migliaia di euro):

Inizio Periodo	Fine Periodo	Raccolta Netta
34.505	30.393	-1.004

Performance

Il fondo Investitori Far East ha conseguito una performance di periodo pari a -8,92%. Tale risultato si confronta con una variazione del *benchmark* di riferimento (composizione: 85% indice Msci Pacific Net Total Return e 15% indice Jpm Euro Cash 3M) del -7,80% (calcolo su base fiscale comparabile).

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INVESTITORI FAR EAST AL 30/06/2020 SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2020		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	29.043.990	95,469%	32.413.004	93,284%
A1. Titoli di debito			400.716	1,153%
A1.1 Titoli di Stato			400.716	1,153%
A1.2 Altri				
A2. Titoli di capitale	23.503.497	77,257%	26.067.595	75,022%
A3. Parti di OICR	5.540.493	18,212%	5.944.693	17,109%
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	327	0,001%	333	0,001%
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	327	0,001%	333	0,001%
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	299.159	0,983%	107.109	0,308%
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	299.159	0,983%	107.109	0,308%
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 LIQUIDITA'	1.043.071	3,428%	2.189.238	6,301%
F1. Liquidità disponibile	1.034.674	3,401%	2.148.550	6,184%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	136.079	0,447%	40.724	0,117%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-127.682	-0,420%	-36	0,000%
G. ALTRE ATTIVITA'	36.340	0,119%	36.494	0,108%
G1. Ratei attivi	939	0,003%	2.958	0,009%
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre	35.401	0,116%	33.536	0,097%
TOTALE ATTIVITA'	30.422.887	100,000%	34.746.178	100,000%

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2020	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
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 I PARTECIPANTI	3.572	213.540
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	3.572	213.540
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	26.061	27.778
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	26.058	27.772
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	3	6
TOTALE PASSIVITA'	29.633	241.318
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	30.393.254	34.504.860
Numero delle quote in circolazione	4.134.605,884	4.275.421,291
Valore unitario delle quote	7,351	8,071

Movimenti delle quote nell'esercizio -	
Quote emesse	583.633,619
Quote rimborsate	724.449,026

Elenco analitico dei principali strumenti finanziari detenuti dal Fondo

Titoli	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale attività
LIP TDR UETF PARTS D	EUR	9.400	1.173.308	3,857%
AMUNDI IAPPIX EUR H	EUR	4.800	988.416	3,249%
TOYOTA MOTOR CORP	JPY	17.400	971.014	3,192%
ISHARES MSCI JAPAN SHS USD ETF	EUR	75.000	936.600	3,079%
AIA GROUP LTD	HKD	75.000	622.921	2,048%
KEYENCE CORP	JPY	1.656	615.408	2,023%
SOFTBANK GROUP CORP	JPY	12.600	566.720	1,863%
CSL LTD	AUD	3.200	562.987	1,851%
UBS ETF MSCI AC ASIA EX JPN	EUR	4.200	546.294	1,796%
BHP GROUP LTD	AUD	24.000	526.991	1,732%
SONY CORP	JPY	8.500	517.979	1,703%
UBS-ETF MSCI JAPAN A	EUR	13.000	511.420	1,681%
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRAL	AUD	12.000	510.660	1,679%
LYXOR MSCI KOREA-C-EUR	EUR	9.500	493.439	1,622%
AMUNDI MSCI EM ASIA UCITS ET	EUR	15.500	464.713	1,528%
HONG KONG EXCHANGES & CLEAR	HKD	9.000	341.185	1,121%
HONDA MOTOR CO LTD	JPY	15.000	341.109	1,121%
TAKEDA PHARMACEUTICAL CO LTD	JPY	10.000	317.568	1,044%
KDDI CORP	JPY	11.600	309.599	1,018%
AMUNDI MSCI INDIA UCITS	EUR	700	309.382	1,017%
FANUC CORP	JPY	1.900	302.003	0,993%
DAIICHI SANKYO CO LTD	JPY	84.000	292.268	0,961%
WESTPAC BANKING CORP	AUD	4.000	290.696	0,956%
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	JPY	24.500	269.586	0,886%
NTT DOCOMO INC	JPY	10.000	250.225	0,822%
NINTENDO CO LTD	JPY	10.500	249.738	0,821%
KAJIO CORP	JPY	625	247.635	0,814%
RECRUIT HOLDINGS CO LTD	JPY	3.500	246.676	0,811%
CHUGAI PHARMACEUTICAL CO LTD	JPY	7.800	237.017	0,779%
WESFARMERS LTD	JPY	4.800	228.371	0,751%
WESFARMERS LTD	AUD	8.000	219.849	0,723%
AUST AND NZ BANKING GROUP	AUD	19.200	219.388	0,721%
SHIN-ETSU CHEMICAL CO LTD	JPY	2.100	218.282	0,717%
TOKYO ELECTRON LTD	JPY	1.000	218.204	0,717%
NATIONAL AUSTRALIA BANK LTD	AUD	19.400	216.679	0,712%
TERUMO CORP	JPY	6.400	215.550	0,709%
ASTELLAS PHARMA INC	JPY	14.000	207.913	0,683%
DAIKIN INDUSTRIES LTD	JPY	1.400	200.287	0,658%
ITOCHU CORP	JPY	10.400	199.252	0,655%
MACQUARIE GROUP LTD	AUD	2.737	198.987	0,654%
MURATA MANUFACTURING CO LTD	JPY	3.600	187.649	0,617%
DAIKIN INDUSTRIES LTD	JPY	9.900	185.465	0,610%
SMC CORP	JPY	400	182.156	0,599%
CENTRAL JAPAN RAILWAY CO	JPY	1.300	179.061	0,589%
RIO TINTO LTD	AUD	2.900	174.146	0,572%
WOOLWORTHS GROUP LTD	AUD	7.500	171.397	0,563%
HITACHI LTD	JPY	6.000	168.506	0,554%
NIDEC CORP	JPY	2.800	166.284	0,547%
MIZUHO FINANCIAL GROUP INC	JPY	150.000	163.653	0,538%
NIPPON TELEGRAPH & TELEPHONE	JPY	7.600	157.775	0,519%
FAST RETAILING CO LTD	JPY	300	152.759	0,502%
TOTALE			18.245.170	59,977%
Altri titoli			10.799.147	35,493%
TOTALE PORTAFOGLIO			29.044.317	95,470%
TOTALE ATTIVITA'			30.422.887	

TRASPARENZA SULL'USO DELLE OPERAZIONI DI FINANZIAMENTO TRAMITE TITOLI E DEI TOTAL RETURN SWAP NELL'INFORMATIVA PERIODICA DEGLI OICR

Alla data di riferimento della relazione periodica, il Fondo non presenta posizioni aperte relative ad operazioni di *Finanziamento tramite titoli* e *Total Return Swap* e non ha fatto ricorso a tali strumenti nel periodo di riferimento (UE) 2015/2365 /Regolamento SFT).



investitori sgr

FONDO INVESTITORI FLESSIBILE

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2020

- Nota illustrativa
- Situazione Patrimoniale

FONDO INVESTITORI Flessibile

Nota Illustrativa

L'andamento del mercato

Il primo semestre 2020 si è caratterizzato per una turbolenza dei mercati finanziari di magnitudo assolutamente eccezionale e per un repentino aumento del *risk premium*, in gran parte poi rientrato, il quale ha evidenziato un innalzamento alquanto notevole in pochissimo tempo. Il movimento *fly-to-safety* è stato ampio e assai veloce: si veda, esemplificativamente, l'intensità e la velocità del calo dei rendimenti di Treasury e Bund e l'allargamento dei relativi differenziali rispetto agli omologhi titoli governativi dei paesi più deboli e fragili, quali i paesi periferici dell'Eurozona, Italia in primis (il rendimento del decennale tedesco ha superato il livello di -0,85% il 9 marzo u.s. mentre il tasso sul T-Bond 10y, nella stessa data, era pari allo 0,54% e lo *spread* Btp-Bund ha oltrepassato i 270 punti base a metà marzo); si è poi assistito ad un riassorbimento graduale di tale *trend*. Il credito, ovviamente soprattutto nel segmento *high yield*, ha sofferto particolarmente e i corsi, in alcune giornate molto critiche anche a causa della scarsa liquidità, sono precipitati; l'indice Markit iTraxx Europe ha sfiorato quota 140 punti intorno alla metà del mese di marzo per poi recuperare in misura assai significativa. Mercati *equity* in caduta libera (l'indice Msci World dai massimi raggiunti a metà febbraio ha perso oltre un terzo del suo valore in poco più di un mese); il rimbalzo dai minimi è stato tuttavia prodigioso. Questo, sinteticamente, è ciò che è avvenuto sui mercati nella fase di maggior stress a cavallo tra febbraio e marzo. La volatilità, che ha riguardato pressoché tutte le *asset class*, ha raggiunto, in queste giornate convulse, livelli estremi: l'indice Vix ha superato quota 82, soglia mai oltrepassata neppure alla fine del 2008 all'apice della crisi finanziaria (a fine giugno, tale indicatore di volatilità implicita, si è assestato poco sopra 30). In un contesto d'incertezza così elevato, e che non ha riscontro di una certa validità nel passato, i movimenti di prezzo delle diverse attività, se si escludono quelle considerate "porti sicuri", hanno mostrato un'altissima correlazione: l'incertezza, nell'attuale situazione, è diversa e peculiare in quanto risulta assai difficile e aleatorio effettuare assunzioni ed ipotesi circa la durata e gravità del virus e relativo impatto sull'economia. Disponendo di una maggiore conoscenza per quanto concerne ampiezza e intensità della pandemia, la volatilità e le escursioni nelle quotazioni dovrebbero ridursi, come del resto è avvenuto. Abbiamo assistito infatti ad un'ondata di disinvestimenti indiscriminati e ad una corsa senza precedenti verso la liquidità: i mercati azionari, per loro natura più liquidi, si sono rivelati la fonte primaria per poter raccogliere *cash* velocemente. Sul versante dello scenario macroeconomico e sua evoluzione, bisogna innanzitutto sottolineare che in un lasso temporale così breve non si è mai assistito ad una perdita così elevata di posti di lavoro (a titolo esemplificativo, in solo quattro settimane, che vanno da quella iniziata il 16 marzo a quella che si è conclusa l'11 aprile, le richieste di nuovi sussidi di disoccupazione negli Stati Uniti hanno superato il numero di 22 milioni), essendo del tutto inedita la situazione, che si è venuta a creare, in conseguenza di un blocco per necessità di una così ampia fetta dell'apparato produttivo. I previsori nelle loro analisi cercano, innanzitutto, di comprendere se stiamo andando verso uno scenario depressivo oppure se la ripresa assumerà la forma a V o a U. Riteniamo che siano fuori luogo i paragoni con la Grande Depressione in quanto le risposte di politica economica varate, nella contingenza attuale, sono nettamente diverse. Negli anni trenta i *policy maker* hanno inasprito la politica monetaria e indirizzato in modo errato gli stimoli fiscali, oltretutto introducendo maggiori oneri normativi per il settore bancario e l'industria. La risposta globale alla crisi a cui stiamo ora assistendo sta andando in una direzione diversa e, per certi versi, opposta. Una combinazione ben concepita, oltre che tempestiva, di supporto fiscale e monetario potrà fungere da ponte di sostegno per famiglie e imprese nel superare la crisi, nonché nel preparare il terreno per il recupero. Allo stato attuale, stimarne gli effetti sulle variabili economiche e sulla profondità della recessione è un compito quanto mai arduo. Sul tipo di ripresa che ci attende, le valutazioni si stanno orientando verso uno scenario che prevede un declino e successiva *recovery* graduale: probabilmente caratterizzata da alcune fasi di accelerazione e altre di decelerazione anche pronunciate. Il ritardo nel rimbalzo che ci fa propendere per un andamento di scenario a U, con gamba destra meno verticale e irregolare, è dovuto allo stato di tensione che lo *shock* dal lato della domanda alimenta tra gli individui e le imprese in conseguenza del deterioramento sul mercato del lavoro e della chiusura di diverse realtà aziendali: ciò aumenta la "vischiosità" della pressione ribassista sulla domanda aggregata. Le stime di consensus si posizionano per una variazione negativa del Pil globale nel 2020 pari al 3,7% a/a (le previsioni per l'anno successivo indicano un recupero nell'ordine del 5,0% a/a). Si stima un calo nell'anno in corso notevolmente più marcato nelle economie sviluppate (-6,1% a/a) rispetto a quelle emergenti, nelle quali la decrescita prevista risulta frazionata, ovvero pari allo 0,2% a/a. Alla complessità e straordinarietà del momento si vanno ad aggiungere una serie di elementi di precarietà che già esistevano prima della pandemia Covid-19, ovvero: un'escalation dei rischi geopolitici, tensioni commerciali non sopite, un'accentuazione delle polarizzazioni politiche, alti deficit nei paesi sviluppati che si accompagnano a tassi di crescita dell'economia costantemente bassi, nonché un settore del credito sovra indebitato. Questi fattori, in particolare, hanno creato un contesto comunque vulnerabile ad uno *shock* economico e finanziario così brusco e massiccio. Gli sforzi per fornire assistenza sociale in senso lato sono stati certamente molto rilevanti, tuttavia, è improbabile che possano tenere in equilibrio la domanda per un periodo non breve. È difficilmente riscontrabile un evento di tale portata in termini di distruzione della

domanda aggregata. Inoltre, l'aumento delle disuguaglianze economiche era già fonte di conflitti sociali prima della crisi e il forte deterioramento dell'economia non potrà che esacerbare tale situazione. Dato il quadro delineato, le aspettative d'inflazione sono scese ai minimi storici. La debolezza prospettica della domanda sarà inevitabilmente il principale motore di una rinnovata tendenza deflazionistica: la capacità delle imprese di trasferire i costi sul cliente/utente finale appare molto limitata, determinando dunque una pressione sui margini. Nell'azione di contrasto alla crisi, le banche centrali hanno intrapreso iniziative estremamente aggressive ampliando a dismisura i propri bilanci; gli spazi di manovra a loro disposizione sono diventati assai stretti e l'impatto marginale dell'allentamento monetario si è fortemente eroso da un decennio di interventi costantemente accomodanti. Il testimone non potrà che passare alle misure di stimolo fiscale con tutte le implicazioni del caso sui disavanzi pubblici.

La politica di gestione

Componente azionaria

In relazione alla porzione *equity*, l'approccio adottato è stato altamente prudente, in concomitanza, soprattutto, ad alcune fasi di estrema volatilità e *stress* di mercato. L'esposizione agli *asset* azionari, nella media di periodo, è risultata pari al 9,4%; il peso minimo e massimo si è attestato, rispettivamente, nell'ordine del 5,8% e 18,0%. Nella definizione della quota di portafoglio investita in azioni si è agito anche ricorrendo a strumenti finanziari derivati e, nello specifico, a contratti *futures* su indici (vendite a copertura). Il poderoso rimbalzo degli indici ha determinato un contesto valutativo giustificato soltanto da un recupero molto consistente degli utili rispetto alle stime, piuttosto depresse, indicate dagli analisti. I multipli a cui i mercati trattano si collocano significativamente al di sopra delle medie storiche. Le decisioni d'investimento si basano su un'analisi dei fondamentali aziendali, ovvero il focus è su un approccio di tipo *bottom up*, in cui le scelte di *stock picking* assumono assoluta rilevanza: ricerca di *alpha*. Anche la tematica *dividend yield* viene tenuta in ampia considerazione. Posizionamento preponderante del fondo su azioni europee e, in particolare, domestiche.

In relazione a tale componente, la politica gestionale si può così sintetizzare:

	Media	Minima	Massima
% Azioni	9,4	5,8	18,0
- America	3,9	3,1	4,6
- Europe ex EMU	2,0	1,0	3,2
- Europe	3,5	0,0	11,6

Componente obbligazionaria

A livello di rischio di tasso, l'atteggiamento si è connotato in senso piuttosto cauto, come si evince da un livello di durata finanziaria relativamente basso che, in media, nel periodo di riferimento, è risultato pari a 3,29 anni (la *duration* minima ha toccato un valore di 2,81 anni, quella massima di 3,75). A inizio marzo si è assistito ad un forte e repentino calo dei rendimenti nei paesi-core e relativo allargamento degli spread su Btp e altri governativi periferici; tale movimento è poi progressivamente rientrato grazie principalmente all'interventismo delle banche centrali che hanno ampliato i programmi di QE e ridotto ulteriormente i tassi di policy. L'espansione della base monetaria e l'enorme liquidità immessa a sistema hanno inevitabilmente determinato una riduzione dei premi al rischio, i quali erano notevolmente saliti in una prima fase. Il posizionamento sui titoli di Stato italiani non è così elevato, privilegiando le scadenze non a lunga. Sul fronte del rischio di credito, l'esposizione è stata incrementata soprattutto nel segmento IG: attrattive opportunità, ponderate per il rischio, sono emerse a seguito di un allargamento dei differenziali. Continuiamo a preferire il credito finanziario senior e subordinato-perpetuo (AT1) rispetto a quello industriale; ci riferiamo comunque ad emittenti di qualità con solidi ratio di capitale. Le posizioni HY di portafoglio sono state ridotte e in questo segmento l'approccio si è mantenuto estremamente selettivo. Minimale l'esposizione al debito emergente, come anche al comparto delle obbligazioni convertibili. Rilevante, in ogni caso, l'aspetto della liquidità/negoziabilità dei titoli. In termini di diversificazione valutaria, rimane di una certa significatività l'esposizione al reddito fisso in USD.

L'attività di gestione a livello di attivi obbligazionari si può riassumere, sinteticamente, attraverso i seguenti indicatori:

	Media	Minima	Massima
<i>Durata media finanziaria</i>	3,29	2,81	3,75
<i>% Titoli di stato</i>	18,4	12,1	24,2
<i>% Altri titoli di debito</i>	59,9	53,1	60,9

Riferimento all'utilizzo di strumenti derivati

Ci si è avvalsi, nel periodo considerato, di un'operatività anche in strumenti finanziari derivati: nello specifico, contratti futures su indici azionari (segnatamente, Euro Stoxx 50, Ftse Mib e S&P 500).

Andamento del patrimonio

L'andamento del patrimonio del fondo si può così sintetizzare (in migliaia di euro):

Inizio Periodo	Fine Periodo	Raccolta Netta
306.789	260.149	-24.617

La performance conseguita dal fondo Investitori Flessibile, in questo primo semestre, è risultata pari a -7,29%.

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INVESTITORI FLESSIBILE AL 30/06/2020 SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2020		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	239.028.581	91,572%	284.676.061	92,437%
A1. Titoli di debito	186.004.842	71,258%	204.197.489	66,304%
A1.1 Titoli di Stato	47.246.488	18,100%	38.261.406	12,424%
A1.2 Altri	138.758.354	53,158%	165.936.083	53,880%
A2. Titoli di capitale	52.732.664	20,202%	78.222.362	25,400%
A3. Parti di OICR	291.075	0,112%	2.256.210	0,733%
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	9.147.275	3,504%	9.232.589	2,998%
B1. Titoli di debito	9.136.749	3,500%	9.224.084	2,995%
B2. Titoli di capitale	10.526	0,004%	8.505	0,003%
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	2.788.514	1,068%	2.764.978	0,898%
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	2.788.514	1,068%	2.764.978	0,898%
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 LIQUIDITA'	7.541.584	2,889%	8.357.423	2,714%
F1. Liquidità disponibile	6.891.988	2,640%	7.910.848	2,569%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	2.242.060	0,859%	537.249	0,174%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-1.592.464	-0,610%	-90.674	-0,029%
G. ALTRE ATTIVITA'	2.524.770	0,967%	2.932.064	0,953%
G1. Ratei attivi	2.449.037	0,938%	2.899.543	0,942%
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre	75.733	0,029%	32.521	0,011%
TOTALE ATTIVITA'	261.030.724	100,000%	307.963.115	100,000%

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2020	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
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 I PARTECIPANTI	643.457	914.600
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	643.457	914.600
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	238.224	259.029
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	198.784	226.016
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	39.440	33.013
TOTALE PASSIVITA'	881.681	1.173.629
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	260.149.043	306.789.486
Numero delle quote in circolazione	34.656.499,057	37.887.928,512
Valore unitario delle quote	7,507	8,097

Movimenti delle quote nell'esercizio -	
Quote emesse	5.563.198,598
Quote rimborsate	8.794.628,053

Elenco analitico dei principali strumenti finanziari detenuti dal Fondo

Titoli	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale attività
DELTA LLOYD LEVE 12-29/08/2042 FRN	EUR	6.000.000	6.953.460	2,664%
BUNDESOBL-120 0% 18-14/04/2023	EUR	6.500.000	6.630.390	2,540%
ITALY BTPS 0.35% 19-01/02/2025	EUR	5.000.000	4.944.600	1,894%
LA MONDIALE 04-29/10/2049 FRN	EUR	4.700.000	4.300.500	1,648%
ITALY BTPS 2% 15-01/12/2025	EUR	4.000.000	4.269.680	1,636%
ITALY BTPS 0.65% 16-15/10/2023	EUR	4.000.000	4.046.560	1,550%
BUNDESSCHATZANW 0% 20-11/03/2022	EUR	4.000.000	4.045.520	1,550%
ITALY BTPS STRIP 0% 02-01/08/2020	EUR	4.000.000	4.000.520	1,533%
CREDIT SUISSE 6.5% 13-08/08/2023	USD	4.000.000	3.886.106	1,489%
SAUDI ARAB OIL 2.875% 19-16/04/2024	USD	4.000.000	3.701.625	1,418%
ITALY BTPS 1.75% 19-01/07/2024	EUR	3.500.000	3.670.730	1,406%
AZIMUT HOLDING 1.625% 19-12/12/2024	EUR	3.700.000	3.506.231	1,343%
AUCHAN SA 2.375% 19-25/04/2025	EUR	3.500.000	3.467.205	1,328%
ITALY CCTS EU 18-15/09/2025 FRN	EUR	3.500.000	3.388.875	1,298%
ITALY BTPS 1.4% 20-26/05/2025	EUR	3.195.602	3.260.984	1,249%
MEDIOBANCA INTL 18-29/03/2024 SR	USD	3.500.000	3.190.309	1,222%
CASSA DEPOSITI E 2.125% 19-21/03/2026	EUR	3.000.000	3.164.610	1,212%
GENERALI FINANCE 14-30/11/2049 FRN	EUR	3.000.000	3.116.910	1,194%
CAISSE NA REA MU 3.375% 18-24/09/2028	EUR	2.900.000	3.050.858	1,169%
ITALY BTPS 1.35% 19-01/04/2030	EUR	3.000.000	3.036.300	1,163%
ALERION CLEANPOWER 3.125% 19-19/12/2025	EUR	2.920.000	2.936.352	1,125%
TIKEHAU CAPITAL 2.25% 19-14/10/2026	EUR	3.000.000	2.918.820	1,118%
ALTAREIT SCA 2.875% 18-02/07/2025	EUR	2.800.000	2.837.464	1,087%
ANIMA HOLDING 1.75% 19-23/10/2026	EUR	3.000.000	2.773.260	1,062%
TELECOM ITALI FIN SA 7.75% 03-24/01/2033	EUR	2.000.000	2.772.020	1,062%
ENEL SPA 13-24/09/2073 FRN	USD	2.500.000	2.527.979	0,968%
EUTELSAT SA 2.25% 19-13/07/2027	EUR	2.500.000	2.524.725	0,967%
ROMULUS FINANCE 5.441% 03-20/02/2023	GBP	2.000.000	2.378.064	0,911%
NOVARTIS AG-REG	CHF	30.000	2.323.326	0,890%
TELECOM ITALIA-RSP	EUR	6.700.000	2.311.500	0,886%
PETROLEOS MEXICA 3.75% 17-21/02/2024	EUR	2.500.000	2.294.275	0,879%
LA MONDIALE 13-25/04/2044 FRN	EUR	2.000.000	2.289.220	0,877%
ASSICURAZIONI 16-08/06/2048	EUR	2.000.000	2.228.680	0,854%
MACIF 14-29/10/2049 FRN	EUR	2.000.000	2.195.600	0,841%
CRDT AGR ASSR 14-31/10/2049 FRN	EUR	2.000.000	2.185.320	0,837%
DEXIA BANK SA 6% 02-04/04/2022	EUR	2.000.000	2.183.970	0,837%
BANQ FED CRD MUT 05-28/02/2049 FRN	EUR	3.000.000	2.138.340	0,819%
GAZPROM 3.125% 16-17/11/2023	EUR	2.000.000	2.084.060	0,798%
INTESA SANPAOLO	EUR	1.200.000	2.044.320	0,783%
ASSICURAZIONI GENERALI	EUR	150.000	2.020.500	0,774%
LEASEPLAN CORP 1% 16-24/05/2021	EUR	2.000.000	1.991.900	0,763%
NORDEX SE 6.5% 18-01/02/2023	EUR	2.000.000	1.982.320	0,759%
MEDIOBANCA SPA	EUR	310.000	1.980.900	0,759%
DELL BANK INTERN 0.625% 19-17/10/2022	EUR	2.000.000	1.973.120	0,756%
SGA SPA 1.375% 19-27/01/2025	EUR	2.000.000	1.967.820	0,754%
VOLKSWAGEN INTFN 15-29/12/2049 FRN	EUR	2.000.000	1.958.860	0,750%
LA MONDIALE 19-31/12/2059 FRN	EUR	2.000.000	1.951.500	0,748%
MERCIALYS 1.787% 14-31/03/2023	EUR	2.000.000	1.943.300	0,744%
ABN AMRO BANK NV 6.25% 11-27/04/2022	USD	2.000.000	1.926.866	0,738%
TAMBURI INVST 2.5% 19-05/12/2024	EUR	2.000.000	1.900.027	0,728%
BANCA IFIS SPA 2% 18-24/04/2023	EUR	2.000.000	1.895.880	0,726%
ALTAREA 1.875% 19-17/01/2028	EUR	2.000.000	1.841.500	0,705%
ACCOR 19-31/12/2049 FRN	EUR	2.000.000	1.820.460	0,697%
US TREASURY N/B 1.375% 20-31/01/2022	USD	2.000.000	1.814.790	0,695%
EXOR NV	EUR	35.000	1.779.400	0,682%
SNAM SPA	EUR	400.000	1.733.600	0,664%
LLOYDS BANK PLC 85-31/12/2049	USD	2.300.000	1.724.258	0,661%
ICCREA BANCA SPA 19-28/11/2029 FRN	EUR	2.000.000	1.713.980	0,657%
BANCA IFIS SPA 17-17/10/2027 FRN	EUR	2.000.000	1.695.920	0,650%
ITALY BTPS 2.1% 19-15/07/2026	EUR	1.500.000	1.609.590	0,617%
UNICREDIT SPA 16-29/12/2049	EUR	1.500.000	1.591.365	0,610%
QUALCOMM INC	USD	19.500	1.583.577	0,607%

Titoli	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale attività
ITALY BTFS 0.9% 17-01/08/2022	EUR	1.500.000	1.524.960	0,584%
CDP RETI SRL 1.875% 15-29/05/2022	EUR	1.500.000	1.519.425	0,582%
COMMERZBANK AG 8.125% 13-19/09/2023	USD	1.500.000	1.503.125	0,576%
NEWMONT CORP	USD	27.000	1.484.201	0,569%
AMPLIFON SPA	EUR	60.000	1.422.600	0,545%
AT&T INC 20-31/12/2060 FRN	EUR	1.500.000	1.419.945	0,544%
VODAFONE GROUP PLC	GBP	1.000.000	1.417.602	0,543%
BANCA IFIS SPA 1.75% 20-25/06/2024	EUR	1.500.000	1.378.590	0,528%
IREN SPA	EUR	620.000	1.367.720	0,524%
AMAZON.COM INC	USD	550	1.350.978	0,518%
BANCA SISTEMA 1.75% 17-13/10/2020	EUR	1.350.000	1.346.725	0,516%
UNICREDIT SPA 14-03/04/2049 FRN	USD	1.500.000	1.335.556	0,512%
HEIDELBERGCEMENT AG	EUR	28.000	1.331.120	0,510%
FORD MOTOR CRED 2.386% 19-17/02/2026	EUR	1.500.000	1.316.445	0,504%
CREDIT SUISSE LD 16-22/08/2022 FRN	USD	1.500.000	1.310.956	0,502%
BNP PARIBAS	EUR	37.000	1.308.690	0,501%
AEGON NV 96-31/12/2049 FRN	NLG	3.500.000	1.308.046	0,501%
TOTALE			191.627.385	73,410%
Altri titoli			56.548.471	21,666%
TOTALE PORTAFOGLIO			248.175.856	95,076%
TOTALE ATTIVITA'			261.030.724	

TRASPARENZA SULL'USO DELLE OPERAZIONI DI FINANZIAMENTO TRAMITE TITOLI E DEI TOTAL RETURN SWAP NELL'INFORMATIVA PERIODICA DEGLI OICR

Alla data di riferimento della relazione periodica, il Fondo non presenta posizioni aperte relative ad operazioni di *Finanziamento tramite titoli* e *Total Return Swap* e non ha fatto ricorso a tali strumenti nel periodo di riferimento (UE) 2015/2365 /Regolamento SFT).

investitori sgr

FONDO INVESTITORI PIAZZA AFFARI

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2020

- Nota illustrativa
- Situazione Patrimoniale

FONDO INVESTITORI Piazza Affari

Nota Illustrativa

L'andamento del mercato

I primi sei mesi dell'anno hanno mostrato ribassi notevoli per i principali indici della borsa italiana: il calo del paniere delle *blue chips* Ftse Mib è stato pari al 17,57%; variazione negativa simile per il listino dei titoli a media capitalizzazione (Ftse Italia Mid Cap Index a -18,50%). Si è comportato meglio l'indice Ftse Italia Star in perdita del 10% circa. A livello di scenario macro, le conseguenze della crisi da Covid-19 peseranno a lungo sull'andamento dell'economia, nonché sullo stato dei conti pubblici. L'Italia, assieme a Francia e Spagna, è stata tra i paesi dell'Unione Europea a registrare la contrazione più marcata del Pil nel primo trimestre (-5,3% t/t); nel secondo *quarter*, le stime di consensus si posizionano su un tasso di flessione pari al 13,8% t/t. Sull'anno, le previsioni di Pil restano soggette ad un ampio grado di incertezza e a rilevanti rischi verso il basso, il principale dei quali, ovviamente, è riconducibile ad una possibile seconda ondata epidemiologica, nella parte finale dell'anno, che costringa le autorità a nuove misure, seppur parziali, di *lockdown* e distanziamento sociale. Il verificarsi di una tale eventualità accrescerebbe la caduta del Pil quest'anno e soprattutto indebolirebbe, anche significativamente, la ripresa attesa nel 2021. Le statistiche rilasciate, riguardanti i dati "reali" sia dal lato dell'offerta che della domanda, hanno tutte coerentemente mostrato un tracollo tra marzo e aprile (il punto di minimo del ciclo è stato raggiunto a cavallo di questi due mesi); dal mese di maggio è poi iniziato un recupero di attività, che però resta, ancora a giugno, su livelli alquanto al di sotto della norma. Gli effetti della crisi saranno comunque persistenti in qualche settore, soprattutto in alcuni comparti dei servizi (si pensi a quelli legati al tempo libero e turismo) e l'impatto sul mercato del lavoro non potrà che essere notevole. La risposta di politica fiscale è stata vigorosa (in due riprese, tra marzo e maggio, sono stati approvati i decreti "Cura Italia" e "Rilancio"; si tratta di interventi di tipo discrezionale per un ammontare di 75 mld di euro, ovvero pari ad oltre il 4% del Pil), ma potrà solo attenuare il crollo della crescita che si verificherà nel 2020 (Pil stimato a -10,5% a/a); le misure di stimolo decise, e quelle ulteriori che potrebbero essere varate più avanti, saranno essenziali per creare le condizioni di un rimbalzo dell'economia nel prossimo anno. Si ritiene tuttavia che, nel biennio, la dinamica della domanda interna dovrebbe essere più debole di quella del Pil in conseguenza di un apporto positivo della variabile scorte; il commercio netto con l'estero dovrebbe invece contribuire negativamente quest'anno e positivamente il prossimo. Sul fronte occupazionale, il picco nel tasso di disoccupazione non potrà che accusare un ritardo di diversi mesi e la sua salita sarà piuttosto lenta; in questo ambito però le conseguenze della crisi rischiano di essere alquanto durature. Nel frattempo, l'effetto sul reddito delle famiglie è stato notevolmente mitigato dall'estensione degli ammortizzatori sociali e in particolare dallo schema della Cassa Integrazione Guadagni. Un'altra eredità della crisi è rappresentata dal considerevole aumento del tasso di risparmio, che potrebbe all'incirca raddoppiare quest'anno e rimanere su livelli elevati anche nel 2021. Occorre evidenziare che, in un contesto come quello attuale che, inevitabilmente, si caratterizza per ingenti necessità di finanziamento, assumono un ruolo cruciale i meccanismi di supporto esistenti e in via di definizione di matrice Ue. Per l'Italia, il fabbisogno della Pubblica Amministrazione nel 2020 dovrebbe aggirarsi intorno a 190 mld di euro (secondo le stime del Governo; l'importo però, presumibilmente, potrebbe essere più alto), ovvero in incremento di quasi 160 miliardi rispetto all'anno precedente. Il principale strumento di sostegno del debito sovrano italiano, seppur indiretto in quanto agisce sul mercato secondario, continua ad essere riconducibile agli acquisti BCE (tra l'altro, il programma PEPP, che prevede una certa flessibilità rispetto alle *capital keys*, andrebbe a favorire i Btp rispetto ad altri titoli). Sono inoltre disponibili per il nostro paese i fondi, per 20 miliardi, derivanti dal meccanismo SURE finalizzato alla copertura degli ammortizzatori sociali; resta ancora aperto il capitolo sulla nuova *facility* del MES, da 36 miliardi, per il finanziamento delle spese sanitarie (il Parlamento non ha ancora deciso se farvi ricorso). A questi importi sopra indicati, si dovrebbero aggiungere le risorse stanziate dal *Recovery and Resilience Fund* proposto lo scorso 28 maggio dalla Commissione Europea, su cui però è ancora in corso un acceso dibattito in sede di Consiglio Europeo. Il piano si sostanzia nell'introduzione di un programma innovativo di sostegno all'economia europea, denominato *Next Generation Eu*, di natura temporanea per il periodo 2021-24, il cui ammontare risulta alquanto considerevole: 750 miliardi in totale, ripartiti tra contributi a fondo perduto (433 mld), prestiti (250 mld) e garanzie (67 mld). L'Italia, tra i massimi beneficiari netti, dovrebbe contare, ex-garanzie, su oltre 140 miliardi (poco più del 20% della somma complessiva), a fronte di un contributo pari a 89,5 miliardi: il che varrebbe, spalmato su un orizzonte quadriennale, lo 0,8% del Pil all'anno. Innegabilmente, tuttavia, la crisi avrà conseguenze pesantissime sui tendenziali di finanza pubblica: le conseguenze sulla traiettoria del debito pubblico saranno assai difficilmente smaltibili nel corso degli anni a venire, anche ipotizzando un miglioramento continuativo del saldo primario. In ogni caso, il rapporto debito/Pil quest'anno potrebbe sfiorare il 160% per poi ridiscendere solo di poco nell'anno successivo. In relazione all'andamento a livello di settori (facendo riferimento all'indice Msci Italy), le *utilities* hanno chiuso il semestre con segno positivo. In calo, seppur meno accentuato rispetto all'indice, i consumi pro-ciclici. Sottoperformance assai marcata, rispetto al mercato complessivamente considerato, per quanto riguarda i finanziari, industriali, telecomunicazioni ed *energy*.

La politica di gestione

L'approccio di gestione adottato si è caratterizzato in senso alquanto prudente: il peso azionario è stato significativamente ridotto da marzo in poi, quando i mercati hanno vissuto una fase di estremo stress e innalzamento repentino degli indicatori di volatilità. Tale bassa esposizione è stata sostanzialmente mantenuta anche nel restante arco temporale di riferimento. Nel periodo in oggetto, il peso degli investimenti in azioni si è attestato, in media, nell'ordine del 64,5%, registrando un valore minimo e massimo pari, rispettivamente, a 56,7% e 87,1%. La protezione del portafoglio è stata attuata, in misura preponderante, attraverso la vendita di contratti *futures*: posizioni *short* a copertura. Una parte rilevante della liquidità di portafoglio è stata investita in titoli obbligazionari *corporate* a scadenza non lunga. Allocazione settoriale: esposizione significativa su industriali e finanziari e, a seguire, in relazione ai settori dei consumi non ciclici e *utilities*. Peso via via decrescente su *energy*, consumi pro-ciclici, telecomunicazioni e tecnologici. L'approccio seguito nel processo d'investimento è di tipo *bottom up*, ovvero incentrato su un'analisi dei fondamentali aziendali e valutazioni espresse dal mercato in termini di multipli e metriche, anche in un raffronto con le medie storiche. Il focus quindi risiede in un'attività di *stock picking* e ricerca di *alpha*.

La politica gestionale del fondo può essere sintetizzata attraverso i seguenti principali indicatori:

	Media	Minima	Massima
% Azioni	64,5	56,7	87,1
% Altri titoli di debito	11,2	1,1	23,9

Operatività in strumenti derivati

Nel corso del periodo considerato, si è fatto ampio ricorso ad un'operatività in strumenti finanziari derivati (nello specifico, contratti *futures* sull'indice Ftse Mib).

Andamento del patrimonio

L'andamento del patrimonio del fondo si può così sintetizzare (dati in migliaia di euro):

Inizio Periodo	Fine Periodo	Raccolta Netta
23.066	25.533	5.388

Nel primo semestre 2020, il fondo Investitori Piazza Affari ha evidenziato una performance pari al -16,80%.

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INVESTITORI PIAZZA AFFARI AL 30/06/2020 SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2020		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	24.342.521	95,221%	22.145.647	95,894%
A1. Titoli di debito	3.646.552	14,264%	251.018	1,087%
A1.1 Titoli di Stato				
A1.2 Altri	3.646.552	14,264%	251.018	1,087%
A2. Titoli di capitale	20.695.969	80,957%	21.675.845	93,860%
A3. Parti di OICR			218.784	0,947%
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	5.068	0,020%	4.095	0,018%
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	5.068	0,020%	4.095	0,018%
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	698.744	2,733%	477.564	2,068%
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	698.744	2,733%	477.564	2,068%
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 LIQUIDITA'	460.538	1,802%	463.098	2,005%
F1. Liquidità disponibile	135.986	0,532%	387.323	1,677%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	324.552	1,270%	75.776	0,328%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare			-1	0,000%
G. ALTRE ATTIVITA'	57.180	0,224%	3.389	0,015%
G1. Ratei attivi	57.180	0,224%	3.389	0,015%
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre				
TOTALE ATTIVITA'	25.564.051	100,000%	23.093.793	100,000%

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2020	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
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 I PARTECIPANTI		1.494
M1. Rimborsi richiesti e non regolati		1.494
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	30.984	26.625
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	30.910	26.615
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	74	10
TOTALE PASSIVITA'	30.984	28.119
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	25.533.067	23.065.674
Numero delle quote in circolazione	4.877.235,789	3.665.868,210
Valore unitario delle quote	5,235	6,292

Movimenti delle quote nell'esercizio -	
Quote emesse	1.646.548,853
Quote rimborsate	435.181,274

Elenco analitico dei principali strumenti finanziari detenuti dal Fondo

Titoli	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale attività
ENEL SPA	EUR	175.000	1.343.650	5,256%
AMPLIFON SPA	EUR	52.000	1.232.920	4,823%
BUZZI UNICEM SPA-RSP	EUR	96.700	1.069.502	4,184%
ENI SPA	EUR	125.000	1.061.250	4,151%
POSTE ITALIANE SPA	EUR	130.000	1.006.200	3,936%
ERG SPA	EUR	47.000	901.930	3,528%
SNAM SPA	EUR	205.000	888.470	3,475%
TELECOM ITALIA-RSP	EUR	2.450.000	845.250	3,306%
PRYSMIAN SPA	EUR	40.000	824.800	3,226%
STMICROELECTRONICS NV	EUR	32.000	775.040	3,032%
DIASORIN SPA	EUR	4.300	732.720	2,866%
MEDIOBANCA SPA	EUR	110.000	702.900	2,750%
INTESA SANPAOLO	EUR	375.000	638.850	2,499%
FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES NV	EUR	65.000	581.360	2,274%
LEONARDO SPA	EUR	93.000	548.700	2,146%
SESA SPA	EUR	10.000	536.000	2,097%
ASSICURAZIONI GENERALI	EUR	39.000	525.330	2,055%
TAMBURI INVESTMENT PARTNERS	EUR	90.000	523.800	2,049%
FERRARI NV	EUR	3.400	516.290	2,020%
CAMPARI MILANO 2.75% 15-30/09/2020	EUR	500.000	500.195	1,957%
EXOR NV	EUR	9.500	482.980	1,889%
INTESA SANPAOLO 5.15% 10-16/07/2020	EUR	450.000	449.883	1,760%
INFRASTRUTTURE WIRELESS ITAL	EUR	50.000	446.000	1,745%
INTERPUMP GROUP SPA	EUR	16.000	423.040	1,655%
FCA CAPITAL IRE 1.25% 16-21/01/2021	EUR	400.000	399.744	1,564%
IREN SPA	EUR	180.000	397.080	1,553%
BRUNELLO CUCINELLI SPA	EUR	15.000	396.600	1,551%
INTESA SANPAOLO 0.75% 19-04/12/2024	EUR	400.000	394.416	1,543%
A2A SPA	EUR	300.000	378.150	1,479%
TELECOM ITALIA 3.625% 16-19/01/2024	EUR	300.000	311.154	1,217%
ENEL FIN INTL NV 1.125% 19-17/10/2034	EUR	300.000	309.024	1,209%
RAI WAY SPA	EUR	52.000	304.200	1,190%
SOMEC SPA	EUR	14.200	260.570	1,019%
ALERION CLEANPOWER 3.125% 19-19/12/2025	EUR	245.000	246.372	0,964%
ENAV SPA	EUR	60.000	240.720	0,942%
NEXI SPA	EUR	15.000	231.000	0,904%
SARAS SPA	EUR	320.000	224.000	0,876%
ESSILORLUXOTTICA	EUR	1.900	217.075	0,849%
TELECOM ITALIA SPA	EUR	600.000	209.820	0,821%
CIR SPA-COMPAGNIE INDUSTRIAL	EUR	500.000	208.000	0,814%
CDP RETI SRL 1.875% 15-29/05/2022	EUR	200.000	202.590	0,792%
ESSELUNGA SPA 1.875% 17-25/10/2027	EUR	200.000	197.800	0,774%
ESSELUNGA SPA 0.875% 17-25/10/2023	EUR	200.000	196.992	0,771%
JUVENTUS FOOTBALL CLUB SPA	EUR	200.000	184.840	0,723%
FINECOBANK SPA	EUR	14.000	168.210	0,658%
FALCK RENEWABLES SPA	EUR	30.000	163.200	0,638%
DIGITAL MAGICS SPA	EUR	37.600	163.184	0,638%
HERA SPA 0.875% 19-05/07/2027	EUR	150.000	152.439	0,596%
AZIMUT HOLDING 2% 17-28/03/2022	EUR	150.000	150.040	0,587%
EDISON SPA-RSP	EUR	140.000	127.680	0,499%
TOTALE			23.991.960	93,850%
Altri titoli			355.629	1,391%
TOTALE PORTAFOGLIO			24.347.589	95,241%
TOTALE ATTIVITA'			25.564.051	

TRASPARENZA SULL'USO DELLE OPERAZIONI DI FINANZIAMENTO TRAMITE TITOLI E DEI TOTAL RETURN SWAP NELL'INFORMATIVA PERIODICA DEGLI OICR

Alla data di riferimento della relazione periodica, il Fondo non presenta posizioni aperte relative ad operazioni di *Finanziamento tramite titoli* e *Total Return Swap* e non ha fatto ricorso a tali strumenti nel periodo di riferimento (UE 2015/2365 /Regolamento SFT).

Il presente fascicolo è composto da n. 52 pagine

INVESTITORI SGR S.p.A.



Prof. Paolo Domenico Sfameni
(Presidente)

