

FONDI INVESTITORI SGR

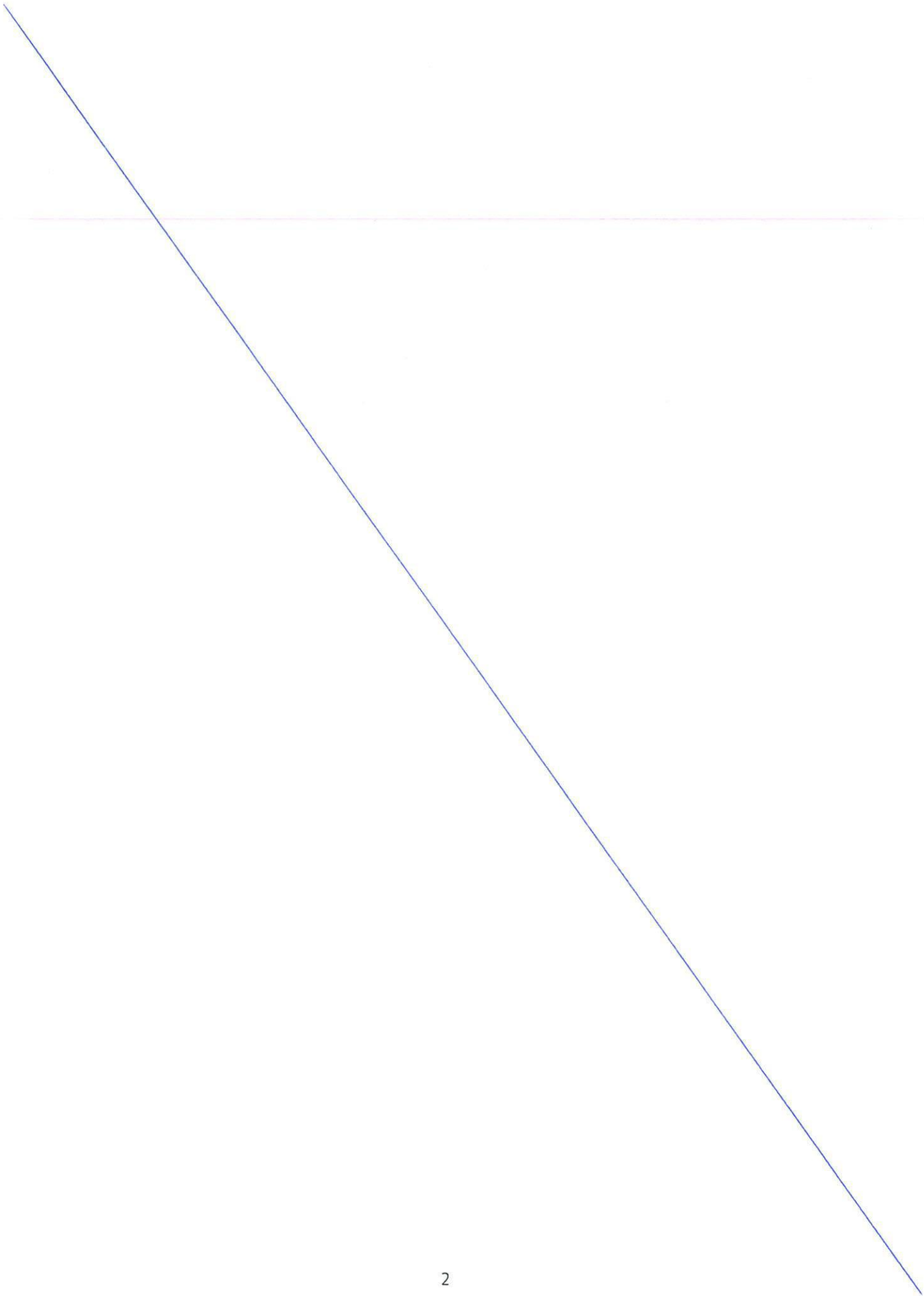
Relazione Semestrale al 30 giugno 2021

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



PREFAZIONE

Il presente fascicolo, che riguarda le Relazioni Semestrali al 30/06/2021 dei 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:	7
Relazione degli Amministratori - Considerazioni Generali – Principi contabili e Criteri di Valutazione	
Parte Seconda:	19
Relazione degli Amministratori sulle politiche di gestione del Fondo e Prospetti Contabili	
• INVESTITORI Europa	20
• INVESTITORI America	26
• INVESTITORI Far East	32
• INVESTITORI Flessibile	38
• INVESTITORI Piazza Affari	45

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
Pietro Scott IOVANE	Amministratore Delegato
Giacomo CAMPORA	Consigliere
Bettina CORVES WUNDERER	Consigliere
Luigi Pierfranco CAMPIGLIO	Consigliere - indipendente
Marcello MESSORI	Consigliere - indipendente
Franco NICCOLI DABBENE	Consigliere
Piero BOTTO	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

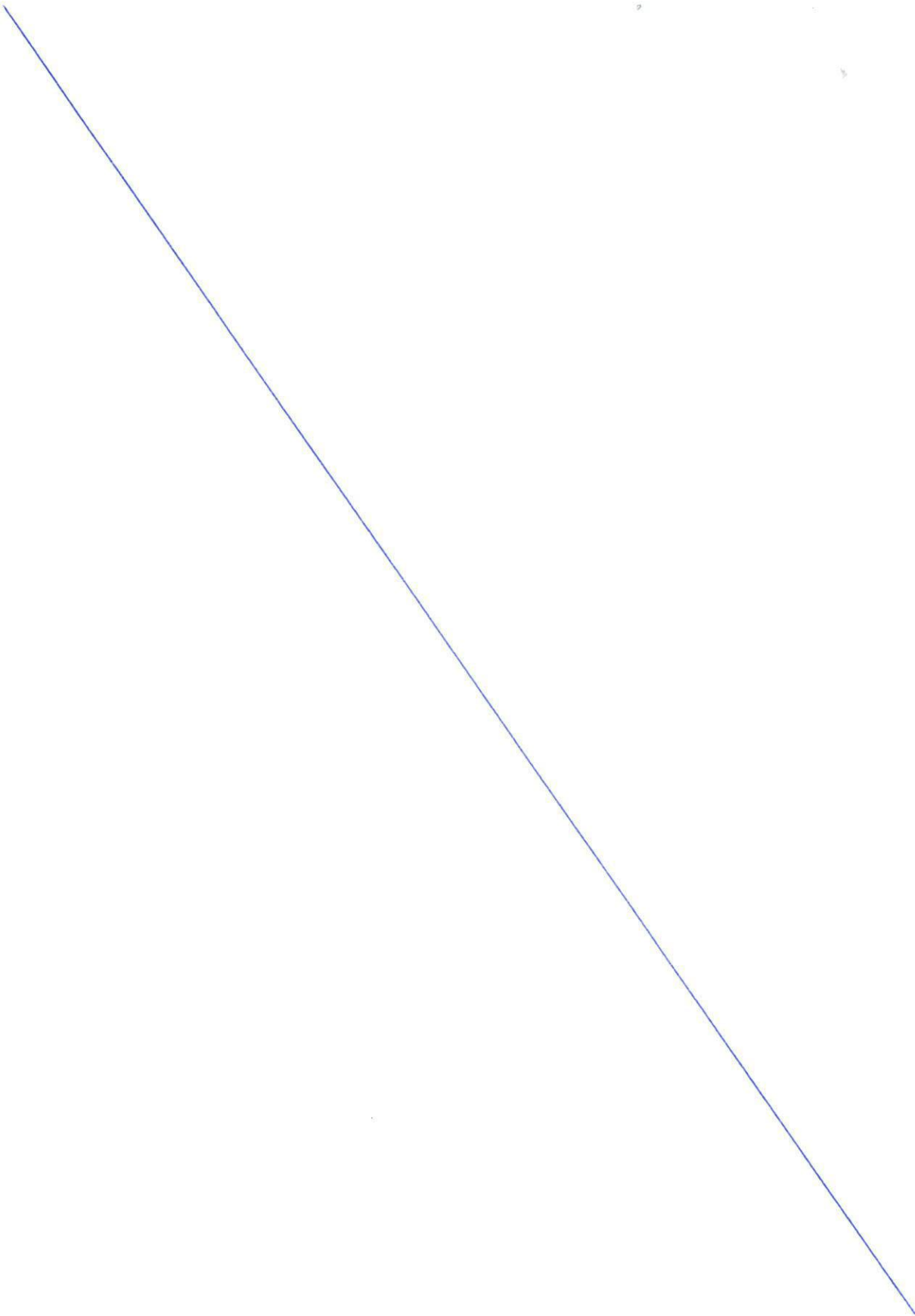
Emanuele Vizzini

La Società di revisione

PricewaterhouseCoopers SpA Sede legale e amministrativa – Piazza Tre Torri, 2 - 20145 Milano

Il Depositario

BNP Paribas Securities Services S.C.A. Sede legale – Piazza Lina Bo Bardi, 3 – 20124 Milano



H

investitori sgr

PARTE PRIMA

Relazione degli amministratori

- Considerazioni generali

Relazione semestrale
al 30 giugno 2021

Relazione degli Amministratori

Considerazioni generali

1. Il quadro macroeconomico globale
2. L'andamento dei mercati finanziari

Relazione degli Amministratori

Considerazioni generali

Il quadro macroeconomico globale

Nel corso del primo semestre del 2021 le economie dei paesi del G20 hanno continuato ad essere condizionate dalle conseguenze della pandemia di Covid-19 che, sviluppatasi in Cina sul finire del 2019, si è rapidamente propagata a livello mondiale contagiando oltre centottanta milioni di persone e causando quasi quattro milioni di vittime accertate. Il virus continua ad essere tutt'oggi in progressiva diffusione senza che esistano al momento cure specifiche e l'evoluzione dei contagi resta incerta; tuttavia sono stati individuati alcuni vaccini la cui adozione su vasta scala, in corso di implementazione soprattutto nei paesi sviluppati, lascia ben sperare per la dinamica futura della pandemia. Per contrastare questa emergenza sanitaria globale quasi tutti i paesi hanno fatto ricorso a più riprese a politiche di distanziamento sociale e di isolamento, con conseguenze economiche negative sia dal lato della domanda che dal lato dell'offerta, che tuttavia sono risultate molto meno marcate rispetto al primo semestre del 2020 anche grazie agli effetti dei mastodontici interventi di politica monetaria e fiscale posti in essere da governi e banche centrali.

Nei primi sei mesi del 2021 le economie mondiali hanno quindi potuto proseguire il percorso di progressivo recupero iniziato nella seconda metà dell'anno precedente anche se permangono elementi di grande incertezza circa la traiettoria e l'entità del miglioramento stante l'estrema eccezionalità della situazione.

In particolare, nel primo trimestre del 2021 il PIL dei paesi del G20 ha mostrato un incremento del 5,7% a/a^(*) rispetto al -3,8% a/a dell'anno precedente, mentre per il secondo il *consensus* si attende un incremento del 10,1% a/a che si confronta con il crollo del -17,7 a/a fatto registrare nel corrispondente periodo del 2020. Per la seconda metà dell'anno ci si attende una crescita ancora sostenuta ancorché in progressiva decelerazione, con variazioni di +5,8% e di +4,7% a/a rispettivamente nel terzo e nel quarto trimestre. A livello geografico il primo semestre 2021 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 sostenere i settori più colpiti: in particolare, le economie emergenti hanno generato una performance migliore della media mondiale soprattutto grazie alla Cina; nei paesi sviluppati, si è invece assistito ad un primo trimestre ancora in calo per Giappone e Gran Bretagna, mentre la crescita è accelerata significativamente nel secondo trimestre, anche grazie all'effetto base rispetto ai dati del 2020.

In un contesto di uscita dalla pesante recessione globale l'inflazione a livello aggregato mostra segnali di ripresa; nel secondo trimestre l'indice *Cpi headline* dei paesi del G20 dovrebbe infatti attestarsi a 3,3% a/a, in netta risalita rispetto al +1,1% a/a fatto registrare nel quarto trimestre 2020. Significativo in particolare il dato degli Stati Uniti, con una variazione del 4,3% per il secondo trimestre rispetto all'1,3% a/a di fine 2020.

La ripresa dell'attività economica si è ovviamente ripercossa anche sui prezzi delle materie prime; l'indice *Refinitiv / Core Commodity Crb Index* in dollari e infatti salito del 27,2% in dollari e del 31,2% in euro. L'indice ha mostrato una accelerazione progressiva grazie in particolare all'andamento dei prezzi dei metalli industriali e del petrolio.

Nonostante il significativo recupero dell'attività economica le maggiori banche centrali mondiali hanno mantenuto politiche monetarie estremamente accomodanti, mentre la ripresa dell'inflazione ha innescato rialzi dei tassi ufficiali in alcune economie emergenti quali Brasile e Russia.

- **Stati Uniti** – Il Pil reale statunitense ha fatto registrare nel primo trimestre una variazione di +0,4% a/a, sostanzialmente in linea con il +0,3% a/a fatto registrare nel periodo corrispondente dell'anno precedente; per il secondo trimestre è prevista una crescita stimata del 13% a/a rispetto al -9% a/a del corrispondente periodo del 2020, cui dovrebbero seguire incrementi prossimi al 7% nei due trimestri successivi. La variazione del Pil attesa per il 2021 dovrebbe quindi attestarsi a +6,6% a/a, in recupero rispetto al -3,5% dell'anno precedente. La ripresa economica appare confermata dall'andamento degli indici PMI di giugno, con il dato manifatturiero a 60,6 (da 58,7 di gennaio) e quello non manifatturiero a 60,1 (da 57,7 a dicembre dello scorso anno), evidenziando un livello molto sostenuto di attività economica. Per quanto riguarda il mercato del lavoro il tasso di disoccupazione ha continuato la sua progressiva discesa raggiungendo un minimo di 5,8% a fine maggio rispetto al 6,7% di dicembre 2020, per poi risalire modestamente a giugno (5,9%).

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

La creazione di nuovi posti di lavoro in settori non agricoli ha mostrato un andamento altalenante: da un dato negativo di oltre 300.000 unità a dicembre 2020 è salita oltre le 780.000 unità a marzo, per poi ridiscendere a 269.000 ad aprile e terminare il semestre a 850.000. Anche l'andamento dell'indice di fiducia dei consumatori elaborato dal Conference Board ha visto una netta risalita, attestandosi a 127,3 a giugno rispetto a 87,1 di fine 2020. La politica monetaria della Federal Reserve è rimasta estremamente accomodante, con acquisti di titoli di stato e assimilati per complessivi 120 miliardi di dollari al mese; nel contesto della ripresa economica in atto e dell'accelerazione dell'inflazione alcune dichiarazioni recenti da parte di membri del board lasciano presagire possibili aggiustamenti da realizzarsi nel corso del 2022.

- Europa** – Nel primo semestre del 2021 l'attività economica europea ha evidenziato una progressiva accelerazione, continuando il trend già mostrato nella seconda parte del 2020. Nel primo trimestre il Pil reale dell'Eurozona è risultato in contrazione (-1,3% a/a) ma in miglioramento rispetto al -3,3% a/a fatto registrare nei primi tre mesi del 2020; nel secondo trimestre il *consensus* si attende un forte incremento (+12,9% a/a) anche grazie all'effetto base (-14,6% a/a nel secondo trimestre del 2020). Per il terzo e quarto trimestre ci si attende rispettivamente una crescita pari a 2,6% e 4,7% a/a, che dovrebbe condurre ad un incremento su base annua del 4,5% rispetto al calo del 6,5% a/a del 2020. Il semestre ha evidenziato qualche lieve progresso dal lato occupazionale: il dato più recente del tasso di disoccupazione si è infatti attestato a 7,9%, in calo rispetto all'8,2% di fine 2020. L'indice Pmi di attività manifatturiera dell'area è salito nel corso del semestre, attestandosi a 63,4 nel mese di giugno rispetto a 55,2 di fine 2020, andamento coerente con una progressiva accelerazione dell'attività produttiva. In graduale miglioramento anche la performance economica della Gran Bretagna; dopo un primo trimestre fortemente penalizzato dalla pandemia (-6,6% a/a) le stime di *consensus* mostrano con una crescita reale pari a +22,3% per il trimestre concluso a giugno; nel secondo semestre ci si attende una crescita ancora sostenuta, di poco superiore al 7% a/a; per l'intero 2021 l'incremento del Pil reale britannico dovrebbe quindi attestarsi a +6,7% a/a che si rapporta al -10,1% a/a fatto registrare nel 2020. La Bank of England ha confermato la propria politica monetaria estremamente accomodante mantenendo stabile a 0,10% il tasso ufficiale; anche la BCE ha proseguito nel corso del semestre i piani di acquisto di titoli di stato dei paesi dell'Eurozona, confermando la propria postura fortemente espansiva.
- Giappone** – Nel primo trimestre il Pil reale dell'economia giapponese si è contratto dell'1,6% a/a, con un miglioramento rispetto al -2,1% a/a fatto registrare nel primo trimestre del 2020 anche se ancora penalizzato dalle conseguenze delle restrizioni connesse alla pandemia. In base alle attese di *consensus* il secondo trimestre dovrebbe aver fatto registrare una crescita del 7,2% a/a che si paragona al -10,1% a/a nello stesso periodo dell'anno scorso. Nella rimanente parte del 2021 la crescita dovrebbe mantenersi a livelli positivi ma in decelerazione, portando la variazione per l'anno a +2,5% a/a rispetto a -4,7% a/a fatto registrare nell'anno precedente. L'indice di fiducia dei consumatori ha continuato l'andamento di progressivo recupero, passando da 32 di dicembre 2020 a 37,4 di giugno, così come l'indice Pmi, rappresentativo dell'attività manifatturiera, attestatosi a 52,4 a giugno rispetto a 50 di fine 2020. In questo contesto economico la *Bank of Japan* ha confermato una politica monetaria estremamente accomodante, delegando principalmente alla politica fiscale il compito di agevolare la ripresa economica e l'uscita dalla recessione.
- Paesi Emergenti** – Le economie emergenti hanno evidenziato ritmi di attività economica superiori alla media mondiale, anche se con andamenti differenziati in funzione degli impatti rivenienti dall'emergenza pandemica; nel primo trimestre di quest'anno l'incremento del Pil reale, riferito ai paesi Bric, è risultato pari a +13,3% a/a, che si confronta con il -4,2% a/a fatto registrare nel periodo corrispondente del 2020. Per il secondo trimestre ci si attende un'altra forte crescita (+9,8% a/a), con una progressiva decelerazione nel secondo semestre anche a causa dell'effetto base. Per l'intero 2021 la crescita dovrebbe quindi attestarsi a +5,7% a/a, in forte accelerazione rispetto al +1,6% a/a del 2020. L'indice Pmi manifatturiero dei Paesi Emergenti, pubblicato da Markit, è sceso lievemente nel corso del semestre, attestandosi ad un livello di 51,3 rispetto a 52,8 di fine 2020, valore indicativo di una fase di moderata espansione ciclica. Le condizioni economiche dei principali paesi dell'area non risultano omogenee così come i trend di inflazione e le politiche monetarie adottate, con alcune banche centrali che hanno mantenuto invariati i tassi ufficiali ed altre invece più attivamente impegnate in un percorso di rimozione progressiva degli stimoli monetari. In particolare, in Cina il primo trimestre si è concluso con una crescita del Pil reale del 18,3% a/a mentre per il secondo ci si attende un incremento del 7,7% a/a cui dovrebbero seguire crescite del 6% e del 5% a/a nei rimanenti due trimestri dell'anno, portando ad una variazione annua dell'8,5% a/a in netto miglioramento rispetto al +2,3% a/a del 2020. L'indice PMI manifatturiero si è

attestato a 50,9 a giugno, in lieve discesa rispetto al 51,9 di fine 2020. Nel corso del semestre la banca centrale ha mantenuto invariati i tassi ufficiali mantenendo inoltre uno stretto controllo degli aggregati monetari per prevenire spinte inflattive e squilibri nel contesto macroeconomico. In Brasile nel primo trimestre la variazione del Pil si è attestata a +1,0% a/a cui dovrebbe seguire un dato di 12,6% a/a nel trimestre finito a giugno. La crescita dovrebbe calare gradualmente nella seconda metà dell'anno; per l'intero 2021 il consensus si attende un incremento del Pil del 5,1% a/a rispetto al -4,1% a/a fatto registrare nell'anno precedente a seguito degli effetti della pandemia. In un contesto di ripresa dell'inflazione nel corso del semestre la banca centrale brasiliana ha rialzato per tre volte il tasso di intervento, portandolo a 4,25% rispetto al 2% di inizio anno. Anche la banca centrale russa ha iniziato un nuovo percorso di rialzo del tasso ufficiale in conseguenza della ripresa dell'inflazione, portandolo al 5,5% rispetto al 4,25% di fine 2020. In ripresa il Pil reale, passato da una variazione negativa dello 0,7% a/a nel primo trimestre al +8,5% a/a atteso per il secondo e con una variazione annua attesa a +3,4%. Nonostante il tragico bilancio in termini di perdite di vite umane anche in India si è evidenziato un percorso di ripresa economica: nel corso del primo trimestre la crescita del Pil si è infatti attestata a +1,6% a/a, cui dovrebbe seguire un incremento del 19,4% a/a nel trimestre concluso a giugno. Per la parte rimanente di quest'anno ci si attende una attività economica ancora sostenuta che dovrebbe portare la crescita annuale a +9,2% a/a, in recupero rispetto al -7,5% fatto registrare nell'anno precedente.

L'andamento dei mercati finanziari

1) Mercati valutari

- Il primi sei mesi del 2021 sembrano essere stati, per i mercati valutari mondiali, un periodo di assestamento dopo un 2020 caratterizzato da ampi e spesso violente variazioni dei tassi di cambio. Nei primi mesi dell'anno scorso, l'emergere del COVID-19 e l'estendersi dei contagi hanno portato a massicci acquisti delle valute ritenute più sicure, come dollaro USA, franco svizzero e, in qualche misura, yen, che si sono ovviamente apprezzate. L'efficacia delle misure di contenimento dei contagi, la rapida messa a punto dei vaccini, la tempestività e l'ampiezza degli interventi di sostegno di governi nazionali, istituzioni internazionali e banche centrali hanno limitato la durata della fase più acuta della crisi e stimolato una ripresa delle attività produttive molto rapida e vigorosa. I flussi finanziari internazionali sono così andati normalizzandosi e la propensione per le divise difensive ha cominciato a riassorbirsi. I mercati valutari stanno così tornando a focalizzarsi sui fondamentali, concentrandosi sui differenziali di crescita, di inflazione e di tassi di interesse. Le divise di riferimento hanno così evidenziato, nel corso del primo semestre dell'anno, la tendenza a muoversi all'interno di range di oscillazione molto più ristretti rispetto alla fase precedente. Il dollaro USA, ancora protagonista del mercato, ha iniziato il 2021 attorno ai minimi di periodo, non più toccati dal 2018, dopo aver completamente ritracciato i rialzi degli scorsi anni. Ha poi oscillato senza una direzione precisa fino a metà giugno quando, in occasione del meeting del Federal Open Market Committee, la Federal Reserve ha comunicato una svolta in senso restrittivo della propria politica monetaria. La Banca Centrale non è intervenuta sui tassi di interesse ufficiali, apportando solo piccole variazioni tecniche di due tassi di mercato monetario. I membri del FOMC hanno però modificato significativamente le proprie proiezioni sui tassi di interesse. Il valore mediano ora indica rialzi dei tassi ufficiali per 50 punti base complessivi nel corso del 2023, mentre otto membri su diciotto ne prevedono, per lo stesso anno, almeno 75. Ben sette membri hanno poi indicato rialzi dei tassi per il 2022. Il presidente Powell ha dichiarato che il Committee ha discusso i risultati raggiunti dal programma di acquisti di titoli; questo accenno è stato interpretato da molti come l'avvio del dibattito sulla riduzione delle dimensioni del programma stesso. I mercati non attendevano uno sviluppo in questo senso nella fase attuale, e hanno reagito immediatamente con un netto rafforzamento del dollaro. 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, nel periodo ha descritto un trading range piuttosto ristretto e ha chiuso con un

rialzo del 1,9%. Nel semestre, il dollaro si è apprezzato del 3% rispetto all'euro, del 7,6% rispetto allo yen e del 4,5% sul franco svizzero. Di poco più di un punto percentuale il deprezzamento nei confronti della sterlina. Euro in tendenziale indebolimento, dopo i rialzi della seconda parte dell'anno scorso, nei primi sei mesi del 2021. Ha pesato sulla divisa comune una ripresa economica ancora incerta, con il Pil dell'area dell'euro che nel primo trimestre si è ridotto dello 0,3% rispetto al trimestre precedente. Le attese di consensus accreditano all'area un forte rimbalzo della crescita dal secondo trimestre e per la parte restante dell'anno, grazie anche alle risorse messe a disposizione dal fondo New Generation EU. La Banca Centrale Europea ha comunque comunicato di ritenere necessario continuare a sostenere la crescita garantendo condizioni finanziarie favorevoli. La prospettiva, quindi, è quella di una normalizzazione della politica monetaria che richiederà tempi ancora più protratti rispetto alle altre aree valutarie. Sul piano politico, poi, qualche sviluppo imprevisto potrebbe scaturire dalle elezioni tedesche del prossimo settembre. Su base trade-weighted l'euro si è deprezzato nel periodo – secondo il Bloomberg Euro Index – di oltre due punti percentuali. La divisa comune ha chiuso il semestre in ribasso del 2,9% rispetto al dollaro e del 4,1% rispetto alla sterlina; rialzi, invece, sullo yen (4,4%) e sul franco svizzero (1,4%). Yen in calo rispetto a tutte le divise maggiori nella prima metà dell'anno. La divisa giapponese sconta le difficoltà di un Paese ancora alle prese con la crisi pandemica. I ritardi nell'approvazione dei vaccini hanno ostacolato la campagna di vaccinazioni, con la conseguente necessità di mantenere lo stato di emergenza in molte zone del Paese. Le vendite al dettaglio continuano a diminuire, e il Pil del primo trimestre è risultato in calo del 1% rispetto al trimestre precedente. La Bank of Japan continua a mantenere una politica monetaria eccezionalmente espansiva che, con un tasso di inflazione ancora negativo, pare destinata a durare a lungo. La situazione politica potrebbe portare a nuove elezioni in autunno. Non sorprendono, quindi, al termine del primo semestre, deprezzamenti dell'ordine di 7 punti percentuali contro il dollaro, di 8 punti contro la sterlina e di 4 contro l'euro. Nel periodo, la perdita media su base trade-weighted è stata del 6,1%. Inizio d'anno favorevole alla sterlina, nel clima positivo determinato dal raggiungimento dell'accordo sui rapporti tra Regno Unito e Unione Europea dopo la Brexit. L'accordo, siglato negli ultimi giorni del 2020, ha trovato applicazione dall'inizio di quest'anno, quando il Regno Unito ha lasciato il mercato unico e l'unione doganale. Aver evitato il rischio di un "no-deal" ha indotto un rialzo della sterlina che si è protratto per tutto il primo trimestre dell'anno, sostenuto dall'ottimo andamento della campagna di vaccinazioni e dalla conseguente prospettiva di un rapido superamento delle misure di contenimento dei contagi. La Bank of England ha lasciato invariata la propria politica monetaria sia per quello che riguarda il livello dei tassi di interesse sia per gli acquisti di titoli; i ripetuti dissensi nel Monetary Policy Committee hanno comunque alimentato attese di una svolta in senso restrittivo della politica monetaria da attuare in tempi non troppo lontani, e presumibilmente prima di altre Banche Centrali. Al termine del primo semestre la sterlina è risultata in rialzo del 1,1% sul dollaro, del 4,2% sull'euro e del 8,9% sullo yen. L'indice Pound elaborato da Bloomberg ha fatto registrare un rialzo su base trade-weighted di quasi il 3%. Franco svizzero debole nel corso del primo semestre del 2021. Nei primi due mesi dell'anno, esauritasi la fase più virulenta della pandemia, la valuta ha perso molto terreno nei confronti di tutte le altre divise G10, con l'eccezione dello yen. Il franco si è indebolito anche a seguito dell'azione della Banca Nazionale Svizzera che, oltre a mantenere i tassi ufficiali al -0,75%, è intervenuta sul mercato con acquisti di valute volti ad impedire un rafforzamento eccessivo della propria divisa. Il franco ha così perso oltre il 5% rispetto alla sterlina, il 4,3% rispetto al dollaro e 1,4 punti percentuali rispetto all'euro. Quasi del 3% il rialzo rispetto allo yen. Renminbi in apprezzamento nei confronti tanto delle valute G10 quanto di quelle dei paesi emergenti. L'indice MSCI Emerging Markets Currency ha chiuso il semestre con un risultato, in dollari, di poco superiore al 1%. In netto rialzo real brasiliano, rand sudafricano e rublo. Particolarmente deboli lira turca e peso argentino.

	Eur/Usd	Eur/Gbp	Eur/Yen	Usd/Yen
Var. %	-2,93%	-4,06%	4,46%	7,61%

2) Mercati obbligazionari

- Andamento contrastato e risultati nel complesso poco soddisfacenti per i mercati obbligazionari internazionali nel primo semestre del 2021. Nel periodo, i tassi di interesse hanno continuato a subire la pressione di prospettive sempre più concrete di ripresa dell'economia globale. Le politiche monetarie eccezionalmente espansive delle Banche Centrali, gli energici piani di sostegno di governi e istituzioni internazionali, parallelamente alla rapida approvazioni dei vaccini contro il COVID-19 e all'avvio delle campagne di vaccinazione hanno portato a sistematiche revisioni al rialzo dei tassi di crescita attesi, soprattutto nelle aree dove il grado di copertura vaccinale della popolazione ha consentito di ridurre più velocemente le misure di distanziamento sociale. Le prospettive di ripresa della congiuntura in molti Paesi avanzati ed in Cina hanno portato a forti rialzi dei prezzi dell'energia e delle materie prime industriali, alimentando timori crescenti di rialzi dei prezzi al consumo. Si è aperta così una fase durante la quale le curve dei tassi governativi hanno evidenziato una netta tendenza al rialzo e all'irripidimento. Successivamente, pur perdurando gli stimoli monetari e fiscali, le attese di crescita si sono consolidate e i timori di un surriscaldamento dell'economia globale sono andati attenuandosi. Il rialzo dei rendimenti di mercato si è in parte riassorbito, soprattutto negli Stati Uniti, e i mercati internazionali dei titoli governativi hanno recuperato una parte del terreno perso nei primi mesi del periodo. Molto più lineare l'andamento dei mercati delle obbligazioni societarie, coinvolti nel movimento al rialzo degli asset rischiosi. Negli Stati Uniti l'anno si è aperto con un immediato movimento al rialzo dei rendimenti di mercato dei titoli governativi innescato dal completamento della transizione politica. Chiusa la fase Trump, le inattese vittorie nelle elezioni senatoriali hanno fatto conseguire al partito Democratico, che già controllava la Camera dei Rappresentanti, la maggioranza anche al Senato. Il completo controllo del Congresso da parte dei Democratici è stato subito visto come un fattore favorevole alla rapida realizzazione dei piani di sostegno all'economia della nuova amministrazione. Di portata particolarmente ampia i pacchetti di interventi presentati nel primo semestre dalla presidenza Biden: dopo l'"American Rescue Plan" approvato in marzo, e che ha destinato 1.900 miliardi di dollari a famiglie, imprese e amministrazioni pubbliche, in giugno è stato lanciato un piano che prevede investimenti per quasi 1.000 miliardi di dollari in un arco di 5 anni in interventi su infrastrutture fisiche come strade, ponti e reti elettriche. Sul lato della politica monetaria, la Federal Reserve ha mantenuto sostanzialmente invariata la propria stance per gran parte del semestre. Il range l'obiettivo per il tasso sui Fed Fund è rimasto a 0 – 0.25 punti percentuali, ed il programma di acquisti di titoli governativi e mortgage-backed security è proseguito. Tuttavia, quanto emerso dal meeting del Federal Open Market Committee della Federal Reserve del 15 e 16 giugno è apparso come una svolta in senso inequivocabilmente restrittivo. La Banca Centrale non ha modificato i tassi di interesse ufficiali, apportando solo piccole variazioni tecniche di due tassi di mercato monetario. I membri del FOMC hanno rivisto al rialzo le previsioni di crescita del Pil e di inflazione per i prossimi anni e, soprattutto, hanno modificato significativamente le proprie proiezioni sui tassi di interesse. Il valore mediano ora indica rialzi dei tassi ufficiali per 50 punti base complessivi nel corso del 2023, mentre otto membri su diciotto ne prevedono, per lo stesso anno, 75 o più. Ben sette membri hanno poi indicato rialzi dei tassi per il 2022. Il presidente Powell ha dichiarato che il Committee ha discusso i risultati raggiunti dal programma di acquisti di titoli; questo accenno è stato interpretato da molti come l'avvio del dibattito sulla riduzione delle dimensioni del programma stesso. I mercati non attendevano uno sviluppo in questo senso nella fase attuale, e hanno reagito immediatamente con un netto rafforzamento del dollaro e con bruschi movimenti dei tassi di interesse. Nel semestre, i rendimenti di mercato dei titoli governativi degli Stati Uniti hanno fatto registrare incrementi piuttosto accentuati, più ampi per le scadenze a medio e a lungo termine; il segmento della curva tra i cinque e i dieci anni ha subito una traslazione verso l'alto di almeno mezzo punto percentuale. Il rendimento dei Treasury a dieci anni ha proseguito il lungo movimento di rialzo dal minimo dello 0,50% toccato nell'agosto dello scorso anno fino a raggiungere il livello di 1,77% a fine marzo. Da allora, una fase di moderato ritracciamento lo ha riportato a fine semestre al disotto del 1,50%. Questo nonostante la diffusione di dati di inflazione che hanno raggiunto per il mese di maggio il 5% su base annuale, segnando un massimo di lungo periodo. In questo contesto, il complesso dei titoli governativi con scadenza di almeno un anno ha conseguito nel primo semestre del 2021 un

risultato medio ponderato negativo di oltre il 2,5%. Inferiori allo zero i ritorni di periodo di tutti i segmenti della curva, con le scadenze oltre i dieci anni prossime a una perdita di periodo di otto punti percentuali. Risultati mediamente migliori per le obbligazioni societarie in dollari, sostenute dalla abbondante liquidità messa a disposizione del sistema e da una buona situazione reddituale degli emittenti degli Stati Uniti. Il complesso delle emissioni high yield ha fatto registrare un rendimento di periodo dell'ordine del 3,5%. Negativo, all'opposto, il risultato del comparto investment grade che, pur riducendo i differenziali di rendimento rispetto ai titoli governativi, ha chiuso il semestre con oltre un punto percentuale di perdita. Nei primi sei mesi dell'anno l'area dell'euro ha vissuto una fase di faticosa ripresa dell'attività economica, appesantita dalle difficoltà nell'avvio delle campagne vaccinali e dalla diffusione della variante del coronavirus. Il Pil dell'area ha subito nel primo trimestre del 2021 una contrazione del Pil dello 0,3% che, dopo il calo del trimestre precedente, ha delineato un quadro di recessione tecnica. Gli interventi di stimolo fiscale e monetario, già diffusi ed energici, sono stati intensificati. L'Unione Europea ha lanciato il fondo Next Generation EU, che prevede sovvenzioni e prestiti ai Paesi membri per 750 miliardi di euro, fondi che saranno erogati già da quest'anno, e per i due anni successivi. Il finanziamento del fondo prevede il ricorso anche a titoli obbligazionari che rappresentano debito comune dall'Unione; la prima emissione di questa natura è avvenuta nel corso del mese di giugno, ed è stata bene accolta dal mercato. La Banca Centrale Europea ha mantenuto la politica monetaria estremamente espansiva adottata da tempo, confermando anche le misure non convenzionali. In particolare, l'ammontare degli acquisiti di titoli condotti nel quadro del Pandemic Emergency Purchase Programme è stato incrementato nel secondo trimestre dell'anno. Secondo quanto comunicato in occasione della riunione del Governing Council del 10 giugno, la Banca Centrale ritiene che la ripresa dell'attività economica nell'area dell'euro sia ancora incerta, e che debba quindi essere ancora sostenuta da condizioni finanziarie espansive. Nel semestre la curva dei tassi governativi dei paesi core dell'area, pur mantenendosi al disotto dello zero per un lungo tratto, ha evidenziato un movimento al rialzo di alcune decine di punti base, più accentuato per le scadenze a medio e a lungo termine. Il rendimento dei titoli governativi tedeschi a dieci anni, dopo aver iniziato il periodo attorno al -0,60%, ha raggiunto un massimo di -0,07% nella seconda metà di maggio, chiudendo il semestre attorno al -0,20%. Rendimenti correnti negativi e pressione sui corsi hanno fatto sì che il ritorno di periodo delle emissioni governative del complesso dei paesi membri dell'eurozona sia stato largamente inferiore allo zero. La perdita media ponderata è stata vicina ai tre punti percentuali, con estremi oltre il -6% per le scadenze più protratte. Deludenti anche i risultati dei singoli mercati nazionali dell'area: solo i titoli greci hanno fatto registrare ritorni superiori allo zero, anche se solo marginalmente. Da segnalare, tra i mercati periferici, l'andamento di quello italiano, che ha visto nel periodo una notevole variabilità dei differenziali di rendimento rispetto ai mercati core, anche in funzione della nuova fase politica apertasi con la nascita del governo guidato da Mario Draghi. Tra gennaio e febbraio, dopo le dimissioni di Antonio Conte, i mercati finanziari italiani hanno evidenziato una netta tendenza al rialzo, divenuta euforica dopo il conferimento del mandato a Draghi. Il differenziale di rendimento tra BTP e Bund a dieci anni, che con aveva iniziato il semestre attorno ai 110 punti base, si è rapidamente portato da oltre 120 punti a circa 90, livello non più raggiunto dal 2015. Preoccupazioni per l'andamento delle variabili della finanza pubblica italiana nella fase pandemica hanno causato un nuovo rialzo del differenziale nel corso del mese di maggio. In ogni caso, il rating del debito sovrano italiano è stato confermato da Standard & Poor's ("BBB" con outlook stabile), da Moody's ("Baa3" con outlook stabile) e da Fitch (BBB- con outlook stabile). L'Italia, inoltre, sarà il principale beneficiario dei fondi del Next Generation EU. Lo spread sui decennali si è ancora ridotto, e ha chiuso il semestre attorno ai 100 punti base. Negativi, anche se migliori rispetto ai mercati core, i rendimenti di periodo dei BTP, con una perdita media di oltre 1,5 punti percentuali. Particolarmente penalizzate le emissioni con scadenze oltre i dieci anni, con perdite nel complesso prossime al 4%. Il mercato delle obbligazioni societarie in euro ha chiuso il primo semestre del 2021 con risultati sensibilmente migliori rispetto ai titoli governativi, anche se non sempre soddisfacenti. Il comparto investment grade, pur riducendo i differenziali di rendimento, ha subito l'andamento al rialzo dei tassi di interesse e ha chiuso il periodo con risultati medi leggermente inferiori allo zero. Più brillante il comparto high yield, che ha fatto registrare nel semestre un ritorno medio

di circa il 3%. Risultati di periodo marginalmente negativi per il mercato dei titoli di stato giapponesi. La curva dei tassi governativi si è mantenuta per un lungo tratto al di sotto dello zero, e ha avuto nel periodo solo un modestissimo irripidimento. I ritardi nell'approvazione dei vaccini e nell'avvio delle campagne di vaccinazione hanno reso necessari nuovi periodi di stato di emergenza e il mantenimento delle misure di distanziamento sociale. Questo ha pesato sulla situazione congiunturale del Paese, che nel primo trimestre ha visto il Pil contrarsi di un punto percentuale. La Bank of Japan non ha potuto che mantenere la politica estremamente espansiva adottata da tempo e fondata sul "Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control". L'ampiezza del range di oscillazione dei tassi a dieci anni attorno allo zero è stato ampliato da 20 a 25 punti base. Le procedure di acquisto di ETF sono state rese più flessibili, eliminando il limite minimo di acquisti annui. I mercati obbligazionari emergenti hanno conseguito risultati di periodo nel complesso negativi, con una notevole dispersione dei valori relativi ai singoli Paesi. Particolarmente alta la pressione sul mercato turco, colpito dalle turbolenze politiche del periodo. Periodo positivo per il mercato globale delle obbligazioni convertibili, che ha potuto beneficiare dei corposi rialzi dei mercati azionari. L'indice Refinitiv global focus ha chiuso il semestre con un ritorno, misurato in dollari, dell'ordine del 3%. L'interesse per il comparto ha sostenuto anche il mercato primario.

	3-5 anni US	3-5 anni Euro	3-5 anni UK	3-5 anni Giappone
Var.% (valuta locale)	-0,95%	-0,58%	-1,12%	-0,03%
Var.% (in euro)	2,20%	-0,58%	3,13%	-4,09%

3) Mercati azionari

- Nei primi sei mesi del 2021 i mercati azionari mondiali hanno proseguito il vigoroso movimento di rialzo seguito al crollo causato, tra febbraio e marzo del 2020, dalla pandemia di COVID-19. Al diffondersi dei contagi, i timori di una recessione profonda e prolungata, se non di uno scardinamento dei sistemi sociali ed economici, avevano provocato ondate di vendite disordinate e portato gli indici azionari di riferimento a perdite dell'ordine del 30%. Il sostanziale successo delle misure di contenimento dei contagi, applicate a partire dalla Cina, gli energici interventi di governi, istituzioni internazionali e banche centrali a sostegno dell'economia e, successivamente, la rapida messa a punto dei vaccini hanno delineato la concreta prospettiva di una ripresa dell'attività economica molto più sollecita e robusta di quanto atteso. I mercati degli asset rischiosi si sono rapidamente lasciati alle spalle i minimi del marzo 2020 e hanno cominciato un rimbalzo che, sia pure in modo diseguale e con qualche fase di indecisione, ha raggiunto in numerosi casi dimensioni spettacolari. Molti tra i listini principali hanno cominciato il 2021 avendo già raggiunto livelli superiori di quelli precedenti la pandemia; nel corso del primo semestre nuovi rialzi – spesso a due cifre – si sono sommati a quelli già conseguiti e hanno portato molti indici azionari ai massimi storici. Risultati molto positivi nel semestre, nonostante un inizio incerto, per i mercati azionari dell'area dell'Euro. Le difficoltà di approvvigionamento di vaccini anti COVID-19 nelle fasi iniziali del periodo hanno rallentato l'avvio delle campagne di vaccinazione in molti Paesi dell'area. Il necessario prolungamento delle misure di contenimento dei contagi ha pesato su molti comparti economici, soprattutto nell'ambito dei servizi. Il Pil dell'area, già risultato in calo nell'ultimo trimestre del 2020, ha subito nel primo trimestre del 2021 una contrazione dello 0,3%. In un quadro congiunturale che, almeno dal punto di vista strettamente tecnico, si configurava come recessivo, i principali mercati azionari dell'area hanno subito in gennaio perdite di alcuni punti percentuali. Le previsioni di crescita per il secondo trimestre e, soprattutto, per la seconda metà dell'anno sono state ripetutamente riviste verso l'alto. Le campagne di immunizzazione hanno progressivamente preso velocità, consentendo di ridurre le misure di distanziamento. Con l'approvazione dei primi piani nazionali, è entrato nella fase esecutiva il fondo Next Generation Eu, con prestiti e sovvenzioni che andranno a sommarsi alle misure di sostegno all'economie dei singoli Paesi membri

dell'Unione. La Banca Centrale Europea ha comunicato di ritenere ancora necessario sostenere la ripresa economica dell'area dell'euro con misure di politica monetaria espansive. I tassi di interesse ufficiali sono quindi rimasti ai livelli estremamente bassi adottati da tempo e gli acquisti di titoli previsti dal Pandemic Emergency Purchase Programme sono stati incrementati nel secondo trimestre. Con previsioni di crescita del Pil che si sono attestate oltre il 13% anno su anno per il secondo trimestre e al 4,5% per l'anno in corso, i mercati azionari dell'area hanno ripreso il loro movimento di rialzo, chiudendo il semestre con guadagni molto notevoli. L'indice Euro Stoxx ha fatto registrare un rialzo del 13,7%. Sostanzialmente analogo il risultato dei titoli a maggiore capitalizzazione dell'area, con l'indice Euro Stoxx 50 in rialzo del 14,4%. Tra gli indici nazionali, emergono i guadagni dell'ordine del 17% del CAC 40 della Borsa di Parigi e dell'AEX olandese. Di oltre il 13% il rialzo a fine semestre dell'indice DAX del mercato tedesco. Decisamente meno buoni nel complesso i risultati dei mercati dell'Europa del sud, penalizzati anche dalle incertezze sulle prospettive del turismo internazionale. I titoli tecnologici e quelli legati ai consumi discrezionali hanno guidato il rialzo di virtualmente tutti i settori, con la sola eccezione delle utilities. Per quello che riguarda l'Italia, l'indice Ftse Mib ha chiuso il periodo con un rialzo del 12,9%. Molto maggiori i guadagni del FTSE Italia Mid Cap (24,1%) e dell'indice STAR (25,3%). Significativo il breve episodio di volatilità provocato fra gennaio e febbraio dalla crisi del governo Conte. L'incarico a Mario Draghi, e l'insediamento del suo governo, hanno poi indotto una fase di rialzo quasi euforico, nella convinzione che il nuovo governo sia in grado di gestire nel modo migliore le risorse del Recovery Fund e riforme strutturali richieste al Paese. Anche nel caso dell'Italia, solo il settore delle utilities ha fatto registrare un risultato di periodo negativo. Netta sovra-performance per il comparto industriale, per quello finanziario e per i titoli legati all'energia. Fuori dall'area dell'euro, da segnalare il risultato non particolarmente brillante – se paragonato agli altri mercati europei di riferimento – per il mercato di Londra. In un semestre caratterizzato dall'inevitabile successo della campagna di vaccinazione COVID-19, l'indice FTSE-100 non è andato oltre un rialzo del 8,9%. Nelle fasi finali del periodo ha sicuramente pesato sul listino il rinvio da parte del governo Johnson della totale riapertura del Paese a causa del diffondersi di contagi da variante Delta. Oltre 11 punti percentuali il risultato di periodo del mercato azionario svizzero. Decisamente brillante l'andamento dei mercati azionari anche negli Stati Uniti, dove il semestre è cominciato all'insegna della transizione politica. Chiusa con il tragico tentativo di assalto al Campidoglio la fase Trump, le inattese vittorie nelle elezioni senatoriali della Georgia hanno fatto conseguire al partito Democratico, che già controllava la Camera dei Rappresentanti, la maggioranza anche al Senato. Il completo controllo del Congresso da parte dei Democratici è stato subito interpretato come un fattore favorevole alla rapida realizzazione dei piani di sostegno all'economia della nuova amministrazione. Di portata particolarmente ampia i pacchetti di interventi presentati nel primo semestre dalla presidenza Biden: dopo l'"American Rescue Plan" approvato in marzo, e che ha destinato 1.900 miliardi di dollari a famiglie, imprese e amministrazioni pubbliche, in giugno è stato lanciato un piano che prevede investimenti per quasi 1.000 miliardi di dollari in un arco di 5 anni per interventi su infrastrutture fisiche come strade, ponti e reti elettriche. Sul lato della politica monetaria, la Federal Reserve ha mantenuto una stance fortemente espansiva, lasciando invariati i tassi di interesse ufficiali e proseguendo il programma di acquisti di titoli obbligazionari. In occasione del Federal Open Market Committee di giugno, le previsioni di incrementi dei tassi di interesse già a partire dal prossimo anno, comunicate insieme ad accenni agli acquisti di titoli obbligazionari, ha provocato una fase di turbolenza, rapidamente rientrata, anche sui mercati azionari. Il rapido progredire delle campagne vaccinali, fortemente appoggiate dall'amministrazione Biden, i sussidi distribuiti alle famiglie, le misure di sostegno alle imprese e l'ampia liquidità messa a disposizione del sistema hanno creato le condizioni per nuovi robusti rialzi dei corsi azionari. Nel primo trimestre, inoltre, la crescita degli utili delle società comprese nell'indice S&P 500 è stata del 47%, nettamente superiore ad attese di consensus che non andavano oltre il 20%. L'indice ha segnato una lunga serie di massimi storici ed ha chiuso il semestre con un rialzo di oltre il 14%, sospinto dal comparto dei titoli tecnologici e da quello dei beni di consumo. Nel periodo, il movimento di rialzo è stato particolarmente regolare, con poche fasi di ritracciamento e livelli di volatilità non molto discosti dalle medie di lungo periodo. Andamento analogo, e performance paragonabili, per gli altri indici azionari degli Stati Uniti. Rialzo del 12,7% per il Dow Jones Industrial

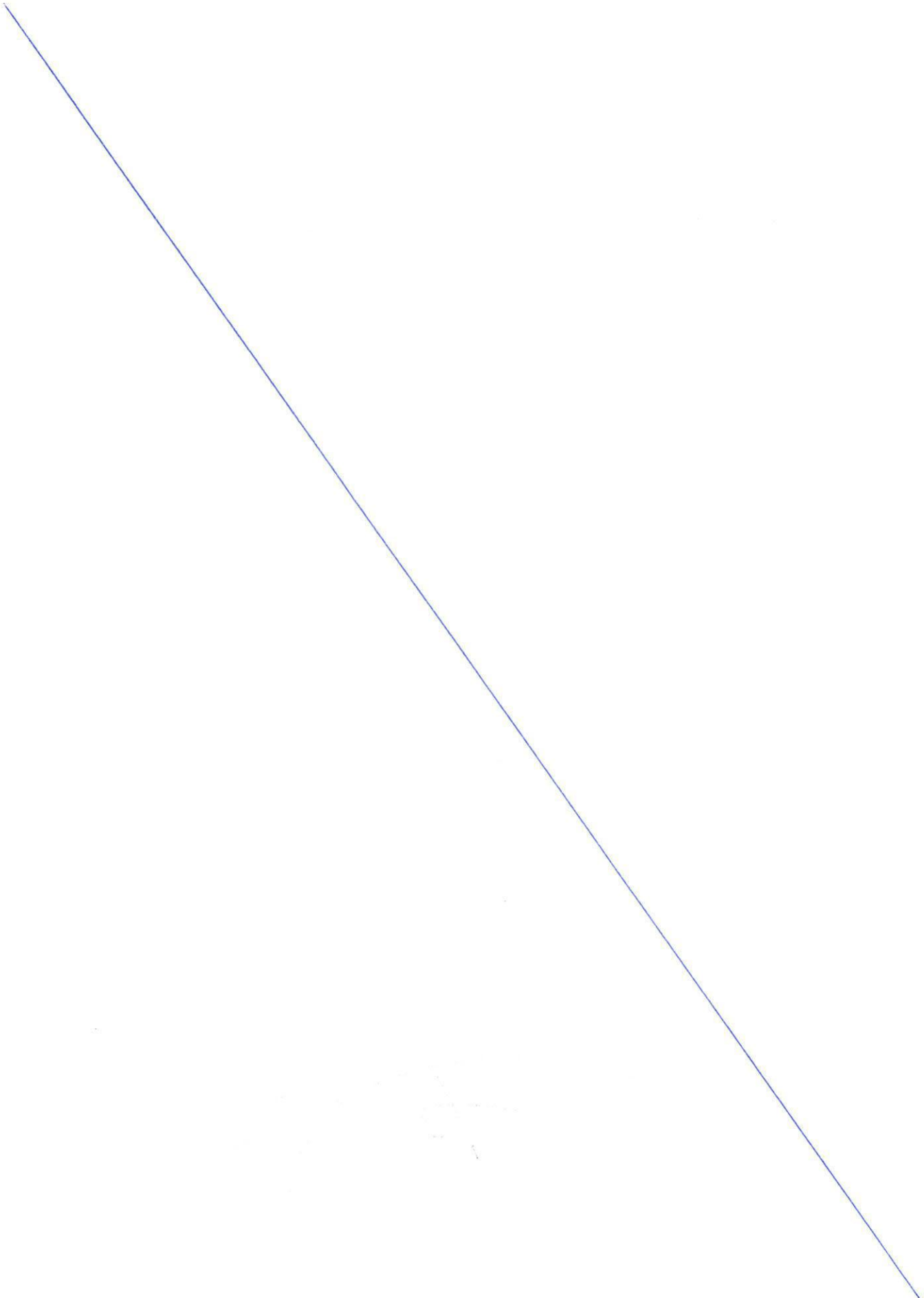
Average, che ha chiuso il periodo in prossimità dei massimi storici. Dopo il risultato molto brillante del 2020, l'indice NASDAQ Composite ha fatto registrare un rialzo del 12,5%. Russell 1000 e Russell 2000 in rialzo, rispettivamente, di circa il 14 e del 17%. Particolarmente brillante, dopo un 2020 molto difficile, il settore energetico, che ha beneficiato della forte ripresa della domanda e dei prezzi del petrolio. Risultati migliori della media del mercato anche per telecomunicazioni, finanziari e immobiliare. Healthcare, consumer discretionary, consumer staples e utilities sotto media. Alla fine di gennaio ha avuto vasta risonanza un episodio di altissima turbolenza negli scambi delle azioni GameStop che ha coinvolto investitori individuali che operavano soprattutto su piattaforme online e fondi di investimento impegnati in operazioni speculative sul titolo. Performance positiva, ma largamente inferiore a quella della media dei mercati sviluppati, per l'azionario giapponese. L'indice Topix ha chiuso i primi sei mesi dell'anno in rialzo del 7,7%, il Nikkei 225 del 4,9%. L'andamento del mercato azionario pare rispecchiare la condizione attuale del Giappone, quella di un Paese - e di una economia - su cui gravano ancora le difficoltà della fase pandemica. La farraginosità delle procedure di approvazione dei vaccini ha ritardato l'avvio delle campagne di vaccinazioni. La necessità di contenere le nuove ondate di contagi ha portato al prolungamento dello stato di emergenza in vaste aree del Paese. Questo ha pesato sulla ripresa dell'attività economica, penalizzando in particolare i settori che hanno come sbocco il mercato interno. La manifattura, pur trainata dalla ripresa dell'economia globale, sta scontando le difficoltà connesse alla penuria di alcuni beni intermedi. Il Pil giapponese ha subito nel primo trimestre del 2021 una contrazione destagionalizzata del 1% rispetto al trimestre precedente. Non sorprende, quindi, trovare tra i settori che hanno sottoperformato l'indice sia i consumer staples sia i discretionary. Brillanti, anche nel caso del Giappone, i titoli energetici; semestre positivo anche per industriali, finanziari e immobiliari. Solo frazionalmente positiva la performance dell'indice CSI 300 cinese, che ha cancellato quasi completamente il rialzo di oltre il 10% accumulato nelle prime settimane dell'anno. Il complesso dei mercati azionari emergenti ha fatto registrare nel semestre, secondo l'indice MSCI Em, un rialzo medio - in dollari - di circa il 6,5%.

	S&P500	Nasdaq	Euro Stoxx 50	FTSE100	Nikkei225
Var. % (valuta locale)	14,41%	12,54%	14,40%	8,93%	4,91%
Var. % (in euro)	18,05%	16,11%	14,40%	13,61%	1,13%

Nel periodo successivo alla chiusura del semestre la politica di gestione dei fondi non ha registrato variazioni significative.

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

Milano, 28 luglio 2021



Handwritten signature or initials in blue ink, located in the bottom right corner of the page.

investitori sgr

PARTE SECONDA

RELAZIONI SEMESTRALI AL 30 GIUGNO 2021

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

investitori sgr

FONDO EUROPA

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2021

- Nota illustrativa
- Situazione Patrimoniale

FONDO INVESTITORI Europa

Nota illustrativa

L'andamento del mercato

Gli indici europei hanno archiviato il primo semestre 2021 in significativo rialzo (Msci Europe: +13,60%); non si sono evidenziate performance molto discordanti tra i principali listini nazionali: in sovra-performance, in ogni caso, il Cac 40 rispetto al Dax e Ftse Mib. Quadro macro: l'economia nella zona dell'euro ha evidenziato una variazione negativa del Pil anche nel primo trimestre di quest'anno (-1,3% a/a), dopo il calo registrato negli ultimi tre mesi del 2020; le stime di consensus indicano un rimbalzo della crescita del 12,9% a/a nel 2Q-21. La recovery dovrebbe acquisire consistenza e stabilità nella seconda metà dell'anno, grazie al supporto di una politica fiscale che rimane alquanto accomodante. Si stima un tasso di espansione del Pil pari al 4,5% a/a nell'anno in corso e del 4,3% a/a nel 2022. Il trend economico qui illustrato è strettamente connesso alla situazione epidemiologica, la quale resta un fattore altamente condizionante. Nell'Eurozona, rispetto a Stati Uniti e Regno Unito, la campagna vaccinale è partita con lentezza a causa di una scarsità di dosi e solo in questi ultimi mesi si è arrivati ad una certa resilienza del sistema; con il progressivo aumento delle forniture il programma vaccinale è accelerato, anche se l'immunizzazione della popolazione non sarà presumibilmente raggiunta prima dell'autunno. Nei primi mesi dell'anno con il permanere e/o l'intensificarsi delle misure restrittive alla socialità l'andamento dei consumi privati si è confermato in flessione; l'incremento registrato nella componente degli investimenti fissi è riuscito solo in parte nella sua funzione compensatoria. I dati sul valore aggiunto indicano che il contributo assai positivo proveniente dall'industria manifatturiera non è stato sufficiente ad annullare la contrazione nel commercio e nei servizi. Con un reddito delle famiglie poco variato, la riduzione di spesa ha determinato un aumento forzoso del risparmio. Una significativa inversione di rotta si è incominciata a materializzare a metà/tarda primavera. Gli indici di fiducia, anche nel settore terziario, hanno evidenziato segnali di miglioramento già a partire da inizio anno. Sul versante occupazionale, la disoccupazione creata dalla crisi pandemica necessiterà di un tempo non breve per essere riassorbita (tasso di disoccupazione stimato a fine 2021 pari all'8,3% e in graduale calo negli anni successivi). La ripresa continuerà ad essere sostenuta da politiche fiscali espansive, le quali sono agevolate dai programmi di acquisto della Bce. Da metà del terzo trimestre, alle misure fiscali di matrice domestica, si aggiungeranno i programmi di spesa inerenti il Next Generation Eu (sblocco del prefinanziamento pari al 13% dei piani nazionali di ripresa e resilienza); i fondi andranno in parte a finanziare nuovi programmi, con effetti positivi quindi sulla domanda aggregata dei prossimi anni. Sui conti pubblici, la riduzione del disavanzo aggregato deriverà esclusivamente dal venir meno di una serie di misure di emergenza e dall'effetto della ripresa economica su entrate tributarie e contributive. Per quanto concerne l'inflazione, l'accelerazione che si è riscontrata in questi mesi è derivata da fattori one-off come il ripristino delle aliquote Iva in Germania, da effetti base di confronto connessi ai prezzi energetici e, in misura minore, da una revisione della struttura di ponderazione delle componenti; l'effetto quindi è da ritenersi in gran parte transitorio. Inoltre occorre precisare che l'intensità di una ripresa susseguente ad una crisi di domanda di servizi potrebbe risultare più debole rispetto ad una inversione ciclica che segue una recessione legata ad un calo della domanda di beni durevoli: ne dovrebbe conseguire perciò un insorgere di pressioni inflazionistiche teoricamente più tenui. In ogni caso, quest'anno e nel 2022, il livello d'inflazione dovrebbe rimanere al di sotto dell'obiettivo della Bce. Quest'ultima, dopo aver ricalibrato le misure di politica monetaria a dicembre (estensione e ampliamento del PEPP e potenziamento del programma di rifinanziamento a lungo termine TLTRO III), si è trovata a dover contrastare le ripercussioni sulla curva europea derivanti dai movimenti sui tassi in Usa: la reazione si è concretizzata in un significativo aumento degli acquisti di titoli nell'ambito del Pandemic Emergency Purchase Programme nel periodo marzo-giugno, coerentemente con la flessibilità insita nel programma stesso. Il Consiglio direttivo ha più volte ribadito l'impegno al mantenimento di condizioni finanziarie favorevoli. In considerazione del ritardo e della forza della ripresa in area-euro rispetto agli Stati Uniti, si può escludere che vengano assunte decisioni nella direzione di una riduzione dello stimolo nel 2021; un rialzo dei tassi di policy appare poi assai improbabile nei prossimi due o tre anni. Nonostante si consideri la curva dei rendimenti un elemento fondamentale nei meccanismi di trasmissione della politica monetaria, molti membri del board si sono espressi nella non adozione di obiettivi specifici sui tassi a medio e lungo termine. Per quanto riguarda il PEPP, se le condizioni lo consentiranno, dovrebbe chiudersi alla scadenza stabilita (marzo 2022), forse preceduto da una fase di riduzione degli acquisti netti. Per quanto riguarda gli andamenti settoriali (Msci Europe Index), la sovra-performance maggiore è stata realizzata dai tecnologici e consumi discrezionali; performance superiore all'indice di riferimento anche per i titoli energy, industriali, finanziari e

materiali di base. Al di sotto del benchmark il trend evidenziato da tlc, health care, consumi staples e real estate. Risultato leggermente negativo per le utilities.

La politica di gestione

Se in una prima parte d'anno il peso equity si è attestato sostanzialmente al di sopra benchmark, nell'ultima fase di periodo si è proceduto a ridurlo: tale decisione è scaturita in seguito alle tensioni che si sono manifestate sul fronte dei tassi d'interesse. In ogni caso, la nostra view su tale asset class rimane costruttiva, anche in considerazione delle valutazioni a cui trattano i titoli; l'eccezionalmente positiva reporting season di 1Q ha infatti determinato una discesa dei multipli, in virtù di un'ampia revisione al rialzo delle stime. Il fattore liquidità inoltre depone a favore dell'investimento in attivi rischiosi. L'esposizione azionaria ha raggiunto un valore massimo e minimo nel periodo in oggetto pari, rispettivamente, al tot e tot%; peso medio al tot%. Nella modulazione del suddetto peso ci si è avvalsi anche di strumenti finanziari derivati: posizioni short in futures su indici a copertura del portafoglio. Allocazione settoriale: le principali sovra-esposizioni rispetto al paremetro di riferimento riguardano i consumi ciclici, finanziari e telecomunicazioni; in sovrappeso anche i materials e tecnologici. Posizionamento all'incirca neutrale per quanto concerne le utilities, energy e immobiliari. In sottopeso invece i seguenti settori: farmaceutici, consumi staples e industriali.

La politica di gestione si può sintetizzare ricorrendo ai seguenti principali indicatori:

	Media	Minima	Massima
% Azioni	84,8	79,6	91,5

Operatività in strumenti derivati

Nel primo semestre si è attuata un'operatività anche in strumenti finanziari derivati (in particolare, contratti futures sull'indice Euro Stoxx 50 e Ftse Mib).

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
44.844	43.634	-8.249

Performance

La performance conseguita dal fondo investitori Europa in 1H-21 è stata pari a +13,26%. Tale risultato si raffronta con una variazione del benchmark di riferimento (composizione: 85% indice Msci Europe Net Total Return e 15% indice Jpm Euro Cash 3M) del +12,61% (calcolo effettuato su base fiscale comparabile).

**RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO
INVESTITORI EUROPA AL 30/6/2021
SITUAZIONE PATRIMONIALE**

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2021		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	42.528.166	97,664%	43.932.726	97,739%
A1. Titoli di debito				
A1.1 Titoli di Stato				
A1.2 Altri				
A2. Titoli di capitale	42.528.166	97,664%	43.932.726	97,739%
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	484.975	1,114%	363.149	0,808%
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	484.975	1,114%	363.149	0,808%
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'	483.616	1,111%	621.327	1,383%
F1. Liquidità disponibile	390.832	0,898%	151.339	0,337%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	116.765	0,268%	470.003	1,046%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-23.981	-0,055%	-15	
G. ALTRE ATTIVITA'	48.225	0,111%	31.354	0,070%
G1. Ratei attivi	53		229	0,001%
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre	48.172	0,111%	31.125	0,069%
TOTALE ATTIVITA'	43.544.982	100,000%	44.948.556	100,000%

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2021	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	24.077	71.059
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	24.077	71.059
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	157.269	33.447
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	157.223	33.270
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	46	177
TOTALE PASSIVITA'	181.346	104.506
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	43.363.636	44.844.050
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	43.363.636	44.844.050
Numero delle quote in circolazione	5.276.588,059	6.180.108,191
Valore unitario delle quote	8,218	7,256

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	398.409,743
Quote rimborsate	1.301.929,875

Elenco analitico dei principali strumenti finanziari detenuti dal Fondo

Titoli	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale attività
NESTLE SA-REG	CHF	12.500	1.313.857	3,017%
ASML HOLDING NV	EUR	2.080	1.205.152	2,768%
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	CHF	3.100	985.682	2,264%
NOVARTIS AG-REG	CHF	11.250	865.353	1,987%
LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUI	EUR	1.240	820.012	1,883%
SAP SE	EUR	5.450	647.678	1,487%
NOVO NORDISK A/S-B	DKK	7.700	544.035	1,249%
ASTRAZENECA PLC	GBP	5.300	536.081	1,231%
SANOFI	EUR	6.000	530.160	1,217%
RIO TINTO PLC	GBP	7.000	485.095	1,114%
LOREAL	EUR	1.210	454.718	1,044%
UNILEVER PLC	EUR	9.150	451.690	1,037%
TOTALENERGIES SE	EUR	11.800	450.229	1,034%
SIEMENS AG-REG	EUR	3.300	440.946	1,013%
BP PLC	GBP	115.500	423.816	0,973%
DAIMLER AG-REGISTERED SHARES	EUR	5.500	414.150	0,951%
BASF SE	EUR	6.000	398.640	0,915%
BNP PARIBAS	EUR	7.200	380.664	0,874%
AIRBUS SE	EUR	3.500	379.540	0,872%
KERING	EUR	510	375.870	0,863%
HSBC HOLDINGS PLC	GBP	75.200	365.554	0,839%
AIR LIQUIDE SA	EUR	2.450	361.767	0,831%
ADIDAS AG	EUR	1.150	360.985	0,829%
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	EUR	20.000	356.240	0,818%
CIE FINANCIERE RICHEMO-A REG	CHF	3.300	337.014	0,774%
BANCO SANTANDER SA	EUR	104.000	334.828	0,769%
ESSILORLUXOTTICA	EUR	2.100	326.844	0,751%
DIAGEO PLC	GBP	7.900	318.503	0,731%
ENEL SPA	EUR	40.000	313.280	0,719%
GLAXOSMITHKLINE PLC	GBP	18.800	310.848	0,714%
ROYAL DUTCH SHELL PLC-A SHS	EUR	18.000	306.072	0,703%
SCHNEIDER ELECTRIC SE	EUR	2.300	305.164	0,701%
AXA SA	EUR	14.100	301.528	0,692%
BHP GROUP PLC	GBP	12.000	297.746	0,684%
ANGLO AMERICAN PLC	GBP	8.800	294.461	0,676%
COMPAGNIE DE SAINT GOBAIN	EUR	5.000	277.700	0,638%
ING GROEP NV	EUR	24.700	275.158	0,632%
INFINEON TECHNOLOGIES AG	EUR	8.000	270.560	0,621%
ABB LTD-REG	CHF	9.300	266.308	0,612%
DEUTSCHE POST AG-REG	EUR	4.600	263.856	0,606%
KONINKLIJKE PHILIPS NV	EUR	6.300	263.277	0,605%
FERRARI NV	EUR	1.500	261.000	0,599%
GLENORE PLC	GBP	72.000	259.542	0,596%
ROYAL DUTCH SHELL PLC-A SHS	GBP	15.000	252.804	0,581%
VODAFONE GROUP PLC	GBP	178.000	251.599	0,578%
BARCLAYS PLC	GBP	125.000	249.170	0,572%
UBS GROUP AG-REG	CHF	19.000	245.430	0,564%
VOLKSWAGEN AG-PREF	EUR	1.140	240.768	0,553%
INTESA SANPAOLO	EUR	100.000	232.950	0,535%
RECKITT BENCKISER GROUP PLC	GBP	3.100	231.006	0,530%

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 AMERICA

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2021

- Nota illustrativa
- Situazione Patrimoniale

FONDO INVESTITORI America

Nota Illustrativa

L'andamento del mercato

In questo primo semestre 2021, le borse americane hanno mostrato un andamento sostanzialmente in linea con i principali mercati europei. L'S&P 500 (+14,41%) ha sovraperformato di poco meno di due punti percentuale il listino tecnologico Nasdaq; il risultato migliore è stato conseguito dall'indice Russell 2000, in rialzo del 16,99%. Per l'investitore in euro, in conseguenza di un apprezzamento valutario, la performance è stata assai più elevata. Sul fronte macroeconomico, l'effetto combinato di stimolo fiscale e diffusione dei vaccini dovrebbe determinare, nei mesi centrali dell'anno, un tasso medio di crescita del Pil, trimestre su trimestre annualizzato, non distante dalla doppia cifra; sull'anno, le stime di consensus si attestano per una variazione del Pil nell'ordine del 6,6% a/a (dato previsto per il 2022: +4,1% a/a). I fattori quindi che avevano frenato la crescita alla fine dello scorso anno, e cioè il peggioramento del quadro sanitario e la fine degli interventi di supporto ai redditi delle famiglie, hanno subito una svolta decisiva, sebbene attesa. Sul versante pandemico, il procedere speditamente della campagna vaccinale e il probabile raggiungimento dell'immunità di gregge a metà/fine estate, determinerà una forte ripresa dell'attività anche nei servizi aggregativi, creando i presupposti per un boom della domanda a partire dal secondo trimestre. Le poderose iniziative fiscali (due pacchetti, rispettivamente da 900 mld e 1,9 trl Usa, approvati in tempi ravvicinati) porteranno ad una crescita assai rilevante dei consumi, in una prima fase concentrata sui beni e successivamente anche sui servizi, che verrà finanziata da un accumulo di risparmio su livelli record. Occorre poi precisare che le misure dell'American Rescue Plan, indicate come temporanee, potrebbero essere estese oltre il 2022 generando un'ulteriore spinta su crescita ed inflazione, andando così a "testare" l'atteggiamento attendista, più volte ribadito, dalla Fed. Nei dettagli, tale pacchetto concentra i suoi effetti, via via decrescenti, negli anni 2021-23 e risulta mirato (44% del totale), in particolare, a fornire supporto ad individui e famiglie (accredito di assegni pro-capite per 1400 Usd, integrazione di 300 Usd/settimana ed estensione dei programmi di disoccupazione fino a settembre, oltre ad un significativo aumento dei crediti d'imposta); l'incremento medio del reddito netto per le categorie coinvolte, secondo stime, è di poco inferiore al 4% nel 2021. In aggiunta alle suddette misure, più avanti nel corso dell'anno, verrà varato il Recovery Plan focalizzato su interventi nelle infrastrutture che porterà ad un contributo aggiuntivo in termini di crescita dal 2022 in poi. Tutto ciò determinerà un rapido assorbimento dell'output gap con riflessi sull'inflazione; in tale scenario, la Fed sarebbe intenzionata a lasciar correre la crescita senza rispondere preventivamente alla riduzione delle risorse inutilizzate, garantendo quindi il raggiungimento della piena occupazione. La strategia governativa di bilancio si associa ad una nuova impostazione di politica monetaria, che si sostanzia nell'adozione di iniziative di reazione non più preventive e in una riformulazione degli obiettivi di mandato: tasso d'inflazione medio al 2% con eventuale moderato overshooting dal target per qualche tempo e chiusura del deficit di occupazione rispetto al pieno impiego. Da ciò ne deriva che qualunque cambiamento di orientamento di policy è legato al processo effettivo delle condizioni macro e non ad un progresso previsto. Le tempistiche perciò nell'assunzione di decisioni per una svolta di politica monetaria sono dipendenti dall'evoluzione effettiva delle variabili prezzi e mercato del lavoro. Si può ragionevolmente prevedere un azzeramento del deficit occupazionale entro metà/fine 2023 e, nel frattempo, assistere ad un protrarsi dell'inflazione nell'intorno del 2%, con un periodo transitorio, anche per effetti statistici, al di sopra del target. Se un tale scenario venisse confermato, potremmo presumere che un primo rialzo dei tassi possa avvenire nella seconda parte del 2023; il grafico a punti ora segnala, dopo il meeting Fed di giugno, tassi fermi nel 2022 e due rialzi nell'anno successivo. Per quanto riguarda il tapering, date le suddette assunzioni, il Fomc potrebbe comunicare l'avvio di una discussione in materia già in estate inoltrata. Lo scenario prospettico per il biennio 2021-22 si caratterizzerebbe dunque per una dinamica dei prezzi in accelerazione, la quale comunque non dovrebbe preludere necessariamente ad una perdita di controllo verso l'alto dell'inflazione. Sulla base del quadro qui delineato, la Fed sarà presumibilmente disposta a continuare a cooperare con l'Amministrazione secondo le linee portate avanti finora, ovvero proseguendo in una strategia di accomodamento dell'espansione fiscale e delle spinte alla crescita. Ciò implica che la banca centrale non interverrà lasciando libertà ai rendimenti di trasmettere le informazioni sulle aspettative di crescita e inflazione. Una reazione, anche tempestiva, potrà avvenire se ci si trovasse di fronte ad eventuali derive sui prezzi. A livello settoriale, considerando l'indice Msci Usa, la performance più elevata è stata realizzata dai titoli energy; in sovra-performance anche i finanziari, immobiliari e

telecomunicazioni. Risultato non distante dal benchmark per quanto concerne gli industriali, materials e tecnologici. In sottoperformance, invece, i seguenti settori: health care, consumi pro-ciclici e staples, nonché le utilities.

La politica di gestione

L'approccio si è orientato per un certo sovrappeso rispetto al benchmark nella prima parte dell'anno per poi essere limato nel proseguo del periodo; lo spike di volatilità connesso ad una fase di stress sui tassi ci ha indotto ad assumere un atteggiamento più cauto sul mercato. Tali prese di profitto non mutano il nostro giudizio sull'equity Usa che rimane costruttivo. Il fattore liquidità e flussi resta favorevole ad un investimento in asset di rischio. Il peso di portafoglio è stato modulato anche attraverso il ricorso ad un'operatività in strumenti finanziari derivati (futures su indici). L'esposizione azionaria media di periodo si è attestata al tot% (valore minimo e massimo, rispettivamente, pari al tot e tot%). In relazione all'allocazione settoriale, le sovraesposizioni più rilevanti hanno riguardato i finanziari e information technology; posizionamento al di sopra del parametro di riferimento anche per quanto concerne i farmaceutici e consumi staples. Sostanziale neutralità sui seguenti settori: energy e materiali di base. Una posizione invece in sottopeso ha coinvolto le utilities, communication services, industriali, consumi discrezionali e immobiliari.

La politica gestionale può essere sintetizzata dai seguenti principali indicatori:

	Media	Minima	Massima
% Azioni	85,3	80,7	89,7

Operatività in strumenti derivati

Nel periodo in oggetto si è fatto ricorso anche ad un'operatività in strumenti finanziari derivati e, più specificatamente, all'utilizzo di contratti futures sull'indice 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
67.096	70.152	-6.922

Performance

Nei primi sei mesi del 2021, la performance dal fondo Investitori America è stata pari a +17,95%. 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 16,44% (calcolo effettuato su base fiscale comparabile).

**RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO
INVESTITORI AMERICA AL 30/6/2021
SITUAZIONE PATRIMONIALE**

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2021		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	69.673.460	98,583%	66.059.574	98,309%
A1. Titoli di debito				
A1.1 Titoli di Stato				
A1.2 Altri				
A2. Titoli di capitale	69.673.460	98,583%	65.880.974	98,043%
A3. Parti di OICR			178.600	0,266%
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	630.745	0,892%	429.251	0,639%
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	630.745	0,892%	429.251	0,639%
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'	330.798	0,468%	624.826	0,930%
F1. Liquidità disponibile	349.720	0,495%	254.738	0,379%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare			3.657.825	5,444%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-18.922	-0,027%	-3.287.737	-4,893%
G. ALTRE ATTIVITA'	40.612	0,057%	81.957	0,122%
G1. Ratei attivi			4.568	0,007%
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre	40.612	0,057%	77.389	0,115%
TOTALE ATTIVITA'	70.675.615	100,000%	67.195.608	100,000%

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2021	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	23.387	53.509
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	23.387	53.509
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	500.198	45.889
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	500.142	44.892
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	56	997
TOTALE PASSIVITA'	523.585	99.398
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	70.152.030	67.096.210
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	70.152.030	67.096.210
Numero delle quote in circolazione	5.476.631,711	6.178.059,510
Valore unitario delle quote	12,809	10,860

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	441.660,866
Quote rimborsate	1.143.088,665

Elenco analitico dei principali strumenti finanziari detenuti dal Fondo

Titoli	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale attività
APPLE INC	USD	34.700	4.007.515	5,670%
MICROSOFT CORP	USD	15.800	3.609.259	5,107%
AMAZON.COM INC	USD	950	2.755.841	3,899%
ALPHABET INC-CL C	USD	730	1.542.806	2,183%
ALPHABET INC-CL A	USD	720	1.482.493	2,098%
FACEBOOK INC-CLASS A	USD	4.450	1.304.755	1,846%
NVIDIA CORP	USD	1.400	944.548	1,336%
WELLS FARGO & CO	USD	22.000	840.189	1,189%
JOHNSON & JOHNSON	USD	5.950	826.548	1,169%
JPMORGAN CHASE & CO	USD	5.700	747.599	1,058%
AT&T INC	USD	30.000	728.055	1,030%
BANK OF AMERICA CORP	USD	20.800	723.150	1,023%
MASTERCARD INC - A	USD	2.220	683.447	0,967%
VISA INC-CLASS A SHARES	USD	3.450	680.225	0,962%
PAYPAL HOLDINGS INC-W/I	USD	2.700	663.628	0,939%
PFIZER INC	USD	18.500	610.895	0,864%
EXXON MOBIL CORP	USD	11.300	601.066	0,850%
BERKSHIRE HATHAWAY INC-CL B	USD	2.400	562.449	0,796%
COMCAST CORP-CLASS A	USD	11.500	552.939	0,782%
ADOBE INC	USD	1.050	518.528	0,734%
PROCTER & GAMBLE CO/THE	USD	4.500	512.004	0,724%
HOME DEPOT INC	USD	1.900	510.912	0,723%
THERMO FISHER SCIENTIFIC INC	USD	1.200	510.468	0,722%
MICRON TECHNOLOGY INC	USD	7.000	501.611	0,710%
PEPSICO INC	USD	4.000	499.772	0,707%
NIKE INC -CL B	USD	3.700	482.008	0,682%
UNITEDHEALTH GROUP INC	USD	1.400	472.735	0,669%
MERCK & CO. INC.	USD	7.000	459.052	0,650%
QUALCOMM INC	USD	3.700	445.941	0,631%
CHEVRON CORP	USD	5.000	441.606	0,625%
ELI LILLY & CO	USD	2.250	435.467	0,616%
ORACLE CORP	USD	6.600	433.210	0,613%
DANAHER CORP	USD	1.800	407.326	0,576%
CISCO SYSTEMS INC	USD	9.000	402.226	0,569%
GLOBAL PAYMENTS INC	USD	2.500	395.354	0,559%
CITIGROUP INC	USD	6.600	393.752	0,557%
APPLIED MATERIALS INC	USD	3.200	384.248	0,544%
INTL BUSINESS MACHINES CORP	USD	3.100	383.193	0,542%
RAYTHEON TECHNOLOGIES CORP	USD	5.297	381.050	0,539%
INTEL CORP	USD	8.000	378.717	0,536%
TEXAS INSTRUMENTS INC	USD	2.300	372.957	0,528%
SALESFORCE.COM INC	USD	1.800	370.761	0,525%
HONEYWELL INTERNATIONAL INC	USD	2.000	369.930	0,523%
3M CO	USD	2.200	368.485	0,521%
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	USD	6.500	366.245	0,518%
COCA-COLA CO/THE	USD	8.000	365.022	0,516%
AMERICAN EXPRESS CO	USD	2.600	362.255	0,513%
BROADCOM INC	USD	900	361.882	0,512%
ZOETIS INC	USD	2.300	361.437	0,511%
LOWES COS INC	USD	2.200	359.840	0,509%

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 FAR-EAST

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2021

- Nota illustrativa
- Situazione Patrimoniale

FONDO INVESTITORI Far East

Nota Illustrativa

L'andamento del mercato

I listini azionari della regione asiatica nel 1° semestre del 2021 hanno sottoperformato in misura marcata i mercati sviluppati di Europa e Nord America: Msci Asia Pacific index a +4,03%; l'indice Topix e Hang Seng hanno evidenziato un rialzo, rispettivamente, pari al 7,70 e 5,86%; meglio la borsa di Sydney: +11,02%. In incremento frazionale il paniere cinese Csi 300. Per quanto riguarda l'economia giapponese ci si attende per il biennio 2021-22 una moderata espansione, nonostante una significativa flessione del Pil registrata nel primo trimestre di quest'anno (-3,9% t/t) a causa di una seconda ondata pandemica e allo stato di emergenza decretato tra gennaio e marzo. Le stime di consensus si attestano per un tasso di crescita nell'ordine del 2,5% a/a nel 2021 (Pil a +2,4% nell'anno successivo). Tale ripresa tutt'altro che spedita, se paragonata a quella di altre economie, è dovuta ad un lento procedere nell'approvazione e distribuzione dei vaccini; l'andamento a rilento della campagna vaccinale è imputabile anche a motivi di tipo culturale (scetticismo generalizzato della popolazione sulla sicurezza dei vaccini): un'immunità di gregge, si presume, potrebbe essere raggiunta non prima del 2022. In conseguenza di ciò permangono rischi non trascurabili di nuove ondate di contagi nei prossimi mesi. A ciò si aggiunge l'impatto negativo sulle entrate collegato all'evento Olimpiadi (non partecipazione degli spettatori provenienti dall'estero): si stima un effetto sul Pil pari a -0,2 punti percentuale nel 3Q-21. La politica fiscale rimane, in ogni caso, essenziale per assicurare la ripresa e si sostanzia sia in uno stimolo diretto, attraverso un aumento della spesa pubblica, sia per il tramite di misure indirette, ovvero di sostegno al reddito disponibile e all'occupazione; in Giappone, rispetto ad altri paesi avanzati, il tasso di disoccupazione è aumentato solo marginalmente dal momento dello scoppio della pandemia (dato stimato per il 2021 pari al 2,9%), anche se occorre rilevare un trend in calo della partecipazione. In virtù degli interventi fiscali ultra-espansivi la variabile consumi ha evidenziato una certa tenuta, recuperando parte del crollo occorso nella primavera scorsa. A livello di attività delle imprese, si sta verificando una crescita solida nel settore manifatturiero, grazie anche all'export; sul fronte dei servizi, ovviamente, l'andamento dei casi di contagio rimane cruciale nel determinarne il passo della recovery. In moderata ripresa gli investimenti fissi non residenziali sulla spinta di una crescita dei consumi di beni, in particolare durevoli, e della domanda estera. Tuttavia, un forte apporto all'espansione del Pil giungerà dal canale estero, grazie ad un boom previsto nelle esportazioni. In conseguenza del poderoso stimolo fiscale varato l'anno scorso (tre manovre pari, complessivamente, ad oltre il 50% del Pil), i conti pubblici si sono notevolmente deteriorati; il Governo prevede un rapporto deficit/Pil nell'a.f. 2021 pari al 7,7% (20,5% nell'a.f. 2020); il ratio debito/Pil dovrebbe scendere al sotto della soglia del 220%, grazie alla risalita del Pil unitamente ad una riduzione del disavanzo. La politica monetaria si connoterà, alla luce della recente review, per una maggiore flessibilità; sono state introdotte infatti alcune modifiche nell'intento di conciliare il controllo dei tassi d'interesse con una certo grado di fluttuazione: la banda di oscillazione dei rendimenti decennali è stata ampliata da +/- 0,2 a +/-0,25%. Per quanto concerne invece il programma di acquisto di Etf, pur mantenendo il tetto annuo di 12 tln di yen, si elimina l'impegno ad acquistare in media 6 tln di yen all'anno, mirando quindi ad intervenire in caso di necessità sulla base dell'andamento del mercato. Occorre poi segnalare l'introduzione di un sistema di sostegno alle banche atto a compensare i costi collegati a fasi di tassi negativi. BoJ, nell'orizzonte prevedibile, manterrà il QQE con controllo della curva, in considerazione di prospettive ancora deboli sul versante dell'inflazione. Un accenno ora ai due principali paesi emergenti dell'area asiatica. Le stime sulla crescita del Pil cinese sono state di recente ulteriormente riviste al rialzo: tasso di espansione previsto nel 2021 all'8,5% a/a (+5,5% a/a per il prossimo anno); il rallentamento che si verificherà nel 2022 è imputabile anche agli effetti di una normalizzazione della politica fiscale e delle condizioni monetarie. Le Autorità hanno indicato un target di crescita per l'anno in corso (superiore al 6%) assai più conservativo rispetto alle previsioni di consensus; tale decisione deriva, in particolare, dall'intenzione, più volte manifestata, di concentrarsi più sulla qualità che non sulla quantità della crescita. Ciò che connota l'economia della Cina è un recupero dell'offerta più avanzato rispetto a quello della domanda. Per quanto riguarda l'India, si assisterà ad un solido rimbalzo dell'economia (il dato di Pil 2021 è atteso in aumento di oltre il 9% a/a), seppur a caratterizzazione disomogenea; i consumi privati e i servizi, pur evidenziando significativi segnali di miglioramento, faticeranno a recuperare in tempi brevi i livelli pre-Covid; la ripresa sarà quindi trainata soprattutto dalla componente degli investimenti. In termini settoriali (si fa riferimento all'indice Msci Asia Pacific), performance superiori al benchmark sono state realizzate dai seguenti settori: energy, materials, finanziari, info tech e industriali. Andamento non molto dissimile dal mercato nel suo complesso per i titoli immobiliari e

telecomunicazioni. In sottoperformance, pur registrando una variazione positiva, i consumi ciclici. In territorio negativo le utilities, farmaceutici e consumi staples.

La politica di gestione

Abbiamo adottato un atteggiamento a connotazione maggiormente aggressiva, posizionandoci per lunghi tratti al di sopra del benchmark, nella prima parte del semestre; approccio invece relativamente più prudente nell'ultima fase di periodo, coincidente con l'insorgere di vari momenti di stress sui mercati imputabili ad una risalita dei tassi. La nostra view di fondo, tuttavia, rimane positiva sull'azionario della regione asiatica, anche sulla base di considerazioni valutative; un aspetto inoltre affatto secondario è riconducibile al fattore liquidità a sistema. L'esposizione in azioni si è attestata, mediamente, nell'ordine del tot%, per un valore minimo e massimo di periodo pari, rispettivamente, al tot e tot%. Nella determinazione del suddetto peso ci si è avvalsi anche di strumenti finanziari derivati: in particolare, futures su indici. Il posizionamento sull'equity emergente è stato realizzato attraverso Etf a replica fisica di indici denominati in euro. Sector allocation: in sovra-ponderazione i tecnologici, consumi discrezionali, industriali e tlc. Posizione di sostanziale neutralità con riferimento al settore health care e finanziari. In sottopeso invece: energy, utilities, materiali di base, consumi staples e immobiliari.

La politica di gestione si può sintetizzare attraverso i seguenti principali indicatori:

	Media	Minima	Massima
% Azioni	86,2	80,9	92,4

Operatività in strumenti derivati

Nel periodo di riferimento si è operato anche attraverso strumenti finanziari derivati (nello specifico, contratti futures sull'indice Nikkei 225 denominato in Usd).

Andamento del patrimonio

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

Inizio Periodo	Fine Periodo	Raccolta Netta
30.286	26.511	-5.687

Performance

Nel primo semestre 2021, il fondo Investitori Far East ha realizzato una performance pari a +6,68%. Il suddetto risultato si confronta con una variazione del benchmark (composizione: 85% indice Msci Pacific Net Total Return e 15% indice Jpm Euro Cash 3M) nell'ordine del +6,29% (calcolo su base fiscale comparabile).

**RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO
INVESTITORI FAR EAST AL 30/6/2021
SITUAZIONE PATRIMONIALE**

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2021		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	25.959.451	97,599%	29.570.539	97,418%
A1. Titoli di debito				
A1.1 Titoli di Stato				
A1.2 Altri				
A2. Titoli di capitale	25.596.970	96,236%	27.310.035	89,971%
A3. Parti di OICR	362.481	1,363%	2.260.504	7,447%
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	337	0,001%	333	0,001%
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	337	0,001%	333	0,001%
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	242.853	0,913%	109.752	0,362%
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	242.853	0,913%	109.752	0,362%
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'	350.852	1,320%	650.783	2,144%
F1. Liquidità disponibile	405.327	1,524%	657.941	2,168%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	335.005	1,260%	489.053	1,611%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-389.480	-1,464%	-496.211	-1,635%
G. ALTRE ATTIVITA'	44.482	0,167%	22.847	0,075%
G1. Ratei attivi			860	0,003%
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre	44.482	0,167%	21.987	0,072%
TOTALE ATTIVITA'	26.597.975	100,000%	30.354.254	100,000%

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2021	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	13.370	42.395
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	13.370	42.395
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	73.976	25.641
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	73.862	25.506
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	114	135
TOTALE PASSIVITA'	87.346	68.036
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	26.510.629	30.286.218
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	26.510.629	30.286.218
Numero delle quote in circolazione	3.024.121,704	3.685.993,570
Valore unitario delle quote	8,766	8,217

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	200.672,015
Quote rimborsate	862.543,881

Elenco analitico dei principali strumenti finanziari detenuti dal Fondo

Titoli	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale attività
TOYOTA MOTOR CORP	JPY	12.700	936.895	3,522%
AIA GROUP LTD	HKD	66.600	697.855	2,624%
KEYENCE CORP	JPY	1.256	535.042	2,012%
SOFTBANK GROUP CORP	JPY	8.700	513.911	1,932%
SONY GROUP CORP	JPY	5.400	443.699	1,668%
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRAL	AUD	6.500	410.949	1,545%
NINTENDO CO LTD	JPY	825	405.032	1,523%
HONG KONG EXCHANGES & CLEAR	HKD	8.000	402.020	1,511%
WESTPAC BANKING CORP	AUD	24.500	400.307	1,505%
CSL LTD	AUD	2.200	397.188	1,493%
TOKYO ELECTRON LTD	JPY	1.000	365.286	1,373%
DBX CSI 300	EUR	22.200	362.482	1,363%
HONDA MOTOR CO LTD	JPY	13.000	350.622	1,318%
HOYA CORP	JPY	3.100	346.923	1,304%
KDDI CORP	JPY	12.700	334.330	1,257%
FANUC CORP	JPY	1.600	325.718	1,225%
WESFARMERS LTD	AUD	8.700	325.496	1,224%
RECRUIT HOLDINGS CO LTD	JPY	7.800	324.153	1,219%
NIDEC CORP	JPY	3.300	322.797	1,214%
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	JPY	10.800	314.261	1,182%
BHP GROUP LTD	AUD	9.700	298.249	1,121%
SHIN-ETSU CHEMICAL CO LTD	JPY	2.100	296.437	1,115%
MITSUBISHI UFJ FINANCIAL GRO	JPY	64.000	291.791	1,097%
HITACHI LTD	JPY	6.000	289.964	1,090%
MURATA MANUFACTURING CO LTD	JPY	4.300	277.099	1,042%
AUST AND NZ BANKING GROUP	AUD	15.400	274.434	1,032%
MACQUARIE GROUP LTD	AUD	2.737	271.040	1,019%
DAIKIN INDUSTRIES LTD	JPY	1.700	267.225	1,005%
DENSO CORP	JPY	4.600	264.873	0,996%
ITOCHU CORP	JPY	10.800	262.568	0,987%
FUJITSU LTD	JPY	1.600	252.843	0,951%
SMC CORP	JPY	500	249.386	0,938%
FUJIFILM HOLDINGS CORP	JPY	3.900	244.122	0,918%
TERUMO CORP	JPY	7.100	242.847	0,913%
RIO TINTO LTD	AUD	3.000	240.509	0,904%
TAKEDA PHARMACEUTICAL CO LTD	JPY	8.500	240.167	0,903%
SOFTBANK CORP	JPY	20.400	225.275	0,847%
OLYMPUS CORP	JPY	13.000	218.077	0,820%
LASERTEC CORP	JPY	1.200	196.835	0,740%
NEC CORP	JPY	4.500	195.558	0,735%
TDK CORP	JPY	1.900	194.730	0,732%
M3 INC	JPY	3.100	191.078	0,718%
TOSHIBA CORP	JPY	5.100	186.179	0,700%
NATIONAL AUSTRALIA BANK LTD	AUD	10.900	180.925	0,680%
MIZUHO FINANCIAL GROUP INC	JPY	15.000	180.914	0,680%
ROHM CO LTD	JPY	2.300	179.459	0,675%
MITSUBISHI CORP	JPY	7.400	170.238	0,640%
NITTO DENKO CORP	JPY	2.700	170.054	0,639%
NIPPON TELEGRAPH & TELEPHONE	JPY	7.600	167.130	0,628%
YAMATO HOLDINGS CO LTD	JPY	6.700	160.853	0,605%

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 FLESSIBILE

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2021

- Nota illustrativa
- Situazione Patrimoniale

FONDO INVESTITORI Flessibile

Nota Illustrativa

L'andamento del mercato

In questa prima parte del 2021 il fattore maggiormente caratterizzante il trend di mercato è riconducibile ad una risalita dei tassi su aspettative di inflazione al rialzo; ciò ha determinato un irripidimento delle curva dei rendimenti. Il movimento è partito dagli Usa e ha contagiato quasi subito l'Europa e le altre regioni. Il suddetto andamento è stato fortemente mitigato dai poderosi programmi di QE, attualmente ancora in essere, attuati dalle banche centrali all'indomani dello scoppio dello shock Covid-19 nel febbraio dell'anno passato. In tale contesto, lo spread Btp-Bund non ha fatto registrare tensioni particolari, attestandosi a circa 100 bps. Sul fronte azionario, complice anche un livello di volatilità piuttosto basso (valore medio di periodo per l'indice Vix intorno a quota 21), il premio per il rischio è rimasto assai contenuto; l'abbondante liquidità mantenuta a sistema favorisce indubbiamente gli asset rischiosi e quindi anche l'obbligazionario a minor merito creditizio (i differenziali rispetto alla carta di qualità migliore non si sono ampliati di molto). L'equity ha proseguito nella sua fase rialzista premiando maggiormente i settori che erano rimasti indietro lo scorso anno, ovvero i ciclici/value. Per quanto concerne lo scenario macroeconomico, la crescita mondiale nel 2021 (tasso di espansione del Pil indicato dal consensus nell'ordine del 6,0% a/a) si connoterà per un contributo preponderante dell'area asiatica-ex Giappone e degli Stati Uniti; il rimbalzo dell'economia in Europa sarà notevolmente più contenuto: l'Eurozona recupererà la caduta occorsa nel 2020 soltanto nell'arco di un biennio. Il ritardo della ripresa europea (Pil 2021 stimato a +4,5% a/a) rispetto a quella statunitense (6,6% a/a) non deriva da una peggiore gestione della crisi epidemiologica (contagi e mortalità nelle due aree non sono stati molto differenti), bensì da un'attivazione più aggressiva in Usa di misure fiscali compensative in risposta alla crisi, nonché da un piano di vaccinazioni a marcia più spedita, con conseguente impatto sull'attività nel terziario. L'incremento dei trasferimenti pubblici alle famiglie americane, calcolato in percentuale del reddito disponibile, è stato più del doppio rispetto a ciò che è stato implementato in Europa, determinandone la più forte crescita dei redditi dal 2000. Anche quando tale sostegno verrà ritirato, i rischi sui consumi appaiono limitati, in quanto gli aiuti pubblici saranno largamente rimpiazzati da una crescita endogena del reddito; inoltre, aspetto non secondario, la crisi ci ha lasciato in eredità un eccesso di risparmio destinato ad essere riassorbito nei prossimi anni. Un elemento aggiuntivo che spiega la differente entità del rimbalzo nelle due economie è proprio connessa alla variabile risparmio, la cui propensione dovrebbe ritornare ai livelli pre-pandemici più rapidamente negli Stati Uniti, presumibilmente già nel 2022. Il potenziale di recupero economico in area-euro sarà differito anche per una maggiore quota di valore aggiunto ancora bloccata quest'anno e che si dispiegherà maggiormente a partire dagli ultimi mesi dell'anno in corso. Un rischio che incombe sullo scenario qui delineato è rappresentato da una diffusione dei vaccini relativamente ampia solo nei paesi avanzati: ciò preclude perciò una piena normalizzazione e crea una situazione per cui la circolazione delle nuove varietà potrebbe aggirare la risposta immunitaria prodotta dai vaccini riducendone gli effetti; tale rischio può essere limitato allor quando la campagna vaccinale si estenderà in misura maggiore anche nei paesi emergenti. Le politiche fiscali, anche quest'anno, continueranno ad essere orientate al sostegno della domanda; un maggior sollievo sui saldi di finanza pubblica potrà derivare dal rientro di molte delle misure emergenziali non più necessarie, nonché dagli effetti della ripresa economica su entrate tributarie e spesa sociale. Per quanto riguarda l'inflazione, le proiezioni per il 2021 sono state, negli ultimi mesi, riviste al rialzo. L'aumento delle pressioni inflazionistiche che si sta verificando è connesso sia ad una revisione migliorativa delle aspettative di crescita sia ad un rincaro dei prezzi delle materie prime. Il rialzo dell'inflazione è anche legato ad una serie di fattori transitori: carenza di semiconduttori, aumento dei noli marittimi e, in relazione all'Europa, al ripristino dell'Iva sui livelli ordinari in Germania, oltre che per gli effetti di una modifica dei panieri di riferimento. Bisogna anche considerare, date le attuali condizioni occupazionali, il persistere di un'assenza di tensioni salariali di un certo rilievo; occorrerà attendere parecchio tempo prima che si possa registrare una vivace dinamica del costo del lavoro. La situazione cambierebbe, e le preoccupazioni inflattive aumenterebbero, nel caso in cui lo stimolo fiscale divenisse più duraturo portando ad un eccesso di domanda più prolungato nel tempo. Sul versante della politica monetaria, l'orientamento resta molto accomodante; con la robusta recovery economica attesa, non ci si attende comunque il varo di nuovi interventi di stimolo. Tale bias potrebbe subire un primo giro di vite nel 2022, con l'avvio del tapering in Usa e la cessazione degli acquisti netti nell'ambito del PEPP da parte della Bce a partire dal prossimo aprile. A causa della diversa tempistica nel trend di ripresa, i primi segnali nella direzione di una svolta dovrebbero, in ogni caso, arrivare dalla Fed. Nel medio termine, la politica monetaria sarà fortemente condizionata dagli elevati livelli di debito pubblico e privato accumulati dal 2008 in poi, per cui le banche centrali si muoveranno con grande cautela nel ridurre i reinvestimenti dei titoli alla scadenza e nel procedere ad un rialzo dei tassi.

La politica di gestione

Componente azionaria

Un approccio via via più cauto è stato assunto nell'ultima parte del periodo in oggetto. Il peso degli investimenti azionari, in tale arco temporale, ha raggiunto un valore massimo del tot% (minimo: tot%); valore medio pari al tot%. L'esposizione in azioni è stata modulata anche ricorrendo a strumenti finanziari derivati a scopo di copertura: vendita di futures su indici. Il nostro giudizio di fondo su tale asset class rimane positivo; la liquidità iniettata a sistema dalle banche centrali fornisce supporto alle attività rischiose. A livello di decisioni di allocazione, l'aspetto valutativo, in termini di metriche e multipli, a cui trattano i titoli ha svolto un ruolo di primo piano. Il portafoglio si è connotato per un'esposizione preponderante sull'Europa, equity domestico in primis, ritenendo che tali mercati presentano, rispetto ad altri, valutazioni di maggiore attrattività e a sconto. Tali scelte d'investimento derivano anche da considerazioni inerenti la composizione dei listini: gli indici continentali si connotano per una maggior presenza di titoli value e ciclici. Focus su stock selection/ricerca di alpha. Una certa rilevanza è stata attribuita anche alla tematica dividend yield.

In relazione alla componente *equity* di portafoglio, la politica gestionale si può così sintetizzare:

	Media	Minima	Massima
% Azioni	21,4	15,3	25,9

Componente obbligazionaria

In termini di rischio di tasso, la duration è risultata, nel periodo di riferimento, pari, in media, a tot anni, per un valore minimo e massimo, rispettivamente, di tot e tot anni. In questo primo semestre dell'anno si è assistito ad un rialzo, in alcune fasi anche repentino, dei rendimenti su timori crescenti relativamente all'inflazione. Tale movimento è stato, in parte, attenuato dai programmi di acquisto titoli posti in essere dalle banche centrali. L'esposizione sui governativi italiani è stata incrementata e ci si è posizionati anche su scadenze più a lunga: tale decisione è scaturita a seguito del varo del governo Draghi. Rischio di credito: le posizioni nel segmento investment grade rappresentano ben oltre la metà degli asset obbligazionari di portafoglio; atteggiamento assai selettivo nell'ambito delle emissioni high yield, la cui quota comunque sugli attivi totali non è trascurabile. Una certa preferenza è stata attribuita al credito finanziario, in particolare senior e subordinato-perpetuo, rispetto a quello industriale. L'esposizione sul debito emergente risulta marginale; nessun posizionamento nel comparto delle obbligazioni convertibili. Rilevante, in ogni caso, l'aspetto liquidità/negoziabilità dei titoli. A livello di diversificazione valutaria, le attività denominate in divise diverse dall'euro sono riconducibili interamente in dollari Usa.

Per quanto riguarda gli investimenti in obbligazioni, l'attività di gestione può essere descritta, in sintesi, attraverso i seguenti indicatori:

	Media	Minima	Massima
<i>Durata media finanziaria</i>	3,9	3,4	4,4
% Titoli di stato	10,9	7,9	16,1
% Altri titoli di debito	48,4	42,3	53,1

Riferimento all'utilizzo di strumenti derivati

Nel periodo considerato si è fatto ricorso all'utilizzo di strumenti finanziari derivati; ci riferiamo, in particolare, a contratti futures su indici azionari: Euro Stoxx 50, Ftse Mib e S&P 500.

Andamento del patrimonio

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

Inizio Periodo	Fine Periodo	Raccolta Netta
238.310	217.502	-31.467

Performance

Nel 1° semestre 2021, la performance conseguita dai sottoscrittori del fondo Investitori Flessibile è stata pari a +4,78%.

**RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO
INVESTITORI FLESSIBILE AL 30/6/2021
SITUAZIONE PATRIMONIALE**

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2021		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	208.485.105	95,736%	228.188.482	95,587%
A1. Titoli di debito	146.194.636	67,133%	142.171.299	59,556%
A1.1 Titoli di Stato	30.081.405	13,813%	21.352.444	8,944%
A1.2 Altri	116.113.231	53,319%	120.818.855	50,610%
A2. Titoli di capitale	61.130.930	28,071%	83.192.003	34,848%
A3. Parti di OICR	1.159.539	0,532%	2.825.180	1,183%
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	1.329.000	0,610%	5.074.192	2,125%
B1. Titoli di debito	1.329.000	0,610%	5.066.902	2,122%
B2. Titoli di capitale			7.290	0,003%
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	1.684.032	0,773%	2.000.034	0,838%
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	1.684.032	0,773%	2.000.034	0,838%
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'	4.328.651	1,988%	1.562.565	0,654%
F1. Liquidità disponibile	4.138.182	1,900%	1.401.281	0,587%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	526.395	0,242%	700.443	0,293%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-335.926	-0,154%	-539.159	-0,226%
G. ALTRE ATTIVITA'	1.944.478	0,893%	1.899.722	0,796%
G1. Ratei attivi	1.895.773	0,871%	1.720.071	0,721%
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre	48.705	0,022%	179.651	0,075%
TOTALE ATTIVITA'	217.771.266	100,000%	238.724.995	100,000%

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2021	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	89.858	226.153
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	89.858	226.153
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	179.036	189.218
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	175.871	182.087
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	3.165	7.131
TOTALE PASSIVITA'	268.894	415.371
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	217.502.372	238.309.624
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	217.502.372	238.309.624
Numero delle quote in circolazione	26.486.771,026	30.409.506,781
Valore unitario delle quote	8,212	7,837

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	2.727.518,058
Quote rimborsate	6.650.253,813

Elenco analitico dei principali strumenti finanziari detenuti dal Fondo

Titoli	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale attività
ITALY BTPS 0.9% 20-01/04/2031	EUR	6.000.000	6.072.060	2,788%
DELTA LLOYD LEVE 12-29/08/2042 FRN	EUR	5.000.000	5.516.100	2,533%
US TREASURY N/B 0.125% 20-30/06/2022	USD	6.000.000	5.060.634	2,324%
LA MONDIALE 04-29/10/2049 FRN	EUR	4.700.000	4.600.736	2,113%
ITALY BTPS 0.95% 20-15/09/2027	EUR	4.000.000	4.155.160	1,908%
ANIMA HOLDING 1.75% 19-23/10/2026	EUR	4.000.000	4.109.040	1,887%
ITALY BTPS 0% 21-01/04/2026	EUR	3.900.000	3.883.308	1,783%
US TREASURY N/B 0.125% 20-31/05/2022	USD	4.000.000	3.373.888	1,549%
CASSA DEPOSITI E 2.125% 19-21/03/2026	EUR	3.000.000	3.271.020	1,502%
ASSICURAZIONI 2.429% 20-14/07/2031	EUR	3.000.000	3.227.370	1,482%
ITALY BTPS 1.35% 19-01/04/2030	EUR	3.000.000	3.178.440	1,460%
MEDIOBANCA INTL 18-29/03/2024 SR	USD	3.500.000	3.157.614	1,450%
TIKEHAU CAPITAL 2.25% 19-14/10/2026	EUR	3.000.000	3.132.630	1,438%
AZIMUT HOLDING 1.625% 19-12/12/2024	EUR	3.000.000	3.116.040	1,431%
ALTAREIT SCA 2.875% 18-02/07/2025	EUR	2.800.000	2.968.448	1,363%
RADIO TELEVISIONE 1.375% 19-04/12/2024	EUR	2.850.000	2.937.580	1,349%
FIAT CHRYSLER AU 3.875% 20-05/01/2026	EUR	2.500.000	2.869.250	1,318%
BANQ FED CRD MUT 05-28/02/2049 FRN	EUR	3.000.000	2.847.090	1,307%
CATTOLICA ASSICU 17-14/12/2047 FRN	EUR	2.500.000	2.814.150	1,292%
EUTELSAT SA 2.25% 19-13/07/2027	EUR	2.500.000	2.734.825	1,256%
ITALIAN WINE BRA 2.5% 21-13/05/2027	EUR	2.500.000	2.528.400	1,161%
FERRARI NV	EUR	14.200	2.470.800	1,135%
ASSICURAZIONI 16-08/06/2048	EUR	2.000.000	2.424.700	1,113%
MACIF 14-29/10/2049 FRN	EUR	2.000.000	2.202.280	1,011%
LA MONDIALE 19-31/12/2059 FRN	EUR	2.000.000	2.198.320	1,009%
BANCO BPM SPA 21-31/12/2061 FRN	EUR	2.000.000	2.186.280	1,004%
AT&T INC	USD	90.000	2.184.164	1,003%
MICRON TECHNOLOGY INC	USD	30.000	2.149.760	0,987%
ALTAREA 1.875% 19-17/01/2028	EUR	2.000.000	2.066.760	0,949%
BPER BANCA	EUR	1.125.000	2.064.937	0,948%
IBERDROLA INTL 20-31/12/2060 FRN	EUR	2.000.000	2.060.640	0,946%
ROYAL DUTCH SHELL PLC-A SHS	EUR	120.000	2.040.480	0,937%
BANCA IFIS SPA 17-17/10/2027 FRN	EUR	2.000.000	2.021.200	0,928%
LAGARDERE SCA 2.125% 19-16/10/2026	EUR	2.000.000	1.975.840	0,907%
NOVARTIS AG-REG	CHF	25.500	1.961.467	0,901%
TELECOM ITALIA-RSP	EUR	4.270.000	1.907.836	0,876%
INFRASTRUTTURE WIRELESS ITAL	EUR	199.000	1.892.888	0,869%
ANIMA HOLDING SPA	EUR	450.000	1.885.950	0,866%
LLOYDS BANK PLC 09-29/12/2049	USD	2.000.000	1.831.116	0,841%
EXOR NV	EUR	27.000	1.824.120	0,838%
ASSICURAZIONI GENERALI	EUR	107.000	1.808.835	0,831%
CAISSE NA REA MU 3.375% 18-24/09/2028	EUR	1.500.000	1.699.395	0,780%
STMICROELECTRONICS NV	EUR	55.000	1.683.275	0,773%
EXOR NV 2.25% 20-29/04/2030	EUR	1.500.000	1.663.755	0,764%
BANCO BPM SPA 20-14/09/2030 FRN	EUR	1.500.000	1.638.690	0,752%
NEWLAT FOOD 2.625% 21-19/02/2027	EUR	1.500.000	1.528.245	0,702%
INFRASTRUTTURE W 1.625% 20-21/10/2028	EUR	1.500.000	1.527.000	0,701%
CDP RETI SRL 1.875% 15-29/05/2022	EUR	1.500.000	1.525.935	0,701%
DERICHEBOURG 2.25% 21-15/07/2028	EUR	1.500.000	1.521.180	0,699%
ITALY CCTS EU 18-15/09/2025 FRN	EUR	1.500.000	1.510.965	0,694%

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 PIAZZA AFFARI

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2021

- Nota illustrativa
- Situazione Patrimoniale

FONDO INVESTITORI Piazza Affari

Nota Illustrativa

L'andamento del mercato

Performance molto positive per i listini domestici nei primi sei mesi del 2021; da evidenziare una netta sovraperformance dagli indici mid cap, ed in particolare del Ftse Italia Star index, rispetto a quello delle blue chip. Sul fronte macro, la situazione epidemiologica in recrudescenza nei primi mesi dell'anno, impatterà anche sul primo trimestre, che ha fatto registrare un andamento sostanzialmente flat; una ripresa significativa, per via del procedere spedito della campagna di vaccinazione, si realizzerà solo da primavera inoltrata. Il Pil viene stimato in espansione nell'anno corrente del 4,6% a/a (tasso di crescita previsto per il 2022 pari al 4,0% a/a). Nel 2Q-21 il consensus si attesta per una variazione positiva del Pil nell'ordine dell'1,2% t/t. I livelli di attività pre-Covid non saranno tuttavia raggiunti prima della fine del prossimo anno. Il ritmo di crescita dovrebbe comunque restare al di sopra del potenziale negli anni successivi, almeno fino al 2024. Nel prossimo anno ci concentrerà inoltre l'effetto espansivo massimo del Recovery Plan, che si può stimare in media in mezzo punto percentuale aggiuntivo alla crescita annua nel biennio 2022-23; la possibilità poi che l'implementazione del suddetto piano sia accompagnata da una serie di riforme strutturali ne amplificherà le ricadute positive sul Pil non solo nel breve e medio termine ma anche nel lungo periodo. In ogni caso, le varie considerazioni di scenario, perlomeno per quest'anno, sono ampiamente condizionate dall'evoluzione della pandemia e, di conseguenza, dalle misure più o meno stringenti sulla mobilità e riaperture di attività che verranno adottate. Nel complesso del 2021, il settore dei servizi continuerà a rappresentare il principale freno alla crescita, sia dal lato dell'offerta ma soprattutto sul versante della domanda; i consumi delle famiglie, nel loro insieme, dovrebbero si recuperare, ma presumibilmente ad un passo inferiore rispetto al Pil. La ripartenza degli investimenti, di converso, sarà più rapida e ravvicinata, trainata, in particolare, dai mezzi di trasporto e costruzioni. Il commercio con l'estero è atteso fornire un contributo positivo sia quest'anno che nel prossimo, grazie ad una domanda estera, specialmente verso i paesi extra-Ue, assai meno intaccata dalla seconda ondata di Covid-19; tale apporto, almeno nel 2021, potrebbe però essere speculare ad una contribuzione negativa delle scorte. Tra i fattori cruciali per la ripresa indichiamo: una normalizzazione della propensione al risparmio, che difficilmente però potrà essere raggiunta quest'anno. Il forte incremento del risparmio, in parte forzoso e in parte precauzionale, che si è verificato nel 2020 costituirebbe un serbatoio potenziale notevole per la crescita della spesa personale; tale variabile tuttavia, assai probabilmente, non scenderà in misura rilevante nell'anno in corso restando ben al di sopra dei valori registrati nel 2019, a causa del persistere di vari elementi d'incertezza non solo sulla situazione sanitaria ma anche su quella economica del paese. Un altro fattore ad elevato impatto sulla ripartenza dell'economia è riconducibile alla tenuta del mercato del lavoro, allor quando gli interventi legislativi di carattere temporaneo (blocco dei licenziamenti ed estensione universale della Cassa integrazione e guadagni), che hanno limitato gli effetti della crisi sull'occupazione, verranno meno; si stima un tasso di disoccupazione nel 2021 nell'ordine del 10,2% (9,3% il dato riportato a fine 2019). In questo scenario, il governo Draghi si propone non solo di gestire l'emergenza pandemica e il rilancio dell'economia, ma anche quello di realizzare un programma di riforme (pubblica amministrazione, giustizia, fisco e tutela della concorrenza) che si integri al Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza; tale connubio di interventi mira a raggiungere un livello più elevato di Pil potenziale. Il ricorso ai fondi del Next Generation Eu renderà la politica di fiscale accomodante verosimilmente anche nel 2022 e 23. Nel contesto qui delineato, il rapporto deficit/Pil e il ratio sul debito sono destinati a salire ulteriormente quest'anno (secondo il Documento di Economia e Finanza, rispettivamente, all'11,8 e 159,8%); ciò è dovuto non solo all'approvazione di uno scostamento di bilancio da 40 mld di euro (di cui circa la metà da impiegarsi in interventi di sostegno delle imprese, oltre ad un'estensione di sei mesi, ovvero sino a fine anno, delle garanzie pubbliche sui prestiti) ma anche ad un andamento dei tendenziali di finanza pubblica meno favorevoli di quanto in precedenza previsto. I conti pubblici dovrebbero migliorare nei prossimi anni, ma il disavanzo è atteso rimanere al di sopra del 3% almeno fino al 2025. Il supporto derivante da una politica monetaria ultra espansiva da parte della Bce rimarrà comunque in essere ancora a lungo. A livello di trend settoriali (si considera il paniere Msci Italy), i titoli energy, finanziari, industriali e consumi discrezionali hanno fatto registrare una sovraperformance assai marcata rispetto al benchmark. In sottoperformance le telecomunicazioni e le utilities; quest'ultimo settore in ribasso da inizio anno.

M

La politica di gestione

L'approccio è stato più aggressivo nella prima parte del periodo considerato, divenendo maggiormente prudente negli ultimi mesi del semestre. Il nervosismo sui mercati di metà maggio è stato determinato da tensioni sul fronte dei tassi. In tale fase si è proceduto a parziali prese di profitto. Confermiamo la nostra view positiva sull'equity Italia alla luce anche di valutazioni a sconto a cui trattano gli indici domestici. Si è definito il peso azionario anche ricorrendo a strumenti finanziari derivati (operatività in copertura attraverso futures sull'indice Ftse Mib). L'esposizione in azioni è risulta pari, nella media del periodo, al tot%; valore minimo e massimo: rispettivamente del tot e tot%. Processo d'investimento tipicamente bottom up: analisi dei fondamentali aziendali e selezione dei titoli sulla base di multipli e metriche. Focus quindi su stock picking e generazione di alpha. Una porzione del portafoglio risulta investita in obbligazioni corporate con duration relativamente non lunga. In termini settoriali, l'esposizione ai finanziari è molto elevata, così come quella sugli industriali. Peso, comunque significativo, anche su energy e consumer, sia ciclici che staples. In single digit l'esposizione verso gli altri settori.

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

	Media	Minima	Massima
% Azioni	81,9	76,6	86,5
% Altri titoli di debito	3,6	2,6	4,7

Operatività in strumenti derivati

Nel corso del periodo in oggetto ci si è avvalsi operativamente anche di strumenti finanziari derivati; in particolare 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
21.601	24.054	-201

Performance

Nel primo semestre del 2021, la performance del fondo Investitori Piazza Affari è risultata pari a +12,44%.

**RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO
INVESTITORI PIAZZA AFFARI AL 30/6/2021
SITUAZIONE PATRIMONIALE**

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2021		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	23.429.430	95,556%	21.015.727	97,098%
A1. Titoli di debito	831.084	3,390%	974.341	4,502%
A1.1 Titoli di Stato				
A1.2 Altri	831.084	3,390%	974.341	4,502%
A2. Titoli di capitale	22.598.346	92,166%	20.041.386	92,596%
A3. Parti di OICR				
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI			3.510	0,016%
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale			3.510	0,016%
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	463.199	1,889%	291.550	1,347%
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	463.199	1,889%	291.550	1,347%
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'	613.988	2,504%	325.885	1,505%
F1. Liquidità disponibile	139.832	0,570%	152.808	0,706%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	587.476	2,396%	440.555	2,035%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-113.320	-0,462%	-267.478	-1,236%
G. ALTRE ATTIVITA'	12.486	0,051%	7.444	0,034%
G1. Ratei attivi	12.486	0,051%	7.444	0,034%
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre				
TOTALE ATTIVITA'	24.519.103	100,000%	21.644.116	100,000%

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2021	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	428.625	16.078
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	428.625	16.078
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	36.609	27.017
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	36.604	26.916
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	5	101
TOTALE PASSIVITA'	465.234	43.095
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	24.053.869	21.601.021
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	24.053.869	21.601.021
Numero delle quote in circolazione	3.690.656,940	3.726.406,826
Valore unitario delle quote	6,518	5,797

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	310.885,057
Quote rimborsate	346.634,943

Elenco analitico dei principali strumenti finanziari detenuti dal Fondo

Titoli	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale attività
ENI SPA	EUR	97.000	996.191	4,060%
FERRARI NV	EUR	5.700	991.800	4,045%
EXOR NV	EUR	14.300	966.108	3,940%
POSTE ITALIANE SPA	EUR	86.500	964.475	3,934%
ENEL SPA	EUR	118.800	930.442	3,795%
STMICROELECTRONICS NV	EUR	30.000	918.150	3,745%
ASSICURAZIONI GENERALI	EUR	52.700	890.893	3,633%
ANIMA HOLDING SPA	EUR	211.500	886.396	3,615%
PRYSMIAN SPA	EUR	28.900	873.647	3,563%
BANCO BPM SPA	EUR	314.000	851.882	3,474%
TELECOM ITALIA-RSP	EUR	1.891.000	844.899	3,446%
BUZZI UNICEM SPA	EUR	37.000	827.690	3,376%
AMPLIFON SPA	EUR	19.200	799.488	3,261%
MEDIOBANCA SPA	EUR	79.200	780.120	3,182%
DIASORIN SPA	EUR	4.470	712.965	2,908%
INTESA SANPAOLO	EUR	288.500	672.061	2,741%
INFRASTRUTTURE WIRELESS ITAL	EUR	65.100	619.231	2,526%
TAMBURI INVESTMENT PARTNERS	EUR	69.200	572.284	2,334%
SESA SPA	EUR	4.020	566.820	2,312%
BPER BANCA	EUR	289.300	531.010	2,166%
ERG SPA	EUR	18.800	470.000	1,917%
FALCK RENEWABLES SPA	EUR	84.500	469.820	1,916%
AVIO SPA	EUR	37.200	462.768	1,887%
WEBUILD SPA	EUR	206.000	461.028	1,880%
FILA SPA	EUR	42.500	456.450	1,862%
SNAM SPA	EUR	90.000	438.750	1,789%
RAI WAY SPA	EUR	82.900	421.132	1,718%
SALCEF SPA	EUR	30.000	418.500	1,707%
NEXI SPA	EUR	22.500	416.475	1,699%
PIAGGIO & C. S.P.A.	EUR	121.000	401.236	1,636%
FINECOBANK SPA	EUR	27.000	396.900	1,619%
GAROFALO HEALTH CARE SPA	EUR	62.130	350.413	1,429%
BIESSE SPA	EUR	12.000	338.160	1,379%
ESSELUNGA SPA 1.875% 17-25/10/2027	EUR	300.000	315.684	1,288%
ALERION CLEANPOWER 3.125% 19-19/12/2025	EUR	200.000	205.712	0,839%
INTERPUMP GROUP SPA	EUR	4.000	199.760	0,815%
DIGITAL MAGICS SPA	EUR	37.600	156.416	0,638%
TELECOM ITALIA 3.625% 16-19/01/2024	EUR	100.000	107.157	0,437%
IMMOBILIARE GRANDE DISTRIBUZ	EUR	25.000	101.500	0,414%
ESSELUNGA SPA 0.875% 17-25/10/2023	EUR	100.000	101.471	0,414%
BANCA IFIS SPA 17-17/10/2027 FRN	EUR	100.000	101.060	0,412%
FINCANTIERI SPA	EUR	130.000	98.800	0,403%
STELLANTIS NV	EUR	5.500	91.047	0,371%
PHILOGEN SPA	EUR	6.000	83.040	0,339%
JUVENTUS FOOTBALL CLUB SPA	EUR	110.000	79.420	0,324%
H-FARM SPA	EUR	294.000	77.910	0,318%
SG COMPANY SPA	EUR	42.900	12.269	0,050%

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. 51 pagine

INVESTITORI SGR S.p.A.

A large, stylized handwritten signature in black ink, consisting of several overlapping loops and a long horizontal stroke extending to the right.

Pietro Scotti Lovane
(Amministratore Delegato)

A small, handwritten mark or signature in the bottom right corner of the page.