

# FONDI INVESTITORI SGR

## Relazione Semestrale al 30 giugno 2022

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 Select”



Allianz  
Investitori Sgr

EIGHTY-TWENTY  
LONGEVITY  
FLEXIBLE EQUITY ESG



## PREFAZIONE

Il presente fascicolo, che riguarda la Relazione Semestrale al 30/06/2022 dei Fondi comuni di investimento mobiliari aperti di diritto italiano rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva 2009/65/CE, appartenenti al "Sistema Investitori Select", 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 Select"

**Parte seconda:**

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

**La Società di Gestione del Risparmio****INVESTITORI SGR S.p.A.**

Capitale sociale: 1.015.800 Euro

**Il Consiglio di Amministrazione**

Paolo Domenico SFAMENI  
Pietro Scott IOVANE  
Giacomo CAMPORA  
Bettina CORVES WUNDERER  
Luigi Pierfranco CAMPIGLIO  
Marcello MESSORI  
Franco NICCOLI DABBENE  
Piero BOTTO

Presidente del Consiglio di Amministrazione - indipendente  
Amministratore Delegato  
Consigliere  
Consigliere  
Consigliere - indipendente  
Consigliere - indipendente  
Consigliere  
Consigliere

**Il Collegio Sindacale**

Adolf Michael HÄLLMAYR  
Fabrizio CARAZZAI  
Giuseppe FOTI  
Marco Luigi BRUGHERA  
Paola MIGNANI

Presidente del Collegio Sindacale  
Sindaco Effettivo  
Sindaco Effettivo  
Sindaco Supplente  
Sindaco Supplente

**Direttore Generale**

Emanuele Vizzini

**La Società di revisione**

PricewaterhouseCoopers S.p.A.

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

## INDICE

Notizie sulla Società di Gestione del Risparmio .....	4
PARTE PRIMA .....	5
Relazione degli Amministratori - Considerazioni Generali – Principi contabili e Criteri di Valutazione .....	6
PARTE SECONDA .....	16
INVESTITORI EIGHTY-TWENTY .....	17
INVESTITORI LONGEVITY .....	24
INVESTITORI FLEXIBLE EQUITY ESG .....	31



Allianz  
Investitori Sgr

## PARTE PRIMA

### Relazione degli amministratori

- Considerazioni generali

;

A handwritten signature in blue ink, consisting of a stylized 'M' or similar character.

## Relazione degli Amministratori

### Considerazioni generali

#### Il quadro macroeconomico globale

Nel corso del primo semestre del 2022 le economie dei paesi del G20 si sono dovute confrontare con significative tensioni inflazionistiche, esasperate dalle conseguenze dello scoppio del conflitto russo-ucraino, che hanno comportato un atteggiamento maggiormente restrittivo da parte di numerose banche centrali nonostante gli effetti ancora ben visibili sull'attività economica della pandemia di Covid-19 tuttora in atto. Proprio 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 via via meno marcate rispetto al primo semestre del 2021 anche grazie al progredire dei programmi vaccinali. La ripresa dell'attività economica a livello mondiale in presenza di carenze in numerose catene di approvvigionamento e di nuove tensioni geopolitiche si è tuttavia tradotta in un andamento irregolare dei cicli produttivi con significative tensioni sui prezzi cui la autorità monetarie hanno dovuto reagire con vigore.

Nei primi sei mesi del 2022 le economie mondiali hanno quindi rallentato il percorso di recupero iniziato nella seconda metà del 2020 manifestando elementi di grande incertezza circa la traiettoria ed il livello dell'attività economica in un contesto sfidante. In particolare, nel primo trimestre del 2022 il PIL dei paesi del G20 ha mostrato un incremento del 2,3% a/a<sup>(\*)</sup> rispetto al 6,1% a/a dell'anno precedente, mentre per il secondo il *consensus* si attende un incremento del 2,8% a/a che si confronta con il rimbalzo del 9,6% a/a fatto registrare nel corrispondente periodo del 2021. Per la seconda metà dell'anno ci si attende una crescita abbastanza simile, con variazioni di +2,7% e di +2,3% a/a rispettivamente nel terzo e nel quarto trimestre. A livello geografico semestre si è contraddistinto per un andamento molto differenziato in relazione alle conseguenze dei provvedimenti assunti dai governi per contrastare la diffusione del virus, alle diverse politiche monetarie e agli impatti degli eventi geopolitici. In particolare, le economie emergenti sono state penalizzate dagli effetti della guerra in Ucraina e dalle restrizioni in Cina legate al contenimento del Covid mentre tra i paesi sviluppati si è assistito ad un primo trimestre ancora molto solido in Europa, cui ha fatto seguito una netta decelerazione dopo lo scoppio del conflitto russo-ucraino. Ancora buona ma in rallentamento anche la crescita statunitense, mentre il livello di attività economica in Giappone è risultato piuttosto anemico.

In un contesto di ripresa dell'attività economica ma di rallentamenti nell'approvvigionamento di diverse componenti produttive l'inflazione a livello globale ha mostrato un significativo incremento, raggiungendo in alcuni casi livelli non visti negli ultimi decenni: nel secondo trimestre l'indice *Cpi headline* dei paesi del G20 dovrebbe infatti attestarsi a +7,3% a/a, in netta risalita rispetto al +3,6% a/a fatto registrare a metà del 2021. Significativi in particolare il dato degli Stati Uniti, con una variazione del 9,1% a giugno e quello dell'Eurozona pari a 8,6% nello stesso periodo. Una parte importante del balzo dell'inflazione è ovviamente connessa al forte incremento dei prezzi delle materie prime; l'indice *Refinitiv / Core Commodity Crb Index* in dollari è infatti salito del 25,2% in dollari e del 36,1% in euro. L'indice ha mostrato una forte impennata a marzo in risposta al conflitto ucraino ed è salito fino agli inizi di giugno per poi ritracciare parzialmente a fine semestre.

Vista l'impennata dei prezzi le maggiori banche centrali mondiali hanno reagito implementando politiche monetarie estremamente restrittive, facendo inoltre presagire nuovi rialzi dei tassi e contrazioni degli aggregati monetari anche nella seconda metà dell'anno.

<sup>1</sup> (\*) *Legenda: a/a anno su anno; t/t trimestre su trimestre.*



- **Stati Uniti** – Il Pil reale statunitense ha fatto registrare nel primo trimestre una variazione di +3,5% a/a, che si confronta con il +0,5% a/a fatto registrare nel periodo corrispondente dell'anno precedente; per il secondo trimestre è prevista una crescita stimata del 2,6% a/a rispetto al +12,2% a/a del corrispondente periodo del 2021, cui dovrebbero seguire incrementi del 2,7% e dell'1,5% nei due trimestri successivi. La variazione del Pil attesa per il 2022 dovrebbe quindi attestarsi a +2,4% a/a, in frenata rispetto al +5,7% dell'anno precedente. La decelerazione dell'attività economica appare confermata dall'andamento degli indici PMI di giugno, con il dato manifatturiero a 53 (da 58,8 di fine 2021) e quello non manifatturiero a 55,3 (da 62,3 a dicembre dello scorso anno), evidenziando un marcato calo dell'attività economica. Per quanto riguarda il mercato del lavoro il tasso di disoccupazione ha continuato la sua progressiva discesa raggiungendo un minimo di 3,6% a fine giugno rispetto al 4% di inizio anno. La creazione di nuovi posti di lavoro in settori non agricoli ha mostrato un andamento ancora robusto ma calante: da un picco di oltre 700.000 unità a febbraio è scesa progressivamente attestandosi a 372.000 unità a fine semestre. Anche l'andamento dell'indice di fiducia dei consumatori elaborato dal Conference Board ha visto un netto calo, attestandosi a 98,7 a giugno rispetto a 115,2 di fine 2021. Come conseguenza della dirompente ripresa dell'inflazione la politica monetaria della Federal Reserve è divenuta estremamente restrittiva, con l'interruzione degli acquisti di titoli di stato e assimilati ed un incremento dei tassi ufficiali per complessivi 150 bps in tre sedute consecutive; le dichiarazioni recenti da parte di membri del board lasciano presagire nuovi aggiustamenti al rialzo da realizzarsi nel corso del 2022.
- **Europa** – Nel primo semestre del 2022 l'attività economica europea ha beneficiato delle riaperture post Covid, evidenziando una progressiva accelerazione purtroppo interrotta dallo scoppio della guerra tra Russia e Ucraina e dal peggioramento della congiuntura internazionale. Nel primo trimestre il Pil reale dell'Eurozona è risultato in crescita del 5,4% a/a, in netto miglioramento rispetto al -0,9% a/a fatto registrare nei primi tre mesi del 2021; nel secondo trimestre il *consensus* stima un dato in rallentamento (+3,1% a/a) anche a causa all'effetto base (+14,7% a/a nel secondo trimestre del 2021). Per il terzo e quarto trimestre ci si attende una brusca frenata con crescita rispettivamente pari a 1,3% e 1,4% a/a, che dovrebbero condurre ad un incremento su base annua del 2,7% rispetto al +5,4% a/a del 2021. Il semestre ha evidenziato ancora progressi dal lato occupazionale: il dato più recente del tasso di disoccupazione si è infatti attestato a 6,6%, in calo rispetto al 7% di fine 2021. Tuttavia, l'indice Pmi di attività manifatturiera dell'area è sceso nel corso del semestre, attestandosi a 52,1 nel mese di giugno rispetto a 58,7 di inizio anno, andamento indicativo di una progressiva decelerazione dell'attività produttiva. In graduale peggioramento anche la performance economica della Gran Bretagna; dopo un primo trimestre molto buono (8,7% a/a) le stime di *consensus* mostrano con una crescita reale pari a +2,8% per il trimestre concluso a giugno; nel secondo semestre ci si attende una crescita in ulteriore calo, (+2,2% e +1,2% a/a rispettivamente nel terzo e nel quarto trimestre); per l'intero 2022 l'incremento del Pil reale britannico dovrebbe quindi attestarsi a +3,5% a/a, variazione che si rapporta al +7,2% a/a fatto registrare nel 2021. Per combattere il forte incremento dei prezzi al consumo (indice Cpi a +9,1% a maggio) la Bank of England ha modificato la propria politica monetaria in senso restrittivo, innalzando a 1,25% il tasso ufficiale con quattro rialzi consecutivi; anche la BCE ha terminato il programma pandemico di acquisto di titoli di stato dei paesi dell'Eurozona, premessa ad un successivo rialzo dei tassi ufficiali nel secondo semestre.
- **Giappone** – Nel primo trimestre il Pil reale dell'economia giapponese è salito dello 0,4% a/a, con un miglioramento rispetto al -1,7% a/a fatto registrare nel primo trimestre del 2021 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 dell'1% a/a che si paragona al +7,3% a/a nello stesso periodo dell'anno scorso. Nella rimanente parte del 2022 la crescita dovrebbe attestarsi a livelli di poco superiori al 2%, portando la variazione per l'anno a +1,7% a/a rispetto al +1,8% a/a fatto registrare nell'anno precedente. L'indice di fiducia dei consumatori ha evidenziato un progressivo calo, passando da 38,3 di dicembre 2021 a 32,1 di giugno, così come l'indice Pmi, rappresentativo dell'attività manifatturiera, attestatosi a 52,7 a giugno rispetto a 55,4 di inizio anno. Nonostante la ripresa dell'inflazione, sia pure a livelli più moderati rispetto a quelli fatti registrare dalle maggiori economie sviluppate, la *Bank of Japan* ha confermato una politica monetaria estremamente accomodante, in controtendenza rispetto alle maggiori banche centrali, con un atteggiamento che si è tradotto in un significativo deprezzamento dello yen rispetto alle altre principali valute.

- **Paesi Emergenti** – Nel mondo emergente l'evento principale del semestre è risultato lo scoppio del conflitto russo-ucraino a febbraio: oltre ai gravissimi impatti umanitari la guerra ha determinato significative conseguenze economiche a livello mondiale visto il ruolo di primo piano ricoperto dalle due nazioni nell'ambito delle materie prime (petrolio, gas naturale ma anche grano e prodotti agricoli). In particolare, il conflitto si è tradotto in una serie di pesanti sanzioni nei confronti della Russia che hanno colpito individui, aziende e la stessa banca centrale con conseguenti forti limitazioni dell'attività economica. Per l'economia russa il *consensus* si attende quindi una contrazione del 10,1% a/a nel secondo trimestre, cui dovrebbero far seguito cali del 14,3% e del 16,6% a/a nei rimanenti due trimestri dell'anno, con una variazione stimata per l'intero 2022 pari a -9,2% a/a. Il collasso dell'economia russa ha ovviamente condizionato l'andamento delle economie emergenti: nel primo trimestre di quest'anno l'incremento del Pil reale, riferito ai paesi *Bric*, è risultato pari a +4,4% a/a, cui dovrebbe seguire un secondo trimestre in brusco rallentamento (+2,3% a/a). Nel secondo semestre i tassi di crescita dovrebbero attestarsi a livelli di poco superiori al 3% a/a, portando a 3,5% a/a la variazione per l'intero 2022 a/a, in netta decelerazione rispetto al +5,8% a/a del 2021. L'indice Pmi manifatturiero dei Paesi Emergenti, pubblicato da Markit, ha fatto registrare un minimo di 48,1 ad aprile, per poi risalire a 51,7 a giugno, in linea con la fine dell'anno precedente. Le condizioni economiche dei principali paesi dell'area non risultano omogenee così come i trend di inflazione e le politiche monetarie adottate, con gran parte delle banche centrali impegnate ad incrementare i tassi ufficiali in risposta alle tensioni inflazionistiche mentre le autorità monetarie cinesi hanno invertito la rotta aumentando lo stimolo all'economia. In Cina il primo trimestre si è concluso con una crescita del Pil reale del 4,8% a/a mentre per il secondo ci si attende un incremento dell'1,5% a/a cui dovrebbero seguire crescite del 4,6% e del 5% a/a nei rimanenti due trimestri dell'anno, portando ad una variazione annua del 4,1% a/a in netta decelerazione rispetto al +8,1% a/a del 2021. L'indice PMI manifatturiero si è attestato a 50,2 a giugno, in lieve discesa rispetto al 50,3 di fine 2021. Nel corso del semestre la banca centrale ha adottato una politica monetaria più espansiva per fronteggiare i rischi di contrazione dell'attività economica derivanti, tra l'altro, dalla crisi del mercato immobiliare ed i cui benefici si dovrebbero manifestare nella seconda metà dell'anno. In Brasile nel primo trimestre la variazione del Pil si è attestata a +1,7% a/a cui dovrebbe seguire un dato analogo nel trimestre concluso a giugno. La crescita dovrebbe calare progressivamente nella seconda metà dell'anno; per l'intero 2022 il *consensus* si attende un incremento del Pil dell'1,3% a/a rispetto al +4,8% a/a fatto registrare nell'anno precedente. In un contesto di ripresa dell'inflazione nel corso del semestre la banca centrale brasiliana ha rialzato per quattro volte il tasso di intervento, portandolo a 13,25% rispetto al 9,25% di inizio anno. Positivo l'andamento dell'economia indiana nella prima parte dell'anno, con un incremento del Pil reale pari a 4,1% e 14,1% a/a nei due trimestri. La crescita dovrebbe mantenersi sostenuta anche nel secondo che dovrebbe portare la variazione annuale a +7,1% a/a, non molto distante dal +8,7% fatto registrare nell'anno precedente.

## L'andamento dei mercati finanziari

### 1) Mercati valutari

I primi sei mesi del 2022 hanno rappresentato un periodo decisamente intenso anche sui mercati valutari internazionali, che hanno visto svilupparsi tendenze molto pervasive e variazioni particolarmente ampie dei tassi di cambio. In un contesto di riferimento inevitabilmente dominato dall'aggressione della Federazione Russa all'Ucraina e dai suoi riflessi sulla congiuntura mondiale, pressioni sempre più intense sui prezzi al consumo hanno messo costantemente in primo piano le Banche Centrali, chiamate ad arginare anche di fronte a un indebolimento rapido e generalizzato della congiuntura un'inflazione che non è più possibile considerare come transitoria. La fase del rientro dalle misure straordinarie di espansione adottate per reagire alla pandemia è alle spalle; l'avvio e lo sviluppo di cicli di restrizione monetaria di ampiezza inattesa sino al passato più recente sono certamente stati il fattore più rilevante nel determinare la dinamica dei cambi. In primo piano anche in questa prima parte del 2022 il dollaro, sostenuto soprattutto dalla decisa svolta di politica monetaria della Federal Reserve. Di fronte a tassi di inflazione al consumo che raggiungono e tendono a mantenersi a livelli non più toccati dagli anni ottanta del secolo scorso, nella riunione del 15 e 16 marzo il Federal Open Market Committee ha deciso il primo rialzo dei tassi ufficiali dal dicembre 2018, incrementando l'obiettivo per i Fed Funds di un quarto di punto percentuale e portandolo al range compreso tra 0.25% e 0.50%. Indubbiamente significativo il voto contrario a questa decisione di James Bullard, presidente della Federal Reserve di St. Louis, che avrebbe preferito un rialzo di mezzo punto percentuale. Nell'occasione il Committee non ha solo dato l'avvio al ciclo restrittivo di politica monetaria, ma ha tenuto a rendere noto di ritenere "appropriati" altri rialzi del tasso obiettivo e che la Federal Reserve si stava predisponendo a ridurre le proprie posizioni di titoli governativi e di mortgage-backed securities. Al nuovo rialzo di mezzo punto percentuale deciso in maggio il Committee ha fatto seguire il 15 giugno un incremento di altri

75 punti base. La dimensione del rialzo è stata insolitamente ampia, essendo stata praticata per l'ultima volta nel 1994, e ha certamente trasmesso agli operatori un messaggio di forte determinazione della Banca Centrale a combattere l'inflazione. Parallelamente, le previsioni dei membri del Committee raccolte nel grafico a punti hanno segnalato la loro intenzione di intraprendere un ciclo di politica monetaria molto più restrittivo di quanto previsto in precedenza. Nelle fasi finali del semestre, in occasione del Forum organizzato dalla Banca Centrale Europea dal 27 al 29 giugno a Sintra, Jerome Powell, presidente della Federal Reserve, si è dichiarato pronto a rischiare di inasprire eccessivamente la politica monetaria pur di evitare "l'errore" di non ripristinare la stabilità dei prezzi. In questo contesto, il dollaro ha proseguito nel movimento di rialzo intrapreso nello scorso anno per portarsi a ridosso dei massimi toccati nella prima metà del 2020, al manifestarsi della pandemia di COVID-19. Il Bloomberg Dollar Spot Index, che riflette l'andamento della divisa nei confronti delle dieci valute più rilevanti per volumi di scambi commerciali e liquidità, ha chiuso il periodo con un rialzo del 7,4%. Nel semestre, la valuta si è apprezzata del 8,4% rispetto all'euro, del 17,9% rispetto allo yen e del 11,1% sulla sterlina; di poco più di sei punti percentuali il deprezzamento nei confronti del real brasiliano. Nei primi sei mesi del 2022 è continuata la fase di erosione del valore dell'euro rispetto alle altre divise di riferimento: la divisa comune ha chiuso il periodo con una perdita media su base trade weighted - secondo il Bloomberg Euro Index - di oltre cinque punti percentuali. Dopo un primo trimestre di sostanziale stabilità, alla fine del mese di marzo si è manifestata una tendenza al deprezzamento della valuta provocata, in primo luogo, dalla condotta della Banca Centrale Europea, che pare procedere in modo tardivo e incerto sulla via dell'inasprimento della politica monetaria. Il tasso applicato al Deposit Facility è stato, infatti, mantenuto al - 0,5% dal settembre 2019, mentre la Banca Centrale ha concentrato la propria attenzione sui programmi di acquisti di titoli obbligazionari sul mercato. Solo nella riunione del 9 giugno, il Governing Council ha annunciato che intende aumentare i tassi di 25 punti base nella riunione del 21 luglio e in misura anche maggiore in settembre, se il quadro inflazionistico dovesse permanere o deteriorarsi ulteriormente; gli acquisti netti di titoli obbligazionari sul mercato termineranno il primo di luglio. Pesano sulle valutazioni dell'euro sicuramente anche le incognite del conflitto tra Federazione Russa e Ucraina e delle sue conseguenze sul piano economico. La prossimità geografica dell'Unione Europea con le zone di conflitto e, soprattutto, la notevole dipendenza dei membri dell'Unione dalle importazioni di materie prime energetiche russe sono sicuramente fattori suscettibili di influire molto negativamente sulla crescita di grandi economie come quella tedesca e quella italiana. Il rallentamento congiunturale e l'irrigidimento delle condizioni finanziarie a livello globale, poi, sembrano destinati a penalizzare in modo particolare i Paesi periferici dell'area, che hanno visto ampliarsi i differenziali di rendimento dei propri titoli governativi rispetto agli analoghi titoli dei Paesi core, con riflessi negativi anche sul cambio. In questo scenario, la divisa comune ha chiuso il primo semestre del 2022 in ribasso del 7,8% rispetto al dollaro e del 3,5% sul franco svizzero; del 8,7% il rialzo rispetto allo yen e del 2,5% l'apprezzamento sulla sterlina. Yen in ampio, generalizzato deprezzamento nel primo semestre del 2022, con una forte accelerazione nel secondo trimestre che lo ha condotto a perdere oltre il 11% su base trade weighted. La persistente debolezza della divisa continua a rispecchiare le difficoltà del Paese: il Giappone ha visto il proprio GDP contrarsi nel primo trimestre del 2022, quando era ancora alle prese con le misure di contrasto alla pandemia. La ripresa della crescita sembra ostacolata da una domanda - internazionale ed interna - debole e da attività produttive fortemente penalizzate dalle strozzature delle catene logistiche e di approvvigionamento. In ogni caso, la determinante diretta della debolezza della divisa non può essere che la mancanza del sostegno dei tassi di interesse. La Bank of Japan appare determinata a non allontanarsi dall'approccio di "Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control" adottato da tempo almeno fino agli avvicendamenti dei membri del Policy Board della Banca Centrale previsti per nella seconda parte dell'anno. Dopo l'inatteso cambio di rotta di giugno della Banca Nazionale Svizzera, la Bank of Japan è sempre più isolata nella determinazione di non procedere all'inasprimento della politica monetaria. In questo scenario, lo yen ha chiuso il semestre facendo registrare ampi deprezzamenti nei confronti di tutte le valute del G10, con perdite dell'ordine del 18% nei confronti del dollaro statunitense, del 16% verso il dollaro canadese e del 12% verso franco svizzero e dollaro australiano. Prima metà del 2022 sicuramente difficile per la sterlina, alle prese con un contesto macroeconomico critico, una situazione politica e istituzionale in deterioramento e una banca centrale alla ricerca di un difficile equilibrio tra crescita e contenimento dell'inflazione. La rilevazione del GDP di aprile ha fatto registrare una contrazione dello 0,3% mensile, mentre l'indice dei prezzi al consumo è aumentato in maggio del 9,1%. Il Primo Ministro Boris Johnson è messo sempre più duramente in discussione dai membri del Partito Conservatore e del suo stesso governo. La Bank of England, pur essendo stata la prima, tra le banche centrali di riferimento, ad effettuare un rialzo dei tassi ufficiali, portando nello scorso mese di dicembre l'Official Bank Rate dallo 0,10% allo 0,25%, sembra non riuscire a tenere il passo. L'esigenza di salvaguardare la crescita la sta costringendo a procedere con rialzi di un quarto di punto percentuale quando altri Istituti Centrali agiscono su scala più ampia. La sterlina ha così chiuso il semestre in progressivo ribasso, subendo un deprezzamento medio su base trade weighted del 6,7%. Nel periodo, particolarmente ampia la perdita del 10% rispetto al dollaro; del 5,8% quella sul franco svizzero e del 2,4% quella sull'euro. Nei primi sei mesi dell'anno il franco svizzero è stato a più riprese oggetto dell'attenzione degli investitori. Successivamente all'aggressione all'Ucraina da parte della Federazione Russa, la divisa è stata favorita, come era prevedibile, dal suo status di asset difensivo nelle fasi di crisi. Decisamente inatteso, invece, il rialzo del tasso guida BNS dal -0,75% al -0,25% deciso il 16

giugno dalla Banca Nazionale Svizzera. Si è trattato del primo rialzo dei tassi ufficiali dal settembre 2007, ed è stato motivato dal presidente Jordan con la necessità di combattere l'inflazione, arrivata in Svizzera al livello massimo da 14 anni; secondo Jordan, l'Istituto potrebbe dover agire ancora nello stesso senso. L'incremento del tasso ufficiale ha spinto al rialzo il franco, che ha raggiunto la parità con l'euro nella seduta finale del semestre. La valuta ha chiuso il periodo con un rialzo medio, su base trade weighted, del 2,8%. Del 3,7% il rialzo sull'euro e del 12,7% quello sullo yen. Superiore al 4% il deprezzamento nei confronti del dollaro. Da segnalare l'ottima performance conseguita anche nel primo semestre del 2022 dal dollaro canadese, che è risultato la valuta più brillante tra quelle del G10 dopo il dollaro statunitense. La divisa è stata sostenuta dalla politica monetaria della Bank of Canada, che ha proceduto nel rialzo del proprio tasso overnight parallelamente alla Federal Reserve. I nuovi, forti aumenti del prezzo del petrolio hanno poi agito molto positivamente sui flussi commerciali. Notevoli, al termine del semestre, i guadagni del dollaro canadese sullo yen (15,8%), sull'euro (6,5%) e sul franco svizzero (2,7%); dello 1,8% la flessione rispetto al dollaro statunitense. Andamento contrastato, nella prima metà del 2022, per il renminbi che, raggiunti dei massimi pluriennali nella prima parte del periodo ha poi subito le conseguenze dei vasti lockdown decisi dalle autorità a seguito dell'ondata di contagi di variante Omicron. Il superamento, con l'applicazione della strategia "zero-COVID, della fase più critica sul piano sanitario e di maggior rallentamento delle attività economiche, ha consentito un rimbalzo della divisa nel corso del mese di giugno. Poco influente l'azione della People's Bank of China, più incline ad intervenire sul sistema bancario per determinare i volumi di credito al sistema che ad agire sui tassi ufficiali. Sensibile, a fine periodo, il deprezzamento sul dollaro (-5,1%); del 2,9% il rialzo sull'euro e del 11,9% quello sullo yen. L'indice MSCI Emerging Markets Currency ha fatto registrare nel primo semestre del 2022 un calo, misurato in dollari, dello 3,89%. Particolarmente deboli nel periodo il peso argentino e la lira turca. Sotto pressione le divise dei Paesi contigui all'area degli scontri in Ucraina, in primo luogo lo zloty polacco e, in misura minore, fiorino ungherese, lev bulgaro e leu rumeno. Del tutto atipiche le vicende che hanno interessato il rublo, direttamente coinvolto nel dissidio tra Federazione Russa e Paesi occidentali causato dall'invasione dell'Ucraina. Le sanzioni dirette a colpire l'economia russa e le relative ritorsioni hanno portato le autorità russe ad adottare misure molto aggressive di salvaguardia dello status e del valore della divisa: sono state introdotte la vendita forzosa delle valute estere da parte degli esportatori, l'obbligo per gli importatori di pagare in rubli il gas naturale e controlli stringenti sui flussi di capitali. Sul piano del saldo commerciale, il rialzo dei prezzi dei prodotti energetici sta facendo aumentare il controvalore delle esportazioni, mentre le sanzioni stanno comprimendo quello delle importazioni. Il rublo, dopo essere crollato nel periodo immediatamente successivo all'avvio dell'aggressione dell'Ucraina, ha messo a segno un fortissimo rimbalzo che lo ha portato ad essere - paradossalmente - la divisa più forte del primo semestre, almeno per quello che le contrattazioni ancora consentite; dell'ordine del 30% l'apprezzamento nei confronti delle valute del G10.

	Eur/Usd	Eur/Gbp	Eur/Yen	Usd/Yen
Var. %	-7,79%	2,46%	8,75%	17,94%

## 2) Mercati obbligazionari

La prima metà del 2022 è stata un periodo eccezionalmente negativo per i mercati obbligazionari internazionali, colpiti dal repentino rialzo dei tassi di inflazione e dal conseguente, drastico inasprimento delle politiche monetarie attuato dalla generalità delle banche centrali. Molti dei fattori avversi che si sono abbattuti sui sistemi economici nei primi sei mesi hanno contribuito ad alimentare la spirale al rialzo dei prezzi al consumo; l'invasione dell'Ucraina da parte della Federazione Russa, in particolare, ha sospinto i prezzi internazionali delle fonti di energia e dei prodotti agricoli a livelli particolarmente pericolosi. L'entità delle pressioni al rialzo sui prezzi è stata tale da non lasciare alternative alle banche centrali che, pur in un quadro di indebolimento della congiuntura mondiale, hanno dovuto avviare e condurre cicli di restrizione monetaria. I rialzi dei tassi di mercato hanno provocato ribassi dei corsi dei titoli obbligazionari di ampiezza tale da sovrastare largamente rendimenti correnti in rialzo. Virtualmente tutti i segmenti di mercato hanno così fatto registrare risultati di periodo negativi, di dimensioni - in alcuni casi - con pochi precedenti. Non hanno fatto eccezione, nonostante l'acuirsi delle pressioni sui prezzi, le emissioni indicizzate all'inflazione, che hanno comunque subito perdite notevoli: l'indice Bloomberg Global Inflation - Linked ha chiuso il semestre con un calo, misurato in dollari, del 17,8%. Dell'ordine del 9% la perdita di periodo del mercato dei Treasury Inflation Protected Securities statunitensi, del 6% di quella dei titoli governativi in euro indicizzati all'inflazione. Ancora più negativo il bilancio dell'analogo mercato del Regno Unito, che ha dovuto registrare nel semestre un tracollo del 21,9%. Positivo, invece, anche se non superiore al 2,5%, il risultato di periodo del comparto in Giappone. I primi sei mesi del 2022 sono stati particolarmente carichi di criticità per l'economia dell'area dell'euro che, quando sembrava avviata al pieno recupero dalla fase della pandemia da COVID-19, ha dovuto confrontarsi con gli effetti sul piano sociale ed economico

conflitto tra Federazione Russa e Ucraina. La prossimità geografica dell'Unione Europea con le zone di conflitto e, soprattutto, la notevole dipendenza dei membri dell'Unione dalle importazioni di materie prime energetiche russe rappresentano sicuramente fattori suscettibili di influire molto negativamente sulla crescita di grandi economie come quella tedesca e quella italiana. Il rallentamento congiunturale e l'irrigidimento delle condizioni finanziarie a livello globale, poi, sembrano destinati a penalizzare in modo particolare i Paesi periferici dell'area, che hanno visto ampliarsi i differenziali di rendimento dei propri titoli governativi. Pur in un contesto di crescita incerta e di rapido deterioramento della fiducia dei consumatori, l'area dell'euro ha dovuto confrontarsi con l'esplosione dell'inflazione, a causa in primo luogo dei rialzi dell'energia e dei prodotti agricoli. L'indice generale dei prezzi al consumo dell'area ha fatto registrare in maggio un rialzo su base annua del 8.1%, e un rialzo ulteriore è atteso per il mese di giugno. Anche se con ampio ritardo rispetto alle altre banche centrali di riferimento, posta di fronte a tassi di inflazione ai livelli più elevati dall'introduzione dell'euro la Banca Centrale Europea ha proceduto nel semestre al rientro delle misure straordinarie di espansione monetaria e si è predisposta per l'avvio di un ciclo restrittivo di politica monetaria. Gli acquisti di titoli obbligazionari sul mercato effettuati nel quadro del Pandemic Emergency Purchase Programme sono cessati alla fine di marzo; quelli relativi all'Asset Purchase Programme sono stati ridotti rispetto al previsto, passando dai 40 miliardi di euro di aprile ai 30 miliardi di maggio e ai 20 miliardi di giugno, e cesseranno con il primo giorno di luglio. Nella riunione del 9 giugno, il Governing Council ha notevolmente modificato la propria guidance di politica monetaria, annunciando che intende aumentare i tassi di base nella riunione del 21 luglio e in misura anche maggiore in settembre se il quadro inflazionistico dovesse permanere o deteriorarsi ulteriormente. L'evoluzione del quadro di riferimento ha causato un nuovo, ampio movimento di rialzo dei tassi governativi in euro. La curva dei rendimenti dei paesi di riferimento dell'area si è riportata al disopra dello zero quasi per intero, mantenendosi su valori negativi solo per le scadenze del mercato monetario. L'incremento dei tassi di mercato si è attestato tra i 120 e i 150 punti base, con un moderato incremento della pendenza della curva; valori solo leggermente più elevati per il segmento compreso tra i dieci e i venti anni. Il rendimento dei titoli governativi tedeschi a dieci anni, che al termine dello scorso anno era ancora attorno al -0,10%, ha raggiunto nella seconda parte di giugno un massimo del 1,77% per chiudere il semestre attorno al 1,35%. La pressione al ribasso sui corsi è stata tale da superare ampiamente anche rendimenti correnti in notevole rialzo: il ritorno di periodo della generalità dei titoli obbligazionari governativi in euro è stato di conseguenza largamente al disotto dello zero. La perdita media ponderata è stata superiore al 12%, con estremi dell'ordine del 20% per le scadenze più protratte; superiore ai 22 punti percentuali i ribassi per le emissioni con vita residua oltre i dieci anni. Nei primi sei mesi dell'anno nessun segmento della curva euro è stato immune da perdite, e lo stesso è accaduto per ognuno dei singoli mercati nazionali dei titoli governativi: i ribassi hanno accomunato Paesi di riferimento e Paesi periferici. Il mercato italiano ha prodotto rendimenti di periodo tendenzialmente in linea con le medie dell'area, e marginalmente migliori per alcuni tratti della curva. A consuntivo, comunque, si è registrata una perdita media ponderata superiore ad undici punti percentuali per il complesso di tutte le emissioni, che sono stati oltre 21 per le scadenze ultradecennali. Solo frazionalmente migliori i risultati di Spagna e Portogallo, ancora più pesanti i ritorni di periodo del mercato greco. I mercati periferici dell'area hanno vissuto nel primo semestre un progressivo ampliamento dei differenziali di rendimento dei loro titoli governativi rispetto alle emissioni comparabili dei Paesi core. Le incertezze sulle prospettive di crescita di tutte le economie dell'area dell'euro, anche a causa della guerra in Ucraina, e il drastico aumento dei rendimenti di mercato hanno suscitato tra gli operatori di mercato comprensibili preoccupazioni per i conti pubblici dei Paesi più indebitati. La riduzione dei flussi di acquisto di titoli obbligazionari da parte della Banca Centrale Europea ha avuto verosimilmente effetti negativi ancora maggiori. I differenziali di rendimento dei Paesi periferici sono così peggiorati fino alla metà del mese di giugno, quando l'acuirsi delle pressioni al rialzo ha reso necessaria una riunione straordinaria del Governing Council, che si è tenuta il 15 giugno allo scopo di affrontare la materia. Nel comunicato diffuso al termine è stato annunciato che la Banca Centrale Europea effettuerà reinvestimenti relativi al Pandemic Emergency Purchase Programme con flessibilità e perseguendo l'obiettivo di contenere i differenziali. Parallelamente, la Banca sta accelerando la definizione di un nuovo strumento "anti-frammentazione" che sarà presumibilmente esaminato dal Governing Council nel corso della riunione del 21 luglio. Neppure il Forum, tenuto dalla Banca Centrale Europea dal 27 al 29 giugno a Sintra, è stato l'occasione per rivelare dettagli di questo meccanismo; nonostante questo, le tensioni sui titoli governativi periferici si sono stemperate e al termine del semestre i differenziali si sono attestati – per la scadenza a dieci anni – significativamente al disotto dei massimi di periodo: attorno ai 225 punti base per la Grecia, ai 110 per la Spagna e il Portogallo e ai 190 per l'Italia. Nonostante i comprensibili, diffusi timori per l'andamento delle variabili della finanza pubblica del nostro Paese, il rating del debito sovrano italiano è rimasto invariato tanto per Fitch (BBB, con outlook stabile) quanto per Standard & Poor's ("BBB" con outlook positivo) e per Moody's ("Baa3" con outlook stabile). Alla generalizzata tendenza al ribasso dei mercati obbligazionari dell'area dell'euro non si sono sottratte neppure le obbligazioni societarie che, pur avendo una vita residua media inferiore a quella dei titoli governativi, hanno fatto registrare nel semestre un progressivo ribasso. I differenziali di rendimento a loro sfavore si sono progressivamente ampliati lungo tutto il periodo, con un andamento parallelo a quello dei mercati azionari e con una forte accelerazione nelle fasi finali. Nel semestre, l'insieme delle emissioni investment grade ha fatto registrare, in media, perdite attorno al 12%. Ancora peggiore, e compreso tra il 14 il 15%, il risultato del comparto ad alto rendimento. Negli Stati Uniti, il primo semestre del 2022 si è aperto con una rilevazione apparentemente debole del GDP dei tre mesi iniziali. Tuttavia, la contrazione trimestrale annualizzata del 1.6%, tanto più sorprendente se

confrontata alla crescita del 6.9% del trimestre precedente, era stata attribuita all'andamento di componenti volatili come il saldo della bilancia commerciale e le scorte. Al netto dei fattori contingenti, i dati del primo trimestre mostrano un apprezzabile incremento della spesa per consumi, grazie anche alla rotazione dalla spesa per beni fisici a quella dei servizi, con un mercato del lavoro ancora molto solido. Sul versante dell'invasione dell'Ucraina, gli Stati Uniti, per motivi sia geografici sia storici, non hanno legami particolarmente stretti i Paesi in conflitto per quello che riguarda il commercio e gli investimenti materiali e finanziari. Le sanzioni internazionali a carico dell'economia russa e l'interruzione delle attività di alcuni grandi gruppi statunitensi nei due Paesi in conflitto non sono fattori di particolare portata. Molto più significativo l'impatto del rialzo dei prezzi dell'energia e di alcune materie prime, che ha esacerbato le pressioni sui prezzi al consumo in una fase in cui il tasso di inflazione aveva già raggiunto negli Stati Uniti i livelli più alti da decenni. L'incremento dell'indice globale dei prezzi al consumo, nel semestre è passato dal 7,5% su base annuale di gennaio al 8.6% rilevato a maggio: la Federal Reserve ha così dovuto intraprendere un'azione di politica monetaria particolarmente energica, utilizzando anche lo spazio di manovra consentito dalla sostanziale tenuta del quadro congiunturale. In occasione del meeting del 15 e 16 marzo, il Federal Open Market Committee ha deciso il primo rialzo dei tassi ufficiali da lungo tempo, incrementando l'obiettivo per i Fed Funds di un quarto di punto percentuale e portandolo al range compreso tra 0.25% e 0.50%. Contrario questa decisione James Bullard, presidente della Federal Reserve di St. Louis, orientato verso un rialzo di mezzo punto percentuale. Nell'occasione il Committee ha tenuto a sottolineare che giudicava "appropriati" altri rialzi del tasso obiettivo e che la Federal Reserve si stava predisponendo a ridurre le proprie posizioni di titoli governativi e di mortgage-backed securities. Al nuovo rialzo di mezzo punto percentuale deciso in maggio il Committee ha fatto seguire il 15 giugno un incremento di altri 75 punti base. La dimensione del rialzo è stata insolitamente ampia, essendo stata praticata per l'ultima volta nel 1994, e ha certamente trasmesso agli operatori un messaggio di forte determinazione della Banca Centrale a combattere l'inflazione. Parallelamente, le previsioni dei membri del Committee raccolte nel grafico a punti hanno segnalato la loro intenzione di intraprendere un ciclo di politica monetaria molto più restrittivo di quanto previsto in precedenza. Nelle fasi finali del semestre, in occasione del Forum organizzato dalla Banca Centrale Europea dal 27 al 29 giugno a Sintra, Jerome Powell, presidente della Federal Reserve, si è dichiarato pronto a rischiare di inasprire eccessivamente la politica monetaria pur di evitare "l'errore" di non ripristinare la stabilità dei prezzi. In questo contesto, anche i rendimenti di mercato dei titoli governativi degli Stati Uniti hanno subito rialzi particolarmente ampi, più accentuati per le scadenze di mercato monetario e per il tratto iniziale della curva dei tassi. Sotto l'impulso dell'azione della Federal Reserve le scadenze tra i sei mesi e i tre anni hanno fatto registrare incrementi superiori ai due punti percentuali; attorno ai 150 punti base i rialzi sulle scadenze successive, fino a dieci anni; più contenuto, ma comunque largamente superiore ai 100 punti base il rialzo del segmento a più lungo termine della curva. Nel corso del semestre, il rendimento dei Treasury a dieci anni è raddoppiato: il movimento al rialzo in atto dall'agosto del 2020 è proseguito virtualmente senza interruzioni e ha portato il tasso di mercato dal 1,5% iniziale al massimo del 3,5% toccato a metà giugno, per poi fargli concludere il periodo in un intorno del 3%. In questo contesto, il complesso dei titoli governativi con scadenza di almeno un anno ha conseguito nel primo semestre del 2022 un risultato medio ponderato negativo di oltre il 9%, con ritorni al disotto dello zero per tutti i segmenti della curva. Particolarmente penalizzate le scadenze oltre i dieci anni, per le quali si è registrata una perdita di periodo di oltre venti punti percentuali. Molto deludenti, in un periodo di pesanti ribassi dei mercati azionari, anche i risultati degli investimenti in obbligazioni societarie in dollari: sorprendentemente, tanto il complesso delle emissioni investment grade quanto quello dei titoli corporate ad alto rendimento hanno chiuso il semestre con una perdita prossima 14%. Il comparto di più alto rating, penalizzato anche da una vita residua mediamente più elevata, ha visto incrementarsi sensibilmente i differenziali di rendimento rispetto ai titoli governativi, passando da meno di 100 ad oltre 150 punti base di media. Molto più pesante l'ampliamento dei differenziali espressi dal complesso delle emissioni high yield che, pur con un andamento contrastato, hanno subito un rialzo da 3 a 5.5 punti percentuali. Nel corso dei primi sei mesi del 2022, il Giappone ha proseguito nel proprio sforzo di riportarsi su un percorso di sviluppo ordinato. Le misure di contenimento dei contagi sono state in vigore anche nei primi mesi dell'anno, prolungando la fase di stasi produttiva legata alla pandemia; il Paese ha visto così il proprio GDP contrarsi nel primo trimestre. La ripresa è stata ostacolata da una domanda - internazionale ed interna - debole e da attività produttive fortemente penalizzate dalle strozzature delle catene logistiche e di approvvigionamento. Lo yen, privo del sostegno dei tassi di interesse, ha subito un fortissimo deprezzamento che ha contribuito al manifestarsi delle prime tensioni inflazionistiche. L'indice globale dei prezzi ha fatto registrare una tendenza al rialzo che lo ha portato - nel mese di maggio - ad una crescita su base annua del 2,5%; solo dello 0,8% annuale, d'altra parte, l'incremento dell'indice che non comprende energia e alimentari, riferimento principale della Bank of Japan. Per stimolare la crescita, il governo Kishida ha continuato ad affidarsi a poderosi pacchetti fiscali di sostegno al sistema economico che comprendono, tra l'altro, sussidi ai consumatori. La Bank of Japan, infatti, appare determinata a non abbandonare l'approccio del "Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control" almeno fino agli avvicendamenti dei membri del Policy Board dell'istituto previsti per la seconda parte dell'anno. Dopo l'inatteso cambio di rotta di giugno della Banca Nazionale Svizzera, la Banca Centrale Giapponese è sempre più isolata nella determinazione di non procedere all'inasprimento della politica monetaria. Durante il primo semestre, comunque, le pressioni al rialzo sui tassi di interesse provenienti dai mercati obbligazionari internazionali si sono inevitabilmente scaricate anche sul mercato giapponese. I rendimenti di mercato dei titoli di stato con scadenze fino a dieci anni, sui quali la Bank of Japan esercita la sorveglianza

prevista dalla sua strategia di "Yield Curve Control", hanno fatto registrare variazioni al rialzo contenute, dell'ordine massimo di una ventina di punti base. Il tratto di curva fino a quattro anni è rimasto al disotto dello zero. Allo scopo di mantenere il tasso decennale all'interno del range di fluttuazione di 25 punti base attorno allo zero fissato nel marzo 2021, la Banca Centrale ha effettuato sistematicamente operazioni di acquisto di titoli sul mercato, dichiarandosi disponibile ad acquistare quantità illimitate di titoli a 10 anni al tasso obiettivo in ogni giorno lavorativo. La pressione al rialzo si è quindi scaricata sulle scadenze più lunghe, che hanno visto i propri rendimenti aumentare dai trenta ai sessanta punti base. I movimenti dei due segmenti in cui la curva dei tassi si è trovata ad essere suddivisa hanno portato a perdite di periodo di una frazione di punto percentuale per l'insieme dei titoli con scadenza fino ai dieci anni, e di oltre sei punti per le emissioni con vita residua maggiore. In media ponderata, il risultato del mercato è stato di quasi il -3%. I mercati obbligazionari emergenti hanno avuto un andamento tendenzialmente negativo, soprattutto per quello che riguarda il debito in valuta forte. Marginalmente positivi, invece, mercati delle emissioni in valuta locale come quelli di Cina e Brasile. In ripresa, dopo fortissime turbolenze, il mercato turco in lire. Non sorprende, anche in considerazione dell'andamento dei mercati azionari, l'andamento fortemente negativo del comparto delle obbligazioni convertibili: l'indice Bloomberg Global Convertibles Composite ha fatto registrare nel primo semestre una perdita, misurata in dollari, di circa il 20%; sostanzialmente analogo il risultato di periodo della componente delle convertibili in dollari.

	3-5 anni US	3-5 anni Euro	3-5 anni UK	3-5 anni Giappone
<b>Var.% (valuta locale)</b>	-5,79%	-5,61%	-3,61%	-0,22%
<b>Var.% (in euro)</b>	2,32%	-5,61%	-5,81%	-8,12%

### 3) Mercati azionari

Dopo un anno straordinariamente positivo come il 2021, il primi sei mesi del 2022 si sono rivelati eccezionalmente difficili per i mercati azionari mondiali. Il nuovo anno si è aperto tra i timori per l'alta contagiosità della variante Omicron del virus SARS-CoV-2 e per la disomogeneità della crescita economica e per i disequilibri crescenti che l'hanno accompagnata. Le strozzature delle supply chain globali e le conseguenti difficoltà di approvvigionamento di semilavorati e componenti hanno provocato inevitabilmente tensioni sui prezzi alla produzione e, successivamente, al consumo. Lo scoppio della guerra in Ucraina ha moltiplicato i timori di una stasi della crescita, se non di una recessione, e ha esacerbato le pressioni al rialzo sui prezzi. Di fronte a tassi di inflazione giunti a livelli non più toccati da decenni, e che non si possono considerare transitori, le Banche Centrali hanno dovuto adottare drastiche misure di restrizione monetaria allo scopo di contenere le tensioni inflazionistiche. Il timore di un periodo protratto di stagflazione con tassi di interesse in drastico aumento ha causato sui mercati azionari una fase di ribassi con pochi precedenti per ampiezza e diffusione. Nel semestre, i mercati dei Paesi sviluppati hanno così fatto registrare, secondo l'indice MSCI World espresso in dollari, una perdita della sola componente dei prezzi pari al 21,2%, che si riduce solo marginalmente, al -20,3%, comprendendo i dividendi. Tenendo conto anche dei mercati emergenti i rispettivi valori medi si collocano, sulla base dell'indice MSCI All Country World Free, al -20,9% e al -20%. Le criticità dei primi sei mesi del 2022 sono state particolarmente serie per l'economia dell'area dell'euro che, ancora in fase di recupero dalla stasi indotta dalla pandemia, ha dovuto confrontarsi con gli effetti economici del conflitto tra Federazione Russa e Ucraina. La prossimità geografica dell'Unione Europea con le zone di guerra e, soprattutto, la notevole dipendenza dei membri dell'Unione dalle importazioni di materie prime energetiche russe rappresentano sicuramente fattori critici per grandi economie come quella tedesca e quella italiana. Pur in un contesto di crescita incerta e di rapido deterioramento della fiducia dei consumatori, l'area dell'euro ha dovuto confrontarsi con l'esplosione dell'inflazione, causata in primo luogo dai rialzi dell'energia e dei prodotti agricoli. L'indice generale dei prezzi al consumo dell'area ha fatto registrare in maggio un rialzo su base annua del 8,1%, e un rialzo ulteriore è atteso per il mese di giugno. Anche se con ampio ritardo rispetto alle altre banche centrali di riferimento, posta di fronte a tassi di inflazione ai livelli più elevati dall'introduzione dell'euro la Banca Centrale Europea ha proceduto nel semestre al rientro delle misure straordinarie di espansione e si è predisposta per l'avvio di un ciclo restrittivo di politica monetaria. Gli acquisti di titoli obbligazionari sul mercato effettuati nel quadro del Pandemic Emergency Purchase Programme sono cessati alla fine di marzo; quelli relativi all'Asset Purchase Programme sono stati progressivamente ridotti e si concluderanno il primo giorno di luglio. Nella riunione del 9 giugno, il Governing Council ha annunciato che intende aumentare i tassi di 25 punti base nella riunione del 21 luglio e in misura anche maggiore in settembre se il quadro inflazionistico dovesse permanere o deteriorarsi ulteriormente. In questo contesto, nella prima metà del 2022 l'indice Euro Stoxx dei titoli liquidi dell'area dell'euro ha fatto registrare una perdita del 20,1%. Sostanzialmente analogo il risultato dei titoli a maggiore capitalizzazione dell'area, con l'indice Euro Stoxx 50 in ribasso del 19,6%. Dello stesso ordine di grandezza i risultati degli indici nazionali di riferimento: l'indice DAX del mercato tedesco, il CAC 40 della Borsa di Parigi e l'AEX olandese

hanno chiuso il periodo con cali compresi tra il 18 e il 20%. Non altrettanto negativi i mercati periferici dell'area: il mercato greco ha perso circa il 10% e quello spagnolo il 7,6%; performance positiva per il mercato portoghese, con l'indice PSI20 in rialzo di oltre il 7% nel semestre. A livello europeo, performance positiva per il solo settore energetico; sopra la media di mercato, anche se in territorio negativo, consumi non ciclici, servizi di telecomunicazione, farmaceutici e utility. In linea con la media di mercato il settore finanziario. Molto più prossimo ai mercati principali che agli altri periferici il mercato azionario italiano, sicuramente molto esposto alle ricadute negative del conflitto in Ucraina a causa della forte dipendenza dalle importazioni di gas russo. L'indice Ftse Mib ha chiuso primo semestre con un ribasso di oltre il 23%, l'indice STAR ha perso il 29,1%. Anche nel caso dell'Italia, il settore energetico ha sovrastato gli altri in termini di performance; sopra la media di mercato anche industriali e utility. Da segnalare, fuori dall'area dell'euro, la perdita piuttosto contenuta - in termini relativi - del mercato di del Regno Unito: a dispetto di una situazione economica con molte ombre, e anche di un quadro politico-istituzionale in progressivo deterioramento, nella prima metà del 2022 l'indice FTSE 100 ha lasciato sul terreno solo il 2.9%. Debole, invece, il mercato azionario svizzero, in ribasso del 17% in un contesto di criticità crescenti che ha indotto la Banca Nazionale Svizzera ad un inatteso rialzo del tasso ufficiale. Decisamente pesanti i mercati azionari degli Stati Uniti, che nel primo semestre dell'anno hanno subito ribassi in media più ampi degli altri mercati sviluppati. Le quotazioni azionarie si sono fortemente ridimensionate a dispetto di un quadro di sostanziale tenuta delle attività produttive e di solidità del mercato del lavoro. La spesa per consumi, da sempre una componente chiave del GDP, ha proseguito, soprattutto nel primo trimestre dell'anno, nel movimento di ripresa dalla stasi della fase pandemica. Sul piano internazionale, per ragioni geografiche e storiche, gli Stati Uniti sono molto meno esposti di altre economie occidentali alle conseguenze avverse dell'invasione dell'Ucraina da parte della Federazione Russa. Il Paese, inoltre, è un importante produttore ed esportatore di quelle materie prime energetiche ed agricole delle quali il conflitto ha messo a rischio la disponibilità e fatto aumentare sensibilmente i prezzi. Il fattore che ha scompaginato il quadro di riferimento dei mercati è stato, come unanimemente riconosciuto, l'esplosione dei prezzi al consumo, con il tasso di inflazione a livelli non più toccati da decenni. Quando non è stato più possibile considerare il rialzo dell'inflazione un fenomeno temporaneo, la Federal Reserve non ha potuto che intervenire energicamente sulle condizioni finanziarie inasprendo molto la propria politica monetaria. Nella riunione del 15 e 16 marzo il Federal Open Market Committee ha deciso il primo rialzo dei tassi ufficiali dal dicembre 2018, incrementando l'obiettivo per i Fed Funds di un quarto di punto percentuale e portandolo al range compreso tra 0.25% e 0.50%. La decisione ha raccolto un voto contrario da parte di un membro che riteneva più opportuno un rialzo di mezzo punto percentuale. Nell'occasione il Committee non ha solo dato l'avvio al ciclo restrittivo di politica monetaria, ma ha tenuto a rendere noto di ritenere "appropriati" altri rialzi del tasso obiettivo e che la Federal Reserve si stava predisponendo a ridurre le proprie posizioni di titoli governativi e di mortgage-backed securities. Al nuovo rialzo di mezzo punto percentuale deciso in maggio il Committee ha fatto seguire il 15 giugno un incremento di altri 75 punti base. La dimensione del rialzo è stata insolitamente ampia, essendo stata praticata per l'ultima volta nel 1994, e ha certamente trasmesso agli operatori un messaggio di forte determinazione della Banca Centrale a combattere l'inflazione. I timori di un rallentamento della crescita che sfoci in una recessione conclamata, di un progressivo accumularsi delle pressioni inflazionistiche, di una condotta impropria della politica monetaria da parte della Federal Reserve e, non ultimi, di sviluppi imprevedibili della guerra in Ucraina hanno pesato notevolmente sui mercati azionari degli Stati Uniti. La tendenza al ribasso dei listini ha cominciato a manifestarsi nel corso del primo trimestre. Il recupero sviluppatosi nella seconda metà di marzo è stato solo parziale, ed è stato seguito un nuovo, ampio movimento di ribasso che ha portato gli indici principali a chiudere il semestre a livelli prossimi ai minimi di periodo. Particolarmente deboli i titoli growth, penalizzati dal contesto di riferimento rispetto a quelli value; l'accentuata dispersione dei risultati di periodo dei diversi indici riflette in primo luogo le differenze di composizione da questo punto di vista. La perdita del 15.3% a fine giugno del Dow Jones Industrial Average si confronta con quella del 20.6% dell'indice S&P 500; Russell 1000 e Russell 2000 in ribasso, rispettivamente, di circa il 21.5% e del 23,9%. Dopo il risultato molto brillante del 2021, l'indice NASDAQ Composite ha fatto registrare un tracollo del 29.5%. Il settore energetico, già molto forte lo scorso anno, ha fatto registrare l'unica performance positiva del mercato, sostenuto da prezzi del petrolio in forte rialzo. Perdite inferiori alla media per settori come utility, industriali, healthcare e beni di consumo non ciclici. Più pesanti degli indici di riferimento information technology, telecomunicazioni e consumer discretionary. Performance negativa, anche se in misura inferiore a quella media dei mercati sviluppati, per l'azionario giapponese nella prima metà del 2022. Nel periodo, le attività produttive hanno dovuto confrontarsi con difficoltà rilevanti come il protrarsi delle misure di contenimento dei contagi di COVID-19 e la penuria di componenti e di semilavorati. Il progressivo indebolimento dello yen ha aggravato gli effetti sui conti delle imprese del rialzo dei prezzi internazionali dell'energia e delle materie prime, mentre la stasi della domanda mondiale ha pesato sulle esportazioni. La produzione industriale è ripetutamente risultata in contrazione rispetto all'anno precedente. Nel primo trimestre del 2022 il Pil giapponese si è ridotto dello 0.5% rispetto al mese precedente. L'indice Topix ha chiuso un semestre molto contrastato in calo del 6,1%, il Nikkei 225 del 8,3%. Le perdite hanno interessato quasi tutti i settori, con le sole eccezioni delle utility e dei titoli energetici; particolarmente pesanti l'information technology, materials e il comparto industriale. Risultati negativi nel primo semestre dell'anno anche per il mercato azionario cinese. L'andamento delle quotazioni ha rispecchiato i molteplici fattori negativi che hanno interessato il sistema produttivo del Paese. L'ondata di contagi di variante Omicron del virus SARS-Cov-2 e i vasti, protratti lockdown disposti dalle autorità in conformità alla loro strategia "zero-COVID"



Allianz  
Investitori Sgr

## PARTE SECONDA

RELAZIONI SEMESTRALI AL 30 GIUGNO 2022

- FONDO INVESTITORI Eighty Twenty
- FONDO INVESTITORI Longevity
- FONDO INVESTITORI Flexible Equity ESG

A handwritten signature in blue ink, located in the bottom right corner of the page.

hanno comportato una riduzione dei consumi di beni e, soprattutto, di servizi. Molte attività produttive e logistiche sono state interrotte, con ulteriori strozzature delle catene di approvvigionamento. Ancora sotto pressione il mercato immobiliare e il settore delle costruzioni. Se la Cina, poi, può dirsi relativamente poco esposta agli effetti diretti della guerra in Ucraina, certamente non può non risentire dei rialzi dei prezzi delle materie prime e del rallentamento della domanda globale indotti dal conflitto. In questo contesto, nella seconda metà di aprile l'indice CSI 300 è arrivato a perdere oltre il 23%; a partire dal mese di maggio, i segnali di ripresa delle attività produttive e dei consumi hanno consentito all'indice di chiudere il semestre con un ribasso del 9,2%, che si riduce al 8,3% tenendo conto dei dividendi. Il complesso dei mercati azionari emergenti ha fatto registrare nel primo semestre, secondo l'indice MSCI Emerging Markets, un ribasso medio – espresso in dollari – del 17,6%; di poco inferiore al 15% la perdita misurata in valuta locale.

	<b>S&amp;P500</b>	<b>Nasdaq</b>	<b>DJ Euro Stoxx 50</b>	<b>FTSE100</b>	<b>Nikkei225</b>
<b>Var.% (valuta locale)</b>	-20,58%	-29,51%	-19,62%	-2,92%	-8,33%
<b>Var.% (in euro)</b>	-13,74%	-23,43%	-19,62%	-5,13%	-16,00%

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



Milano, 27 luglio 2022



Allianz  
Investitori Sgr

## FONDO EIGHTY-TWENTY

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2022

- Nota illustrativa
- Situazione Patrimoniale

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

## FONDO INVESTITORI Eighty-Twenty

## Nota Illustrativa

## L'andamento del mercato

I mercati finanziari si sono caratterizzati in questi primi sei mesi dell'anno per un aumento assai marcato del premio al rischio che si è accompagnato ad un livello di volatilità strutturalmente più elevato rispetto al recente passato, in particolare in raffronto allo scorso anno. Non sono mancate, altresì, fiammate all'insù, anche repentine, di tale variabile; ciò ha riguardato, in termini relativi, ancor più l'*asset class* del reddito fisso. Il calo registrato dai mercati azionari (Msci World index in dollari Usa) è stato pari al 21,21% (indice in ribasso del 14,43% in valuta euro). I settori *growth*, e i panieri che presentano una maggiore esposizione ai relativi titoli, sono stati maggiormente penalizzati rispetto a quelli *value*; particolarmente esemplificativa, in tal senso, è la netta sottoperformance del listino Nasdaq in comparazione all'S&P 500. Il *risk-off* in ambito obbligazionario ha raggiunto, in certi frangenti, una magnitudo assai maggiore rispetto a quella riscontrata sul fronte *equity*. Alla base dei *trend* summenzionati si cela un intreccio di diversi fattori ad elevata incertezza, nonché decisamente vari da un punto di vista qualitativo. In sintesi: conflitto in Ucraina, inflazione e interventismo sulle condizioni monetarie, stato di salute dell'economia cinese, solo per citare i più rilevanti. L'attuale contesto macro e geopolitico è reso ancor più complesso dalla diversità di *bias* di politica monetaria nei diversi blocchi regionali. Nelle economie occidentali, alle prese con crescenti tensioni inflattive, la retorica dei *policy maker* è divenuta via via più restrittiva e la rimozione delle misure di stimolo, varate all'indomani dello scoppio della crisi pandemica, si è fatta più rapida; al contrario, in Oriente, ci riferiamo in particolare a paesi quali il Giappone e la Cina, prevale un'enfasi espansiva di supporto all'economia. Il Fomc, i cui toni sono diventati sempre più *hawkish*, si sta imbattendo in un ciclo di rialzo dei tassi estremamente spedito e incisivo. Non sarà un compito facile riportare la crescita dei prezzi al livello obiettivo senza compromettere eccessivamente la crescita; il rischio che si giunga a provocare una recessione è tutt'altro che remoto. Si può senz'altro affermare che l'ago della bilancia si è ormai spostato verso un *hard* piuttosto che un *soft landing*. Anche in Europa la lotta all'inflazione è al centro dell'attenzione dei banchieri centrali; l'approccio della Bce rispetto a quello della Fed è ancora improntato in senso graduale, anche se l'intendimento è quello di agire prima e con maggiore intensità rispetto a quanto ipotizzato solo alcuni mesi fa. Nonostante ciò anche la Banca Centrale Europea ha riconosciuto che le pressioni inflazionistiche sono ora più diffuse e il miglioramento in atto sul mercato del lavoro potrebbe portare ad una più vivace dinamica salariale. La prima mossa è rappresentata dall'interruzione degli acquisti netti nell'ambito del programma APP; per quanto concerne il percorso di rialzo dei tassi ufficiali la data di inizio più probabile è quella che coincide con la riunione del 21 luglio. In relazione al tema rischio di frammentazione legato ad un eventuale allargamento degli *spread* sui debiti sovrani, ovvero al manifestarsi di condizioni di *stress*, la risposta, per garantire uniformità di trasmissione, verrà dalla flessibilità (reinvestimenti PEPP). Situazione ben diversa in Giappone: a fronte di un'accelerazione nel processo di normalizzazione monetaria attuato altrove, Bank of Japan rimane l'unica tra le principali banche centrali dei paesi sviluppati a mantenere un orientamento ultra-espansivo; la politica di controllo della curva dei tassi è stata confermata: viene mantenuto quindi un *target* di rendimento dei titoli governativi decennali allo 0,25%. Anche le autorità cinesi si stanno muovendo nella medesima direzione. Ovviamente, in un contesto di questo tipo, l'impatto sui mercati valutari è stato notevole. Un altro rilevante *catalyst* è connesso all'andamento del ciclo in Cina: la politica di Covid-zero tolleranza, che si va ad aggiungere alle persistenti difficoltà nel settore immobiliare, sta generando un significativo rallentamento dell'attività economica. In conseguenza di ciò, ci troviamo alle prese con rinnovate disfunzioni nelle catene produttive e di approvvigionamento, come confermato dal livello di congestione delle merci nei porti, che contribuiscono a frenare ulteriormente l'ormai fragile ripresa mondiale. La crescita economica globale, in questi mesi, è stata più volte rivista verso il basso dai principali previsori internazionali. Tra le ultime istituzioni, in ordine di tempo, che sono intervenute apportando un taglio alle stime citiamo il Fondo Monetario Internazionale: nell'ultimo *World Economic Outlook* le previsioni sul Pil mondiale 2022 sono state ribassate di quasi un punto percentuale (al 3,6 dal precedente 4,4% a/a). Queste proiezioni si attestano comunque ad un livello ancora superiore rispetto al consensus (tasso di espansione stimato pari al 3,1% a/a che si confronta con un dato di quasi il doppio registrato nell'anno precedente). La previsione per il 2023 non si discosta di molto da quella indicata per quest'anno (+3,2% a/a). Tra le regioni sviluppate quella più colpita da un abbassamento delle stime è l'Europa: si tratta dell'area che subisce maggiormente le conseguenze, dirette e indirette, della crisi in Ucraina e le relative implicazioni sui prezzi delle materie prime non solo energetiche. A livello micro, il *focus* sulla prossima *reporting season*, quella riferita al secondo trimestre che partirà a metà luglio, va posto sulla tenuta o meno dei margini di profitto, soprattutto operativi, e relative *guidance* in proposito, ovvero sulla capacità delle aziende di trasferire l'aumento degli *input cost* sui prezzi finali. Il fattore *pricing power*, in questa fase, assume dunque assoluta rilevanza.

## La politica di gestione

L'approccio di portafoglio ha evidenziato una connotazione piuttosto prudente per lunghi tratti del periodo considerato; in alcune fasi, tuttavia, gli investimenti azionari sono stati incrementati in misura significativa. Nell'arco temporale di riferimento, l'esposizione *equity* è risultata in media pari al 52,7%, per un valore minimo e massimo nell'ordine, rispettivamente, del 36,5 e 73,3%. A livello settoriale, si segnala un'esposizione marcata ai titoli finanziari, banche in particolare, nonché alle *large cap* della farmaceutica. Allocazione geografica: relativamente rilevante il posizionamento sul Giappone rispetto agli altri mercati sviluppati; assenza di posizioni su EM. Per quanto riguarda la componente obbligazionaria, il fondo è investito prevalentemente in governativi di paesi-*core*; minimale la posizione in *corporate bond*. Durata finanziaria assai corta. Elevata diversificazione valutaria, in particolare in Usd e Jpy. Si tratta di un portafoglio altamente concentrato che si caratterizza quindi per scelte d'investimento ad alta convinzione.

La politica gestionale può essere sintetizzata per il tramite dei seguenti principali indicatori:

	Media	Minima	Massima
% Azioni	52,7	36,5	73,3
% Titoli di Stato	39,4	19,7	54,2
% Altri titoli di debito	1,9	1,8	2,0

## Operatività in strumenti derivati

Nel periodo di riferimento non si sono costruite posizioni in strumenti finanziari derivati.

## Andamento del patrimonio

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

Inizio Periodo	Fine Periodo	Raccolta Netta
15.019	14.311	-317

## Performance

Nel primo semestre 2022 il fondo Investitori Eighty-Twenty ha fatto registrare una performance del -2,57% per la Classe A e -2,66% per la Classe B.

**RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO  
INVESTITORI EIGHTY-TWENTY AL 30/06/2022  
SITUAZIONE PATRIMONIALE**

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2022		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>13.520.586</b>	<b>94,376%</b>	<b>14.232.502</b>	<b>94,664%</b>
A1. Titoli di debito	7.997.914	55,827%	3.261.625	21,694%
A1.1 Titoli di Stato	6.601.347	46,079%	2.988.564	19,878%
A1.2 Altri	1.396.567	9,748%	273.061	1,816%
A2. Titoli di capitale	5.522.672	38,549%	10.970.877	72,970%
A3. Parti di OICR				
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
B3. Parti di OICR				
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>				
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. A vista				
D2. Altri				
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>786.453</b>	<b>5,490%</b>	<b>787.383</b>	<b>5,237%</b>
F1. Liquidità disponibile	786.508	5,490%	787.398	5,237%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-55	0,000%	-15	0,000%
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>19.212</b>	<b>0,134%</b>	<b>14.967</b>	<b>0,099%</b>
G1. Ratei attivi	9.641	0,067%	8.189	0,054%
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre	9.571	0,067%	6.778	0,045%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>14.326.251</b>	<b>100,000%</b>	<b>15.034.852</b>	<b>100,000%</b>

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2022	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		
M1. Rimborsi richiesti e non regolati		
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	15.383	15.018
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	15.373	14.863
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	10	155
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>15.383</b>	<b>15.018</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>14.310.868</b>	<b>15.019.834</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO CLASSE A</b>	<b>9.740.579</b>	<b>10.324.481</b>
Numero delle quote in circolazione CLASSE A	1.797.805,372	1.856.664,383
Valore unitario delle quote CLASSE A	5,418	5,561
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO CLASSE B</b>	<b>4.570.289</b>	<b>4.695.353</b>
Numero delle quote in circolazione CLASSE B	838.243,809	838.243,809
Valore unitario delle quote CLASSE B	5,452	5,601

Movimenti delle quote nell'esercizio - Classe A	
Quote emesse	112.084,434
Quote rimborsate	170.943,445

Movimenti delle quote nell'esercizio - Classe B	
Quote emesse	
Quote rimborsate	

Commissioni di performance (già provvigioni di incentivo) nel semestre	Classe A
Importo delle commissioni di performance addebitate	-48
Commissioni di performance (in percentuale del NAV)	0,00%

Commissioni di performance (già provvigioni di incentivo) nel semestre	Classe B
Importo delle commissioni di performance addebitate	
Commissioni di performance (in percentuale del NAV)	

## Elenco analitico dei principali strumenti finanziari detenuti dal Fondo

Titoli	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale attività
US TREASURY N/B 1.375% 16-30/06/2023	USD	900.000	847.758	5,918%
FINNISH GOVT 0% 16-15/09/2023	EUR	800.000	795.664	5,554%
NETHERLANDS GOVT 0% 17-15/01/2024	EUR	800.000	793.408	5,538%
REP OF AUSTRIA 0% 16-15/07/2023	EUR	750.000	745.447	5,203%
FRANCE O.A.T. 0% 21-25/02/2024	EUR	750.000	743.205	5,188%
EUROPEAN INVT BK 2.5% 18-15/03/2023	USD	750.000	715.709	4,996%
BELGIAN 0.2% 16-22/10/2023	EUR	700.000	697.004	4,865%
SPANISH GOVT 0% 20-30/04/2023	EUR	700.000	696.990	4,865%
ITALY BTPS 0% 21-30/01/2024	EUR	700.000	687.036	4,796%
BUNDESSCHATZANW 0% 22-15/03/2024	EUR	600.000	594.834	4,152%
EUROPEAN UNION 0.625% 15-04/11/2023	EUR	400.000	399.336	2,787%
SAUDI ARAB OIL CO 2.875% 19-16/04/2024	USD	300.000	281.523	1,965%
77 BANK LTD/THE	JPY	13.800	176.350	1,231%
mitsui & CO LTD	JPY	8.100	170.777	1,192%
MITSUBISHI CORP	JPY	6.000	170.542	1,190%
SOMPO HOLDINGS INC	JPY	4.000	168.500	1,176%
YAMANASHI CHUO BANK LTD/THE	JPY	20.900	167.165	1,167%
ITOCHU CORP	JPY	6.400	165.239	1,153%
RESORTTRUST INC	JPY	10.300	160.995	1,124%
PING AN INSURANCE GROUP CO-H	HKD	24.000	156.078	1,089%
AICHI BANK LTD/THE	JPY	4.100	152.708	1,066%
HYAKUJUSHI BANK LTD/THE	JPY	12.600	150.193	1,048%
BANK OF NAGOYA LTD/THE	JPY	6.700	146.945	1,026%
MITSUBISHI UFJ FINANCIAL GRO	JPY	27.500	141.228	0,986%
RESONA HOLDINGS INC	JPY	38.800	138.804	0,969%
AKITA BANK LTD/THE	JPY	11.800	137.583	0,960%
JMDC INC	JPY	3.300	137.316	0,958%
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	JPY	4.800	136.265	0,951%
CREDIT SUISSE GROUP AG-REG	CHF	25.000	135.378	0,945%
NISHI-NIPPON FINANCIAL HOLDI	JPY	24.500	129.374	0,903%
SOFTBANK GROUP CORP	JPY	3.500	129.005	0,900%
OITA BANK LTD/THE	JPY	9.800	128.891	0,900%
ROCHE BOBOIS SAS	EUR	4.340	128.030	0,894%
TOWA BANK LTD/THE	JPY	35.300	127.998	0,893%
MIZUHO FINANCIAL GROUP INC	JPY	11.600	126.022	0,880%
FANUC CORP	JPY	800	119.637	0,835%
DMG MORI CO LTD	JPY	10.100	119.468	0,834%
BANCO BPM SPA	EUR	40.800	110.813	0,773%
SURUGA BANK LTD	JPY	37.600	97.157	0,678%
BIONTECH SE-ADR	USD	590	84.145	0,587%
MODERNA INC	USD	610	83.350	0,582%
PFIZER INC	USD	1.620	81.244	0,567%
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	CHF	240	76.383	0,533%
MICROSOFT CORP	USD	310	76.156	0,532%
MAN GROUP PLC/JERSEY	GBP	26.200	76.031	0,531%
NOVARTIS AG-REG	CHF	940	75.931	0,530%
HSBC HOLDINGS PLC	GBP	12.200	75.910	0,530%
GSK PLC	GBP	3.650	74.866	0,523%
APOLLO GLOBAL MANAGEMENT INC	USD	1.600	74.196	0,518%
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTA	EUR	17.000	73.618	0,514%
AMAZON.COM INC	USD	720	73.147	0,511%
CITIGROUP INC	USD	1.650	72.585	0,507%
JPMORGAN CHASE & CO	USD	670	72.169	0,504%
BANCO SANTANDER SA	EUR	26.800	72.038	0,503%

**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).



Allianz  
Investitori Sgr

## FONDO LONGEVITY

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2022

- Nota illustrativa
- Situazione Patrimoniale

A small, handwritten signature in blue ink, located in the bottom right corner of the page.

## FONDO INVESTITORI Longevity

## Nota Illustrativa

## L'andamento del mercato

Nei primi sei mesi del 2022 i mercati azionari hanno evidenziato notevoli ribassi: indice Msci World in calo del 21,21% in dollari Usa (in conseguenza del forte apprezzamento della divisa Usa, le perdite fatte registrare nella traduzione in euro sono risultate assai più contenute: -14,43%). La sottoperformance della borsa americana rispetto agli altri principali listini delle economie sviluppate è riconducibile, nello specifico, ad una diversa composizione settoriale, ovvero ad una predominanza di titoli *growth vs value*. In ogni caso, occorre rimarcare, in questa fase, un significativo incremento dell'*Equity Risk Premium*. Il *key factor* alla base di un tale turbolento contesto è identificabile nella rapida e repentina risalita dei tassi d'interesse; di fronte a crescenti pressioni inflattive, e in radicamento, le autorità monetarie hanno avviato un *exit strategy* a ritmi accelerati. Gli indici, allo stato attuale, scontano un marcato deterioramento del quadro congiunturale se non addirittura di recessione. In tale ambito, va sottolineata la performance assai meno negativa del settore difensivo e a bassa pro-ciclicità *health care* se confrontata al mercato nel suo complesso (Msci World Health Care index a -3,36% in valuta euro). A livello di scenario macroeconomico, i vari previsori internazionali, primi fra tutti il Fondo Monetario Internazionale e l'Ocse, ha ridotto significativamente le loro proiezioni sulla crescita globale; il consensus stima ora un tasso di espansione del Pil, con riferimento al 2022 e anno successivo, rispettivamente pari al 3,1 e 3,2% a/a. Ovviamente, tra le principali cause di queste revisioni si annovera l'impatto, assai differente da regione e regione, derivante dall'invasione russa dell'Ucraina. Tale *shock*, tra l'altro, giunge in un momento in cui l'economia mondiale si trova ancora in una situazione di fragilità. Tra le aree, l'Eurozona risulta la più colpita, e vulnerabile, dai recenti avvenimenti; si prevede una variazione nel dato di Pil per quest'anno nell'ordine del 2,8% a/a (stima 2023: +1,9% a/a); i rischi di recessione si sono fatti qui più pronunciati e la revisione delle previsioni è stata più marcata che altrove, Stati Uniti in primis (tasso di crescita stimato per il 2022 e 23: +2,5 e 1,9% a/a). Nonostante le sforbiciate apportate si può ragionevolmente ritenere che le stime siano ancora piuttosto ottimistiche. Oltre all'incognita guerra, sta riemergendo lo spettro della pandemia e conseguenti implicazioni economiche derivanti dalle misure restrittive e di contenimento alla socialità; ci riferiamo, in particolare, alla politica zero-Covid di matrice cinese. Il riaccutizzarsi delle disfunzioni a livello di *supply chain* è un fattore alquanto rilevante che va monitorato con attenzione. Il dato derimente è dunque rappresentato dalla durata e rigidità delle iniziative di *lockdown* decise a Pechino e dalle modalità di gestione dell'attività, in particolare portuale, nonché di quella relativa ai siti produttivi. Chiaramente, ciò che avviene in Cina ha ripercussioni di rilievo a livello globale. Una crescita più debole, accompagnata da elevata incertezza, ha impatto sul *sentiment* degli agenti economici: in primo luogo, un deterioramento del *mood* determina un aumento della propensione al risparmio, come misura precauzionale, a scapito dei consumi; inoltre, si sta già assistendo ad un re-indirizzamento del consumo discrezionale a seguito di una maggiore spesa per carburante e prodotti alimentari. Rimane poi il rischio geopolitico che le relazioni tra Cina e Usa peggiorino ulteriormente. In sintesi: un prolungamento del conflitto in Ucraina e le conseguenti nuove ondate di sanzioni non fanno che alimentare ulteriormente le pressioni inflattive spingendo le autorità monetarie ad assumere un atteggiamento ancor più restrittivo. Le principali banche centrali, ad eccezione di BoJ e PBOC, sono sempre più determinate nella lotta all'inflazione a discapito della crescita. La *silver economy*, legata al prorompente *trend* dell'invecchiamento della popolazione e allungamento dell'aspettativa di vita, coinvolge un numero ampio di settori, in sintesi: salute, consumi, finanza e immobiliare. Riportiamo qui alcuni dati e statistiche connessi a tale tema al fine di comprendere meglio la portata del fenomeno. Uno studio del World Economic Forum riporta il seguente dato riferito agli Stati Uniti: nei prossimi cinque anni il reddito disponibile che farà capo alla generazione *baby boomer* raggiungerà il 70% del totale. L'analisi di numeri e tendenze delle diverse generazioni è un compito essenziale per le aziende alla ricerca di nuove opportunità. Indubbiamente gli *over 65* sono uno dei segmenti che presenta le prospettive più interessanti, non solo in relazione ad aspetti socio-demografici, ma in funzione di condizioni economiche e capacità di spesa superiori a quelle di altri *cluster* per fascia di età. Si tratta del *target* di consumatori, dimensionalmente, a più alta crescita. La capacità di acquisto di coloro che sono nati in pieno *boom* economico non è comparabile a quella delle generazioni successive, penalizzate maggiormente dalle crisi che si sono succedute negli ultimi decenni. Occorre sottolineare anche questo aspetto: la pandemia Covid-19 ha portato ad un'accelerazione di alcune tendenze in atto, anche nell'ambito della salute. E' emersa ancor di più la consapevolezza che occorre intervenire con adeguati investimenti in servizi e attività in grado di rispondere alle esigenze e bisogni di una società che invecchia; la prevenzione, in questo contesto, è fondamentale per rendere sostenibile la spesa sanitaria. Quello della longevità è un *megatrend* trasversale a diverse aree: dal mercato del lavoro ai tassi di produttività, dal risparmio ai comportamenti di consumo. Si generano quindi allettanti opportunità per le imprese coinvolte, a vario titolo, in tale tematica.

## La politica di gestione

Nel corso del primo semestre 2022 si è mantenuta un'esposizione in *equity* sostanzialmente in linea con il *benchmark*. Il peso azionario di portafoglio, nella media del periodo considerato, è risultato pari al 84,9%; valore minimo e massimo nell'ordine, rispettivamente, del 83,1 e 85,9%. Il fattore che maggiormente ha condizionato il *trend* di mercato in questa fase è riconducibile all'andamento dei tassi d'interesse; la sensibilità a tale variabile dei diversi temi/settori ha ovviamente influenzato le relative performance. Per quanto concerne l'allocation settoriale, data la specifica tematica d'investimento, il fondo non si poteva che caratterizzare per un'esposizione preponderante al settore *health care*, ovvero farmaceutica e tecnologie/apparecchiature medicali. Di una certa significatività anche il peso attribuito ai finanziari, in particolare assicurativi e *asset gatherers*, nonché ad alcuni sub-settori dei beni di consumo *staples* e discrezionali (in particolare, in ambito alimentare e prodotti per la cura della persona). Focus su *stock picking* e ricerca di *alpha*. La selezione degli investimenti avviene nel rispetto di una serie di criteri ESG.

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

	Media	Minima	Massima
% Azioni	84,9	83,1	85,9
% Titoli di Stato	10,0	9,2	10,9

## Operatività in strumenti derivati

Nel periodo in considerazioni non si è operato in tali strumenti.

## Andamento del patrimonio

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

Inizio Periodo	Fine Periodo	Raccolta Netta
23.944	26.550	4.396

## Performance

Il fondo Investitori Longevity, nel primo semestre 2022, ha realizzato una performance del -6,89% per la Classe A e -6,97% per la Classe B. Il suddetto risultato si confronta con una variazione del benchmark di riferimento (composizione: 85% indice ECPI Global Longevity Winners Equity e 15% indice Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Treasury 1-3 anni TR) pari al -1,55% (calcolo effettuato su base fiscale comparabile).

**RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO  
INVESTITORI LONGEVITY AL 30/06/2022  
SITUAZIONE PATRIMONIALE**

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2022		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>24.993.275</b>	<b>94,053%</b>	<b>22.930.752</b>	<b>95,688%</b>
A1. Titoli di debito	2.479.017	9,329%	2.536.623	10,585%
A1.1 Titoli di Stato	2.479.017	9,329%	2.536.623	10,585%
A1.2 Altri				
A2. Titoli di capitale	22.514.258	84,724%	20.394.129	85,103%
A3. Parti di OICR				
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>	<b>74.230</b>	<b>0,279%</b>		
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
B3. Parti di OICR	74.230	0,279%		
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>				
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. A vista				
D2. Altri				
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>1.486.131</b>	<b>5,593%</b>	<b>1.024.027</b>	<b>4,273%</b>
F1. Liquidità disponibile	1.571.791	5,915%	1.024.104	4,273%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	62.665	0,236%		
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-148.325	-0,558%	-77	0,000%
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>19.850</b>	<b>0,075%</b>	<b>9.514</b>	<b>0,039%</b>
G1. Ratei attivi	195	0,001%	83	0,000%
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre	19.655	0,074%	9.431	0,039%
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>26.573.486</b>	<b>100,000%</b>	<b>23.964.293</b>	<b>100,000%</b>

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2022	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE		
L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI	1.684	1.159
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	1.684	1.159
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	21.714	19.228
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	21.712	19.219
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	2	9
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>23.398</b>	<b>20.387</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>26.550.088</b>	<b>23.943.906</b>
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO CLASSE A</b>	<b>26.001.621</b>	<b>23.354.353</b>
Numero delle quote in circolazione CLASSE A	4.727.194,414	3.953.983,329
Valore unitario delle quote CLASSE A	5,500	5,907
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO CLASSE B</b>	<b>548.467</b>	<b>589.553</b>
Numero delle quote in circolazione CLASSE B	100.000,000	100.000,000
Valore unitario delle quote CLASSE B	5,485	5,896

Movimenti delle quote nell'esercizio - Classe A	
Quote emesse	918.221,160
Quote rimborsate	145.010,075

Movimenti delle quote nell'esercizio - Classe B	
Quote emesse	0
Quote rimborsate	0

Alla data di riferimento della Relazione semestrale il Fondo non aveva maturato commissioni di performance.

## Elenco analitico dei principali strumenti finanziari detenuti dal Fondo

Titoli	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale attività
BUNDESSCHATZANW 0% 21-15/09/2023	EUR	700.000	696.717	2,622%
ITALY BTPS 0% 21-01/04/2026	EUR	700.000	645.981	2,431%
MEDTRONIC PLC	USD	6.600	566.598	2,132%
THERMO FISHER SCIENTIFIC INC	USD	1.090	566.431	2,132%
JOHNSON & JOHNSON	USD	3.310	562.015	2,115%
UNITEDHEALTH GROUP INC	USD	1.120	550.256	2,071%
ELI LILLY & CO	USD	1.750	542.735	2,042%
ABBOTT LABORATORIES	USD	5.220	542.497	2,041%
MERCK & CO. INC.	USD	5.840	509.286	1,917%
DANAHER CORP	USD	2.090	506.822	1,907%
LOREAL	EUR	1.530	503.829	1,896%
FRANCE O.A.T. 0% 20-25/02/2023	EUR	500.000	499.765	1,881%
SPANISH GOVT 0% 20-30/04/2023	EUR	500.000	497.850	1,873%
ESTEE LAUDER COMPANIES-CL A	USD	2.040	496.941	1,870%
NESTLE SA-REG	CHF	4.430	493.235	1,856%
UNILEVER PLC	EUR	11.250	487.350	1,834%
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	USD	6.590	485.370	1,827%
AIA GROUP LTD	HKD	46.800	485.194	1,826%
HILTON WORLDWIDE HOLDINGS IN	USD	4.400	469.019	1,765%
MARRIOTT INTERNATIONAL -CL A	USD	3.500	455.340	1,714%
PROCTER & GAMBLE CO/THE	USD	3.260	448.377	1,687%
ZURICH INSURANCE GROUP AG	CHF	1.080	448.013	1,686%
JPMORGAN CHASE & CO	USD	4.130	444.860	1,674%
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	CHF	1.370	436.021	1,641%
NOVO NORDISK A/S-B	DKK	3.990	422.358	1,589%
DANONE	EUR	7.870	419.156	1,577%
ASTRAZENECA PLC	GBP	3.330	417.797	1,572%
MANULIFE FINANCIAL CORP	USD	24.100	399.496	1,503%
PRUDENTIAL PLC	GBP	33.100	390.678	1,470%
ESSILORLUXOTTICA	EUR	2.690	384.401	1,447%
ASSICURAZIONI GENERALI	EUR	25.200	383.670	1,444%
BANK OF AMERICA CORP	USD	12.800	381.141	1,434%
GENERAL ELECTRIC CO	USD	6.200	377.592	1,421%
COLGATE-PALMOLIVE CO	USD	4.900	375.614	1,413%
METLIFE INC	USD	6.250	375.377	1,413%
VENTAS INC	USD	7.550	371.416	1,398%
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRAL	AUD	6.150	365.598	1,376%
NOVARTIS AG-REG	CHF	4.490	362.690	1,365%
ING GROEP NV	EUR	37.900	357.435	1,345%
AXA SA	EUR	16.200	350.892	1,320%
KIMBERLY-CLARK CORP	USD	2.620	338.699	1,275%
ABBVIE INC	USD	2.300	336.953	1,268%
WELLTOWER INC	USD	4.090	322.169	1,212%
MERCK KGAA	EUR	1.990	320.390	1,206%
3M CO	USD	2.550	315.649	1,188%
ZOETIS INC	USD	1.550	254.847	0,959%
JMDC INC	JPY	5.700	237.183	0,893%
DIASORIN SPA	EUR	1.640	205.328	0,773%
ANTA SPORTS PRODUCTS LTD	HKD	17.200	202.116	0,761%
NIKE INC -CL B	USD	2.040	199.424	0,750%
STRAUMANN HOLDING AG-REG	CHF	1.700	194.730	0,733%
AMPLIFON SPA	EUR	6.100	178.425	0,671%
BLACKROCK INC	USD	290	168.943	0,636%
ALIGN TECHNOLOGY INC	USD	730	165.258	0,622%
SONIC HEALTHCARE LTD	AUD	7.600	165.012	0,621%
CIGNA CORP	USD	600	151.238	0,569%
INTUITIVE SURGICAL INC	USD	750	143.988	0,542%
RESMED INC	USD	700	140.362	0,528%
US TREASURY N/B 0.25% 21-30/09/2023	USD	150.000	138.704	0,522%

## 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).

### Informativa ESG ai sensi dell'Art. 11 Reg. UE 2019/2088 "SFDR"

Il Fondo Investitori Longevity promuove tra le altre, una caratteristica sociale rappresentabile da un aumento della longevità. Il Fondo infatti investe in società e settori merceologici che beneficiano dell'invecchiamento della popolazione e delle conseguenze derivanti in generale da un aumento dell'aspettativa di vita.

Tale caratteristica è promossa attraverso una strategia di investimento che integra le valutazioni di sostenibilità **sulla base:**

- *dell'esclusione di emittenti riconducibili ad aree contrastanti e non in linea con le tematiche ESG, così come definito nell'ambito della Policy ESG adottata dalla SGR;*
- *di un "rating medio ponderato ESG" di portafoglio pari ad almeno EE- (rating fornito dal provider esterno della SGR);*
- *di una percentuale massima consentita di titoli privi di rating ESG pari al 30% del portafoglio;*
- *dell'esclusione di titoli con un rating ESG appartenente al livello F.*

In particolare, per tutto il periodo oggetto della presente rendicontazione, il Fondo ha mantenuto un rating medio ponderato pari a EE-, una percentuale di titoli privi di rating ESG sempre inferiore al 10% e nessuno titolo con rating pari a F; al fine di assicurare il rispetto della strategia di investimento, la SGR effettua periodicamente un'attività di monitoraggio volta a garantire il rispetto dei limiti e delle esclusioni sopracitate.

In considerazione dell'entrata in vigore del Regolamento UE 2020/852 (c.d. Taxonomy) - relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica al Regolamento UE 2019/2088 - si precisa che, promuovendo in generale caratteristiche sociali, il Fondo non rientra nel perimetro di applicazione del citato Regolamento in quanto non effettua investimenti eco-sostenibili nei termini definiti dallo stesso.



Allianz  
Investitori Sgr

## FONDO FLEXIBLE EQUITY ESG

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2022

- Nota illustrativa
- Situazione Patrimoniale

A small, handwritten signature in blue ink, located in the bottom right corner of the page.

## FONDO INVESTITORI Flexible Equity ESG

## Nota Illustrativa

## L'andamento del mercato

Il primo semestre del 2022 si è rivelato particolarmente complicato sui mercati finanziari. In uno scenario che non si vedeva dagli anni Settanta, si sono portati in territorio ribassista in maniera decisa e contestuale il mercato azionario, il mercato obbligazionario e la liquidità. Il grande protagonista di questi primi sei mesi a livello macroeconomico è stato senza dubbio il ritorno dell'inflazione, assente con tale vigore dal contesto economico delle economie avanzate da circa quaranta anni. Le cause che hanno portato ad un così forte rialzo del livello dei prezzi sono molteplici ed interconnesse e presenti già dall'inizio del 2021. Lo *shock* sui mercati finanziari e sull'economia reale, registrato a causa della pandemia da Covid-19, è stato riassorbito grazie ad un'inaudita espansione congiunta monetaria e fiscale in molti paesi del mondo. Questo stimolo senza precedenti ha contribuito ad infiammare la domanda nel momento in cui il sistema produttivo è uscito dai periodi di chiusura forzata dalla pandemia. L'offerta non era pronta ad assorbire questo subitaneo incremento di domanda, a causa soprattutto del fatto che la catena del valore è stata a lungo strozzata da continui colli di bottiglia. A tutto questo, si è aggiunta alla fine di febbraio 2022, l'invasione armata dell'Ucraina da parte dell'esercito russo, che ha causato una cascata di sanzioni economiche internazionali contro la Federazione Russa da parte di numerosi *partner* mondiali. La Russia, seppur economicamente abbia un peso modesto sul prodotto interno lordo mondiale, è uno dei principali esportatori di materie prime: tutto questo ha creato inevitabilmente ulteriore tensione sui prezzi. Le banche centrali, dopo aver derubricato come "transitoria" la pressione sui prezzi già presente nel 2021, hanno dovuto affrontare in maniera decisa il problema dell'inflazione, iniziando un vigoroso percorso di stretta monetaria, la cui urgenza e robustezza è andata crescendo nel corso dei mesi e riaffermata con sempre maggior chiarezza dalle autorità monetarie man mano che i dati sulla crescita dei prezzi hanno continuato a sorprendere al rialzo tutte le previsioni degli economisti. La crociata contro l'inflazione è per i banchieri centrali un'irrinunciabile necessità, dal momento che il mandato dell'autorità monetaria è proprio quella di mantenere la stabilità dei prezzi. Nonostante sia in Europa, sia negli Stati Uniti, le banche centrali sono impegnate a porre in essere politiche restrittive, la portata e il *timing* delle decisioni ha seguito percorsi distinti, dal momento che la natura dei rialzi dei prezzi segue dinamiche differenti sulle due sponde dell'Atlantico. In Europa, l'inflazione è soprattutto determinata da *shock* di offerta, scaturendo in particolare dall'aumento dei costi dei generi alimentari e della spesa energetica. Occorre comunque sottolineare che la restrizione monetaria tende a rilevarsi meno efficace in caso di aumento incontrollato dei prezzi derivante da rialzi nelle materie prime. Pertanto, nonostante un rialzo dei tassi esista il rischio che la tendenza all'instabilità dei prezzi possa essere destinata a permanere, spingendo l'economia verso la stagflazione. Un'ulteriore criticità europea è rappresentata dal pericolo della frammentazione del debito sovrano dell'Eurozona, in un contesto di tassi d'interesse in rialzo. I mercati faticano a credere che l'Europa possa permettersi un'azione monetaria restrittiva troppo aggressiva senza innescare recessione o lasciar crescere fuori controllo il premio per il rischio Paese dei titoli sovrani denominati in euro. La Bce ha tuttavia dichiarato di voler studiare un meccanismo per preservare l'integrità dell'Eurozona, senza però pregiudicare il rialzo dei rendimenti. I dettagli della strategia non sono stati ancora divulgati, ma il meccanismo dovrebbe consistere in un sostegno dei *bond* della periferia contro una vendita dei titoli "core", in modo da non vanificare la lotta all'inflazione. Una struttura di questo tipo potrebbe essere politicamente digeribile anche per i paesi "falco" come Germania e Olanda proprio perché, nonostante il sostegno dell'autorità monetaria alle economie più indebitate, il rialzo dei tassi non sarebbe pregiudicato. Negli Stati Uniti invece, dove prevale un'inflazione da domanda, un'azione decisa e mirata dell'autorità monetaria potrebbe funzionare con maggiore efficacia, nonostante il rischio di avvitare l'economia in una recessione non sia purtroppo trascurabile. In questo contesto, i mercati azionari hanno accusato pesanti correzioni, dell'ordine di venti punti percentuali sugli indici principali. In particolare, nei settori a durata finanziaria maggiore, quali ad esempio la tecnologia, la performance è stata particolarmente infelice; il settore infrastrutturale, invece, caratterizzato da contratti indicizzati all'inflazione ha performato in relativo in maniera particolarmente positiva. Se gli investitori sono pronti ad accettare un ribasso delle borse, molto meno tollerabile è per i portafogli la *débaclé* del comparto obbligazionario. Il reddito fisso ha perso completamente la propria funzione difensiva nel portafoglio in caso di ribasso dell'azionario e registra *performance* a doppia cifra negativa su tutti i segmenti dell'*asset class*. Particolarmente sorprendente è stato l'allargamento dei premi al rischio di credito, che su alcune categorie di obbligazioni è arrivato a raggiungere i massimi storici. Le dinamiche che hanno portato a un simile allargamento sono da ricercare nei flussi in vendita che hanno colpito duramente un mercato tradizionalmente "buy&hold", piuttosto che ad un deterioramento fondamentale del merito creditizio degli emittenti.

## La politica di gestione

La scelta di *asset allocation* ha privilegiato decisamente l'*equity* rispetto al reddito fisso, assente dal portafoglio. La fase di forte *stress* sui tassi d'interesse, ma soprattutto sui premi al rischio di credito, ci ha portati ad attendere la stabilizzazione della

volatilità attualmente eccezionale sul comparto obbligazionario, prima di avvicinare l'*asset class*. Per quanto riguarda il segmento azionario invece, l'esposizione si è mantenuta nella fascia alta consentita dal mandato e mediamente pari al 94,0%; valore minimo e massimo, rispettivamente, del 90,8 e 96,7%. L'approccio di selezione degli attivi seguito combina un oculato studio dei fondamentali delle società che compongono l'universo d'investimento ad una analisi della sostenibilità dei titoli. Si adotta uno stile "*value*", fondato sulla ricerca di titoli che il mercato prezza a sconto rispetto alla propria valutazione teorica. A livello settoriale, il settore "*healthcare*" risulta il maggiormente rappresentato in portafoglio, seguito da *utilities* e telecomunicazioni. In crescita il peso della tecnologia che ha subito una compressione dei multipli tale da tornare a rappresentare un terreno di selezione di opportunità interessanti.

La politica gestionale si può sintetizzare per il tramite dei seguenti principali indicatori:

	Media	Minima	Massima
% Azioni	94,0	90,8	96,7

#### Operatività in strumenti derivati

Nel corso del semestre non si è fatto ricorso a strumenti finanziari derivati.

#### Andamento del patrimonio

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

Inizio Periodo	Fine Periodo	Raccolta Netta
0	3.959	4.357

#### Performance

Dal lancio del fondo, Aprile 2022, al 30 giugno 2022, il fondo Investitori Flexible Equity ESG ha realizzato una performance del -9,16% per la Classe A e -9,18% per la Classe B.

**RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO  
INVESTITORI FLEXIBLE EQUITY ESG AL 30/06/2022  
SITUAZIONE PATRIMONIALE**

ATTIVITA'	Situazione al 30/06/2022		Situazione a fine esercizio precedente	
	Valore complessivo	In percentuale del totale attività	Valore complessivo	In percentuale del totale attività
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI</b>	<b>3.691.719</b>	<b>93,093%</b>		
A1. Titoli di debito				
A1.1 Titoli di Stato				
A1.2 Altri				
A2. Titoli di capitale	3.691.719	93,093%		
A3. Parti di OICR				
<b>B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI</b>				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
B3. Parti di OICR				
<b>C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>				
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia				
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. A vista				
D2. Altri				
<b>E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE</b>				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'</b>	<b>263.118</b>	<b>6,635%</b>		
F1. Liquidità disponibile	200.797	5,063%		
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	82.915	2,091%		
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-20.594	-0,519%		
<b>G. ALTRE ATTIVITA'</b>	<b>10.798</b>	<b>0,272%</b>		
G1. Ratei attivi				
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre	10.798	0,272%		
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>3.965.635</b>	<b>100,000%</b>		

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2022	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		
M1. Rimborsi richiesti e non regolati		
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	6.696	
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	6.694	
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	2	
<b>TOTALE PASSIVITA'</b>	<b>6.696</b>	
<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO</b>	<b>3.958.939</b>	<b>-</b>
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO CLASSE A	3.414.011	
Numero delle quote in circolazione CLASSE A	751.727,749	
Valore unitario delle quote CLASSE A	4,542	
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO CLASSE B	544.928	
Numero delle quote in circolazione CLASSE B	120.000,000	
Valore unitario delle quote CLASSE B	4,541	

Movimenti delle quote nell'esercizio - Classe A	
Quote emesse	786.333,386
Quote rimborsate	34.605,637

  

Movimenti delle quote nell'esercizio - Classe B	
Quote emesse	120.000,000
Quote rimborsate	

Alla data di riferimento della Relazione semestrale il Fondo aveva maturato commissioni di performance per 1.261 euro.

## Elenco analitico dei principali strumenti finanziari detenuti dal Fondo

Titoli	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale attività
VODAFONE GROUP PLC	GBP	82.000	120.657	3,043%
ENAV SPA	EUR	25.000	99.650	2,513%
BT GROUP PLC	GBP	37.000	80.078	2,019%
IBERDROLA SA	EUR	7.650	75.704	1,909%
ALPHABET INC-CL A	USD	35	72.958	1,840%
ENEL SPA	EUR	13.500	70.470	1,777%
HENKEL AG & CO KGAA	EUR	1.200	70.080	1,767%
ERG SPA	EUR	2.300	68.172	1,719%
JOHNSON MATTHEY PLC	GBP	2.800	62.632	1,579%
QUALCOMM INC	USD	500	61.093	1,541%
JAZZ PHARMACEUTICALS PLC	USD	400	59.691	1,505%
WALGREENS BOOTS ALLIANCE INC	USD	1.500	54.378	1,371%
EIFFAGE	EUR	600	51.528	1,299%
MICROSOFT CORP	USD	190	46.676	1,177%
HUMANA INC	USD	100	44.772	1,129%
POSTE ITALIANE SPA	EUR	5.000	44.560	1,124%
GILEAD SCIENCES INC	USD	750	44.342	1,118%
TELEFONICA SA	EUR	9.000	43.758	1,103%
VINCI SA	EUR	500	42.480	1,071%
JOHNSON & JOHNSON	USD	250	42.448	1,070%
SEAGEN INC	USD	250	42.312	1,067%
NOVARTIS AG-REG	CHF	500	40.389	1,018%
PARAMOUNT GLOBAL-CLASS B	USD	1.700	40.132	1,012%
INCYTE CORP	USD	550	39.967	1,008%
SKYWORX SOLUTIONS INC	USD	450	39.876	1,006%
ENGIE	EUR	3.600	39.478	0,996%
BUREAU VERITAS SA	EUR	1.600	39.120	0,986%
SMITH & NEPHEW PLC	GBP	2.900	38.659	0,975%
SANOFI	EUR	400	38.536	0,972%
WARNER BROS DISCOVERY INC	USD	3.000	38.510	0,971%
LABORATORY CRP OF AMER HLDGS	USD	170	38.109	0,961%
TRIPADVISOR INC	USD	2.200	37.458	0,945%
MERCEDES-BENZ GROUP AG	EUR	650	35.893	0,905%
TELECOM ITALIA-RSP	EUR	150.000	35.730	0,901%
UNITED UTILITIES GROUP PLC	GBP	3.000	35.548	0,896%
TELECOM ITALIA SPA	EUR	140.000	34.958	0,882%
VEOLIA ENVIRONNEMENT	EUR	1.500	34.935	0,881%
MOLINA HEALTHCARE INC	USD	130	34.769	0,877%
CISCO SYSTEMS INC	USD	840	34.260	0,864%
INTERTEK GROUP PLC	GBP	700	34.203	0,862%
INTEL CORP	USD	950	33.994	0,857%
OTSUKA HOLDINGS CO LTD	JPY	1.000	33.922	0,855%
E.ON SE	EUR	4.000	32.032	0,808%
HITACHI LTD	JPY	700	31.730	0,800%
ARISTA NETWORKS INC	USD	350	31.383	0,791%
ORANGE	EUR	2.700	30.294	0,764%
CIGNA CORP	USD	120	30.248	0,763%
SMITHS GROUP PLC	GBP	1.800	29.265	0,738%
MERCK & CO. INC.	USD	330	28.778	0,726%
DELL TECHNOLOGIES -C	USD	650	28.731	0,724%
CELLNEX TELECOM SA	EUR	770	28.513	0,719%
VOYA FINANCIAL INC	USD	500	28.471	0,718%
BECTON DICKINSON AND CO	USD	120	28.297	0,714%
DROPBOX INC-CLASS A	USD	1.400	28.108	0,709%
CENTRICA PLC	GBP	30.100	27.974	0,705%
CVS HEALTH CORP	USD	300	26.590	0,671%
AFLAC INC	USD	500	26.462	0,667%
OVS SPA	EUR	17.000	26.452	0,667%
ATRESMEDIA CORP DE MEDIOS DE	EUR	8.000	26.352	0,665%
ESSILORLUXOTTICA	EUR	180	25.722	0,649%
TERADYNE INC	USD	300	25.697	0,648%
CHECK POINT SOFTWARE TECH	USD	220	25.627	0,646%
BUNZL PLC	GBP	800	25.270	0,637%
NORTONLIFELOCK INC	USD	1.200	25.206	0,636%

ORSTED A/S	DKK	250	24.941	0,629%
WPP PLC	GBP	2.500	23.949	0,604%
PUBLICIS GROUPE	EUR	500	23.330	0,588%
DICKS SPORTING GOODS INC	USD	320	23.070	0,582%
M & T BANK CORP	USD	150	22.869	0,577%
ORMAT TECHNOLOGIES INC	USD	300	22.483	0,567%
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	USD	300	22.096	0,557%
VERTEX PHARMACEUTICALS INC	USD	80	21.563	0,544%
KORIAN	EUR	1.500	21.435	0,541%
ITRON INC	USD	450	21.276	0,537%
ELEN. SPA	EUR	1.700	20.995	0,529%
AMGEN INC	USD	90	20.945	0,528%
THERMO FISHER SCIENTIFIC INC	USD	40	20.786	0,524%
JOHN WOOD GROUP PLC	GBP	11.300	20.479	0,516%
ALIGN TECHNOLOGY INC	USD	90	20.374	0,514%
QUEST DIAGNOSTICS INC	USD	160	20.352	0,513%
HORIBA LTD	JPY	500	20.348	0,513%
TELEVISION FRANCAISE (T.F.1)	EUR	3.000	20.265	0,511%
ALERION INDUSTRIES SPA	EUR	650	20.215	0,510%
AUTOMATIC DATA PROCESSING	USD	100	20.091	0,507%
MOTOROLA SOLUTIONS INC	USD	100	20.049	0,506%

### 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. 38 pagine

INVESTITORI SGR S.p.A.

A large, stylized handwritten signature in black ink, consisting of several loops and a long horizontal stroke at the end.

Pietro Scotti Lovane  
(Amministratore Delegato)