

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"



Allianz
Investitori Sgr

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

M

PREFAZIONE

Il presente fascicolo, che riguarda le Relazioni Semestrali 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", gestiti da INVESTITORI SGR S.p.A., è redatto in conformità alle istruzioni dell'Organo di Vigilanza e si sviluppa come segue:

Parte prima:

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

Parte seconda:

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

INDICE

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 EUROPA	17
INVESTITORI AMERICA	24
INVESTITORI FAR-EAST	31
INVESTITORI FLESSIBILE	38
INVESTITORI PIAZZA AFFARI	45

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

Capitale sociale: 1.015.800 Euro

Il Consiglio di Amministrazione

Paolo Domenico SFAMENI	Presidente del Consiglio di Amministrazione - indipendente
Pietro Scott IOVANE	Amministratore Delegato
Giacomo CAMPORA	Consigliere
Bettina CORVES WUNDERER	Consigliere
Luigi Pierfranco CAMPIGLIO	Consigliere - indipendente
Marcello MESSORI	Consigliere - indipendente
Franco NICCOLI DABBENE	Consigliere
Piero BOTTO	Consigliere

Il Collegio Sindacale

Adolf Michael HÄLLMAYR	Presidente del Collegio Sindacale
Fabrizio CARAZZAI	Sindaco Effettivo
Giuseppe FOTI	Sindaco Effettivo
Marco Luigi BRUGHERA	Sindaco Supplente
Paola MIGNANI	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



Allianz
Investitori Sgr

PARTE PRIMA

Relazione degli amministratori

Considerazioni generali

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^(*) 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 stasunitense, 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.

¹ (*) *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 dirimpente 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 crescita 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 25 punti 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 i 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
Var.% (valuta locale)	-5,79%	-5,61%	-3,61%	-0,22%
Var.% (in euro)	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

M



Allianz
Investitori Sgr

PARTE SECONDA

RELAZIONI SEMESTRALI AL 30 GIUGNO 2022

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

A handwritten signature in the bottom right corner of the page.

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" 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.

	S&P500	Nasdaq	DJ Euro Stoxx 50	FTSE100	Nikkei225
Var.% (valuta locale)	-20,58%	-29,51%	-19,62%	-2,92%	-8,33%
Var.% (in euro)	-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 EUROPA

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2022

- Nota illustrativa
- Situazione Patrimoniale

A handwritten signature in the bottom right corner of the page.

FONDO INVESTITORI Europa

Nota Illustrativa

L'andamento del mercato

Mercati europei in forte ribasso nel primo semestre 2022; in area-euro, le borse di Francoforte, Parigi e Milano hanno evidenziato cali non molto dissimili, ovvero intorno ai venti punti percentuale; si è comportato decisamente meglio il listino principale di Madrid (Ibex 35 a -7,06%). Performance negative assai più contenute per il paniere delle *blue chip* di Londra: indice Ftse 100 in rosso di appena il 2,92%. Sotto l'aspetto del quadro macro, si sono succedute da inizio anno vistose revisioni in senso peggiorativo delle previsioni di crescita: il consensus stima un tasso di variazione del Pil per l'area-euro nel 2022 pari al 2,8% a/a (+1,9% a/a il dato stimato per l'anno successivo); alla luce dell'attuale contesto di elevata incertezza non si escludono ulteriori limitature, anche notevoli, di tali proiezioni. A cavallo d'anno la ripresa economica è stata penalizzata e ha perso spinta a causa di un peggioramento della situazione pandemica; dopo una fase in cui l'attività è tornata moderatamente a riaccelerare, l'esplosione del conflitto in Ucraina ha determinato il sorgere di nuovi severi rischi sull'evoluzione dello scenario. L'Europa, tra le economie sviluppate, risulta la più esposta a tale crisi; l'impatto potenziale non può che coinvolgere vari ambiti: innanzitutto i rincari nei prezzi delle materie prime, non solo energetiche, andrebbero a colpire in maniera significativa sia i consumi privati che gli investimenti; l'elevata inflazione infatti non può che erodere il reddito reale disponibile delle famiglie, mentre sul versante delle aziende, i profitti subiranno l'effetto di maggiori *input cost*. L'impatto del suddetto aumento dei costi potrebbe essere in parte compensato dai risparmi familiari accumulati e dalla liquidità in pancia alle imprese. Tuttavia l'elevata incertezza è destinata ad incidere non poco sulla fiducia degli agenti economici portando le aziende a posticipare le decisioni d'investimento e i consumatori a ridurre la propensione di spesa. Il fattore fiducia verrebbe poi ulteriormente minato da un irrigidimento delle condizioni finanziarie. Le sanzioni imposte alla Russia, i limiti alla convertibilità del rublo e il crollo della domanda proveniente dal paese determinerà una marcata contrazione dell'interscambio commerciale; l'esposizione, tuttavia, della zona dell'euro al commercio con Russia e Ucraina è, nel complesso, piuttosto limitato (*export* pari a circa lo 0,6% del valore aggiunto totale). Se l'impatto diretto del canale commerciale è tutto sommato ridotto, quello indiretto è assai più rilevante: la Russia svolge un ruolo rilevante come fornitore di beni intermedi per l'industria, materie prime soprattutto. Se ne deduce, dunque, che le sanzioni pur non essendo potenzialmente in grado di interrompere le filiere, condurrebbero comunque ad un aggravamento delle disfunzioni nelle catene di approvvigionamento, ostacolando l'ordinario svolgimento dell'attività produttiva. Teniamo anche conto del fatto che nel breve termine è altamente improbabile giungere ad una piena sostituzione dei fornitori di tali *input* produttivi. Occorre, in ogni caso, rimarcare che gli attuali alti livelli dei prezzi dell'energia potrebbero risultare insostenibili, in assenza di adeguate risposte governative sul fronte fiscale, per alcune realtà aziendali, determinando criticità aggiuntive nella *supply chain*/colli di bottiglia. Un fattore quindi mitigante, perlomeno in misura parziale, delle varie problematiche qui illustrate non può che derivare dall'adozione di misure fiscali compensative. Sul versante dell'offerta, il settore industriale perciò sarebbe il più penalizzato: si può ipotizzare, per quest'anno, una sostanziale stagnazione della produzione dopo l'ampio rimbalzo registrato nel 2021. Un sostegno alla crescita dovrebbe quindi arrivare da quei comparti dei servizi che ancora non hanno recuperato i livelli pre-Covid, i quali, avendo ampi margini di recupero, potranno beneficiare, soprattutto nella parte centrale dell'anno, di un'attenuazione del rischio sanitario. Dal lato della domanda, la vicenda della crisi in Ucraina andrà a pesare sul saldo della bilancia commerciale, determinando quindi un presumibile apporto negativo in termini di Pil. Sarà quindi la domanda domestica il volano della crescita anche nel 2022; il contributo di consumi e investimenti in termini reali risulterà comunque decisamente più debole rispetto a quanto previsto solo fino a qualche mese addietro. Il *trend* in decelerazione della *recovery* è connesso al forte balzo dell'inflazione, che sta sempre più interessando anche le componenti non-energetiche; anche se energia e alimentari sono, in massima parte, i responsabili delle pressioni verso l'alto dei prezzi, è ormai in atto una chiara dinamica al rialzo anche per l'inflazione *core*. Le pressioni che continuano ad accumularsi a monte della catena produttiva sono state finora soltanto parzialmente trasferite sui prezzi finali di vendita. Come emerge dalle più recenti indagini Pmi sulla fiducia delle imprese, il sottoindice relativo ai prezzi pagati si attesta, ormai da diversi mesi, su livelli molto elevati, sia nel manifatturiero che nei servizi; quello inerente i prezzi praticati è anch'esso salito, ma meno in termini relativi. Per il momento, è necessario sottolineare, non sono ancora sorte accentuate preoccupazioni sul fronte salariale. Le stime degli analisti prevedono una crescita dei prezzi al consumo in decelerazione il prossimo anno, con un dato inflattivo però significativamente al di sopra della soglia di tolleranza della Bce. Dato il suddetto contesto, i tempi per una normalizzazione della politica monetaria si fanno più rapidi. Per quanto riguarda i *trend* settoriali (Msci Europe index), solo i titoli *energy* hanno evidenziato una performance positiva; ribassi inferiori al mercato per le telecomunicazioni, *health care*, consumi *staples* e *utilities*; in linea i finanziari. Perdite più accentuate per gli altri settori.

La politica di gestione

Si è adottato nel periodo in oggetto un approccio di gestione nel complesso prudente. Il fattore di maggiore *stress* e tensione sui mercati va individuato nel *trend* al rialzo dei tassi che ha fortemente influenzato gli andamenti settoriali e quindi la *performance* degli indici sulla base della loro composizione. A partire dalla seconda metà di maggio, il peso azionario è stato aumentato ricorrendo, in questo caso, anche ad un'operatività in strumenti derivati: siamo intervenuti riducendo in parte le posizioni *short* in *futures* in precedenza costruite. L'esposizione *equity* media di portafoglio in tale arco temporale è risultata pari al 83,9% (valore minimo e massimo nell'ordine, rispettivamente, del 78,2 e 87,6%). Sotto l'aspetto dell'allocazione settoriale, segnaliamo il sovrappeso con riferimento ai consumi pro-ciclici, materiali di base, *information technology* e *communication services*. Posizionamento non distante dalla neutralità in relazione alle *utilities*, *energy* e finanziari. In sotto-ponderazione invece i seguenti settori: *real estate*, consumi *staples*, industriali e *health care*.

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

	Media	Minima	Massima
% Azioni	83,9	78,2	87,6

Operatività in strumenti derivati

Nel periodo in esame, si è attuata un'operatività anche in strumenti finanziari derivati; ci riferiamo, nello specifico, a contratti *futures* sull'indice Euro Stoxx 50.

Andamento del patrimonio

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

Inizio Periodo	Fine Periodo	Raccolta Netta
47.138	45.436	3.936

Performance

La performance realizzata dal fondo Investitori Europa nel 1° semestre 2022 è risultata pari al -11,44%. Tale risultato si confronta con una variazione del *benchmark* (composizione: 85% indice Msci Europe Net Total Return e 15% indice Jpm Euro Cash 3M) nell'ordine del -11,93% (calcolo effettuato su base fiscale comparabile).

**RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO
INVESTITORI EUROPA 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
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	43.324.368	95,271%	45.996.739	97,485%
A1. Titoli di debito				
A1.1 Titoli di Stato				
A1.2 Altri				
A2. Titoli di capitale	43.324.368	95,271%	45.996.739	97,485%
A3. Parti di OICR				
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	130.296	0,287%	133.131	0,282%
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	130.296	0,287%	133.131	0,282%
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	367.537	0,808%	408.539	0,866%
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	367.537	0,808%	408.539	0,866%
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	1.612.521	3,546%	622.323	1,319%
F1. Liquidità disponibile	1.418.318	3,119%	654.709	1,388%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	194.404	0,427%		
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-201	0,000%	-32.386	-0,069%
G. ALTRE ATTIVITA'	40.291	0,088%	22.529	0,048%
G1. Ratei attivi	116	0,000%	92	0,000%
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre	40.175	0,088%	22.437	0,048%
TOTALE ATTIVITA'	45.475.013	100,000%	47.183.261	100,000%

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	3.796	617
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	3.796	617
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	35.518	45.048
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	35.518	44.957
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre		91
TOTALE PASSIVITA'	39.314	45.665
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	45.435.699	47.137.596
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	45.435.699	47.137.596
Numero delle quote in circolazione	5.843.637,832	5.369.512,274
Valore unitario delle quote	7,775	8,779

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	688.848,248
Quote rimborsate	214.722,690

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
NESTLE SA-REG	CHF	12.800	1.425.149	3,134%
ASML HOLDING NV	EUR	2.500	1.139.625	2,506%
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	CHF	3.390	1.078.913	2,373%
LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUI	EUR	1.540	895.818	1,970%
ASTRAZENECA PLC	GBP	6.600	828.067	1,821%
NOVARTIS AG-REG	CHF	9.900	799.695	1,759%
NOVO NORDISK A/S-B	DKK	7.400	783.320	1,723%
SHELL PLC	GBP	26.790	664.148	1,460%
HSBC HOLDINGS PLC	GBP	97.600	607.279	1,335%
TOTALENERGIES SE	EUR	11.500	579.255	1,274%
SAP SE	EUR	6.450	560.698	1,233%
LOREAL	EUR	1.680	553.224	1,217%
BP PLC	GBP	110.300	497.554	1,094%
SANOFI	EUR	5.100	491.334	1,080%
DIAGEO PLC	GBP	11.650	477.815	1,051%
GSK PLC	GBP	22.000	451.245	0,992%
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	EUR	23.000	435.758	0,958%
RIO TINTO PLC	GBP	7.500	428.366	0,942%
SIEMENS AG-REG	EUR	4.150	402.923	0,886%
CIE FINANCIERE RICHEMO-A REG	CHF	3.950	401.156	0,882%
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	GBP	9.800	400.687	0,881%
UNILEVER PLC	EUR	8.800	381.216	0,838%
ING GROEP NV	EUR	39.200	369.695	0,813%
SCHNEIDER ELECTRIC SE	EUR	3.260	368.054	0,809%
BNP PARIBAS	EUR	8.100	367.456	0,808%
VINCI SA	EUR	4.300	365.328	0,803%
ENEL SPA	EUR	60.000	313.200	0,689%
UBS GROUP AG-REG	CHF	20.200	310.598	0,683%
GLENCORE PLC	GBP	60.000	310.246	0,682%
AIRBUS SE	EUR	3.350	309.707	0,681%
AXA SA	EUR	14.250	308.655	0,679%
CAPGEMINI SE	EUR	1.850	302.382	0,665%
ESSILORLUXOTTICA	EUR	2.100	300.090	0,660%
SHELL PLC	EUR	12.000	298.140	0,656%
KERING	EUR	600	294.060	0,647%
ABB LTD-REG	CHF	11.400	289.983	0,638%
DEUTSCHE POST AG-REG	EUR	8.100	289.494	0,637%
AIR LIQUIDE SA	EUR	2.255	288.911	0,635%
BASF SE	EUR	6.650	276.141	0,607%
ADIDAS AG	EUR	1.630	275.079	0,605%
ANGLO AMERICAN PLC	GBP	7.950	271.249	0,596%
MERCEDES-BENZ GROUP AG	EUR	4.900	270.578	0,595%
VODAFONE GROUP PLC	GBP	178.000	261.913	0,576%
ZURICH INSURANCE GROUP AG	CHF	620	257.193	0,566%
BANCO SANTANDER SA	EUR	92.500	248.640	0,547%
RECKITT BENCKISER GROUP PLC	GBP	3.450	247.287	0,544%
BARCLAYS PLC	GBP	132.000	234.803	0,516%
PROSUS NV	EUR	3.750	234.300	0,515%
IBERDROLA SA	EUR	23.600	233.546	0,514%
MERCK KGAA	EUR	1.400	225.400	0,496%

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 AMERICA

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2022

- Nota illustrativa
- Situazione Patrimoniale

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

FONDO INVESTITORI America

Nota Illustrativa

L'andamento del mercato

I mercati Usa nel 1H-22 hanno sottoperformato le altre principali borse sviluppate; tale andamento deriva da performance al ribasso assai più accentuate per i settori growth vs value, come si evince, del resto, confrontando il trend dell'indice Nasdaq Composite (-29,51%) rispetto all'S&P 500 (in calo del 20,58%); dato il forte apprezzamento del dollaro, perdite significativamente più contenute per l'investitore in euro. Negli Stati Uniti, anche se abbiamo assistito a delle revisioni al ribasso, la crescita si dovrebbe confermare solida sia quest'anno che nel 2023: le stime di consensus si attestano per un tasso di espansione del Pil, rispettivamente, nell'ordine del 2,5 e 1,9% a/a. Lo scenario prospettico si presenta dunque rassicurante nonostante la svolta impressa sul fronte monetario, l'impulso negativo in termini di politica fiscale, le strozzature ancora irrisolte sul lato dell'offerta e la scarsità di forza lavoro. Gli Usa comunque, a differenza di altre regioni geografiche, risultano più protetti dalle conseguenze del conflitto in Ucraina sul versante della crescita, in virtù del loro ruolo di esportatori di prodotti energetici e agricoli; il rincaro nei prezzi delle materie prime però porta ad una situazione di ulteriore deterioramento del quadro inflazionistico, accentuando la spirale salari/prezzi ormai conclamata e in atto già da qualche tempo. Si può tuttavia ritenere che uno scenario di rallentamento ciclico e rientro dall'inflazione, a cui si mira, sia soggetto a probabilità crescenti di non materializzarsi; ci riferiamo, in particolare, al rischio di un orientamento di politica monetaria che possa rivelarsi troppo restrittivo. Indipendentemente da tali considerazioni, ci troviamo di fronte ad un cambiamento di framework non da poco rispetto agli ultimi due decenni per via di un mutato contesto inflazionistico, oltretutto aggravato dallo shock geopolitico della crisi Ucraina. La ripresa congiunturale resta trainata dalla forza della variabile consumi: con il contenimento della pandemia ci si attende un'accelerazione della componente dei servizi, con vistoso recupero della sua quota sul totale. La spesa delle famiglie, in questa in fase, sarà tuttavia influenzata da una serie di fattori negativi: il principale è rappresentato dall'inflazione e, in second'ordine, dall'esaurirsi dello stimolo fiscale. Un supporto rilevante ai consumi proviene dalla ricchezza netta, che ha raggiunto livelli record; la ricchezza immobiliare in percentuale del reddito disponibile si colloca infatti sui massimi dal 2008. Il contributo principale a tale andamento verrà comunque dal mercato del lavoro, dato il consistente eccesso di domanda (posizioni aperte notevolmente superiori al numero dei disoccupati, le quali potrebbero non essere coperte neppure da un'entità di forza lavoro ai livelli pre-Covid). La dinamica salariale, in significativa accelerazione, difenderà i salari reali offrendo un sostegno ai consumi. I Capex delle imprese stanno mostrando segnali confortanti anche grazie ad un graduale rientro dei colli di bottiglia all'offerta e ad una ripresa dell'attività nel settore estrattivo. Gli investimenti residenziali sono destinati invece a rallentare sulla scia del rialzo dei tassi sui mutui; occorre in ogni caso considerare l'esistenza di una carenza di immobili che, a tendere, andrà colmata. La politica fiscale avrà un impatto negativo sulla crescita del 2022 quantificabile in oltre 2,5 punti percentuale di Pil; gli Stati, comunque, con una disponibilità di bilancio relativamente ampia, stanno attuando interventi di riduzione delle imposte e altre misure in senso espansivo. L'elemento cruciale sull'evoluzione dello scenario riguarda l'inflazione, su livelli che ormai non si vedevano dall'inizio degli anni ottanta. L'aumento dei prezzi è diffuso a tutti i comparti e registra tensioni crescenti nei servizi ex-energia; il picco è previsto nel secondo trimestre, ma i rischi sono chiaramente al rialzo. Da monitorare in particolare le variazioni mensili dell'indice core che dovrebbe evidenziare valori intorno allo 0,4-0,5% m/m almeno fino al 3Q, con spinte provenienti dai beni e, in misura sempre maggiore, dai servizi; quest'ultima componente riflette un trend verso l'alto dei prezzi delle abitazioni, difficilmente arrestabile nell'anno in corso, nonché il trasferimento dei rialzi inerenti salari e costi di input sui prezzi di vendita. Tale contesto ha indotto la Fed ad avviare un nuovo ciclo sui tassi; il Fomc si è impegnato a riportare l'inflazione al 2%, livello target, a qualsiasi costo, adottando una politica monetaria mirante a frenare la domanda, con la possibilità di portare i tassi sui Fed Fund in territorio restrittivo. La riduzione della dimensione del bilancio verrà implementata con un programma simile a quello attuato nel ciclo precedente, pur con passo più accelerato. La politica monetaria, e relativi interventi, sarà comunque condotta seguendo l'evoluzione dello scenario. Le pressioni inflattive in atto e la probabile onda lunga dei rincari nei prezzi dei servizi implicano il rischio di giungere ad un rialzo troppo pronunciato dei tassi, ovvero ad un bias eccessivamente restrittivo delle condizioni monetarie; ciò potrebbe accadere, orientativamente, nella seconda metà del prossimo anno. Si può affermare che la Fed, a questo punto, non può fermarsi di fronte ad uno shock all'offerta, in quanto l'inflazione si è ormai definitivamente radicata. A livello di trend settoriali (si considera l'indice Msci Usa), i titoli energy hanno conseguito una performance altamente positiva. In ribasso, seppur inferiore al mercato di riferimento, le utilities, consumi staples, health care, industriali e materiali di base. Andamento non dissimile dal benchmark per i finanziari e real estate. In sottoperformance i seguenti settori: info tech, communication services e consumi ciclici.



La politica di gestione

Abbiamo adottato un atteggiamento relativamente prudente per gran parte del periodo considerato. A fronte di un mercato sottopeso attuato fino alla seconda parte di maggio siamo successivamente intervenuti aumentando l'esposizione *equity*; in tal senso si è operato anche per il tramite di strumenti derivati: in particolare, abbiamo ridotto le posizioni *short* in *futures* a copertura. In media nel primo semestre dell'anno il peso azionario di portafoglio si è attestato al 87,6%; il valore minimo e massimo è risultato pari, rispettivamente, al 77,8% e 87,6%. Il principale *catalyst* d'impatto sull'andamento degli indici va ricondotto al movimento occorso sui tassi d'interesse che ha portato anche a decise rotazioni in termini di stili: *value vs growth*. A seguito della correzione avvenuta il mercato Usa presenta ora valutazioni più in linea con le medie storiche. In relazione alla *sector allocation*, le posizioni in sovra-ponderazione coinvolgono i titoli finanziari, *materials*, consumi *staples* e farmaceutici. Posizionamento all'incirca neutrale per quanto riguarda le *utilities*, *energy* e consumi discrezionali. In sottopeso i seguenti settori: industriali, *communication services*, tecnologici e immobiliari.

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

	Media	Minima	Massima
% Azioni	83,4	77,8	87,6

Operatività in strumenti derivati

Nel periodo considerato si è operato anche per il tramite di strumenti finanziari derivati; nel specifico, contratti *futures* sull'indice S&P 500.

Andamento del patrimonio

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

Inizio Periodo	Fine Periodo	Raccolta Netta
71.438	74.600	10.956

Performance

La performance realizzata dal fondo Investitori America nel primo semestre 2022 è stata pari a -9,88%. Il risultato ottenuto si confronta con una variazione del *benchmark* di riferimento (composizione: 85% indice Msci Usa Net Total Return e 15% indice Jpm Euro Cash 3M) nell'ordine del -12,71% (calcolo su base fiscale comparabile).

RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO INVESTITORI AMERICA 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
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	71.187.375	95,358%	71.128.242	98,917%
A1. Titoli di debito	4.695.758	6,290%		
A1.1 Titoli di Stato	4.695.758	6,290%		
A1.2 Altri				
A2. Titoli di capitale	66.491.617	89,068%	71.128.242	98,917%
A3. Parti di OICR				
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI				
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale				
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	120.522	0,161%	466.861	0,649%
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	120.522	0,161%	466.861	0,649%
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	3.277.800	4,390%	265.773	0,370%
F1. Liquidità disponibile	3.259.578	4,366%	240.908	0,335%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	18.222	0,024%	24.865	0,035%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
G. ALTRE ATTIVITA'	68.027	0,091%	46.177	0,064%
G1. Ratei attivi	18.872	0,025%		
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre	49.155	0,066%	46.177	0,064%
TOTALE ATTIVITA'	74.653.724	100,000%	71.907.053	100,000%



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	3.817	
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	3.817	
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	50.141	468.785
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	50.130	468.710
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	11	75
TOTALE PASSIVITA'	53.958	468.785
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	74.599.766	71.438.268
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	74.599.766	71.438.268
Numero delle quote in circolazione	5.716.061,689	4.933.356,117
Valore unitario delle quote	13,051	14,481

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	995.917,010
Quote rimborsate	213.211,438

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
APPLE INC	USD	31.000	4.054.063	5,430%
MICROSOFT CORP	USD	14.550	3.574.419	4,788%
US TREASURY N/B 2.5% 22-30/04/2024	USD	3.000.000	2.845.029	3,811%
AMAZON.COM INC	USD	19.600	1.991.215	2,667%
US TREASURY N/B 0.875% 22-31/01/2024	USD	2.000.000	1.850.728	2,479%
ALPHABET INC-CL C	USD	625	1.307.720	1,752%
ALPHABET INC-CL A	USD	610	1.271.556	1,703%
JOHNSON & JOHNSON	USD	4.850	823.496	1,103%
NVIDIA CORP	USD	5.600	811.999	1,088%
META PLATFORMS INC-CLASS A	USD	5.200	802.047	1,074%
EXXON MOBIL CORP	USD	9.050	741.348	0,993%
BERKSHIRE HATHAWAY INC-CL B	USD	2.580	673.769	0,903%
JPMORGAN CHASE & CO	USD	6.100	657.058	0,880%
PROCTER & GAMBLE CO/THE	USD	4.750	653.310	0,875%
ELI LILLY & CO	USD	1.950	604.762	0,810%
WELLS FARGO & CO	USD	15.500	580.740	0,778%
UNITEDHEALTH GROUP INC	USD	1.140	560.082	0,750%
PFIZER INC	USD	10.650	534.104	0,715%
THERMO FISHER SCIENTIFIC INC	USD	1.010	524.858	0,703%
HOME DEPOT INC	USD	1.980	519.446	0,696%
CHEVRON CORP	USD	3.750	519.322	0,696%
COCA-COLA CO/THE	USD	8.600	517.505	0,693%
VISA INC-CLASS A SHARES	USD	2.690	506.609	0,679%
MEDTRONIC PLC	USD	5.800	497.920	0,667%
ADOBE INC	USD	1.420	497.207	0,666%
MERCK & CO. INC.	USD	5.650	492.717	0,660%
PEPSICO INC	USD	3.050	486.215	0,651%
COSTCO WHOLESALE CORP	USD	1.050	481.366	0,645%
NEXTERA ENERGY INC	USD	6.250	463.078	0,620%
LOWES COS INC	USD	2.760	461.131	0,618%
MASTERCARD INC - A	USD	1.520	458.682	0,614%
ABBVIE INC	USD	3.090	452.690	0,606%
MICRON TECHNOLOGY INC	USD	8.000	423.014	0,567%
DANAHER CORP	USD	1.740	421.947	0,565%
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	USD	5.650	416.137	0,557%
NIKE INC -CL B	USD	4.200	410.579	0,550%
ADVANCED MICRO DEVICES	USD	5.500	402.300	0,539%
BANK OF AMERICA CORP	USD	13.500	401.985	0,538%
GOLDMAN SACHS GROUP INC	USD	1.400	397.750	0,533%
CITIGROUP INC	USD	8.500	373.920	0,501%
COMCAST CORP-CLASS A	USD	9.900	371.587	0,498%
ELEVANCE HEALTH INC	USD	770	355.432	0,476%
CVS HEALTH CORP	USD	4.000	354.527	0,475%
MCDONALDS CORP	USD	1.480	349.498	0,468%
CISCO SYSTEMS INC	USD	8.550	348.723	0,467%
RAYTHEON TECHNOLOGIES CORP	USD	3.717	341.710	0,458%
MARSH & MCLENNAN COS	USD	2.300	341.551	0,458%
ABBOTT LABORATORIES	USD	3.260	338.801	0,454%
ZOETIS INC	USD	2.050	337.055	0,451%
PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	USD	3.500	330.566	0,443%

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 FAR-EAST

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2022

- Nota illustrativa
- Situazione Patrimoniale

A handwritten signature in black ink, appearing to be a stylized 'M' or 'F'.

FONDO INVESTITORI Far East

Nota Illustrativa

L'andamento del mercato

In profondo rosso anche le borse asiatiche nel primo semestre dell'anno: Msci Asia Pacific index in Usd a -18,18% (in valuta euro il ribasso dell'indice è risultato assai meno accentuato: calo nell'ordine di circa undici punti percentuale). Per l'investitore in euro, si tratta dell'area geografica che ha subito le perdite più contenute. Le principali piazze della regione, Tokyo e Hong Kong, hanno fatto registrare, in valuta locale, una performance negativa pari, rispettivamente, all'8,33% (Nikkei 225) e 6,57% (Hang Seng); da segnalare la sovra performance dei listini cinesi nell'ultimo scorcio di periodo. A livello macroeconomico, con riferimento al Giappone, la crescita nel 2022 è attesa in modesta accelerazione (Pil a +1,7% a/a; le stime di consensus per l'anno successivo si attestano per una variazione positiva nell'ordine dell'1,8% a/a). In ogni caso, il *trend* dell'economia si dovrebbe caratterizzare per un andamento più lineare rispetto a quanto riscontrato negli ultimi due anni, a patto che la pandemia entri effettivamente in una fase endemica. La *recovery* dovrebbe essere trainata dalla domanda di servizi, anche se lo *shock* petrolifero agirà indubbiamente da freno. Abbiamo assistito anche qui, come del resto in una serie di altri paesi e aree geografiche, ad una revisione verso il basso delle previsioni di crescita a causa degli effetti restrittivi derivanti dall'aumento dell'inflazione in conseguenza dei rialzi nei prezzi delle materie prime. Occorre comunque far notare che la politica fiscale continuerà ad offrire sostegno al ciclo attraverso un incremento della spesa pubblica; il calo del *deficit* pubblico per il venir meno delle misure eccezionali adottate per far fronte alla crisi-Covid sarà quindi piuttosto contenuto. Anche in Giappone, come in altre regioni, quest'ultimo periodo si è connotato per uno spostamento dei consumi verso i beni durevoli, tornati sopra i livelli pre-pandemici; nei servizi, invece, la spesa reale, seppur in ripresa, rimane ancora inferiore al livello di fine 2019; il processo di normalizzazione del comparto è stato inoltre rallentato dalla sospensione, nel corso dello scorso anno, dei programmi pubblici a favore di turismo e ospitalità. Il volano principale per la variabile consumi è comunque rappresentato dalla forza del mercato del lavoro che si contraddistingue per una carenza di offerta e salari in moderata crescita. Il punto debole della domanda finale domestica è riconducibile al *trend* degli investimenti fissi delle imprese che non mostra segnali tangibili di recupero; l'attività delle aziende risulta ancora, in misura affatto trascurabile, impattata dalle strozzature sul lato dell'offerta, nonché da prezzi elevati. Il canale estero risente di una serie di fattori negativi, individuabili nei seguenti tre principali: rallentamento dell'economia cinese e, più in generale, della domanda asiatica; colli di bottiglia nelle catene di approvvigionamento che frenano i flussi in uscita; e, ovviamente, l'aumento dei prezzi energetici che porterà ad un significativo incremento del valore delle importazioni fino forse ad annullare il contributo delle esportazioni nette nel 2022. Possiamo senz'altro ritenere che i rischi per l'*export* siano verso il basso e, di converso, verso l'alto per l'*import*. Il *trend* in risalita dell'inflazione, già iniziato prima del conflitto in Ucraina, è destinato ad accelerare; si ritiene tuttavia che *Bank of Japan* non risponderà agli *shock* da offerta. La dinamica dei prezzi al netto degli alimentari freschi dovrebbe oltrepassare il 2% a/a in primavera, per un effetto di comparazione, e poi ridiscendere poco sotto tale livello dall'estate in poi. E' plausibile che fino al termine del mandato di Kuroda (aprile 2023) la banca centrale non adotti misure significativamente diverse dalle attuali; è invece possibile che, successivamente, si abbandoni la politica dei tassi a breve negativi, con modifiche nella *policy* di controllo della curva. In relazione a questo secondo intervento, l'ipotesi sarebbe quella di un accorciamento delle scadenze a rendimenti vincolati, dai 10 attuali a 5 anni, per ridurre i costi collegati ad un eccessivo appiattimento della curva. Il rialzo dei prezzi energetici e delle materie prime verrà comunque edulcorato da interventi pubblici, in termini di sussidi, nonché da vincoli agli aumenti delle tariffe elettriche. Per quanto riguarda le due più importanti economie emergenti dell'area asiatica, in Cina la crescita acquisita e il sostegno di politiche monetarie e fiscali espansive potranno fornire un supporto di un certo rilievo al ciclo. Tuttavia, l'incertezza sull'evoluzione della pandemia e le criticità inerenti il mercato immobiliare determinano rischi al ribasso sull'evoluzione dello scenario; a tali fattori si aggiungono quelli collegati al conflitto in Ucraina. Il consensus degli analisti indica un tasso di espansione del Pil pari al 4,1% a/a nel 2022 (+5,2% a/a il prossimo anno); l'obiettivo di crescita fissato dalle autorità per quest'anno si attesta ad un livello ben superiore: intorno al 5,5% a/a (*target* d'inflazione nell'intorno del 3% a/a). Con riferimento all'India, i principali previsori internazionali hanno ritoccato all'ingiù le stime di crescita per quest'anno e quello successivo: nell'ordine, rispettivamente, al 6,8 e 5,8% a/a. In termini settoriali (si considera l'indice Msci Asia Pacific), i titoli *energy* hanno evidenziato una performance positiva; in calo, seppur con perdite inferiori rispetto al mercato nel suo complesso, si annoverano i seguenti settori: *utilities*, finanziari, *real estate*, consumi *staples* e *materials*. Andamento sostanzialmente in linea con il suddetto *benchmark* per i consumi discrezionali e *communication services*; ribassi superiori per gli industriali, farmaceutici e *high tech*.

La politica di gestione

Nel periodo complessivamente considerato la gestione del fondo si è connotata per un atteggiamento relativamente cauto; la volatilità in alcuni frangenti ha raggiunto livelli assai elevati e mediamente superiori a quelli riscontrati nell'anno passato. Avendo ritenuto che il mercato stesse scontando uno scenario eccessivamente pessimistico, nella seconda metà di maggio abbiamo incrementato il peso *equity* posizionandoci poco al di sopra del *benchmark*. L'esposizione azionaria è stata modulata anche avvalendoci di strumenti derivati; in particolare sono state realizzate operazioni di copertura del portafoglio per il tramite di contratti *futures* su indici. Il peso in azioni in 1H-22 ha raggiunto un valore minimo e massimo pari, rispettivamente, al 78,5 e 87,9% (valore medio: 84,1%). Il posizionamento su EM è stato attuato ricorrendo ad Etf a replica di indici e denominati in euro. Per quanto concerne l'allocazione settoriale, ci siamo posizionati in sovrappeso sui tecnologici, consumi ciclici e industriali. Posizione nell'intorno della neutralità in relazione ai finanziari, telecomunicazioni e *utilities*. Settori sotto-ponderati: *energy*, consumi *staples*, *health care*, materiali di base e immobiliari

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

	Media	Minima	Massima
% Azioni	84,1	78,5	87,9

Operatività in strumenti derivati

Nel periodo in oggetto abbiamo fatto ricorso a strumenti finanziari derivati (nello specifico: contratti *futures* sull'indice Nikkei 225 denominato in Usd).

Andamento del patrimonio

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

Inizio Periodo	Fine Periodo	Raccolta Netta
26.368	25.852	2.019

Performance

Il fondo Investitori Far East ha realizzato una performance di periodo pari al -9,26%. Tale risultato si confronta con una variazione del *benchmark* di riferimento (composizione: 85% indice Msci Pacific Net Total Return e 15% indice Jpm Euro Cash 3M) nell'ordine del -8,77% (calcolo effettuato su base fiscale comparabile).

**RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO
INVESTITORI FAR EAST 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
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	24.929.487	96,333%	25.883.478	97,509%
A1. Titoli di debito				
A1.1 Titoli di Stato				
A1.2 Altri				
A2. Titoli di capitale	23.753.605	91,789%	25.883.478	97,509%
A3. Parti di OICR	1.175.882	4,544%		
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	351	0,001%	342	0,001%
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	351	0,001%	342	0,001%
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	140.609	0,543%	169.447	0,638%
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	140.609	0,543%	169.447	0,638%
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	712.796	2,754%	469.554	1,769%
F1. Liquidità disponibile	680.671	2,630%	471.677	1,777%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	32.139	0,124%		
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-14	0,000%	-2.123	-0,008%
G. ALTRE ATTIVITA'	95.463	0,369%	22.011	0,083%
G1. Ratei attivi	85	0,000%		
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre	95.378	0,369%	22.011	0,083%
TOTALE ATTIVITA'	25.878.706	100,000%	26.544.832	100,000%

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	2.008	864
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	2.008	864
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	24.397	175.559
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	24.390	175.426
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	7	133
TOTALE PASSIVITA'	26.405	176.423
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	25.852.301	26.368.409
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	25.852.301	26.368.409
Numero delle quote in circolazione	3.128.206,798	2.895.481,433
Valore unitario delle quote	8,264	9,107

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	338.652,545
Quote rimborsate	105.927,180

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
AMUNDI MSCI EM ASIA UCITS ET	EUR	22.700	759.680	2,936%
TOYOTA MOTOR CORP	JPY	50.700	749.632	2,897%
AIA GROUP LTD	HKD	66.600	690.469	2,668%
LYXOR MSCI KOREA-C-EUR	EUR	7.350	416.201	1,608%
MITSUBISHI UFJ FINANCIAL GRO	JPY	75.700	388.761	1,502%
SONY GROUP CORP	JPY	4.800	374.964	1,449%
HONG KONG EXCHANGES & CLEAR	HKD	7.800	367.010	1,418%
BHP GROUP LTD	AUD	13.210	358.413	1,385%
HITACHI LTD	JPY	7.800	353.563	1,366%
KDDI CORP	JPY	11.000	332.177	1,284%
WESTPAC BANKING CORP	AUD	24.900	319.367	1,234%
CSL LTD	AUD	1.800	318.550	1,231%
KEYENCE CORP	JPY	956	312.183	1,206%
WOOLWORTHS GROUP LTD	AUD	13.300	311.428	1,203%
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRAL	AUD	5.100	303.179	1,172%
NINTENDO CO LTD	JPY	725	299.536	1,157%
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	JPY	9.400	266.851	1,031%
DAIKIN INDUSTRIES LTD	JPY	1.700	260.333	1,006%
SMC CORP	JPY	600	255.454	0,987%
HOYA CORP	JPY	3.100	252.859	0,977%
FAST RETAILING CO LTD	JPY	500	250.229	0,967%
TOKYO ELECTRON LTD	JPY	800	249.525	0,964%
NIDEC CORP	JPY	4.200	247.807	0,958%
SHIN-ETSU CHEMICAL CO LTD	JPY	2.300	247.765	0,957%
WESFARMERS LTD	AUD	8.800	242.581	0,937%
RIO TINTO LTD	AUD	3.550	239.803	0,927%
FANUC CORP	JPY	1.600	239.274	0,925%
TERUMO CORP	JPY	8.200	236.018	0,912%
AUST AND NZ BANKING GROUP	AUD	15.700	227.494	0,879%
FUJIFILM HOLDINGS CORP	JPY	4.400	225.468	0,871%
SOFTBANK GROUP CORP	JPY	6.000	221.151	0,855%
FUJITSU LIMITED	JPY	1.800	215.004	0,831%
COLES GROUP LTD	AUD	17.500	205.002	0,792%
PANASONIC HOLDINGS CORP	JPY	26.100	201.498	0,779%
CENTRAL JAPAN RAILWAY CO	JPY	1.800	198.402	0,767%
MACQUARIE GROUP LTD	AUD	1.777	192.281	0,743%
TOKIO MARINE HOLDINGS INC	JPY	3.400	189.187	0,731%
MITSUBISHI CORP	JPY	6.200	176.227	0,681%
KIRIN HOLDINGS CO LTD	JPY	11.700	176.081	0,680%
NEC CORP	JPY	4.600	170.683	0,660%
RECRUIT HOLDINGS CO LTD	JPY	6.000	168.768	0,652%
ALIBABA GROUP HOLDING LTD	HKD	12.300	167.776	0,648%
DENSO CORP	JPY	3.300	167.475	0,647%
TDK CORP	JPY	5.600	165.205	0,638%
NTT DATA CORP	JPY	12.500	165.106	0,638%
MITSUBI FUDOSAN CO LTD	JPY	8.000	164.332	0,635%
COMPUTERSHARE LTD	AUD	9.900	160.447	0,620%
NIPPON TELEGRAPH & TELEPHONE	JPY	5.700	156.356	0,604%
MURATA MANUFACTURING CO LTD	JPY	3.000	156.221	0,604%
OLYMPUS CORP	JPY	8.100	155.493	0,601%
NITTO DENKO CORP	JPY	2.500	154.545	0,597%
AGC INC	JPY	4.600	154.489	0,597%
BYD CO LTD-H	HKD	4.000	153.104	0,592%
KOMATSU LTD	JPY	7.200	152.486	0,589%
GALAXY ENTERTAINMENT GROUP L	HKD	26.000	148.325	0,573%
DAI-ICHI LIFE HOLDINGS INC	JPY	8.300	146.681	0,567%
WILMAR INTERNATIONAL LTD	SGD	52.000	144.390	0,558%
SYSMEX CORP	JPY	2.500	143.738	0,555%
T&D HOLDINGS INC	JPY	12.500	142.928	0,552%
SUMITOMO ELECTRIC INDUSTRIES	JPY	13.500	142.481	0,551%
HONDA MOTOR CO LTD	JPY	6.100	141.430	0,547%
LASERTEC CORP	JPY	1.200	136.450	0,527%
ITOCHU CORP	JPY	5.200	134.256	0,519%
NATIONAL AUSTRALIA BANK LTD	AUD	7.400	133.315	0,515%

MIZUHO FINANCIAL GROUP INC	JPY	12.200	132.540	0,512%
SUMITOMO MITSUI TRUST HOLDIN	JPY	4.490	132.143	0,511%
ASTELLAS PHARMA INC	JPY	8.800	131.043	0,506%
CANON INC	JPY	6.000	130.325	0,504%

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 FLESSIBILE

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2022

- Nota illustrativa
- Situazione Patrimoniale

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

FONDO INVESTITORI Flessibile

Nota Illustrativa

L'andamento del mercato

I mercati finanziari hanno accumulato forti perdite nel primo semestre dell'anno. Gli accentuati ribassi sono stati accompagnati da livelli di volatilità assai elevati, soprattutto sul versante obbligazionario. Il premio per il rischio è aumentato in misura notevole in relazione alle diverse *asset class*. Il fattore che ha maggiormente condizionato il *trend* dei mercati è ascrivibile alla poderosa e rapida risalita dei tassi. Di fronte a crescenti pressioni inflattive e in radicamento, le banche centrali hanno assunto un atteggiamento sempre più determinato nella lotta all'inflazione. Ovviamente, anche il fattore guerra in Ucraina ha esacerbato un contesto già insito di incertezze. A livello di mercati valutari, si è assistito ad una forte rivalutazione del dollaro Usa nei confronti delle principali divise, yen su tutti. Per quanto concerne l'evoluzione del quadro macro, la crescita globale per l'anno in corso, a seguito di una serie di revisioni al ribasso, viene stimata ora dal consensus nell'ordine del 3,1% a/a (Pil previsto per il 2023 a +3,2% a/a). Il taglio, anche consistente, delle suddette proiezioni è imputabile, in misura alquanto rilevante, ad uno scenario più sfavorevole in ordine ai prezzi energetici. Il conflitto in Ucraina ha impartito una nuova scossa ad uno scenario già perturbato dalle criticità in alcune filiere produttive, dalla pandemia e da una risalita dell'inflazione più intensa e persistente rispetto a quanto ci si potesse attendere. La guerra russo-ucraina avrà conseguenze assai pesanti in Europa e in parte in Asia Centrale, meno in altre regioni. L'impatto sul nostro Continente riguarda sia il canale commerciale che quello energetico. Il primo dei due, data la modesta dimensione dell'economia di Russia e Ucraina, che assorbono meno del 2% dell'*export* mondiale, riveste un'importanza prevalentemente locale. Gli effetti di tale crisi sui prezzi dell'energia hanno invece riflessi globali, anche se questi sono decisamente più acuti in Europa alla luce della forte dipendenza dalle importazioni di gas naturale, petrolio e relativi derivati. Indipendentemente dagli sviluppi della crisi, il disimpegno europeo dalle forniture russe non è immune dal determinare tensioni collegate ad una riprogrammazione dei flussi energetici. In ogni caso, in risposta allo *shock* si è generata una reazione di politica economica su diversi versanti: sono stati varati interventi in tema di politiche energetiche, misure di sostegno a famiglie e imprese colpite dagli eccezionali rincari, nonché incrementi nei *budget* di spesa militare. I paesi Ue spendevano in media l'1,6% del Pil in tale ambito e, nei prossimi anni, questa percentuale dovrebbe salire al 2% per finanziare il rafforzamento del dispositivo comune di difesa. Sul fronte dell'energia, serviranno risorse per accelerare il processo di transizione alle rinnovabili e migliorare l'efficienza energetica. Oltre a ciò, i governi devono anche preoccuparsi di compensare l'impatto dei rincari sulle famiglie meno abbienti e contenere il rischio di fallimento delle aziende più esposte agli aumenti di costo. Ci si aspetta dunque che, in conseguenza di tali iniziative, il calo dei *deficit* pubblici previsto tra il 2022 e 2024 rallenti anche in misura significativa. Le implicazioni appena descritte dovrebbero essere tuttavia assai più contenute al di fuori del contesto europeo. Per quanto riguarda la politica monetaria, il ritiro delle misure di stimolo varate in risposta alla crisi-Covid sarà piuttosto rapida; bisognerà tuttavia capire se ciò basterà a riportare l'inflazione verso l'obiettivo. La Fed, in questi e nei prossimi mesi, procederà ad alzare i tassi ufficiali a ritmo serrato, avviando anche una riduzione delle dimensioni del bilancio; la crisi cioè non dovrebbe quindi intralciare il cammino intrapreso. D'altronde, i recenti eventi potranno incidere sulla crescita in misura non troppo ampia, ovvero troppo poco per ipotizzare che questi possano da soli contribuire a frenare l'inflazione nel medio termine; anzi, le pressioni inflattive sono destinate a riacutizzarsi. Sarà perciò compito della politica monetaria porre un freno alla domanda interna per cercare di ricondurre l'inflazione a *target*. La Banca Centrale Europea si trova invece a gestire una situazione più difficile, con conseguenze assai negative sulla congiuntura: alti prezzi dell'energia per un lasso di tempo relativamente lungo e calo della propensione al risparmio più limitato. Tuttavia, pure la Bce è indirizzata verso una *exit strategy*. In effetti, non hanno più ragion d'essere condizioni monetarie in modalità ultra-espansiva dal momento in cui le aspettative d'inflazione sono in rialzo e si stanno normalizzando. In ogni caso, nella zona-euro la restrizione sarà notevolmente più cauta. Si può ritenere che i tassi reali rimarranno al di sotto del livello di neutralità anche il prossimo anno, non solo considerando l'inflazione effettiva ma anche quella obiettivo. Globalmente, soltanto una parte della liquidità creata all'indomani dello scoppio della pandemia verrà ritirata, anche in rapporto al Pil. Se ne deduce quindi che il livello dei tassi necessario a stabilizzare l'inflazione nel medio termine dovrà essere individuato strada facendo, con il rischio, sempre presente, di commettere errori a causa di un contesto in veloce evoluzione. Vari fattori si muovono in direzione divergente: i *trend* demografici e l'aumento delle disuguaglianze in termini di reddito e ricchezza agiscono da freno e deprimono il tasso neutrale d'interesse; all'opposto, l'incremento della spesa pubblica per investimenti, nonché il fabbisogno di capitale destinato all'implementazione della transizione energetica, sono forze che spingono per un livello più elevato.

La politica di gestione

Componente azionaria

Con riferimento a tale *asset class*, l'orientamento di portafoglio si è caratterizzato in senso molto prudente in alcune fasi di forte *stress* e ad alta volatilità. Da metà maggio abbiamo ritoccato all'insù il peso *equity* agendo in particolare attraverso

l'acquisto di contratti *futures*, ovvero riducendo le posizioni *short* a copertura in precedenza realizzate. L'esposizione azionaria, nel periodo considerato, ha oscillato tra un valore minimo del 12,0% e uno massimo del 18,4%; valore medio pari al 15,0%. Il fattore che ha maggiormente influenzato il *trend* degli indici, fin dalle prime sedute dell'anno, è riconducibile alla prorompente risalita dei tassi; l'impatto di tale movimento sugli andamenti settoriali è stato assai rilevante. A seguito della notevole correzione avvenuta si sono generate delle opportunità in termini valutativi. Ciò ha riguardato anche il mercato domestico su cui si concentra una porzione relativamente significativa degli investimenti del fondo. Il processo decisionale viene guidato da un'analisi dei fondamentali aziendali: adozione di un approccio *bottom up*. Focus perciò su *stock picking* e generazione di *alpha*. Attenzione rivolta anche al tema *dividend yield*.

In relazione alla porzione azionaria, la politica gestionale può essere così sintetizzata:

	Media	Minima	Massima
% Azioni	15,0	12,0	18,4

Componente obbligazionaria

A livello di rischio di tasso, la *duration* media nel periodo considerato (3,3 anni) si è mantenuta relativamente corta; il valore massimo e minimo è risultato pari, rispettivamente, a 3,9 e 2,9 anni. Sulla base di pressioni inflattive crescenti, le banche centrali, ci riferiamo in particolare a Fed, Bce e BoE, hanno adottato iniziative di inasprimento delle condizioni monetarie. I tassi sono risaliti, in alcune fasi anche violentemente, e si è assistito ad un generalizzato appiattimento delle curve. Il portafoglio presenta un'esposizione relativamente ampia al segmento *corporate IG*; nell'universo delle emissioni *HY* si è adottato un approccio altamente selettivo. Da segnalare un posizionamento di un certo rilievo sul credito finanziario *senior* e subordinato-perpetuo (AT1) rispetto a quello industriale. Esposizione minima nei riguardi del debito emergente. Posizione marginale al comparto delle convertibili. Resta significativo il posizionamento sui governativi domestici, anche su scadenze a medio-lunga. In ogni caso, assume rilevanza il fattore liquidità/negoziabilità dei titoli. Diversificazione valutaria: una porzione, seppur non così elevata, del portafoglio è rappresentata da *asset* denominati in *Usd*.

L'attività di gestione inerente l'obbligazionario si può illustrare, in sintesi, attraverso i seguenti indicatori:

	Media	Minima	Massima
<i>Durata media finanziaria</i>	3,3	2,9	3,9
% Titoli di stato	15,6	14,3	17,6
% Altri titoli di debito	52,7	51,6	53,6

Riferimento all'utilizzo di strumenti derivati

Nel periodo in oggetto si è fatto ricorso anche ad un'operatività in strumenti finanziari derivati; nello specifico, ci riferiamo, a contratti *futures* su indici azionari (Euro Stoxx 50 e S&P 500).

Andamento del patrimonio

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

Inizio Periodo	Fine Periodo	Raccolta Netta
210.965	191.410	-1.852

Performance

La performance conseguita dal fondo Investitori Flessibile nel primo semestre 2022 è stata pari a -8,48%.

**RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO
INVESTITORI FLESSIBILE 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
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	179.036.417	93,416%	202.875.243	96,087%
A1. Titoli di debito	125.161.950	65,306%	138.503.321	65,599%
A1.1 Titoli di Stato	24.569.824	12,820%	26.642.911	12,619%
A1.2 Altri	100.592.126	52,486%	111.860.410	52,980%
A2. Titoli di capitale	52.743.847	27,520%	63.486.467	30,069%
A3. Parti di OICR	1.130.620	0,590%	885.455	0,419%
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	268.569	0,140%	274.022	0,130%
B1. Titoli di debito	18.000	0,009%	18.000	0,009%
B2. Titoli di capitale	250.569	0,131%	256.022	0,121%
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	1.980.866	1,034%	1.869.432	0,885%
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	1.980.866	1,034%	1.869.432	0,885%
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	8.490.222	4,429%	4.786.129	2,267%
F1. Liquidità disponibile	5.112.248	2,667%	4.894.060	2,318%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	5.008.168	2,613%	16.217	0,008%
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-1.630.194	-0,851%	-124.148	-0,059%
G. ALTRE ATTIVITA'	1.880.921	0,981%	1.333.203	0,631%
G1. Ratei attivi	1.861.809	0,971%	1.311.200	0,621%
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre	19.112	0,010%	22.003	0,010%
TOTALE ATTIVITA'	191.656.995	100,000%	211.138.029	100,000%

PASSIVITA' E NETTO	Situazione al 30/06/2022	Situazione a fine esercizio precedente
	Valore complessivo	Valore complessivo
H. FINANZIAMENTI RICEVUTI		
I. PRONTI CONTRO TERMINE PASSIV E OPERAZIONI ASSIMILATE		
L. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
L1. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati		
L2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati		
M. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI	89.292	6.565
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	89.292	6.565
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	157.958	166.736
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	154.209	163.551
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	3.749	3.185
TOTALE PASSIVITA'	247.250	173.301
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	191.409.745	210.964.728
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	191.409.745	210.964.728
Numero delle quote in circolazione	25.262.570,387	25.482.686,326
Valore unitario delle quote	7,577	8,279

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	1.002.938,897
Quote rimborsate	1.223.054,836

Alla data di riferimento della Relazione semestrale il Fondo aveva maturato commissioni di performance pari a 38.762 euro.

Elenco analitico dei principali strumenti finanziari detenuti dal Fondo

Titoli	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale attività
DELTA LLOYD LEVE 12-29/08/2042 FRN	EUR	5.000.000	5.028.750	2,624%
ITALY BTPS 0.95% 20-15/09/2027	EUR	4.000.000	3.708.120	1,935%
ANIMA HOLDING 1.75% 19-23/10/2026	EUR	4.000.000	3.696.320	1,929%
MEDIOBANCA INTL 18-29/03/2024 SR	USD	3.500.000	3.301.071	1,722%
ITALY BTPS 0.6% 20-15/06/2023	EUR	3.000.000	3.001.260	1,566%
CASSA DEPOSITI E 2.125% 19-21/03/2026	EUR	3.000.000	2.987.160	1,559%
BUNDESSCHATZANW 0.2% 22-14/06/2024	EUR	3.000.000	2.974.020	1,552%
CRED AGRICOLE SA 2.8% 16-27/01/2026	EUR	3.000.000	2.962.260	1,546%
ITALY BTPS 0% 21-30/01/2024	EUR	3.000.000	2.944.440	1,536%
AZIMUT HOLDING 1.625% 19-12/12/2024	EUR	3.000.000	2.902.740	1,515%
US TREASURY N/B 0.125% 21-30/04/2023	USD	3.000.000	2.804.564	1,463%
RADIOTELEVISIONE 1.375% 19-04/12/2024	EUR	2.850.000	2.784.108	1,453%
TIKEHAU CAPITAL 2.25% 19-14/10/2026	EUR	3.000.000	2.765.400	1,443%
UNIBAIL-RODAMCO 1.5% 17-22/02/2028	EUR	3.000.000	2.575.410	1,344%
ALTAREIT SCA 2.875% 18-02/07/2025	EUR	2.800.000	2.556.624	1,334%
BANQ FED CRD MUT 05-28/02/2049 FRN	EUR	3.000.000	2.432.340	1,269%
ASSICURAZIONI 2.429% 20-14/07/2031	EUR	3.000.000	2.350.710	1,227%
US TREASURY N/B 0.125% 21-31/03/2023	USD	2.500.000	2.344.236	1,223%
CATTOLICA ASSICU 17-14/12/2047 FRN	EUR	2.500.000	2.335.125	1,218%
OVS 2.25% 21-10/11/2027	EUR	2.500.000	2.277.500	1,188%
ENEL SPA	EUR	430.000	2.244.600	1,171%
ITALY BTPS 1.6% 22-28/06/2030	EUR	1.999.760	1.991.421	1,039%
ALERION IND 3.5% 22-17/05/2028	EUR	2.000.000	1.963.000	1,024%
MACIF 14-29/10/2049 FRN	EUR	2.000.000	1.961.340	1,023%
ASSICURAZIONI 16-08/06/2048	EUR	2.000.000	1.959.040	1,022%
BANCA IFIS SPA 17-17/10/2027 FRN	EUR	2.000.000	1.921.300	1,002%
ALERION IND 2.25% 21-03/11/2027	EUR	2.000.000	1.854.000	0,967%
WEBUILD SPA 5.875% 20-15/12/2025	EUR	2.000.000	1.818.360	0,949%
BANCO BPM SPA 21-31/12/2061 FRN	EUR	2.000.000	1.788.740	0,933%
IBERDROLA INTL 20-31/12/2060 FRN	EUR	2.000.000	1.747.440	0,912%
CCR RE SA 20-15/07/2040 FRN	EUR	2.000.000	1.733.080	0,904%
LA MONDIALE 19-31/12/2059 FRN	EUR	2.000.000	1.731.560	0,903%
ILLIMITY BANK 21-07/10/2031 FRN	EUR	2.000.000	1.723.600	0,899%
ALTAREA 1.875% 19-17/01/2028	EUR	2.000.000	1.585.140	0,827%
KERING	EUR	2.950	1.445.795	0,754%
GOLDMAN SACHS GROUP INC	USD	5.000	1.420.537	0,741%
WIIT SPA 2.375% 21-07/10/2026	EUR	1.500.000	1.415.520	0,739%
SAUDI ARAB OIL CO 2.875% 19-16/04/2024	USD	1.500.000	1.407.614	0,734%
NEWLAT FOOD 2.625% 21-19/02/2027	EUR	1.500.000	1.383.639	0,722%
CAISSE NA REA MU 3.375% 18-24/09/2028	EUR	1.500.000	1.377.870	0,719%
ASML HOLDING NV	EUR	3.000	1.367.550	0,714%
UNICREDIT SPA	EUR	150.000	1.359.750	0,709%
CNP ASSURANCES 18-31/12/2049 FRN	EUR	1.500.000	1.352.445	0,706%
ITALY BTPS 1.35% 19-01/04/2030	EUR	1.500.000	1.335.855	0,697%
INTESA SANPAOLO	EUR	750.000	1.335.000	0,697%
ESSILORLUXOTTICA	EUR	9.200	1.314.680	0,686%
ITALY BTPS 0% 21-01/04/2026	EUR	1.400.000	1.291.962	0,674%
INTESA SANPAOLO 0.75% 21-16/03/2028	EUR	1.500.000	1.272.765	0,664%
ANIMA HOLDING 1.5% 21-22/04/2028	EUR	1.500.000	1.261.155	0,658%
POSTE ITALIANE SPA	EUR	140.000	1.247.680	0,651%
BANCO BPM SPA 19-31/12/2049 FRN	EUR	1.250.000	1.232.525	0,643%
AMUNDI SA	EUR	23.400	1.221.480	0,637%
DERICHEBOURG 2.25% 21-15/07/2028	EUR	1.500.000	1.216.890	0,635%
VINCI SA	EUR	14.300	1.214.928	0,634%
AGEASFINLUX 02-31/12/2049 CV FRN	EUR	1.500.000	1.200.000	0,626%
LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUI	EUR	2.050	1.192.485	0,622%
STMICROELECTRONICS NV	EUR	39.500	1.184.407	0,618%
DAVIDE CAMPARI-MILANO NV	EUR	116.500	1.169.077	0,610%

PRYSMIAN SPA	EUR	41.000	1.074.610	0,561%
AMPLIFON SPA	EUR	35.000	1.023.750	0,534%
FISERV INC	USD	12.000	1.021.225	0,533%
FIAT CHRYSLER AU 3.875% 20-05/01/2026	EUR	1.000.000	1.009.580	0,527%
LOREAL	EUR	3.050	1.004.365	0,524%
ITALY BTPS 2.1% 19-15/07/2026	EUR	1.000.000	997.730	0,521%
SOCIETE GENERALE 2.625% 15-27/02/2025	EUR	1.000.000	974.620	0,509%

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

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



Allianz
Investitori Sgr

FONDO PIAZZA AFFARI

RELAZIONE SEMESTRALE AL 30 GIUGNO 2022

- Nota illustrativa
- Situazione Patrimoniale

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

FONDO INVESTITORI Piazza Affari

Nota Illustrativa

L'andamento del mercato

I listini azionari domestici, nella prima metà del 2022, hanno subito forti perdite; l'indice Ftse Mib ha evidenziato ribassi non dissimili da quelli realizzati dalle altre principali borse europee. Performance assai più negative per i panieri *small e mid cap* a causa di un maggior peso dei titoli *growth*. A livello macroeconomico, dopo un 2021 che ha fatto registrare una crescita del Pil più elevata rispetto alle previsioni (+6,6% a/a), facendo seguito ad un crollo archiviato nel 2020 nell'ordine del 9% a/a, quest'anno l'economia italiana sarà tra quelle che più soffriranno, sotto diversi punti di vista, gli effetti della guerra in Ucraina. L'impatto sul canale commerciale diretto, in aggregato, risulterebbe comunque piuttosto contenuto; le implicazioni negative nettamente maggiori deriveranno dal fenomeno dei rincari delle materie prime non solo energetiche. La crisi geopolitica internazionale è connessa ad effetti non interamente transitori sui prezzi delle *commodities*; il rialzo nel prezzo del petrolio e, soprattutto, del gas naturale andrà a pesare significativamente sul reddito disponibile reale delle famiglie e sui margini reddituali delle imprese, colpendo quindi sia i consumi che gli investimenti. L'impennata degli *input cost* delle aziende potrebbe determinare interruzioni nelle filiere produttive e nel sistema dei trasporti, causando una perdita di competitività e conseguente erosione di quote di mercato a favore di altre regioni geografiche, in particolare extra-europee; in tali circostanze sorge la necessità di trovare nuovi sbocchi di mercato e di diversificare le fonti di approvvigionamento energetiche. Lo *shock* in termini di bilancia commerciale sarà rilevante, così come quello sul potere d'acquisto dei consumatori. Dato l'attuale contesto, le stime di crescita per quest'anno sono state riviste notevolmente al ribasso: il consensus si posiziona ora per una variazione positiva del Pil pari al 2,8% a/a. Dopo un primo trimestre sostanzialmente *flat*, l'attesa riaccelerazione a partire dai mesi primaverili, grazie ai miglioramenti sul fronte della situazione sanitaria, sarà alquanto più debole di quanto ci si poteva ragionevolmente aspettare in precedenza. Le criticità di scenario sono assai più pronunciate in Italia che altrove per una serie di motivi: nel nostro Paese l'incidenza del gas naturale come fonte di energia primaria è molto elevata; oltre il 90% del gas viene importato; circa il 40% di esso ci viene fornito dalla Russia. Occorre comunque rilevare che i *target* enunciati dalla Commissione Europea nel piano REPower EU, ovvero giungere ad una riduzione di due terzi dell'*import* di gas russo entro la fine del 2022, appaiono eccessivamente ambiziosi. I fattori che possono mitigare i rischi qui indicati si possono identificare nei seguenti: il venir meno dell'emergenza pandemica implica ampi margini di recupero di attività nel settore dei servizi; la crisi attualmente in corso coinvolge principalmente il continente europeo, per cui la domanda proveniente da fuori Europa dovrebbe reggere relativamente meglio e mostrare una maggiore resilienza, anche se i conti con l'estero sono destinati a deteriorarsi; il ricorso agli elevati risparmi accumulati durante la pandemia potrà consentire di attutire l'impatto sulla spesa per consumi, pur nell'ambito di un clima di incertezza che non potrà che agire da freno su tale variabile; gli interventi fiscali varati dal Governo svolgeranno un ruolo di supporto rilevante per gli agenti economici; anche l'aumento della spesa pubblica per la difesa rientra tra le misure anti-cicliche ad impatto espansivo. Si devono inoltre considerare gli effetti di stimolo alla domanda domestica, che coinvolgono nello specifico la componente investimenti, derivanti dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza. Tuttavia, la crisi indotta dal conflitto in Ucraina potrebbe impattare sull'implementazione del PNRR: costi maggiorati, infatti, a fronte di un ammontare fisso di risorse può generare ritardi nella realizzazione dei progetti. Bisogna anche tener conto di un'azione di rimodulazione delle priorità e distribuzione dei fondi: verranno infatti incrementati gli interventi sul versante della diversificazione delle fonti di energia. In un contesto di questo tipo, il maggiore impatto del suddetto piano sul ciclo dovrebbe materializzarsi nel biennio 2023-24, anziché nell'anno in corso. Per quanto concerne l'inflazione, si stima che l'indice Cpi possa superare ampiamente il 6% in media d'anno, con rischi al rialzo; l'aumento dei prezzi al consumo, verosimilmente, dovrebbe rimanere di molto al di sopra del 2% anche nel 2023. Sulla base di questo scenario, la Banca Centrale Europea si sta muovendo più speditamente nel processo di *exit strategy*. In relazione agli strumenti che la Bce potrebbe dispiegare per contrastare un'eventuale frammentazione dei mercati, al momento, il supposto interventismo si concentrerebbe sulle modalità di reinvestimento dei titoli nell'ambito del programma PEPP; misure *ad hoc* potrebbero essere definite all'occorrenza e calibrate su necessità specifiche. Per quanto concerne i *trend* settoriali (indice Msci Italy), i titoli *energy* hanno fatto registrare un andamento intorno alla parità; performance meno negative rispetto al mercato nel suo complesso per gli industriali e *utilities*. Ribassi più accentuati per gli altri settori.

La politica di gestione

Un orientamento gestionale piuttosto cauto ha contraddistinto la prima parte del semestre; intorno a metà/fine maggio la componente in *equity* è stata incrementata anche operando per il tramite di contratti *futures*, ovvero riducendo le posizioni

short a copertura. Il peso azionario, nella media del periodo considerato, è risultato pari al 3,5% (valore minimo e massimo nell'ordine, rispettivamente, del 2,7% e 4,7%). A seguito della correzione avvenuta, il mercato italiano ora quota su multipli non distanti dalle medie storiche dell'ultimo quinquennio; in alcuni settori, in particolare *value*, anche significativamente al di sotto. Il processo d'investimento si basa su un approccio *bottom up*, incentrato quindi sull'analisi dei fondamentali aziendali. Focus su generazione di *alpha* e attività di *stock picking*. Una porzione del portafoglio è investita in obbligazioni *corporate* a scadenza non lunga. A livello settoriale, l'esposizione più rilevante riguarda i finanziari e, secondariamente, i titoli industriali. Relativamente elevato anche il peso attribuito ai beni di consumo *staples* e discrezionali. In *single digit* il peso degli altri settori.

La politica di gestione può essere sintetizzata ricorrendo ai seguenti principali indicatori:

	Media	Minima	Massima
% Azioni	83,1	77,5	87,8
% Altri titoli di debito	3,5	2,7	4,7

Operatività in strumenti derivati

Nel periodo in oggetto, si è attuata un'operatività anche in strumenti finanziari derivati; nello specifico, per il tramite di contratti *futures* sull'indice Ftse Mib.

Andamento del patrimonio

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

Inizio Periodo	Fine Periodo	Raccolta Netta
25.925	21.750	801

Performance

Nel primo semestre 2022, il fondo Investitori Piazza Affari ha conseguito una performance pari a -18,87%.

**RELAZIONE SEMESTRALE DEL FONDO
INVESTITORI PIAZZA AFFARI 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
A. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI	21.224.510	97,437%	25.160.541	96,933%
A1. Titoli di debito	963.491	4,423%	722.459	2,783%
A1.1 Titoli di Stato				
A1.2 Altri	963.491	4,423%	722.459	2,783%
A2. Titoli di capitale	20.261.019	93,014%	24.438.082	94,150%
A3. Parti di OICR				
B. STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	120.273	0,552%	122.890	0,473%
B1. Titoli di debito				
B2. Titoli di capitale	120.273	0,552%	122.890	0,473%
B3. Parti di OICR				
C. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	181.859	0,835%	300.409	1,157%
C1. Margini presso organismi di compensazione e garanzia	181.859	0,835%	300.409	1,157%
C2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati				
C3. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati				
D. DEPOSITI BANCARI				
D1. A vista				
D2. Altri				
E. PRONTI CONTRO TERMINE ATTIVI E OPERAZIONI ASSIMILATE				
F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITA'	245.367	1,127%	367.576	1,416%
F1. Liquidità disponibile	213.194	0,979%	370.607	1,428%
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare	475.482	2,183%		
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare	-443.309	-2,035%	-3.031	-0,012%
G. ALTRE ATTIVITA'	10.715	0,049%	5.545	0,021%
G1. Ratei attivi	10.715	0,049%	5.544	0,021%
G2. Risparmio d'imposta				
G3. Altre			1	0,000%
TOTALE ATTIVITA'	21.782.724	100,000%	25.956.961	100,000%

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	2.186	
M1. Rimborsi richiesti e non regolati	2.186	
M2. Proventi da distribuire		
M3. Altri		
N. ALTRE PASSIVITA'	30.794	31.936
N1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	30.779	31.925
N2. Debiti di imposta		
N3. Altre	15	11
TOTALE PASSIVITA'	32.980	31.936
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	21.749.744	25.925.025
VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO	21.749.744	25.925.025
Numero delle quote in circolazione	3.902.424,765	3.774.350,836
Valore unitario delle quote	5,573	6,869

Movimenti delle quote nell'esercizio	
Quote emesse	298.058,314
Quote rimborsate	169.984,385

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

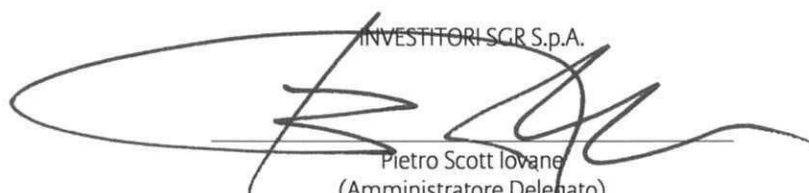
Elenco analitico dei principali strumenti finanziari detenuti dal Fondo

Titoli	Divisa	Quantità	Controvalore in Euro	% su Totale attività
ENEL SPA	EUR	271.000	1.414.620	6,494%
INTESA SANPAOLO	EUR	564.800	1.005.344	4,615%
ENI SPA	EUR	81.700	925.498	4,249%
DAVIDE CAMPARI-MILANO NV	EUR	82.100	823.873	3,782%
STMICROELECTRONICS NV	EUR	22.750	682.159	3,132%
PRYSMIAN SPA	EUR	25.700	673.597	3,092%
FERRARI NV	EUR	3.630	635.976	2,920%
AMPLIFON SPA	EUR	20.950	612.787	2,813%
MONCLER SPA	EUR	14.850	607.810	2,790%
SNAM SPA	EUR	119.000	594.881	2,731%
DIASORIN SPA	EUR	4.750	594.700	2,730%
ASSICURAZIONI GENERALI	EUR	38.350	583.879	2,680%
EXOR NV	EUR	9.480	563.870	2,589%
FINECOBANK SPA	EUR	48.000	548.160	2,516%
INTERPUMP GROUP SPA	EUR	14.450	525.691	2,413%
ANIMA HOLDING SPA	EUR	141.000	493.218	2,264%
SESA SPA	EUR	3.930	477.102	2,190%
POSTE ITALIANE SPA	EUR	53.500	476.792	2,189%
BUZZI UNICEM SPA	EUR	30.500	476.105	2,186%
TAMBURI INVESTMENT PARTNERS	EUR	64.300	471.319	2,164%
ERG SPA	EUR	15.800	468.312	2,150%
BANCO BPM SPA	EUR	170.000	461.720	2,120%
PIAGGIO & C. S.P.A.	EUR	204.302	456.411	2,095%
TINEXTA SPA	EUR	20.400	454.104	2,085%
SERI INDUSTRIAL SPA	EUR	63.246	433.868	1,992%
MEDIOBANCA SPA	EUR	50.000	412.900	1,896%
SALCEF GROUP SPA	EUR	24.000	398.400	1,829%
BANCA IFIS SPA 1.75% 20-25/06/2024	EUR	400.000	387.960	1,781%
WEBUILD SPA	EUR	251.000	371.229	1,704%
DELONGHI SPA	EUR	19.700	349.478	1,604%
RAI WAY SPA	EUR	68.400	348.840	1,601%
PHARMANUTRA SPA	EUR	5.700	343.710	1,578%
DANIELI & CO-RSP	EUR	25.000	335.500	1,540%
BANCA GENERALI SPA	EUR	12.300	331.608	1,522%
STELLANTIS NV	EUR	25.800	304.234	1,397%
GAROFALO HEALTH CARE SPA	EUR	73.500	295.102	1,355%
TELECOM ITALIA-RSP	EUR	1.220.000	290.604	1,334%
BPER BANCA	EUR	174.000	272.745	1,252%
REPLY SPA	EUR	2.000	231.400	1,062%
ALERION CLEANPOWER 3.125% 19-19/12/2025	EUR	200.000	198.700	0,912%
ESSELUNGA SPA 1.875% 17-25/10/2027	EUR	200.000	182.536	0,838%
ASCOPIAVE SPA	EUR	60.500	174.542	0,801%
DIGITAL MAGICS SPA	EUR	37.600	126.336	0,580%
INDUSTRIAL STARS OF IT-ORIGI	EUR	12.000	118.200	0,543%
TELECOM ITALIA 3.625% 16-19/01/2024	EUR	100.000	98.230	0,451%
BANCA IFIS SPA 17-17/10/2027 FRN	EUR	100.000	96.065	0,441%
H-FARM SPA	EUR	294.000	65.856	0,302%
NEXI SPA	EUR	7.000	55.328	0,254%
JUVENTUS FOOTBALL CLUB SPA	EUR	110.000	39.754	0,183%
INTERMONTE PARTNERS SIM SPA	EUR	16.000	38.400	0,176%

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

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

Il presente fascicolo è composto da n. 51 pagine

INVESTITORI SGR S.p.A.

Pietro Scotti Lovane
(Amministratore Delegato)